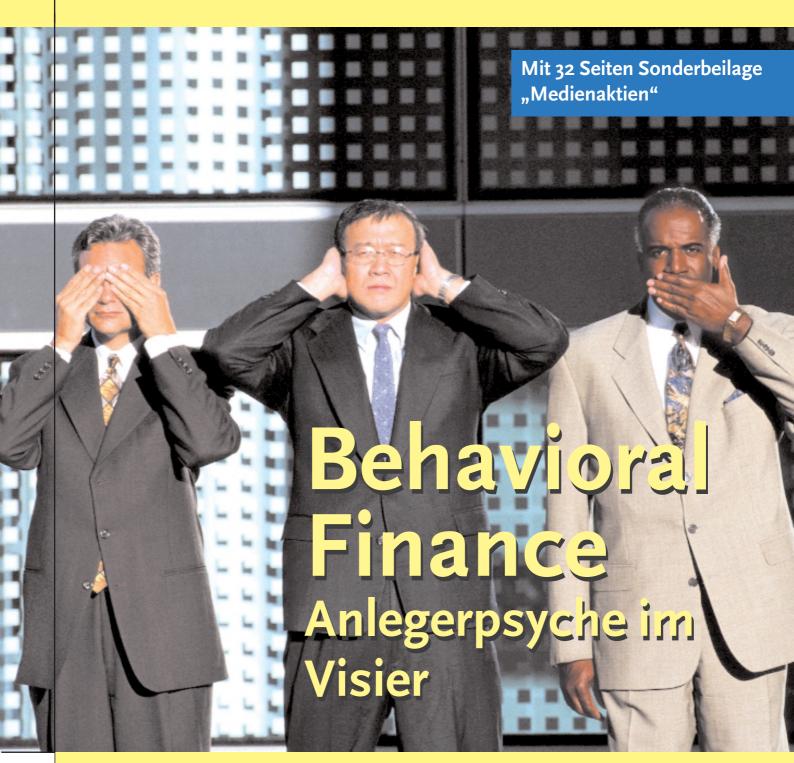
# **Smart Investor**

Das Magazin für den kritischen Anleger





### **HYPERINFLATION:**

Wird sich die Geschichte wiederholen können?

#### PRÄSIDENTENWAHLZYKLUS:

Zusammenhang zwischen US-Wahlen und Aktienkursen

#### **DIE "PUSHER-GILDE":**

Vorsicht bei unbekannten Rohstoffunternehmen!

# Editorial Magic Alan

Es ist schon immer wieder erstaunlich, mit welchem Enthusiasmus sich Ökonomen, Analysten und Investoren damit beschäftigen können, was der US-Notenbankausschuß auf seiner nächsten Tagung hinsichtlich der Zinspolitik beschließen wird. Beinahe jeden Tag berichten die Zeitungen derzeit über dieses Thema, und laufend werden Experten dazu befragt, welche je nach momentaner volkswirtschaftlicher Datenlage zu dem Schluß kommen, daß die Wahrscheinlichkeit für einen kleinen Zinsschritt (0,25 %) am 30. Juni nun doch etwas größer/kleiner als für eine Anhebung um 50 Basispunkte sein dürfte.

Natürlich ist die Entwicklung der Notenbankzinsen von großer Bedeutung, stellen sie doch die Kondition für die Refinanzierung der Geschäftsbanken dar. Dennoch halten wir die Aufmerksamkeit, die das Publikum dieser Notenbankentscheidung bzw. der Rede von "Magic Alan" am 30. Juni schenkt, doch für übertrieben. Denn die Intentionen der Fed und der US-Regierung - beide ziehen in den USA anders als in Europa fragwürdigerweise an einem Strang – sind doch mehr als sonnenklar: die Ankurbelung der Wirtschaft ohne Rücksicht auf Verluste! Während Bush die Konjunktur mit Ausgabenerhöhungen und Steuererleichterungen via eines verantwortungslosen Budget-Defizits anschiebt, übernimmt Greenspan den Part des Nicht-dagegen-Steuerns. Nur so ist es zu verstehen, daß die Notenbankzinsen immer noch bei 1 % verharren, während das US-Wirtschaftswachstum nominell, also ohne Herausrechnung der Teuerung, schon bei über 7 % p.a. liegt.

Dieses Mißverhältnis zeigt, daß Greenspan mit seiner Zinspolitik bereits meilenweit hinter den realen Gegebenheiten hinterherhinkt. Und dann spielt es eben jetzt kaum noch eine Rolle, ob die Fed Fund Rate um einen Viertel- oder einen halben Prozentpunkt angehoben wird. Allerdings können wir aus der Stillhaltetaktik Greenspans bei Einschaltung des gesunden Menschenverstandes schon jetzt einen wichtigen Schluß ziehen: Vor uns liegen Zeiten mit sehr hohen Inflationsraten. Inwieweit sich heute in den USA eine ähnliche Entwicklung wie seinerzeit in den frühen 20er Jahren in Deutschland ergeben könn-



Ralf Flierl, Chefredakteur

te, lesen Sie im Artikel über die Hyperinflations-These ab Seite 6.

Nicht zuletzt in Anspielung darauf, daß so wenige erkennen (wollen), wohin die US-Politik führt, haben wir das Cover gewählt. Aber natürlich auch wegen der diesmaligen Titelgeschichte "Börsenpsychologie". Nur wer sich selbst analysiert und seine Fehler erkennt, hat die Chance, das große Ganze zu begreifen. Dieses Unterfangen soll mit den drei Beiträgen zum Thema "Behavioral Finance" angeregt werden (Seite 17 bis 23).

Schließlich möchte ich Sie auf die Beilage "Medien-Aktien nach dem Shake-Out" hinweisen, welche in Kooperation mit dem Bankhaus Lampe entstanden ist. Darin werden alle börsennotierten deutschen Medien-Aktien einer eingehenden Analyse unterzogen und schließlich die Chancen, aber auch in besonderem Maße die Risiken, aufgezeigt.

Neue Erkenntnisse beim Lesen wünscht Ihnen



#### RENDITE & MEHR

### MIC Rohstoffe Plus Depot

Profitieren Sie von den positiven Entwicklungen des Rohstoffsektors und investieren Sie jetzt in das MIC Rohstoffe Plus Depot. Ab einer Anlagesumme von 2.500 Euro können Sie am Aufwärtstrend partizipieren.



Mit ihren flexiblen Anlagestrategien erschließen die MIC-Gemeinschaftsdepots die Chancen der internationalen Kapitalpapiermärkte.

- MIC Aktien Plus Depot
- MIC Anleihen Plus Depot
- MIC Robstoffe Plus Depot

#### Ihre Vorteile im Münchner Investment Club (MIC)

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Kein Ausgabeaufschlag
- Kostenfreier MIC-Depotwechsel
- Niedrige Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept

Fordern Sie unsere Infobroschüre an oder besuchen Sie als Gast eine unserer Veranstaltungen.

> Münctiner Investment Club Herterichstraße 101 81477 München

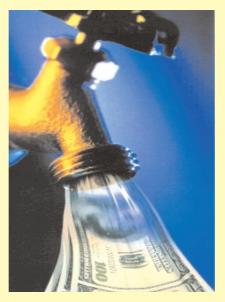
Telefon 0.89 - 79.08.63-50 L-Mail info@mic-online.de Internet www.mic-online.de





Titelstory: Behavioral Finance – der Anleger im Focus der Finanzmarkttheorie

Immer wieder auftretende Übertreibungsphasen nach oben wie auch nach unten zeigen eindrucksvoll, daß es den sogenannten "homo oeconomicus", also den rational handelnden Anleger, nicht gibt. Andere Erklärungsmodelle werden also dringend benötigt – alles über "Behavioral Finance" auf den Seiten 17 bis 21.



Geld im Überfluss: ist die Welt mit der Dollarschwemme auf dem Weg zur Hyperinflation!?

Das Schuldenproblem drückt immer stärker auf die Staatshaushalte, besonders die USA treiben es durch steigende Militärausgaben und Steuersenkungen auf die Spitze. Wo liegt am Ende der Ausweg: in einer weltweiten Deflation mit einem Zusammenbruch der Wirtschaft oder doch in einer Hyperinflation? Seiten 6 bis 9.



Solarenergie-Aktien: Wie wolkenfrei ist der Himmel über der Branche tatsächlich?

Der auf Rekordniveau gestiegene Ölpreis rückte das Thema "nachhaltiges Investieren" verstärkt in den Blickpunkt der Anleger. Insbesondere der Bereich Erneuerbare Energien und darin wiederum Aktien von Solarunternehmen standen im Focus. Titel wie SolarWorld, Solar-Fabrik oder Solon glänzten: Seiten 22/23.

#### Märkte

- 6 Die These Hyperinflation; von Robert Rethfeld, Wellenreiter-Invest
- Die Rohstoffhausse lockt die 10 "Pusher-Gilde" an
- Prinzip Hoffnung: Eindrücke vom "Stock Day Exploration & Mining"
- Der Präsidentenwahlzyklus 14
- 16 Das Jahrzehnt der "klimpernden" Anlagen; Impressionen vom Edelmetallseminar im Grand Hotel Wien

#### Hintergrund

Titelstory:

Behavioral Finance auf dem Vormarsch - Ein Großteil des Börsengeschehens ist reine Psychologie

19 Titelstory:

> "Die gefährlichsten Handlungsmuster sind die unbewußten"; Interview mit Prof. Dr. Rüdiger von Nitzsch, RTWH Aachen

20 Titelstory:

"Spitzenleistungen durch Selbsterkenntnis - Die TypoLogik menschlichen Erfolgs

#### Nachhaltiges Investieren: 22

Solarenergie-Werte auf dem Vormarsch - Nach dem Ölpreisanstieg verstärkt im Mittelpunkt

Prinzipien des Marktes: 24

Neue Hochs und neue Tiefs

26 Derivate:

> Vorankündigung der Sonderausgabe "Derivate 2004"

#### Research

27 Das große Bild:

Auflösung eines Widerspruchs

29 Sentimenttechnik:

Gold - Die Ruhe vor dem Sturm!?

Relative Stärke: 30

> Wähler entziehen dem EU-Parlament das Vertrauen

31 **Emerging Markets-Aktie:** PKN Orlen

32 Aktie im Blickpunkt:

Funkwerk AG – Die Musterschüler

34 **Externe Analyse:** 

> Altana - Moderat bewerteter Wachstumstitel; Thomas Brenning, Helaba

Musterdepot: 36 Standort verteidigt & Stellung bezogen

#### MoneyTalk: 38

"Wir haben vorgebeugt"; Ulf Holländer, Finanzvorstand von MPC Münchmeyer Petersen Capital

39 Buy & Good Bye:

> Münchener Rück und Compania de Minas Buenaventura

Turnaround:

Zapf Creation - Sorgenkind USA

#### **Potpourri**

Kolumne:

"Der unsägliche Irrtum mit der Geldmenge" von Dr. Bernd Niquet

42 Interview mit einem Investor:

> "Ich glaube an die Selbstheilungskräfte des Marktes"; Marcus Ratz, Fondsmanager bei Lupus Alpha

44 **Buchbesprechung:** 

> "Behavioral Finance" von Joachim Goldberg und Rüdiger von Nitzsch

46 Zitate:

Börse und Psychologie

45 Unternehmensindex Vorschau Smart Investor 8/2004 Impressum

## Die These Hyperinflation

### Von Robert Rethfeld, Wellenreiter-Invest

Eine weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise scheint unausweichlich, darin sind sich viele scharfsinnige Analytiker einig. Das Schuldenproblem drückt immer stärker auf die Staatshaushalte, besonders die Vereinigten Staaten treiben es durch steigende Militärausgaben und laufende Steuersenkungen auf die Spitze. Über die "Lösung" des Schuldenproblems wird jedoch heftig gestritten. Wird eine Deflation, begleitet von einem Zusammenbruch der Wirtschaft und von Massenarbeitslosigkeit das Schicksal der Weltwirtschaft besiegeln, oder übernimmt eine durch den weiteren massiven Liquiditätsaufbau getriebene und letztendlich in Hyperinflation mündende Entwicklung diese Aufgabe?

#### Gründe für Deflation

Der Autor Alf Field<sup>1</sup> bringt die Antwort in einem Essay auf den Punkt: "Ein deflationärer Zusammenbruch setzt zwei Faktoren voraus: a. Eine starke Währung, die das Vertrauen der Investoren genießt; b. Die Unfähigkeit von Zentralbanken, neues Geld zu drucken. Diese Voraussetzungen waren in den 30er Jahren gegeben, als die Konvertibilität von Dollar in Gold sicher stellte, daß der Dollar das Vertrauen der Investoren genoß. Diese Konvertibilität hinderte die Autoritäten daran, mehr und mehr Dollar zu drucken und die Staatsausgaben zu erhöhen."

#### Sinkendes Vertrauen

Weiter bei Field heißt es: "Beide Voraussetzungen für Deflation sind heute nicht mehr vorhanden. Die heutigen Währungen sind Papiergeld, die durch nichts als durch das Vertrauen in den Staat gedeckt sind. Und das sinkt im Falle des Dollars immer stärker. Weiterhin erinnern uns die Notenbank-Gouverneure ständig daran, daß ihnen eine 'elektronische Druckerpresse' zur Verfügung

ABB. 1: Inflationsrate USA in % 25 Weltkrieg Weltkrieg Vietnam 20 15 10 5 30-Jahres-Zyklus? -5 1918 +30= 1948 -10 1948 +30= 1978 1978 +30= 2008 www.wellenreiter-invest.de 15

steht, mit der sie sofort und ohne Kosten neues Geld drucken können. Und sie haben ihre Absicht sehr deutlich gemacht, daß sie dieses Mittel auch einsetzen werden, um eine Deflation zu vermeiden."

#### Zwei Möglichkeiten

Das Schuldenproblem kann auf zweifache Art und Weise gelöst werden: a. Durch die Insolvenz des Schuldners: und b. durch die Insolvenz der Währung. Falls der Schuldner (in dem Fall der Staat) die



Insolvenz dadurch zu vermeiden sucht, daß er immer wieder neues Geld druckt, bleibt nur die Insolvenz der Währung, und das heißt Inflation bzw. ultimativ Hyperinflation.

#### Inflation als historisches Phänomen

Inflationsschübe waren in der Vergangenheit gern gesehene Gäste am Tisch von Politikern und Zentralbanken, die immer dann eingesetzt wurden, wenn die Staatsverschuldung ein nicht mehr tolerierbares Ausmaß erreichte. Inflationsspitzen wurden in den USA nach dem Ersten und Zweiten Weltkrieg sowie nach dem

> Vietnamkrieg registiert (siehe Abb. 1). Schon Johann A. Saiger<sup>2</sup>, Herausgeber des Goldbriefs, weist darauf hin, daß Inflation und Kriege in einem unmittelbaren Zusammenhang zueinander stehen. Kriege beschleunigen den Prozeß der Staatsverschuldung derart, daß anschließend ein notwendiger wirtschaftlicher Reinigungsprozeß in Form eines Inflationsschubes einsetzen muß.

#### **Deflation und Inflation**

Aus nebenstehendem Chart geht auch hervor, daß einem Inflationsschub stets eine deflationäre Phase folgte. Ob 1921 oder 1932, 1949 und 1954 oder auch 1986 (Deflation nur knapp vermieden), das Überschießen nach oben führt mit schöner Regelmäßigkeit zu einem Überschießen nach unten. Es ist, als ob ein Inflationsschub das labile wirtschaftliche Gleichgewicht so aus der Fassung bringt, daß es Jahre benötigt, um sich wieder einzupendeln. Deflation ist demnach kein selbstständiges Ereignis, sondern eine Folge der Inflation. Der Hund wedelt mit dem Schwanz, nicht umgekehrt.

#### 2008

Interessanterweise traten diese Inflationsschübe bisher in einem 30-Jahres-Rhythmus auf. 1918, 1948 und 1978 sind die Jahreszahlen, auf die sich das Jahr 2008 reimt. Allein aus diesem Zyklusgedanken heraus einen kommenden Inflationsschub abzuleiten, verbietet sich sicherlich. Aber das Zeitfenster steht offen; falls sich die Weltmärkte in drei Jahren tatsächlich auf dem Höhepunkt einer Inflationswelle befänden, wäre es unter Zyklusgesichtspunkten keine Überraschung.

#### **Nach Inflation folgt Hausse**

Alle aufgezeigten Inflationsschübe kurbelten die Wirtschaft in den USA an. Dies ist am Verlauf der Aktienkurse abzulesen. Auf den Inflationsschub von 1917/18 folg-

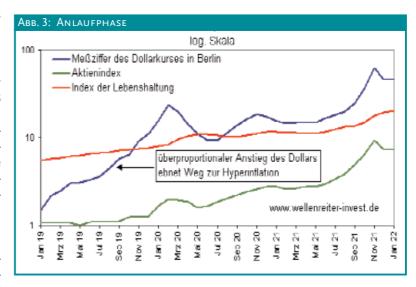
te ein 10jähriger, euphorischer Bullenmarkt, der 1929 mit einem Crash endete. Dem Schub von 1946/1947 folgte der Nachkriegsbullenmarkt, der eine 20jährige Aufwärtsbewegung mit sich brachte. Und der Inflation der zweiten Hälfte der 70er Jahre folgte ein ebenfalls 20jähriger Bullenmarkt. Die Erzeugung von Inflation ist demnach - historisch erwiesen - mittelfristig gesehen ein verläßlicher Glücks- und Wohlstandsbringer für die Menschheit.

#### **Die These Hyperinflation**

Doch die Frage stellt sich, ob es nicht Bedingungen gibt, unter denen eine Inflation entstehen kann, die über das Ziel hinausschießt und nicht zurückpendelt. Eine Inflation, die nicht bei einer Rate von 15 oder 20 % stoppt und schnell in sich zusammenfällt, sondern innerhalb kurzer Zeit zur völligen Geldentwertung führt. So etwas nennt man Hyperinflation.

Die Hyperinflation von 1923 ist das bekannteste und best-dokumentierte Beispiel für eine Hyperinflation. Erst jüngst hat der US-Ökonom Laurence Kotlikoff<sup>3</sup> seiner Erwartung Ausdruck verliehen, daß sich ein solches Schauspiel wiederholen könnte . Um genau analysieren zu können, was damals passierte, ist eine Unterteilung in drei Verlaufsphasen sinnvoll (Abb. 2).





#### Drei Phasen

In der Anlaufphase steigt der Lebenshaltungsindex langsam, aber stetig. Die Inflation macht sich zunehmend bemerkbar, erscheint jedoch keineswegs bedrohlich. In der Beschleunigungsphase, die sich von Januar 1922 bis zum Frühjahr 1923 erstreckte, läßt sich vom Niveau gut mit der Inflation der 70er Jahre vergleichen. Doch während der Schub in den 70er Jahren u.a. durch die US-Fed aufgehalten werden konnte, gelang der Inflation im Frühjahr 1923 der Sprung in die "Blow-off-Phase". Erst hier wurde die Inflation zur Hyperinflation.

#### **Anlaufphase**

Nachfolgend wollen wir uns anschauen, wie sich die Lebenshaltungskosten, die Aktienkurse und der US-Dollar im Verlaufe dieser drei Phasen entwickelt haben. Die Besonderheit an der Anlaufphase (Abb. 3) war der starke Kursanstieg des US-Dollars gegenüber der Reichsmark, während sich die Kosten für die Lebenshaltung und die Aktienkurse vergleichsweise moderat nach oben bewegten. Die Reichsmark-Abwertung lag im Interesse der Weimarer Politiker, die auf diese Weise die Kriegsschulden "(Versailler Vertrag") mindern wollten.

#### Beschleunigungsphase

Die zweite Phase ("Beschleunigung", siehe Abb. 4) läßt einen

weitestgehend parallelen Anstieg von Dollar, Aktien und Lebenshaltungsindex erahnen. Lediglich die Aktienentwicklung stotterte zwischen April und September 1922 ein wenig, nahm aber gegen Jahresende wieder an Fahrt auf. Man sieht auch, daß die inflationäre Entwicklung zwischen Februar und April 1923 stillstand. Der Dollaranstieg schien gebremst, die Lebenshaltungskosten schienen sich besinnen zu wollen.

#### **Blow-off-Phase**

Doch jetzt wurde es ernst, die "Blow-off-Phase" (Abb. 5) begann. Sie dauerte lediglich neun Monate, führte jedoch zur völligen Geldentwertung. Die Reichsmark war einmal.

In der Blow-off-Phase dreht sich ein Perpetuum Mobile, das sich etwa wie folgt beschreiben läßt: "Mit fortschreitender Inflation hatte sich die Versorgungslage

der Bevölkerung laufend verschlechtert. Dem Anstieg der Preise für Waren und Dienstleistungen konnten die Löhne und Gehälter nicht folgen. Der Reallohn sank auf ca. 40 % seines Vorkriegsniveaus, weite Teile der deutschen Bevölkerung verarmten. Vermögenswerte schmolzen dahin. Ersparnisse wurden völlig entwertet, Spargelder von Generationen vernichtet. Feste Erträge oder Zinsen waren praktisch wertlos. Durch Mangel an Kaufkraft verloren auch Immobilien ihren Wert und wurden bei Notveräußerungen geradezu verschleudert.

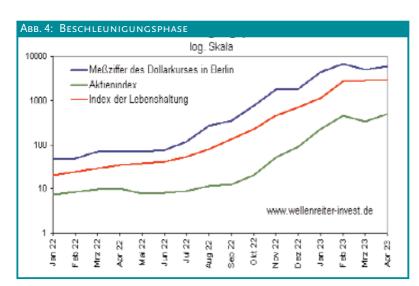
#### Horrorszenarien

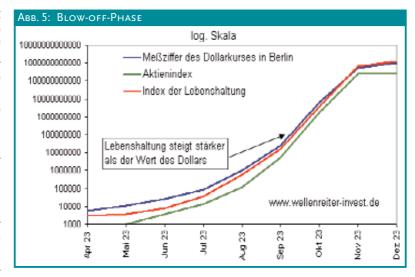
Das chaotische Geldwesen hatte einen geregelten Wirtschaftsbetrieb unmöglich gemacht. Oft erfolgten die Lohnzahlungen täglich. Jedermann versuchte, Bargeld schnellstmöglich in Sachwerte einzutauschen. Ladenöffnungszeiten richteten sich nach den Bekanntga-

beterminen für aktuelle Wechselkurse. In Restaurants konnte sich die Zeche während der Mahlzeit verdoppeln. Kriminelle stahlen nun nicht mehr nur Geldbörsen, sondern durchsuchten ihre Opfer nach Wertsachen und rissen ihnen sogar Goldzähne heraus. Pfarrer hielten den Kirchgängern für die Kollekte nach den Gottesdiensten einen Wäschekorb hin." 4

#### Spezialfall Deutschland

Weimar scheint ein isoliertes Ereignis in einer Sondersituation gewesen zu sein. Den Ersten Weltkrieg verloren, hohe Staatsschulden und Reparationsforderungen zerstörten das Vertrauen anderer Nationen und auch der Deutschen selbst in die Reichsmark. Die Golddeckung wurde 1914 aufgegeben, als die deutsche Bevölkerung allein im Juli 1914 Goldmünzen im Wert von 100 Mio. Mark aus der Reichsbank abzog. Die Aufhebung der Goldpreisbindung war gleichzeitig das Signal zur Inflationierung, die 1923 in der Hyperinflation mündete. Doch wie isoliert war dieses Ereignis wirklich? Wie auf dem ersten Chart gezeigt, herrschte 1917/1918 nicht nur in Deutschland, sondern auch in den USA eine kriegsbedingte Inflation mit Raten über 20 %. Das gleiche gilt für Großbritannien und Frankreich. Doch nur in Deutschland steigerte sich die Inflation bis zum bitteren Ende, in den anderen Ländern entwickelte sie sich z.T. drastisch zurück und ging teilweise - wie in den USA 1921 - in eine ausgewachsene De-





flation über. Es bleibt festzuhalten, daß sich Deutschland um 1918 herum aus der weltweiten Entwicklung auskoppelte und einen deutlich anderen Weg einschlug.

#### Angenommen, daß...

Nehmen wir einmal an, der oben erwähnte 30-Jahres-Inflationszyklus wiederholt sich, wofür wir im ersten Absatz gute Gründe genannt haben. Die Inflation würde in den kommenden Jahren weltweit steigen. Sie würde in den meisten Industrieländern mit Werten zwischen 15 % - 20 % ihre Höchstmarke erreichen und dann weltweit abebben, nur um anschließend in eine deflationäre Phase überzugehen, was eine historisch übliche Reaktion wäre, die auch durch den sich anbahnenden Kondratieff-Winter gestützt wird.

#### Abkoppelung der USA?

Nur in einem Land – den USA – würde die Inflation nicht stoppen, sondern in eine Hyperinflation mit anschließender Währungsvernichtung überleiten. Die USA würden sich aus der Weltwirtschaft abkoppeln, ähnlich wie es Deutschland nach dem Ersten Weltkrieg getan hat. So absurd dieser Gedanke auf den ersten Blick klingt, so möchte ich doch die Gründe aufzählen, die die Entwicklung eines solchen Szenarios derzeit stützen. Ein solcher Abkoppelungseffekt kann nur auftreten, wenn zwischen dem Staat, in dem sich einen Hyperinflation

> entwickelt, und den Nationen, in denen die Inflation abebbt, große Unterschiede zu Tage treten, die sich auf politischer, wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Ebene ergeben.

#### Die USA und der Rest der Welt

Was sind die wirklich markanten Unterscheidungskriterien zwischen den USA und dem Rest der industrialisierten Welt?

a. Die USA befinden sich als einzige westliche Industrienation in einem desaströsen und kostspieligen Krieg, der einen erheblichen Teil des Produktivkapitals in nicht-produktive Bahnen lenkt. Großbritanniens Beitrag zum Irak-Krieg ist deutlich niedriger, von den anderen beteiligten Nationen ganz zu schweigen. Die USA werden auch weiterhin die finanzielle Hauptlast im Irak tragen müssen.

- b. Handelsbilanzdefizit sowie die öffentlichen und privaten Schulden sind in den USA höher als in den meisten Industrienationen. Europa hat Maastricht-Kriterien auf dem Papier stehen. Ob sie eingehalten werden, ist natürlich eine andere Frage. Doch in den USA wird um so etwas erst gar nicht gerangelt; Verschuldungsobergrenzen existieren nicht.
- c. EZB und Fed spielen aufgrund unterschiedlicher historischer Erfahrungen unterschiedliche Karten. Die US-Fed setzt ganz bewußt und mit allen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln auf die Inflationskarte. Richard Russel, Herausgeber des amerikanischen Börsenbriefes "Dow Theory Letter", beschreibt die Wahl der Fed mit drastischen Worten: "Inflate" oder inflationiere, oder der Staat geht an seinen Schulden kaputt. Die EZB hingegen richtet weiterhin ein scharfes Auge auf die Inflation. Laut Satzung obliegt der EZB zuvorderst die Aufgabe, eine hohe Inflationsrate geschweige denn eine Hyperinflation auf jeden Fall zu vermeiden.

Halten wir fest: Die USA leiden heute unter Kriegsfolgekosten, die noch immer in einem steilen Anstieg begriffen sind. Die USA sind bereits jetzt stärker verschuldet als die meisten anderen Industrienationen und haben vor allen Dingen den Willen, zu inflationieren, was das Zeug hält. Sie haben gar keine andere Wahl. Hatte Deutschland nach 1918 eine andere Wahl?

#### Schwacher Dollar

Im Chart "Anlaufphase" ist gut erkennbar, wie der US-Dollar Anfang 1919 – als in anderen Nationen die Inflationsraten zu fallen begannen – einen heftigen Anstieg gegenüber der Reichsmark begann und letztendlich der Auslöser der Hyperinflation war. Es braucht nicht viel Fantasie, sich heute eine umgekehrte Situation vorzustellen: Nachdem die weltweite Inflation in der zweiten Hälfte dieses Jahrzehnts ihren Höhepunkt erreichen würde, begäbe sich der Dollar gegenüber dem Euro auf eine weitere Talfahrt und würde somit auch hier den Katalysator für die Entkoppelung spielen.

#### **Fazit**

Somit könnte der Tag kommen, an dem sich in Europa niemand mehr dafür interessiert, ob der Dow Jones Index die 30.000-Punkte-Marke erreicht oder nicht. Und die Preise für US-Immobilien könnten sich weiterhin vervielfachen; ein Europäer würde dennoch in der Lage sein, Immobilien zu günstigeren Preisen in den USA zu erwerben als jetzt. Der Schlüssel dazu ist der US-Dollar. Er ist der Gradmesser



des Vertrauens von Ausländern und US-Bürgern in US-Regierung und -Zentralbank. Der Dollar wird unerbittlich anzeigen, für welchen Weg sich die US-Fed entscheidet: für die Entschuldung via Staatsbankrott oder über die Zerstörung der eigenen Währung.

Robert Rethfeld, Wellenreiter-Invest

- $^{1)}\ \ http://205.232.90.194/editorials/field/field042804.html$
- 2) http://www.goldseiten.de/ansichten/saiger-02.htm
- <sup>3)</sup> Interview Wirtschaftswoche Nr. 22 vom 20.05.2004
- 4) http://www.dhm.de/lemo/html/weimar/innenpolitik/ inflation/

Robert Rethfelds Buch "Weltsichten-Weitsichten" erscheint in wenigen Wochen im FinanzBuch Verlag.

Informationen unter

 ${\it http://www.wellenreiter-invest.de/weltsichten.html}$ 

Anzeige

+++ Top Informationen +++ Top Referenten +++ Top Informationen +++ Top Referenten +++ Top Informationen +++



# Kapital-Anleger-Forum

... die ideale Orientierung für Ihre sichere Altersvorsorge

"Anleger werden ist nicht schwer, Anleger sein dagegen sehr!" Anlage-Entscheidungen erweisen sich oftmals als verlustreich und nicht passend zu den persönlichen Zielen. Vernünftiges Investieren wird durch oberflächliche Medienberichte, unqualifizierte Finanzberatung und durch die öffentliche Stimmungsmache erschwert.

Glass & Schmuck bietet dem umsichtigen Kapital-Anleger sechs Geldanlage-Experten aus verschiedenen Anlage-Märkten, die Risiken und Chancen der einzelnen Assetklassen aufzeigen und über sinnvolle Anlage-Strategien referieren.

#### INHALTE

- Wohin tendieren die Aktien- und Rentenmärkte?
- Alternative Investments: Eine stabilere Anlage als Aktien?
- Immobilien-, Windkraft- oder Schiffs-Beteiligungen:
   Wirtschaftlich sinnvoll und wichtig für die Diversifikation?
- Hohe Ertragspotentiale mit Zweitmarkt-Lebensversicherungen?
- Nutzen Sie bereits alle Möglichkeiten der Steuerreduzierung?

9.30 - 17.00 Uhr München Anmeldung: Bis 15.08.04 an Glass & Schmuck GbR, Candidplatz 9, 81543 München, Tel.: 089/66 61 08-0, Fax: 089/66 61 08-11 info@glass-schmuck.de, www.glass-schmuck.de

Teilnahme: 60,- EUR (inkl. Buchgeschenk, Unterlagen und Vollverpflegung)

Wir bieten Ihnen auch regelmäßig Abendvorträge über aktuelle Geldanlage-Themen! www.glass-schmuck.de

### Rohstoffhausse lockt "Pusher-Gilde" an

Über Risiken, Chancen und Betrügereien bei Investitionen in kleine Rohstoffunternehmen

Im Laufe des letzten Jahres steigerte sich das Interesse an Investments im Edelmetall- und Rohstoffbereich spürbar. Während ein erstmals seit Jahrzehnten aufkommender Hype auch ein signifikantes Top in diesem Segment anzeigte, offenbarte sich auch eine fast unglaubliche Unkenntnis vieler Anleger und Analysten sowie eine an Mauscheleien am Neuen Markt erinnernde offensichtliche Anlegertäuschung verschiedener kleiner Unternehmen in Zusammenarbeit mit anscheinend "gekauften" unseriösen Analysten. In diversen Börsenbriefen häuften sich die "brandheißen" Empfehlungen von "extrem aussichtsreichen" Goldexplorern oder kleinen Ölunternehmen, die aufgrund des Edelmetall-Bullenmarktes oder der "Öl- und Gaskrise" extrem profitieren sollten. Man sollte wissen, daß gerade das Edelmetallexplorersegment schon traditionell Betrüger, Träumer sowie naive Anleger magisch anzuziehen scheint und die Totalverlustquote bei Goldexplorern mit weit über 90 % wohl unübertroffen ist.

#### Silver Star und Fidelis Energy

Diese zwei kleinen, fast umsatzlosen Unternehmen wollen laut eigener Aussage mit ihren Miniprojekten die Energieprobleme Nordamerikas lösen. Am Höhepunkt der Vermarktung erreichte Silver Star Energy eine Marktkapitalisierung von über 200 Mio. US-\$ bei im letzten Jahresbericht bilanzierten Buchwerten von ca. 15.000 US-\$. Die kanadischen Behörden vermuteten einen "pump and dump"-Betrug und haben eine Durchsuchung der Büroräume durchgeführt. Die Polizei fragte den Präsidenten der vermarktenden Promotion-Agentur Beacons Gate Consulting, ob er die Großaktionärin Patricia Johnston kenne, dieser verneinte dies. Als ihn die Beamten auf die Adreßgleichheit hinwiesen, gab er zu, daß sie seine Ehefrau sei. Ein Projektpartner Silver Stars, Fidelis Energy, wurde zuletzt ebenfalls in deutschen Newslettern beworben und erreicht mittlerweile eine Marktkapitalisierung, die den bestmöglichen Explorationserfolg bei ihren Miniprojekten schon mehrfach einpreist.

#### Die atemberaubenden Unternehmen des Christopher D.

Eine weitere "brandheiße" Empfehlung, die Deutschlands "Hypeblättchen" derzeit fast simultan aussprechen, ist der Edelmetallexplorer Argentex Mining. Dieser Wert wird von einer ganzen Reihe dubioser Börsenbriefe und Analysten als "bester Explorer in Südamerika" bezeichnet oder als eine "große Chance, frühzeitig bei einem äußerst aussichtsreichen Explorer einzusteigen", aufgezeigt. Argentex Mining ist ein in Kanada ansässiges Unternehmen, das zwar an deutschen Regionalbörsen, nicht jedoch an der kanadischen Börse gelistet ist. Es könnte der Verdacht entstehen, daß dieses Unternehmen "made for germany", also speziell für den Verkauf an unbedarfte Anleger an der deutschen Börse konzipiert ist. Hinter Argentex Mining, die vorgeben, Edelmetall-



suche in Argentinien zu betreiben, steht ein Geologe namens Chris Dyakowski. Dieser brachte in den letzten Jahren reihenweise kleine Unternehmen an die Börse, die meist recht schnell wieder vom Kurszettel verschwanden. Das Hauptprojekt von Argentex Mining ist ein bereits vom Bergbaugroßkonzern AngloGold/ Mincorp untersuchtes und dann abgestoßenes Projekt. Es hat den Anschein, als ob hier schon untersuchte und als nicht kommerziell verwertbar erachtete Projekte unter neuem Namen noch einmal verkauft werden. Bevor der Handel begann, gönnte sich CEO Chris Dyakowski schnell noch 1,66 Millionen Aktien zum Nulltarif. Zwei von Dyakowskis Unternehmen, die in den letzten Jahren scheiterten, waren Toby Ventures und San Telmo Resources. Ausrichtung beider Unternehmen war die Goldexploration mit Projekten in Argentinien. Für die Anleger endete ein Investment im Totalverlust. Aus den Mänteln entstanden die Erdgasexplorer Storm Cat Energy sowie San Telmo Energy, bei denen Dyakowski wieder in leitenden Positionen und mit freien Aktien- und Optionspaketen dabei ist. Des dreisten Treibens Krönung ist jedoch der Umstand, daß Argentex seine Mineral-Lizenzen über Dyakowski von Storm Cat Energy (vormals Toby Ventures) und San Telmo erworben hat! Dyakowkis Unternehmen zeichnen sich dadurch aus, kaum Mitarbeiter zu beschäftigen, dafür aber eine große Anzahl meist wertloser Projekte zu unterhalten.

#### Der Hype wird generalstabsmäßig organisiert

Die Aktien dieser meist fast umsatzlosen Unternehmen werden in regelrechten Vermarktungsoffensiven von bis zu 10 Börsenbriefen und diversen eMail-Verteilern simultan und international gepusht. Es gibt klare Hinweise, daß ein Netzwerk diverser Promotion-Agenturen in Zusammenarbeit mit diversen "Analysten", Börsenbriefschreibern und Mailverteilern hinter diesen Aktionen steht. In den Quartalsberichten der beworbenen Unternehmen werden überproportional hohe Summen für Aktien-Promotion

#### Märkte

ausgewiesen. Wohl nicht ohne Grund wird im Haftungsausschluß eines der empfehlenden Börsenbriefe darauf hingewiesen, daß es sich um eine vom analysierten Unternehmen in Auftrag gegebene "Analyse" handeln könnte. Auf ihrer Website wird eine effektive Plazierung "ihres Unternehmens als Hotstock auf dem virtuellen Marktplatz" beworben. Hierbei ist festzustellen, daß es sich bei den empfehlenden Börsenbriefen meist um kostenlose Publikationen handelt, die sich wohl durch bezahlte "Analysen" finanzieren. Natürlich ist es möglich, daß bei Argentex Mining seriös gearbeitet wird. Diesen Explorer, seine Projekte und seine Mitarbeiter jedoch zum "besten Explorationsunternehmen in Argentinien" zu erklären, kann man nur als äußerst unseriöses Verhalten bezeichnen. Wie so oft gilt auch hier, daß diejenigen, die sich selbst am lautesten vermarkten oder vermarkten lassen, häufig kaum echte Substanz vorweisen können.

#### Kriterien zur Auswahl seriöser Unternehmen

Jeder, der sich längerfristig in Goldproduzenten- oder Exploreraktien positionieren oder nach einer Korrektur einmal auf Schnäppchenjagd gehen möchte, sollte bei der Auswahl der Investments akribisch recherchieren, denn dieses Segment ist im wahrsten Sinne des Wortes ein "Minenfeld". Goldproduzenten-Aktien und insbesondere Goldexplorer werden häufig als "Goldanlagen mit Hebel" bezeichnet. Die Grundlagen dieses Geschäfts und die Risiken, die selbst bei intakten Edelmetall-Bullenmärkten eine hohe Totalverlustquote sowie Gewinnchancen auch bei nachgebendem Goldpreis garantieren, sind jedoch anscheinend nur wenigen bekannt. Man mag über die Aussagekraft von KGVs, KUVs and anderen Kennzahlen, die meist als Bewertungskriterien verwendet werden, streiten, bei der Bewertung von Rohstoffunternehmen sind sie jedoch völlig unpraktikabel. Der fundamentale Wert eines Rohstoffunternehmens ergibt sich fast ausschließlich aus dem Wert der Reserven in Bezug zu Abbaukosten sowie dem geopolitischen Risiko im Land des Produktionsstandortes. Die Gewinnchance bei Rohstoffaktien liegt sowohl in einem möglichen Anstieg der Rohstoffpreise als auch im Potential eines Unternehmens, seine Reserven zu steigern. Generell sollte sich jeder Anleger von Unternehmen mit niedrigen Reserven und einer hohen Reserven-Burnrate (Produktion im Verhältnis zu Reserven) fernhalten, denn hier ist ein Substanzverlust des Unternehmens wahrscheinlich. Außerdem ist zu beachten, daß viele Minengesellschaften Forward Sales oder Hedging-Geschäfte abgeschlossen haben. Deshalb würde ein starker Goldpreisanstieg einigen Goldproduzenten nicht zugute kommen oder ihnen sogar schaden. Allerdings sind diese Unternehmen auch vor den häufig abrupt auftretenden Kursrutschen an den Rohstoffmärkten abgesichert.

#### Wichtige konkrete Anhaltspunkte, die beachtet werden sollten

Wer einen längerfristigen Edelmetallpreisanstieg erwartet, sollte entweder in Goldproduzenten, die über möglichst hohe ungehedgte Reserven verfügen, oder in Explorer mit fortgeschrittenen (advanced stage) Projekten investieren, bei denen bereits größere kommerziell abbaubare Vorkommen nachgewiesen wurden. Bei der Bewertung der Explorationsprojekte sollte beachtet werden, daß fast aus-

# » Direkt zur Rendite.«

Der Plambeck-Genussschein

Mit einem Zins von 7% bietet Ihnen der Genussschein von Plambeck Neue Energien bereits eine hohe Basisrendite. Je nach Ertragsentwicklung des Unternehmens werden zusätzlich noch einmal bis zu 3% fällig. Um Ihre Anlage-Flexibilität zu erhalten, wird der Genussschein darüber hinaus täglich an der Börse handelbar sein.

Call: 01805 71 71 70 www.plambeck.de/genuss

Dan albier maligelijkelten Verkaufsproepskt biermen lie bei des Hembruk Noos Françisch AS, Asses Handalm No. 2. J., 27477 Zuphaven antendem alter unter avera allembruk de de Igenese heinseletischen





schließlich große Projekte (ab 1 Mio. Unzen Gold plus möglichst andere kommerziell abbaubare Metalle), die sich möglichst nah an der Oberfläche befinden (Tiefbergbau lohnt sich nur bei extrem hohem Mineralgehalt des Erzes und hohem Preis des abzubauenden Metalls) und möglichst in der Nähe existierender Infrastruktur (feste Straßen, Hafen, Elektrizität, existierende Möglichkeiten zur Weiterverarbeitung des Erzes) liegen, weiterverfolgt werden. Bei Erfolgsmeldungen bezüglich ihrer Entwicklungsprojekte werden seriöse Unternehmen immer unabhängige Studien anerkannter Gutachter vorlegen.

Außerdem muß eine klare Aufstaffelung der kommerziell abbaubaren Metalle angegeben werden, nicht nur eine Zahl der "ounces of gold equivalent" (hier werden alle im Erz vorhandenen Metalle, die wahrscheinlich nicht alle kommerziell gewonnen werden können, zu einem "goldäquivalenten" Wert zusammengefaßt). Beachten sollte man auch die Aktionärsstruktur sowie die finanzielle Ausstattung des Unternehmens. Ein hoher Insiderbesitz inklusive echter Insiderkäufe sowie involvierte institutionelle Investoren sind positiv zu werten. Falls fast alle Aktien im Besitz von Kleinaktionären sind sowie übermäßig viele Aktien und sich weit "im Geld" befindende Optionen kostenlos an den Vorstand verteilt wurden, sollte dies große Vorsicht auslösen.

#### **Fazit**

Die Geldanlage in Edelmetallaktien und Rohstoffwerte, insbesondere die in kleine Explorerwerte, bleibt eine riskante und hochvolatile Angelegenheit, bei der der Anleger gründlich recherchieren sollte, insbesondere wenn es als langfristiges Investment konzipiert ist. Die bestmögliche Anlage sind Unternehmen, die aufgrund der Qualität ihrer Projekte, des exzellenten Managements und einer günstigen Bewertung auch bei stagnierendem oder sogar zeitweise fallendem Preis des betreffenden Rohstoffs ihren Wert steigern können.

Matthias Kemnitz

SI 07/04

Anzeige

#### **DEUTSCHLANDS ERSTES MAGAZIN FÜR**



Starten Sie Ihr Abonnement jetzt, und Sie erhalten die große Sonderausgabe "Mittelstandsfinanzierung 2004" (132 Seiten, ca. 50 Fachbeiträge und Interviews, Einzelpreis 14,80 Euro) gratis dazu!



#### KENNENLERN-ABONNEMENT

ich möchte das monatliche VentureCapital Magazin gerne testen und nehme Ihr Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden zwei Ausgaben sowie die Sonderausgabe "Mittelstandsfinanzierung 2004" zum attraktiven Sonderpreis von 10,- Euro (statt 39,80 Euro) zu. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das VentureCapital Magazin anschließend zum Preis von 148, Euro pro Jahr (12 Ausgaben zzgl. ein bis zwei Sonderausgaben jährlich). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

Name, Vorname:	
Postfach/Straße:	
PI 7 Ort	
Telefon:	Fax:
eMail-Adresse:	
Ort und Datum:	1. Unterschrift:
Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kar den. Rechtzeitiges Absenden genügt.	nn binnen zwei Wochen widerrufen wer-
Ort und Datum:	a Untarechrift

#### Coupon bitte einsenden an:

GoingPublic Media AG · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen Telefon: 08171-419650 · **Fax-Order: 08171-419656** oder online unter **www.venturecapital.de/abo** 

### **Prinzip Hoffnung**

Eindrücke vom "Stock Day Exploration & Mining"

Am 26. Mai fand in Frankfurt der 11. Stock Day statt, für den die Investor Relations-Agentur Value Relations GmbH fünf nordamerikanische Explorer eingeladen hatte. In den Präsentationen schmückten diese sich gerne mit großen Goldproduzenten (Majors), die in unmittelbarer Nähe ihrer (vermuteten) Lagerstätte eine ergiebige Mine betreiben. Die Kauflust des gut 30-köpfigen Auditoriums wollte man durch exzellentes Explorationspotential, gigantische Goldpreischancen, erfahrenes Management sowie übernahmebedingte Kursphantasie anregen ("so wie damals bei der von Inco übernommenen Diamond Fields"). Da in einigen Fällen laufende Finanzierungsrunden noch nicht abgeschlossen waren, konnte man den Eindruck gewinnen, daß diese Juniorexplorer von den Majors und anderen Geldgebern links liegen gelassen wurden und deshalb nun deutsche Anleger reich gemacht werden sollen. Zu allen Firmen erstellte MIDAS Research (Auftrags-)Studien, die bis auf eine Ausnahme mit dem Rating "Spekulativer Kauf" versehen wurden.

#### **USCorp (USCS)**

Der bewegte Börsenmantel wurde so ziemlich allen Modebranchen der letzten 15 Jahre übergestülpt - jeweils erfolglos. Die stillgelegten Minen im Portfolio beherbergen angeblich weltrekordverdächtige 21 Mio. Unzen Gold. Stutzig macht allerdings, daß die laufende Privatplazierung ins Stocken geraten ist, denn die zur Fortsetzung der Probebohrungen und zur baldigen Produktionsaufnahme erforderlichen 3 Mio. US-\$ vermochte man bisher nicht zusammenzukratzen. Das paßte alles nicht recht zueinander - am meisten glänzten die Broschüren des in Las Vegas beheimateten Unternehmens.

#### Terra Nova Gold Corp. (TGC.V)

CEO David Patterson - Branchenkennern auch als CEO von Donner Minerals und Knight Resources bekannt - stellte das riesige Risiko des Explorationsgeschäfts in den Vordergrund. Mehr noch: Für ihn sind Exploration und Finanzierung des Traums eines großen Rohstoffvorkommensfundes mit anschließendem Aufkauf durch einen Major identisch. Zu den beiden vorhandenen Goldprojekten im kanadischen Neufundland gesellte sich jüngst ein unbebohrtes Kupferprojekt in Mexiko, an dem TGC 50% von der befreundeten Noranda erhalten hat. Chance für das Entstehen einer Kupfermine: 1:100!

#### **Eaglecrest Explorations Ltd. (EEL.V)**

Nach erfolgreichen Privatplazierungen wird in Bolivien fleißig gebohrt und mit durchaus vorzeigbaren Goldkonzentrationen geworben. Etwas befremdend wirkt allerdings, wenn diese auch für 5 cm Bohrkernlänge veröffentlicht werden. Der Explorer ist schuldenfrei und liegt im Zeitplan. Ende 2004 sollen erstmals Ressourcen definiert werden.



#### Silverado Gold Mines Ltd. (SLGLF)

Neben der bisher vergeblichen Suche nach der Hauptader der Alaska-Mine forscht man mit einem subventionierten Jahresbudget von ca. 200.000 Can-\$ an einem kohlebasierten alternativen Treibstoff. Der Juniorproduzent (18.500 Unzen Gold p.a.) erlebte 2002 eine Verzehnfachung des Aktienkurses ohne daß Shareholder Value geschaffen wurde. Der anschließende Absturz aufs Ausgangsniveau wurde vom CEO einer Schmierenkampagne und Leerverkäufen in die Schuhe geschoben. Die darauffolgende Absenkung des Bezugspreises der Aktienoptionen des Managements verstärkte noch den faden Beigeschmack.

#### **Globetech Ventures Corp. (GTVCF)**

Das geologisch eher unerfahrene Management scheint in der Vergangenheit nach dem Prinzip Versuch und Irrtum vorgegangen zu sein: bis 1998 Explorer, danach ebenfalls fehlgeschlagener Ausflug in den High-Tech-Bereich und Ende 2003 pünktlich zum Minenaktien-Hoch Rückkehr ins Schürfgeschäft. Den finanzknappen, im brasilianischen Dschungel Bohrrechte besitzenden Explorer setzt MIDAS Research lediglich auf die Beobachtungsliste.

Auch wenn die Qualität der sich vorstellenden Unternehmen zu wünschen übrig ließ, war die von Value Relations hervorragend organisierte Konferenz äußerst wertvoll. Grundsätzlich sollte man als Anleger vorsichtig bis mißtrauisch sein, wenn sich Explorer mit solch aussichtreichen Stories auf Europatournee begeben. Aus heutiger Sicht drängt sich kein Kauf auf; allenfalls Eaglecrest Explorations sowie mit Abstrichen Terra Nova Gold verdienen weitere Beobachtung.

Jürgen Ganßleben

Der nächste Stock Day findet am 8./9. September in Frankfurt statt. Infos: www.stockday.de

### Der Präsidentenwahlzyklus

Den statistischen Zusammenhang zwischen den US-Wahlen und der Entwicklung am Aktienmarkt sollten Investoren vor allem in diesem Jahr im Auge behalten

In diesem Jahr, 2004, wird in den USA der Präsident gewählt. In den letzten hundert Jahren stieg der Dow Jones Index durchschnittlich 7,5 %, wenn es sich um ein Präsidentenwahljahr handelte. In den Vorwahliahren schnitt er mit 9,3 % sogar noch besser ab. In den Nachwahljahren waren es hingegen lediglich 3,5 %, in den darauffolgenden Zwischenwahljahren sogar nur 2,8 %. Einen vergleichbaren Zusammenhang zwischen der Börsenentwicklung und dem Jahr im Präsidentenwahlzyklus gab bereits im neunzehnten Jahrhundert. Es handelt sich somit um einen für Börsenmaßstäbe statistisch recht gut fundierten Zusammenhang.

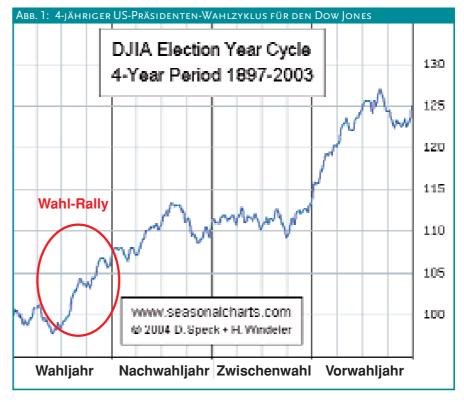
#### Gründe des Präsidentenwahlzyklus

Wieso sind die beiden Jahre nach der Wahl kraftlose, die beiden vor der Wahl hingegen recht gute Börsenjahre? Die Gründe liegen nahe: Präsidenten wollen wiedergewählt werden bzw. wünschen sich einen Nachfolger aus ihrer Partei. Sie bemühen sich deshalb vor der Wahl, die Wirtschaft anzukurbeln und die Wähler positiv zu stimmen. Dazu zählen etwa durch Deficit-Spending finanzierte Maßnahmen. Aber auch die (nicht völlig unabhängi-

ge) Notenbank scheint durch ihre Geldpolitik den jeweils amtierenden Präsidenten zu unterstützen. Nach der Wahl hingegen häufen sich unpopuläre Maßnahmen, etwa solche gegen ein ausuferndes Staatsdefizit. Chart 1 stellt den gesamten Vierjahreszyklus dar.

#### Vierjahreszyklus

Er zeigt den durchschnittlichen Vierjahresverlauf des Dow Jones, über gut hundert Jahre berechnet. Dadurch ist es möglich, Ent-



wicklungen auch innerhalb des Jahres genau zu betrachten. Die Skala rechts weist den prozentualen Gewinn aus. Über den gesamten Vierjahreszeitraum lag er bei durchschnittlich 25 %. Die Skala unten zeigt das Jahr im Vierjahreszyklus. Links das Wahljahr und ganz rechts das Vorwahljahr waren, wie bereits erwähnt, gute Börsenjahre. Die beiden mittleren Jahre des Charts, also das Nachwahljahr und das Zwischenwahljahr, brachten den Anlegern hingegen kaum Gewinne. Wir greifen nun das aktuelle Jahr im Zyklus, das Wahljahr, heraus.



#### Wahljahrzyklus

Der zweite Chart zeigt den durchschnittlichen Verlauf nur der Wahljahre. Er ist gewissermaßen die Vergrößerung des ersten Viertels des ersten Charts. Deutlich erkennbar ist der Seitwärtstrend in der ersten Jahreshälfte. In der zweiten Hälfte stieg der Dow Jones dann typischerweise. Ein Hoch befindet sich im November, beinahe passend zum Wahltermin (die diesmaligen US-Wahlen finden am 4. November statt). Damit bewegen sich Aktien in Wahljahren genau umgekehrt zum üblichen Jahresverlauf, denn saisonal steigen sie in der ersten Jahreshälfte, während sie in der zweiten im Mittel kaum Erträge aufweisen.

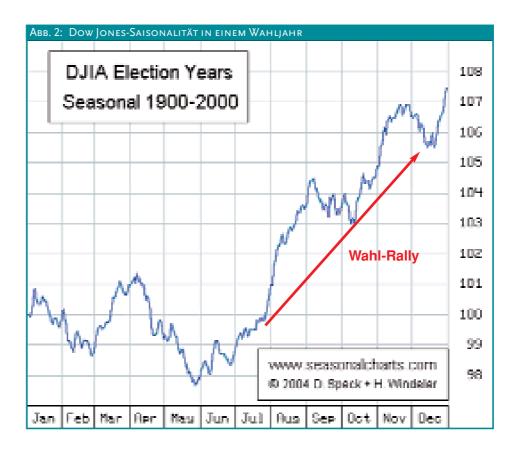
#### **Nur Durchschnitt**

Eine durchschnittliche Kursbewegung von z.B. 0 % kann sich zusammensetzen aus einem Anstieg von 10 % und einem Rückgang von 10 %. In einen Durchschnitt gehen eben viele verschiedene Werte ein. Dementsprechend gab es auch Ausnahmen im Wahlzyklus. So schlossen von den letzten sechs Wahl-

jahren zwei (1984 und 2000) mit Verlust. Außerdem könnte sich der Wahlzyklus selbst in Zukunft ändern. Aus diesen Gründen sollten Investoren, die den Wahlzyklus in ihre Investmententscheidungen einbeziehen, immer Verlustbegrenzungs-Maßnahmen (z.B. Stop-Loss) verwenden! Als eine Entscheidungshilfe unter vielen kann der Vierjahreszyklus aber dienen.

#### Die Zukunft

2003 und in der ersten Hälfte des Jahres 2004gab der in Abb. 2verdeutlichte Wahlzyklus die Richtung gut vor. Ob ihm dies auch



in der zweiten Jahreshälfte gelingen wird, hängt von der Stärke der Gegenkräfte ab. Zu den nach unten drückenden Faktoren ist insbesondere der übergeordnete Abwärtstrend zu zählen, in dem sich der US-Aktienmarkt seit 2000 befindet. Der Wahlzyklus endet im übrigen nicht mit dem Wahljahr. Er betrifft zusätzlich die darauffolgenden drei Jahre, obwohl die Medien dann seltener auf ihn aufmerksam machen.

Dimitri Speck

Anzeige



## Das Jahrzehnt der "klimpernden" Anlagen

#### Impressionen vom Edelmetallseminar im Grand Hotel Wien

Im gediegenen Ambiente des Ballsaals Quadrille im Wiener Grand Hotel fand am 29. Mai 2004 das erste Edelmetallseminar von ArgentumInvest statt. Organisator Richard Mayr vereinte die Größen des Goldsektors im deutschsprachigen Raum unter einem Dach und konnte rund 70 Gäste, unter anderem auch Vertreter der Münze Österreich, begrüßen. So fanden sich auf der Referentenliste nicht nur die beiden erfolgreichen Vermögensverwalter der Vereinigten Sparkassen Neustadt adW, Uwe Bergold und Christian Wolf, sondern auch der Herausgeber des Goldbriefs, Johann A. Saiger. Neben dem Chefanalysten der Berliner Effektenbank AG, Claus Vogt, kamen auch der Fondsadvisor Martin Siegel (PEH-Q-Goldmines) und Edelmetallhändler Robert Hartmann von Pro Aurum GmbH & Co. KG nach Wien.

#### Grundtenor

Der Grundtenor der Veranstaltung war sehr bearish für Aktien und Anleihen und sehr bullish für Edelmetalle und Rohstoffe jeder Art. So machten die meisten Referenten die unlösbare Verschuldungssituation der Staaten und ihrer Haushalte sowie das exorbitante globale Geldmengenwachstum, vor allem im Dollar- und Yen-Raum, für die kommende Inflation verantwortlich, welche weitere Edelmetall- und Rohstoffpreisanstiege in den nächsten Jahren auslösen wird. Nicht nur Bergold, Vogt und Saiger unterstrichen die Gefahren anhand makroökonomischer Daten. Andere Argumente für steigende Edelmetallpreise sahen die Referenten Siegel und Hartmann unter anderem im drohenden Kollaps der Sozialsysteme, der maroden Banken- und Versicherungsstruktur in Japan sowie in weiteren sich anbahnenden Inflationsschüben aufgrund des weiter steigenden Ölpreises, welcher nicht zuletzt nach Saiger durch neue Kriege in Nahost weiter explodieren werde. Der Herausgeber des Goldbriefs brachte die Grundstimmung der Referenten auf den Nenner: "Wir befinden uns in einem Jahrzehnt, in dem man von den "raschelnden" Anlagen (= Aktien und Anleihen; Anm. d. Red.) in die "klimpernden" Anlagen (= Gold und Silber; Anm. d. Red.) wechseln muß."



Robert Hartmann, Claus Vogt, Johann A. Saiger

#### Gold und die Weißmetalle

Das Motto des Seminars stand aber nicht nur unter dem Zeichen von Gold, sondern lag auch auf dem Schwerpunkt weiße Edelmetalle: Silber, Platin und Palladium. So ging vor allem Uwe Bergold in seinem Vortrag insbesondere auf die Weißmetalle ein. Silber habe seiner Ansicht nach derzeit das größte Potential, neben Palladium. Auch Saiger und Siegel empfahlen vor allem Silber und verwiesen zudem dar-



Uwe Bergold

auf, daß dessen Besitz im Gegensatz zu Gold noch nie in Wirtschaftskrisen verboten wurde. Inflationsbereinigt sei man bei allen Edelmetallen noch meilenweit von den alten Hochs von 1980 entfernt.

#### **Physisches Metall**

Nicht nur Robert Hartmann vom Edelmetallhandelshaus Pro Aurum ging stark auf physische Edelmetalle ein, sondern auch die anderen Referenten rieten vor allem zum kontinuierlichen Kauf von Münzen und Barren. Gewinne aus Goldminenaktien sollten wiederum nach Siegels Meinung zum Teil in physisches Gold angelegt werden. So sichere man zudem sein Depot ab, da in Krisenzeiten eben auch Goldminenaktien oder Zertifikate nur Papier sind.

#### **Fazit**

Es war eine sehr gelungene Veranstaltung, die sicher ein größeres Publikum verdient hätte. Sechs hervorragende Referenten sprachen über hochinformative makroökonomische Daten und analysierten interessante Edelmetall- und Minencharts. Unter antizyklischen bzw. sentimenttechnischen Gesichtspunkten ist die relativ geringe Teilnehmerzahl für die Edelmetalle gar als hervorragender Indikator zu werten. So bemerkte Claus Vogt, daß derzeit das Interesse für Edelmetalle so gering sei wie bei den Aktien während der ersten Korrektur 1984 im primären Bullenmarkt von 1982 bis 2000. Der primäre Aufwärtstrend der Edelmetalle hat nach Ansicht der Referenten gerade erst begonnen.

Ralf Flierl

### Behavioral Finance auf dem Vormarsch

Ein Großteil des Börsengeschehens ist reine Psychologie

Die klassische Finanzmarkttheorie geht davon aus, daß sich die Marktteilnehmer grundsätzlich rational verhalten. Entsprechend sollten sich sämtliche Anlageentscheidungen am Kapitalmarkt auf die gründliche Analyse und Verarbeitung der wesentlichen Informationen, die zum Zeitpunkt einer Wertpapiertransaktion zur Verfügung stehen, stützen. Ausschließlich neue bewertungsrelevante Nachrichten würden somit zu markanten Kursänderungen führen. Gerade die aktuell hohen Volatilitäten sowie immer wieder auftretende Übertreibungsphasen nach oben, wie auch nach unten, zeigen jedoch, daß es den "homo oeconomicus" nicht gibt.

#### Behavioral Finance als dritte Analysemethode

So ist das Anlageverhalten der Investoren vielmehr auch durch individuelle Motive, Einstellungen und Bewertungen sowie vielfältige psychische und physische Reaktionen gekennzeichnet. Neben der Fundamentalanalyse und der Technischen Analyse hat sich deshalb in den letzten Jahren die verhaltenswissenschaftliche Finanztheorie als weitere Analysemethode zur Erklärung von Kapitalmarktreaktionen herausgebildet. Diese sogenannte "Behavioral Finance Theorie" beobachtet, wie Marktteilnehmer Informationen auswählen, aufnehmen und verarbeiten, und fragt konsequenterweise auch nach den daraus resultierenden Entscheidungen, die zum Teil alles andere als rational ausfallen.

#### Überreaktion bei prägnanten Ereignissen

So können psychologische Einflußfaktoren dazu führen, daß wohlinformierte Individuen trotz besseren Wissens zu falschen Schlußfolgerungen kommen. Fällt beispielsweise beim Roulettespiel die Kugel mehrmals nacheinander auf "Rot", wird vielfach

"Schwarz" für den nächsten Wurf als subjektiv wahrscheinlicher angesehen. Ähnliche Irrationalitäten lassen sich auch an den Kapitalmärkten beobachten und empirisch nachweisen. Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, daß Anleger dazu neigen, spontan und emotional auf Nachrichten zu reagieren und einzelnen prägnanten Ereignissen eine zu große Bedeutung beizumessen. Nach Sturmschäden oder Überschwemmungen übersteigen die Kursverluste von Rückversicherern häufig die zu erwartende Schadensumme. Bayer büßte im Rahmen des Lipobay-Skandals zeitweise mehr als das Doppelte der im Extremfall zu erwartenden Schadensersatzforderungen an Marktkapitalisierung ein. Das gleiche Phänomen - nur umgekehrt - war in Form plötzlicher Kurssprünge bei Bauwerten im letzen Sommer während der Flutkatastrophe an der Elbe zu beobachten.

#### Wahrnehmungsprobleme bei schleichenden Entwicklungen

Bei schleichenden Entwicklungen, wie etwa veränderten Inflationserwartungen oder sukzessiven Konjunkturveränderungen, bedarf es dagegen meist einer erheblich längeren Anpassungszeit, bis die Informationen in den Kursen adäquat verarbeitet sind. Hat sich eine Meinung zu bestimmten Werten oder ökonomischen Rahmendaten erst einmal etabliert, dauert es oft verhältnismäßig lange, bis ein Umdenken einsetzt. Dies erklärt auch, warum sich Aktien, die das Anlegervertrauen verloren haben und somit "überverkauft" sind, unter rationalen Bewertungskriterien häufig als günstig erweisen. Börsenlieblinge stellen sich im Nachhinein dagegen oftmals als zu teuer heraus und passen sich konsequenterweise langfristig wieder dem allgemeinen Marktdurchschnitt an.

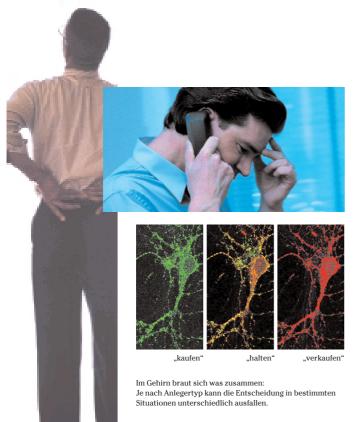


#### Individuelle "Scheuklappen" kosten die meiste Performance

Eher auf individueller Ebene spielt sich ein anderes psychologisches Verhaltensmuster von Anlegern ab. So werden Gewinne und Verluste erwiesenermaßen unterschiedlich wahrgenommen. Gewinne werden regelmäßig den eigenen Prognosefähigkeiten zugeschrieben und deshalb relativ schnell realisiert, da andernfalls die Gefahr besteht, sie wieder zu verlieren und damit im Nachhinein doch nicht Recht gehabt zu haben. Die Gründe für Verluste werden dagegen eher bei anderen gesucht, oder - noch schlimmer – Verlustpositionen werden gänzlich aus der eigenen Wahrnehmung verbannt. Solange es sich "lediglich" um Buchverluste handelt, besteht schließlich auch weiterhin die Hoffnung, später doch noch Gewinne zu erzielen oder zumindest die Einstandskurse wiederzusehen. Hinzu kommt die Angst, die Position gerade im schlechtesten Moment, nämlich unmittelbar vor der Erholung, zu schließen. Begleitet wird diese "Strategie" meist von einer sehr selektiven Informationsverarbeitung. Negative Nachrichten werden konsequent ignoriert und nur noch solche Informationen wahrgenommen, die die Anlageentscheidung rechtfertigen bzw. vermeintlich bestätigen. Insgesamt neigen Investoren deshalb dazu, an verlustbringenden Positionen übermäßig lange festzuhalten. Dies führt nicht nur zu einer unterdurchschnittlichen Performance, sondern hat auch die kontinuierliche Verschlechterung der Risikostruktur eines Wertpapierportfolios zur Folge, da lediglich die "Loser" im Depot verbleiben.

#### Behavioral Finance-geprägte Anlagestrategien

Institutionelle Anleger und hier insbesondere Hedgefonds versuchen Verhaltensmuster von Investoren und die daraus resul-



tierenden Kapialmarktanomalitäten auszunutzen. Eine Variante stellt dabei die Momentum-Strategie dar. Bei ihr wird in solche Aktien investiert, die in einem vorher definierten Vergangenheitszeitraum die beste Performance aufgewiesen haben. Zum einen wird auf diese Weise auf den Herdentrieb der Anleger spekuliert. Zum anderen liegt der Strategie die Annahme zugrunde, daß Marktteilnehmer die unmittelbare Vergangenheit häufig in die Zukunft fortschreiben. Bis zu einem bestimmten Punkt wirken beide Faktoren trendverstärkend. Durch frühzeitigen Einund rechtzeitigen Ausstieg soll eine Outperformance erzielt werden. Ihre Stärken kann die Momentum-Strategie insbesondere in Boomphasen ausspielen, während sie in Schwächeperioden nur selten von Erfolg gekrönt ist. Verheerend können sich häufig wechselnde Anlagetrends, wie sie beispielsweise 2001 vorherrschten, auswirken.

#### **Contrarian Opinion**

Andere Anleger setzen auf Stimmungsindikatoren, wie beispielsweise das Put/Call-Ratio, welches in der Regel als Kontraindikator eingesetzt wird. Bei einem Wert über eins werden mehr Puts als Calls gekauft. Die Markteinschätzung ist somit negativ, die Zahl der Pessimisten überwiegt. Entsprechend hoch ist das Potential für einen Stimmungsumschwung und damit einhergehende Kurssteigerungen (Contrary Opinion). Wenngleich diese Strategie - auch aus historischen Erfahrungen mit Euphorie und Hysterie - einen gewissen Charme aufweist, muß doch bedacht werden, daß es mitunter sehr schwer ist, den Wendepunkt einer solchen von übergroßem Optimismus oder Pessimismus getragenen Kursbewegung zu prognostizieren. Aus diesem Grund ist in der Verwertung psychologischer Erkenntnisse auch kein Ersatz, sondern vielmehr eine Ergänzung zur Technischen Analyse und zur Fundamentalanalyse zu sehen.

#### Disziplin ist alles

Für den Anleger viel entscheidender als die Kreation neuer Handelsstrategien sind jedoch die grundlegenden Schlußfolgerungen und Konsequenzen, die sich aus den oben beschriebenen Phänomenen menschlichen Verhaltens ableiten lassen. So haben langfristig nur solche Investoren gute Gewinnaussichten, die Wege und Mechanismen finden, bei ihren Anlegeentscheidungen den allgemeinen Stimmungstrend sowie die eigenen Emotionen weitestgehend auszublenden. An erster Stelle ist in diesem Zusammenhang eine konsequente Verlustbegrenzung zu nennen. Bereits beim Kauf einer Aktienposition ist deshalb eine Stop-Loss-Marke zu definieren, die unbedingt eingehalten werden sollte. Andernfalls besteht stets die Versuchung, Kursverluste laufen zu lassen und auf eine möglicherweise niemals eintretende Trendumkehr zu hoffen. Gleichfalls sollte übermäßiger Herdentrieb, der sich wohl nie ganz ausblenden läßt, vermieden werden. Ist eine Aktie, ein Markt oder eine Technologie erst in aller Munde, hat sich die Bewertung rationalen Erwägungen meist schon entzogen. So banal diese Ratschläge auch klingen, liegt in der Berücksichtigung menschlicher Schwächen doch eine der Grundbedingungen für langfristigen Börsenerfolg.

Lesen Sie hierzu nachfolgend auch das Interview mit dem Behavioral Finance-Fachmann Rüdiger von Nitzsch sowie eine neue Theorie zur Einteilung und Beurteilung von Investorentypen.

Dr. Martin Ahlers

#### **Titelstory**

### "Die gefährlichen Handlungsmuster sind die unbewußten"

Smart Investor im Gespräch mit Prof. Dr. Rüdiger von Nitzsch, Professor für Betriebswirtschaftslehre an der RWTH Aachen, über die häufigsten psychologischen Fallstricke bei der Aktienanlage und was einen "sophisticated investor" auszeichnet

Smart Investor: Was braucht man denn als Anleger, eher Sachverstand oder vor allem Erfahrung?

Nitzsch: Mit Erfahrung allein kommen Sie nicht weit, da Sie auch die geeigneten Bewertungsmethoden kennen müssen. Besitzen Sie jedoch ausreichend Sachverstand, verfügen aber nicht über Erfahrung, gelangen Sie automatisch in die bekannten Anlagefallen, z.B. daß sich der "Bauch" über die Psyche stellt. Letztlich braucht man somit Sachverstand und Erfahrung.

Smart Investor: Kommen wir mal zu den typischen Problemen: Man unterscheidet zwischen bewußten und unbewußten Handlungsheuristiken. Wieso und was versteht man darunter?

Nitzsch: Die gefährlichen Heuristiken sind die unbewußten, denn die bewußten hat man per Definition unter Kontrolle. Die Handlungsmuster und die damit verbundenen Fehler entstehen vor allem dadurch, daß der Mensch nicht über genügend Informationsverarbeitungskapazität verfügt. Beispielsweise bewerten Investoren plausible und anschauliche Information in ihren Überlegungen unbewußt höher als reines Zahlenmaterial, obwohl letzteres meist wichtiger ist. Handlungsheuristiken kann man am besten als vereinfachende Rechenmethoden beschreiben, die als Ergebnis einen Indikator hervorbringen, über die Vorteilhaftigkeit einer Investition zu entscheiden.

Smart Investor: Welcher psychologische Fallstrick ist nun der verbreitetste bzw. der gefährlichste?

Nitzsch: Zu den häufigsten gehört sicherlich die eigene Selbstüberschätzung, also das überhöhte Vertrauen in die eigenen Fähigkeiten. Damit verbunden ist automatisch, daß Anleger viel häufiger handeln, als es sinnvoll ist. Einen Gewinner gibt es dabei auf jeden Fall: Die Bank, und der Anleger verliert deshalb im Durchschnitt. Ein weiterer Kardinalfehler ist die sogenannte Verlustfalle, also daß man sich ein schlechtes Engagement nicht eingestehen möchte und Verluste ausufern läßt. Vor allem, wenn man diese noch vor anderen Leuten rechtfertigen muß, so daß das eigene Selbstbild beeinträchtigt wird. Die Aversion gegen die Realisierung von Verlusten ist geringer, wenn man sich selbst nicht zu stark in das Engagement hineingesteigert hat, z.B. weil es nur ein "heißer Tip" war. In dem Fall kann man ja die Schuld jemand anderem zuschieben. Wenn man wochenlang analysiert hat, dann wiegt eine Verlustposition wesentlich schwerer, denn sie hängt am Anleger, an seiner

Smart Investor: Was zeichnet umgekehrt einen Anleger aus, den Sie als professionell oder "sophisticated" bezeichnen würden? Nitzsch: Das wäre jemand, der sich selbst der zahlreichen psychologischen Fallen bewußt ist. Er muß sich quasi neben sich Prof. Dr. Rüdiger von Nitzsch

Rüdiger von Nitzsch (Jahrgang 1960) studierte von 1980 bis 1986 Informatik an der RWTH Aachen, 1991 folgte eine Promotion in Entscheidungstheorie. 1996 ist er Professor für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre an der RWTH Aachen. Zusammen mit Joachim Goldberg hat er das Buch "Behavioral Finance" (1999) geschrie-



ben (siehe auch Buchbesprechung auf S. 44).

selbst stellen und einschätzen können, was gerade mit ihm vor sich geht. Beispielsweise müßte der Anleger bei sich selbst die bekannte Verlustfalle identifizieren oder auch die verschiedenen Wahrnehmungsverzerrungen erkennen können. Mit anderen Worten: Er müßte seinen Zustand beschreiben können. Wenn er das kann, dann sollte es ihm auch möglich sein, sich davon zu distanzieren. Also wie ein Alkoholiker, der erst einmal ehrlich gegenüber sich selbst sein muß.

Smart Investor: Für einige Anleger scheint Börsenerfolg jedoch auch eine Art Herausforderung darzustellen. Wo liegen dann die

Nitzsch: Das selektive Stockpicking eines Privatanlegers, um ökonomischen Anlageerfolg zu erzielen, macht zugegebenermaßen wenig Sinn. Denn der Anleger geht hier Risikopositionen ein, die portfoliotheoretisch nicht begründet werden können. Er diversifiziert sich zu wenig. Also muß es in der Tat andere Gründe geben, warum Anleger sich überhaupt mit Aktienanlagen beschäftigen. Ein Grund liegt in der Möglichkeit, sich selbst bestätigt zu sehen, wenn es gut läuft. Man erzählt schließlich gerne von Gewinnen. Und da sind wir dann bei den vorgenannten Punkten der Kontrollillusion, der Verlustfalle und der selbstwertdienlichen Attribution, also der Verknüpfung der eigenen Anlageentscheidungen mit dem Selbstbild.

Interview: Falko Bozicevic

# Spitzenleistung durch Selbsterkenntnis

### Die TypoLogik menschlichen Erfolgs

### Von Dr. Eberhard Orf und Jürgen Nowacki\*

#### Charaktertyp und Persönlichkeitsstruktur

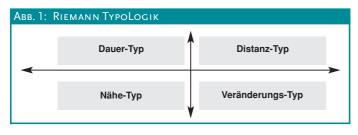
Wenn es zutreffend ist, daß in der Welt keine wirklich herausragende Leistung von der richtigen Lebensweise und der damit verbundenen Charakterstruktur zu trennen ist, dann liegt das Geheimnis erfolgreichen Handelns in der Erkenntnis des eigenen typischen Charakters – mit all seinen Stärken und Schwächen. Jeder Mensch empfindet und handelt so, wie es seine Charakterstruktur zuläßt. Der Charakter bestimmt grundlegend unser Leben und Erleben: Die Partner- und Berufswahl, Einstellung zur Arbeit, Umgang mit Mißerfolgen, das Anlageverhalten und den Investment-Stil. Welche Investor-Typen gibt es und welche Märkte sind für welche Charaktere besonders geeignet, so daß Sie Ihren persönlichen Handelserfolg konstant steigern?

Wer welchen Charakter-Typen ausbildet, entscheidet sich nicht über Geburtstag oder -jahr, wie es die Astrologie fälschlicherweise darzustellen sucht. Sondern vielmehr über die intrapsychischen Grundstrebungen - und hier vor allem die Grundängste die uns in den ersten vier Lebensjahren entscheidend prägen. Die psychoanalytisch geprägte Persönlichkeitslehre von Fritz Riemann hat die für alle menschlichen Verhaltensweisen und Beziehungsformen konstituierenden vier Charaktertypen eindeutig herausgestellt. Die genetische Konstitution im wechselseitigen Zusammenwirken mit den Einflüssen von frühkindlicher Familienkonstellation und sozialem Setting generiert die typischen Charaktere des Menschen.

In Anlehnung und Weiterführung der Arbeiten von Hans Jung, Karl König und Christoph Thomann stellen wir die vier typischen Charakterformen zusammenfassend in Form folgenden Koordinatenkreuzes dar.

#### Die vier Charaktertypen

Das Grundproblem des Nähetypen stellt sich als Angst vor Alleinsein und Distanzierung durch andere dar. Der Distanz-Typ dagegen fürchtet sich vor zu großer Nähe und Vertrautheit. Der Dauer-Typ meidet Veränderungen und offene Situationen; demgegenüber meidet der Veränderungs-Typ Routine und starre Hierarchien. Auch wenn jeder Mensch in seiner Persönlichkeitsentwicklung Grundstrukturen aller vier Charaktertypen enthält,



zieht er sich in persönlichen und beruflichen Entscheidungssituationen auf den in seiner Entwicklungsgenese am stärksten ausgeprägten Quadranten des Koordinatenkreuzes - und den damit intendierten Verhaltens-Handlungsroutinen - zurück. Ordnen wir (beispielhaft) die positiven Verhaltensdispositionen der vier Charaktertypen zu folgender Abbildung 2. Entwickeln wir aus diesen positiv besetzten Eigenschaften die möglichen negativen, so ergibt sich die Abbildung 3.

#### Charaktertyp und Anlageverhalten

Was haben diese psychoanalytisch gestütz-Grundannahmen der menschlichen Persönlichkeitsstruktur mit erfolgreichen Anlagestrategien in den unterschiedlichsten Börsensituationen zu tun? Im Unterschied zu dem angloamerikanischen Kontext wickelten Behavioural Finance setzt die von



Dr. Eberhard Orl



uns skizzierte TypoLogik menschlichen Verhaltens an der radikalen Einzigartigkeit des Menschen an, der sich aufgrund seines erworbenen Charakter-Typs in Entscheidungssituationen ausschließlich so und nicht anders verhält.

Einseitigkeiten und Überwertigkeiten seiner typischen Charakterzüge können - unerkannt und routinisiert - zu fatalen Fehlentscheidungen führen. Der Investor wird unflexibel und identifi-

Aвв. 2: Positive Anlegei	Abb. 2: Positive Anlegereigenschaften						
Nähe-Typ	Distanz-Typ	Dauer-Typ	Veränderungs-Typ				
geduldig und abwartend	selbstbewußt und originell	planvall und korrekt	risikofreudig und innovativ				
empathisch und abwägend	selbständig und autonom	ausdauernd und konsequent	spontan und flexibel				
tolerant und verzichtbereit	sachlich und affektios	systematisch und logisch	optimistisch und neuglerig				

ABB. 3: NEGATIVE ANLEG	Abb. 3: Negative Anlegereigenschaften						
Nähe-Typ	Distanz-Typ	Dauer-Typ	Veränderungs-Typ				
nachglebig und zögerlich	intolerant und einsam	starr und pedantisch	leichtsinnig und unstet				
antriebs- und energielos	kontaktarm und mißtrauisch	unflexibel und verbissen	unüberlegt und sprunghaft				
entscheidungsschwach	emotionslos und starr	dogmatisch und doktrinar	unrealistisch und ablenkbar				

ziert sich - unabhängig von den Veränderungen des Marktes mit der durch seine Charaktergenealogie erworbenen Strategie. So wird der typische Dauer-Anleger starr an einer einmal penibel festgelegten, planvoll erarbeiteten und abgesicherten konservativen Anlagestrategie in Anleihen und Zinszertifikaten festhalten, auch wenn die internationalen Märkte und Volkswirtschaften eindeutige Signale zur mittelfristigen Anlage in Aktienwerte andeuten. Ebenso verpaßt der auf ständiger Suche nach innovativen und trendigen Anlageformen strebende Veränderungs-Typ den auf langfristigen Ertrag angelegten Value-Growth-Ansatz, da dieser seiner zu Spontaneität und Risikobereitschaft neigenden Persönlichkeit wenig an- und entspricht.

#### TypoLogik und Erfolg

Die von uns entworfene Methode der TypoLogik dagegen entwickelt die inneren Potentiale eines jeden Investors, indem sie ihn in einem konsequenten Prozeß der Selbsterkenntnis zu den Stärken und folgenreichen positiven und negativen Auswirkungen der typischen Charakterstruktur seiner Persönlichkeit führt. Dies bedeutet, daß der Investor

- a) in der nun bewußten Übereinstimmung mit seinem am stärksten entwickelten Charakterzug ein seiner typischen Mentalität entsprechendes Produktportfolio auswählt, mit dem er
- b) kraft der Erkenntnis und Entwicklung der drei weiteren (defizitär) in seiner Persönlichkeit brach liegenden Charakterzüge weitaus flexibler und ausgewogener in den Unsicherheitssitua-



tionen jeglicher Veränderungsmärkte agieren kann.

Durch dieses Entlernen vorherrschender Handlungsroutinen charaktertypischer Einseitigkeiten in der Investmentstrategie und das Entwickeln neuer, bislang angstvoll abgewehrter Charakterzüge, entwickelt sich der Investor zu einer anschlußfähigen und entscheidungssicheren Persönlichkeit, die mit sich und ihrem Marktumfeld in flexibler Balance steht.

Wie ein solcher Prozeß der Er-Kenntnis und des Ent-Lernens aussieht und was er für die Ent-Wicklung Ihrer Persönlichkeit leistet, haben wir in einer Viel-

zahl von Trainingsprogrammen für unterschiedliche berufliche Herausforderungen umgesetzt:

- Selbstkompetenz: Wie reagieren Sie als auf unvorhersehbare Situationen am Markt und im Umgang mit Mißerfolgen? Wie können Sie als Einzelkämpfer Ihre Handelsergebnisse durch die Zukunftssicherheit Ihrer Entscheidungen verbessern? Wer gelernt hat, durch Kenntnis und in Übereinstimmung mit seinem persönlichen Charakter sich selbst und unterschiedlichste Situationen zu analysieren und zu bewerten, wird in Souveränität  $und\ Sicherheit\ konstante\ Ergebnissteigerungen\ erzielen.$
- ◆ Kundenkompetenz: Wie erreiche ich Kunden? Sie erhalten einen vertrauensvollen Zugang zu unterschiedlichen Kundenpersönlichkeiten durch das schnelle Erfassen ihrer je typischen Bedürfnisstrukturen. Ihre Abschlußquote steigt, und Reklamationsgespräche begreifen Sie zukünftig als Chance, Ihren alten Kunden zum neuen Kunden zu machen.

#### **Fazit**

Das Ergebnis des typologischen Entwicklungsprogramms ist ein in seiner Persönlichkeit gewachsener Investor, der es bewußt versteht, seine inneren Potentiale und sein äußeres Verhalten flexibel den Marktgegebenheiten anzupassen - um hieraus die notwendigen Entscheidungen mit einem Höchstmaß an Zukunftssicherheit zu treffen. Erfolg folgt somit aus der konsequenten Arbeit an und mit der eigenen Person: in der Aufdeckung der vorherrschenden Charakterprägung und der damit konformen Investmentstrategien und in der schrittweisen Integration vormals vermeintlich defizitärer Charakterzüge zur Stärkung und Flexibilisierung der eigenen Persönlichkeit.

Beide Autoren veranstalten Seminare zur TypoLogik und Persönlichkeitsentwicklung. Weitere Informationen und einen Testbogen zur typologischen Selbsteinschätzung finden Sie im Internet unter www.my-broker.de.

<sup>\*</sup> Dr. Eberhard Orf ist Coach und Kompetenzentwickle bei der aha! Kommunikationsmanagement, Nürnberg-München Jürgen Nowacki ist Geschäftsführer bei der my-broker GmbH, München

# Nachhaltiges Investieren Solarenergie-Werte auf dem Vormarsch

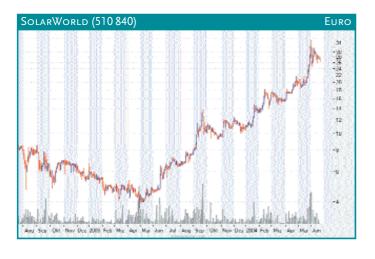
### Nach dem Ölpreisanstieg verstärkt im Mittelpunkt

### Von Thomas Metzger, Portfoliomanager im Bereich Vermögensverwaltung/Research

In den vergangenen Wochen rückte der auf Rekordniveau gestiegene Ölpreis das Thema "nachhaltiges Investieren" wieder verstärkt in den Blickpunkt der Anleger – insbesondere der Bereich Erneuerbare Energien stand im Focus. Titel wie SolarWorld, Solar-Fabrik oder Solon konnten seit Jahresanfang in der Tat enorme Kursgewinne verbuchen.

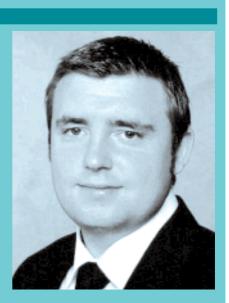
#### Branche steht vor immensem Wachstum

Und tatsächlich: Schenkt man den Aussagen von Experten Glauben, so steht die Branche vor einem starken Wachstumsschub. Bis zum Jahr 2010 soll die Gesamtleistung der weltweit installierten Solaranlagen den Schätzungen zufolge auf über 15 Gigawatt gesteigert werden. Dies wäre eine Verzehnfachung gegenüber den letzten Jahren. Sagenhafte bis zu 2.000 Mrd. US-\$ könnten in den nächsten 15 Jahren weltweit in Erneuerbare Energien fließen. In Deutschland wird der Umsatz der Solarindustrie in diesem Jahr voraussichtlich zum ersten Mal die Milliardengrenze überschreiten. Grund für das hohe Marktwachstum ist in erster Linie die am 1. Januar in Kraft getretene neue Sonnenstrom-Vergütung, die bis zu 57,4 Cent pro Kilowattstunde für Solarenergie vorsieht. Zum Vergleich: An der Strombörse Leipzig bewegt sich der Strompreis im Schnitt bei ca. 3 Cent pro Kilowattstunde. Im Zusammenhang mit der neuen Vergütung für Photovoltaikanlagen sorgt auch das Ziel der Bundesregierung, den Anteil von Strom aus Erneuerbaren Energien von derzeit ca. 8 % auf 12,5 % in 2010 zu steigern, für Phantasie unter der Anlegergemeinde. Für Freude bei der Solarenergie-Branche und den Aktionären werden auch die Ergebnisse der kürzlich zu Ende gegangenen internationalen Konferenz für erneuerbare Energien, Renewables 2004, in Bonn gesorgt haben. Bundeskanzler Schröder kündigte an, für entsprechende Projekte in Entwicklungsländern ein Kreditvolumen von insgesamt 1,5 Mrd. Euro bereitzustellen.



### Thomas Metzger ar-

beitet als Portfoliomanager im Bereich Vermögensverwaltung/Research bei der Kreissparkasse Ludwigsburg, wo er unter anderem Sustainability-Portfoliomodell betreut. Zuvor war er drei Jahre lang bei der Baden-Württembergischen tätig.



Titel, mit denen Anleger am derzeitigen Boom und am zukünftigen Wachstum partizipieren könnten, sind beispielsweise Solar-World und Solar-Fabrik, die im folgenden näher beleuchtet wer-

#### SolarWorld: gutes 1. Quartal und Rekordumsatz in Aussicht

Die 1998 gegründete SolarWorld ist in allen Stufen der Wertschöpfung der Solarindustrie tätig. So entwickelte sich die Gesellschaft seit der Gründung vom reinen Händler von Photovoltaikkomponenten zu einem vollintegrierten Solarstromunternehmen. Die Zahl der Mitarbeiter wurde dabei von 12 auf 534 erhöht. Geschäftsfelder des Unternehmens sind unter anderem die Bereiche Wafer, Solarzellen, Solarmodule und Solarrecycling. Während im vergangenen Geschäftsjahr 2003 noch Aufwendungen zum Aufbau von Solarkapazitäten belasteten, gelang Solar-World ein guter Start ins neue Geschäftsjahr 2004. Mit einem Rekordumsatz von 35,4 Mio. Euro (+85 % gegenüber dem Vorjahr) und einem Nettoergebnis von 1,5 Mio. Euro schaffte das Unternehmen im ersten Quartal 2004 den Turnaround. Im Hinblick auf die boomende Nachfrage könnte das Unternehmen auch im weiteren Jahresverlauf vom Aufbau der Produktionskapazitäten in den Bereichen Wafer, Solarzellen und Solarmodule profitieren. Finanzvorstand Philipp Koecke geht von einer Umsatzsteigerung im laufenden Jahr von über 50 % auf mindestens 150 Mio. Euro aus. Damit würde das bislang umsatzstärkste Jahr 2002 (109 Mio. Euro) deutlich übertroffen werden.

#### Solar-Fabrik: Solarmodule und Solarsysteme

Solar-Fabrik fertigt Solarstrommodule und Solarsysteme. Dabei werden für die verschiedensten Anwendungen (Auf- und Indachanlagen, Fassaden) hochwertige Module bzw. Wechselrichter und Befestigungszubehör als Komplettsysteme angeboten. Auch die 1996 gegründete Solar-Fabrik konnte im ersten Quartal 2004 vom starken Marktwachstum profitieren und erstmals seit dem Börsengang im Jahr 2002 ein leicht positives operatives Ergebnis ausweisen. Im entsprechenden Vorjahreszeitraum mußte man noch einen Verlust in Höhe von 1,1 Mio. Euro verbuchen. Grund für die positive Entwicklung war in erster Linie die signifikante Umsatzsteigerung. So konnten die Erlöse um über 90 % auf 9,3 Mio. Euro verbessert werden. Auch wenn es das Nettoergebnis des ersten Quartals noch nicht in die schwarzen Zahlen geschafft hat, stehen die Chancen doch gut, im weiteren Jahresverlauf den Turnaround zu komplettieren.

#### Wo Licht ist, ist auch Schatten

Wenngleich die Branche derzeit im Focus der Anleger steht, so weisen die Unternehmen doch einige nicht zu vernachlässigende Schwächen und Risiken auf. So dürften beispielsweise Solar-World und Solon die einzigen Unternehmen sein, die 2004 deutlich schwarze Zahlen schreiben werden. In der Frühphase dieser Profitabilität sind die KGVs jedoch noch wenig aussagekräftig. Des weiteren ist die Branche immer noch abhängig von Förderprogrammen, so daß sich politische Veränderungen unter Umständen negativ auswirken können. Fraglich bleibt ebenfalls, wie lange die derzeit starke Nachfrage nach Solarprodukten anhält. Sollte es hier zu einem Rückgang kommen, könnte sich die teilweise massive Erhöhung der Produktionskapazitäten der Hersteller ins Negative umkehren bzw. für ein Angebot sorgen,





das die Nachfrage mittelfristig sogar übersteigt mit entsprechend negativen Folgen für die Verkaufspreise. Nicht zu vergessen ist auch der Ölpreis. Kommt es zu einer Korrektur, die den Preis pro Barrel wieder unter die Marke von 30 US-\$ drückt, wird auch das Interesse an alternativen Energien und damit an Solarenergie-Titeln zumindest kurzfristig zurückgehen.

#### **Fazit**

Der hohe Ölpreis rief die Tatsache ins Gedächtnis der Börsianer zurück, daß nur regenerative Energieträger unbegrenzt zur Verfügung stehen und sich somit ein Investment in einen Solarenergie-Titel auszahlen könnte. Sollte der Ölpreis jedoch, was Experten nicht für abwegig halten, in einigen Jahren bei weit über 50 US-\$ pro Barrel (159 Liter) notieren, könnten Erneuerbare Energien unter Kosten-/Nutzengesichtspunkten allerdings schon viel früher eine echte Alternative zu fossilen Energieträgern darstellen. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur sind die Beiträge der Erneuerbaren Energien zum gesamten weltweiten Energieverbrauch noch nahezu unbedeutend. So deckt Solarenergie gerade einmal 0,04 % des Gesamtverbrauchs ab. Im Hinblick auf das zukünftige Wachstum der Branche bietet die Solarindustrie Anlegern also in der Tat interessante Chancen. Beachten sollte man allerdings die im Vergleich hohe Schwankungsbreite und Marktenge der Titel. Klar muß sich der Anleger auch darüber sein, daß die guten Aussichten inzwischen in den Kursen eingepreist sind bzw. sein könnten. Obwohl die meisten Titel wieder deutlich unter ihren Jahreshöchstständen notieren, kann deshalb eine weitere Korrektur durchaus heftig ausfallen.

HINWEIS: In dieser Ausgabe kam ein Analyst eines Research-Hauses zu Wort. Die vorgestellte Studie stimmt nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein.

Solarenergie-Werte im Überblick							
Unternehmen	ISIN	Uмsatz 03*	Gewinn 03*	EPS 03	EPS 04E	Kurs	KGV04
SolarWorld AG	DE0005108401	98,5	-5,4	-0,94	0,71	28,90	40,7
SOLAR-FABRIK AG	DE0006614712	29,7	-3,8	-0,69	0,02	7,85	392,5
Sunways AG	DE0007332207	38,7	-1,6	-0,17	0,04	3,84	96
SAG Solar-strom AG	DE0007021008	12,0	-6,7	-0,29	VERLUST	4,40	-
SOLON AG	DE0007471195	35,4	-1,1	-0,31	0,63	13,52	21,5

alle Angaben in Euro; Kurse vom 14.06.2004;

Ouellen: Reuters, LBBW, First Berlin, Unternehmensangaben

#### Prinzipien des Marktes

### **Neue Hochs und neue Tiefs**

Wenn Kurse neue Hochs oder Tiefs erreichen, ist das allemal einen zweiten Blick wert. Insbesondere für den Zustand des Gesamtmarkts können sich daraus interessante Schlußfolgerungen ergeben.

#### **Bedeutung neuer Hochs**

Wer sich mit der Frage befaßt, welche Bedeutung neue Hochs oder Tiefs für den weiteren Kursverlauf einer Aktie haben, stolpert unweigerlich über die Großen des Börsengeschehens. Kein Geringerer als der legendäre Trader Jesse Livermore (1877-1940) hatte eine ausgesprochene Affinität zu Aktien, die neue Hochs erreichten. Für ihn war ein neues Hoch ein Beleg für eine kraftvolle und vor allem intakte Aufwärtsbewegung. Ähnlich der ungarische Tänzer und Börsenspekulant Nicolas Darvas, der Aktien konsequent erst dann kaufte, wenn sie neue Höchstkurse erreichten. Die Idee hinter derartigen Momentumsansätzen läßt sich am prägnantesten als "Kaufe teuer, verkaufe noch teurer!" zusammenfassen. Eine Aktie, die über genügend Schubkraft verfügt, um neue Hochs zu erreichen, signalisiert demnach auch künftige Kurserfolge. Unter technischen Gesichtspunkten ist zudem bedeutsam, daß derartige Titel in der Regel nur noch wenige, bei Erreichen eines Allzeithochs gar keine Widerstände mehr über sich haben. Allerdings bedarf es einer gewissen Überwindung - und das nicht nur bei einer ausgeprägten "Schnäppchen-Mentalität" – zu Höchstkursen zu kaufen (entsprechend zu Tiefstkursen zu verkaufen). George Soros hat mit seinem Konzept der Reflexivität versucht, eine Verbindung zur fundamentalen Situation eines Unternehmens herzustellen: Eine Aktie, die neue Hochs erreicht, eröffnet demnach dem Unternehmen größere Finanzierungsspielräume und festigt das Vertrauen der Geschäftspartner, während Aktien, die neue Tiefs erreichen, leicht in einen Teufelskreis aus sinkendem Kurs, Vertrauensverlust und eingeschränkten Handlungsmöglichkeiten geraten.

# Abb. 1: Neue Hochs bei Dax-Werten – in der Folge kein Gewinn! Neue Hochs Wie entwickelten sich die Kurse nach einem markanten Hoch?

#### Warum eigentlich 52 Wochen?

Wenn von neuen Hochs oder Tiefs gesprochen wird, dann sind in der Regel 52-Wochen-Hochs bzw. -Tiefs gemeint. Diese Werte werden zudem in den Kurs- und Tabellenteilen zahlreicher Zeitungen und Zeitschriften veröffentlicht. Was spricht nun aber gerade für die Betrachtung dieses Zeitraums, außer der Tatsache daß es sich hierbei genau um ein Jahr handelt und daß er häufig abgedruckt wird? Im folgenden wollen wir untersuchen, ob diesen Hochs bzw. Tiefs tatsächlich eine überlegene Prognosekraft zukommt.

#### Neue Hochs...

In Abb. 1 ist für die 30 aktuell im Dax enthaltenen Werte für den Zeitraum 1997 bis 2003 auf Wochenbasis dargestellt, wie sich die Kurse nach dem Erreichen eines neuen Hochs entwickelt haben. Hierbei sind auf der X-Achse die Ausprägungen der Hochs (1-Wochen-Hoch bis 52-Wochen-Hoch) angetragen, auf der Y-Achse die diesen Hochs jeweils folgenden 26 Wochen (halbes Jahr). In orangen/roten Bereichen war jeweils eine unterdurchschnittliche, in grünen Bereichen (hier nicht vorhanden) eine überdurchschnittliche Kursentwicklung zu beobachten; der gelbe Bereich entspricht einer durchschnittlichen Entwicklung. Das Ergebnis ist ernüchternd: Praktisch nach der gesamten Bandbreite der untersuchten Hochs, also vom 1- bis zum 52-Wochen-Hoch, ließ sich im Mittel keine deutlich andere Kursentwicklung nachweisen, als nach einem x-beliebigen Punkt des Kursverlaufs. Wer also nach einem solchen Hoch in

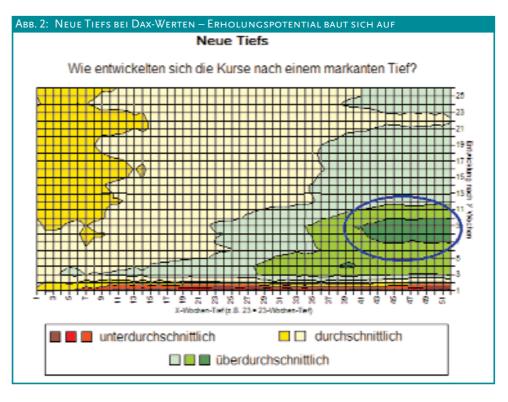
> der Hoffnung auf weitere Kurssteigerungen kauft, dürfte im Durchschnitt enttäuscht werden. Lediglich im Bereich bis zu den 12-Wochen-Hochs lassen sich kleinere Anomalien entdecken (blaue Markierung im Bildbereich links unten), wobei die Kursentwicklung hier in den folgenden 1 bis 2 Wochen sogar leicht unterdurchschnittlich ausfällt (orange Färbung). Allerdings ist auch die Wirkung dieser Hochs nach spätestens 5 Wochen nahezu vollständig erschöpft. Ursächlich dürfte hier sein, daß derartige kleinere Hochs auch in normalen Handelsspannen auftreten. Sie deuten daher nicht notwendigerweise auf einen Trend, sondern häufig nur auf übergekaufte Zustände, die in der Folge korrigiert werden. Insgesamt dürften die Dax

Aktien für Livermore- oder Darvas-Strategien auch insofern schlecht geeignet sein, da in diesem "Club der Etablierten" die echten Himmelsstürmer eher rar sind. Eine allgemeinere Erklärung besteht darin, daß ein neues Hoch immer erst nach einem entsprechenden Kursanstieg erreicht wird, weshalb ein Teil der interessierenden Bewegung am Signaltag bereits in der Vergangenheit liegt und damit nicht mehr direkt nutzbar ist. Schließlich wird hier im Gegensatz zu Ausbruchsstrategien (Breakouts) jedes einzelne neue Hoch als Signal gewertet, auch wenn dieses lediglich an fortgeschrittener Stelle innerhalb einer ganzen Sequenz von Hochs oder gar an deren Ende auftritt.

#### ...und neue Tiefs

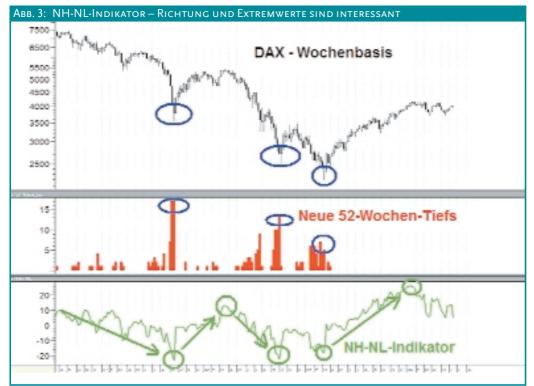
In Abb. 2 ist die analoge Untersuchung für neue Tiefs dargestellt. Obwohl auch hier die Abweichungen insgesamt nicht übermäßig sind, ergibt

sich doch ein etwas differenzierteres Bild. Während es in der ersten Woche nach markanten Tiefs im Durchschnitt noch zu einer unterdurchschnittlichen Kursentwicklung kommt (roter Bereich entlang der X-Achse), werden diese Panikreaktionen in den Folgewochen tendenziell von einer leicht überdurchschnittlichen Kursentwicklung abgelöst. Je heftiger die Panikreaktion ausfällt und je markanter der Tiefpunkt ist (ca. ab 40-Wochen-Tiefs), desto deutlicher fällt die anschließende Korrekturbewegung aus. Mit zunehmendem zeitlichen Abstand von den Tiefs erschöpft sich allerdings diese Reaktion, wobei das Gros der Wirkungen in-



nerhalb der ersten ca. 10 Wochen nach dem Tief eintritt (vgl. blaue Markierung). Die Erklärung für die zunächst etwas überraschende Erholungsneigung nach markanten Tiefpunkten dürfte wiederum etwas mit der Konstruktion des Dax als Blue Chip-Index und zudem mit der hohen institutionellen Beteiligung in diesem Bereich zu tun haben. Profis räumen ihre Bestände tendenziell schnell, sobald erste Schatten auf ein Engagement fallen, andererseits werden die führenden Unternehmen einer Volkswirtschaft nur selten dauerhaft aus der Bahn geworfen, weshalb im Zeitablauf eine Neigung zur Korrektur übertriebener Reaktionen

> besteht. Auch dieser Effekt ist allerdings nicht in einer Größenordnung, die eine direkte Nutzung praktikabel erscheinen läßt. Die hohe Volatilität an solchen Tiefpunkten deutet jedoch darauf hin, daß hier durch weitere Nebenbedingungen (z.B. Zustand des Gesamtmarkts) nutzbare Signale abgeleitet werden können.



#### Gesamtmarkt

Wenden wir uns also nun der Frage zu, ob sich aus der Gesamtheit neuer Hochs und/ oder Tiefs der Titel eines Marktes etwas für die weitere Entwicklung dieses Marktes ableiten läßt. Aus der Literatur ist der sog. New Highs-New Lows-Indicator (NH-NL-Indikator) bekannt, eine Differenz aus der Anzahl der 52-Wochen-Hochs und -Tiefs, die als Oszillator berechnet wird. Positive Werte (viele Hochs, wenige Tiefs) sollen dabei einen steigenden, negative Werte entsprechend einen fallenden Markt anzeigen. Betrachten wir einmal isoliert die Entwicklung der Anzahl neuer 52-Wochen-Tiefs (vgl. Abb. 3 – rote Säulen im mittleren Bereich), dann fällt zweierlei auf: Erstens sind in steigenden Marktphasen tatsächlich kaum neue Tiefs aufgetreten, und zweitens korrespondieren die Extremwerte für die Anzahl neuer Tiefs (blaue Markierungen) sehr eng mit Tiefs im Dax selbst, denen dann Gegenbewegungen folgten. Im Bereich der neuen Hochs (hier nicht abgebildet) sind diese Effekte mit umgekehrten Vorzeichen (kaum neue Hochs in Abwärtsphasen, extrem viele neue Hochs an Marktgipfeln) ebenfalls vorhanden, wenn auch nicht ganz so ausgeprägt. Kombiniert man diese Effekte, dann scheint es weniger entscheidend, ob der NH-NL-Indikator hoch oder tief steht, sondern ob er steigt oder fällt, wobei besonderes Augenmerk auf Extremwerte gelegt werden sollte, die Panik bzw. Euphorie anzeigen und als emotionale Ausnahmezustände in aller Regel keinen Bestand haben. Im unteren Bereich der Abb. 3 (grüne Linie) ist ein modifizierter NH-NL-Indikator dargestellt, wobei die beschriebenen Beobachtungen zur Verdeutlichung markiert sind. Die Modifikation des Indikators

besteht darin, daß Kurse auch dann noch als Hoch gewertet werden, wenn sie nicht mehr als 10 % unter dem eigentlichen Hoch liegen (Tiefs analog nicht mehr als 10 % über dem eigentlichen Tief). Der Vorzug dieser Modifikation gegenüber der gebräuchlichen Glättung mittels eines gleitenden Durchschnitts besteht darin, daß die Flatterhaftigkeit reduziert wird, ohne jedoch die Reaktionsgeschwindigkeit herabzusetzen, falls sich die Kurse deutlicher von ihren Extremwerten entfernen. Aktuell löst sich der Indikator von den Anfang 2004 markierten Hochs und tendiert abwärts.

#### **Fazit**

Auf der Ebene von Einzelaktien sind die Ergebnisse, die sich aus neuen Hochs oder Tiefs ableiten lassen, insgesamt wenig spektakulär; das gilt auch für die allerorten publizierten 52-Wochen-Hochs und -Tiefs. Auf Gesamtmarktebene ergeben sich dagegen sowohl aus der Tendenz des NH-NL-Indikators als auch aus den freilich selten auftretenden Extremwerten nutzbare Handelssig-

Ralph Malisch

#### Derivate

# Vorankündigung der Smart Investor Sonderausgabe "Derivate 2004"

Zwischen den Ausgaben 7 und 8 unserer regulären Magazine wird am 10. Juli die erste Smart Investor Sonderausgabe "Derivate 2004" erscheinen: mehr als 100 Seiten kompaktes Nachschlagewerk für Einsteiger und Fortgeschrittene.

Derivate erfreuen sich nach wie vor steigender Beliebtheit, speziell hier in Deutschland, wo wir schon mehr als 30.000 Produkte in den ganz verschiedenen Anlageklassen registrieren. Es handelt sich also keineswegs mehr nur um einen Tummelplatz für ausgewiesene Spekulanten: Im laufenden Jahr könnte die Marke von 100 Mrd. Euro Umsatz allein mit Derivaten geknackt werden.

Daß diese ein variabler und in seiner Bedeutung nicht zu unterschätzender Bestandteil des Anlageuniversums sind, haben wir in der Vergangenheit schon dadurch belegt, indem mehrfach strukturierte Produkte, Hebelzertifikate oder Optionsscheine Einzug in unser Musterdepot fanden (siehe auch S. 36/37). Mit unserer regelmäßigen Rubrik innerhalb der laufenden Smart Investor-Ausgaben waren wir in der Vergangenheit stets bestrebt, den Lesern neue Produkte, Strategien oder auch Fachbegriffe vorzustellen.

Doch unserer Meinung nach ist es jetzt höchste Zeit, ein echtes Allroundwerk mit Nachschlagecharakter herauszubringen -

Smart Inves natürlich kostenlos für Smart Investor-Abonnenten, die "Derivate 2004" automatisch zugestellt bekommen. Explizites Ziel derSonderausgabe ist es dabei, solides Grundlagenwissen, umfassende Produktkenntnisse sowie hilfreiches Anwender-Know-how zu vermitteln. Da ein Derivat vom Prinzip her bereits eine komplexe Sache ist, war es uns wichtig, ein nahezu - zeitloses Produkt zu erschaffen, welches eine "Halbwertszeit" weit über die nächste Emittenten-Produktkreation hinaus besitzt.

> Aufgrund der Fülle des Materials ist das Kompendium untergliedert in Grundlagenkapitel (Erläuterungen, Definitionen etc.), die Vorstellung der unterschiedlichen derivativen Produkte (z.B. Bonus-Zertifikate u.a.) sowie weiterführende Kapitel, in denen Strategien, Hintergründe und schließlich – last but not least –Tips & Tricks vorgestellt werden. Dabei kommt das "Who is who" der Branche zu Wort. Diese Fachartikel werden ergänzt durch Interviews mit bekannten Branchengrößen sowie durch Eigenbeiträge des Smart Investor-Teams.

### Das große Bild

# Die Auflösung eines Widerspruchs

Wir geben es zu: Schon seit geraumer Zeit haben wir bei der Analyse der Aktienmärkte ein gewisses Problem, welches sich aus einem Widerspruch ergibt

Da sind zum einen die Punkte, die auf lange Sicht für schwache oder bestenfalls seitwärts tendierende Märkte sprechen. Anzuführen wären hier die hohen Verschuldungsquoten der westlichen Staaten, das hohe US-Handelsbilanzdefizit, hohe Aktienbewertungen vor allem in den USA, die Immobilienblasen in den Vereinigten Staaten und einigen anderen Ländern, der weltweite Terrorismus, ein total entrückter US-Präsident (der vermutlich wieder gewählt wird) und so weiter und so fort. Wie wir aus vielen Gesprächen mit Marktteilnehmern und Lesern entnehmen, sind dies genau die Themen, die für Skepsis sorgen.

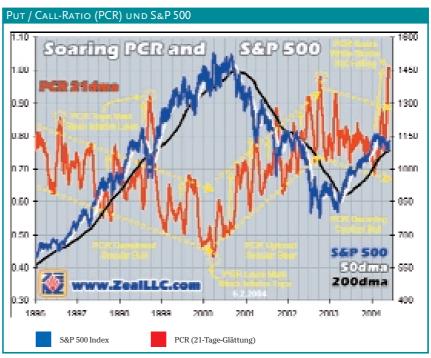
#### In der Nähe der Allzeithochs

Auf der anderen Seite gibt es jedoch eine Reihe von Punkten, die so gar nicht dafür sprechen, daß die nächsten Jahre eine ähnlich mörderische Baisse wie in den Jahren 2000 bis 2002 bringen werden. So notiert eine Reihe von Länder- und Branchen-Indices in der Nähe ihrer Allzeithochs, z.B. die Indices von Australien, Chile, Indonesien,

Norwegen, Österreich, Tschechien, Ungarn oder der japanische Topix, 2. Section (= Mid Caps), unser heimischer MDax, der Nasdag Transport-, der Amex Oil- oder der amerikanische Russell 2000-Index. Diese Liste ist bei weitem nicht vollständig und muß einen bearish eingestellten Beobachter zumindest stutzig machen. Gemäß einem Grundsatz der Technischen Analyse deuten sich dramatische Einbrüche an den Märkten nämlich durch vorhergehende deutliche Rückgänge bei den meisten Indices an. Daß nun so viele Märkte an oder in der Nähe ihrer Allzeit-Hochs notieren, paßt da so gar nicht ins bearishe Bild.

#### Das Put/Call-Ratio

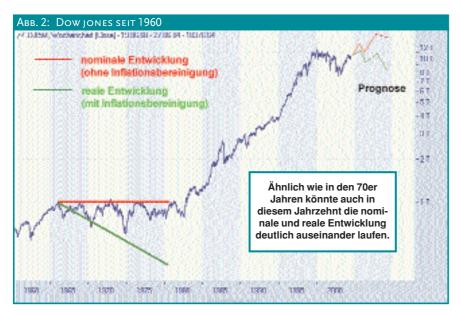
Wie wir im letzten Smart Investor bereits ausführlich erläutert haben, nahm gemessen an vielen Sentimentindikatoren die Skepsis unter den Marktteilnehmern im Zuge der Seitwärtsbewegung bei den Aktien seit Anfang des Jahres deutlich zu. Zu einer dramatischen Zuspitzung beim Pessimismus kam es nochmals in den letzten Wochen. Welche Ausmaße dies inzwischen angenommen hat, geht aus Abb. 1 hervor, welche einerseits den S&P 500-Index und andererseits das Put/Call-Ratio (Verhältnis von gehandelten S&P-Puts zu S&P-Calls) in einer 21-Tage-Glättung seit 1996 zeigt. Blendet man einmal die jüngste Entwicklung aus, so läßt sich sehr schön der gegensätzliche Verlauf beider Kurven erkennen. So soll es auch sein, schließlich deuten hohe Werte beim Put/Call-Ratio (kurz: PCR) großen Pessimismus an, und letzterer korrespondiert in der Regel mit tiefen Aktienkursen.



Genau dieses Phänomen läßt sich während des Aktiencrashs im Zuge der Asien- bzw. LTCM-Krise im Jahr 1998, aber auch am Aktienmarkt-Tiefpunkt Ende 2002/Anfang 2003 feststellen. In beiden Fällen lag das PCR über 0,9. Umgekehrt herrschte am absoluten Aktien-Hochpunkt zu Beginn des Jahres 2000 überschwenglicher Optimismus, was sich in einem PCR-Wert von deutlich unter 0,5 niederschlug. Vereinfacht gesagt zeigt die PCR-Kurve den Grad der Angst der Börsianer an, wobei gilt: Je mehr/weniger Angst herrscht, desto besser/schlechter sind die Aussichten für die Aktien. Die Glättung über 21 Tage (entspricht einem Monat) ist deshalb sinnvoll, weil die täglichen PCR-Werte viel zu erratisch sind, als daß sie sinnvoll interpretiert werden könnten.

#### PCR gibt grünes Licht

Bis hierher sollte alles noch klar und einleuchtend sein, ab jetzt allerdings wird es verwirrend, denn: In den letzten Wochen nahm der Pessimismus gemessen am 21-Tage-Durchschnitt des Put/Call-Ratios auf einen Wert oberhalb von 1,0 dramatisch zu. Dies ist insofern bemerkenswert, als solche hohen Skepsis-Werte sonst nur bei absoluten S&P-Tiefpunkten erreicht wurden. Wie der S&P-Verlauf der letzten Wochen jedoch nahelegt, kann hier allenfalls von einer kleinen Korrektur gesprochen werden. Deshalb muß der hohe PCR-Wert also überraschen. Die Deutung dieser Anomalie - noch nie während der letzten 7 Jahre war das PCR bzw. der daraus abgeleitete Anleger-Pessimismus so hoch



wie aktuell - kann daher nur lauten: Viele Investoren müssen sich in den letzten Wochen auf hohem Marktniveau mit dem Kauf von Puts gegen rückläufige Aktienkurse abgesichert haben. Entsprechend dem Contrary-Opinion-Ansatz ist daher eine Bewegung nach oben, also in die am wenigsten erwartete Richtung, sehr wahrscheinlich.

#### Auflösung des Widerspruchs

Wie aber bekommt man nun einerseits die technisch positive Ausgangssituation (viele Indices am Hoch, viel Skepsis unter Anlegern) unter einen Hut mit den fundamentalen Problemen, die wir an dieser Stelle immer und immer wieder erörtert haben? Die Antwort gibt der Artikel auf S. 6, die Lösung lautet: massive Inflation bzw. Hyperinflation. Stellen wir uns hierzu folgendes vor: Die Aktienkurse in einer gewissen Volkswirtschaft steigen während der kommenden fünf Jahre um 10 % pro Jahr. Eine solche Entwicklung bezeichnen Börsianer im allgemeinen als Hausse, der Aktienindex dieses Landes wird folglich einen astreinen Aufwärtstrend aufweisen. Gleichzeitig aber liegt die durchschnittliche Teuerungsrate in dieser Volkswirtschaft während des 5-Jahres-Zeitraums bei 15 % p.a. Nominal, also auf dem Papier, wird der Depotwert eines in diesen Aktien investierten An-

legers pro Jahr um 10 % steigen. Real, also nach Abzug der Geldentwertung, wird er pro Jahr jedoch um 5 % ärmer (= 10 % minus 15 %).

#### **Schein und Sein**

Das obige Zahlenbeispiel ist rein fiktiv und stellt in keiner Weise eine Prognose unsererseits dar. Es soll damit nur verdeutlicht werden, wie sich durch eine hohe Inflation die nominale Welt (= Schein) von der realen Welt (= Sein) entkoppeln kann. Vieles spricht unseres Erachtens dafür, daß wir ein Szenario wie in Abb. 2 (für den Dow Jones) verdeutlicht in den kommenden Jahren erleben werden (in den USA ausgeprägter als in Europa). Im übrigen wäre das Auseinanderdriften der realen von der nominalen Entwicklung nichts völlig Neues. Etwas Ähnliches konnte man in den 70er Jahren bereits beobachten. Damals kam der S&P

500 (nominal) während mehr als einer Dekade per Saldo nicht von der Stelle, bei Berücksichtigung der Inflationsrate (durchschnittlich über 8 % p.a.; Stichwort: Ölkrise) verlor ein Aktiendepot während dieser zehn Jahre jedoch mehr als zwei Drittel der ursprünglichen Kaufkraft.

#### Lebensmittel und Öl

Nun stellt sich nur noch die Frage, woher heutzutage eine solche Explosion der Teuerungsrate herrühren soll. Zwei Punkte gibt es hierzu zu sagen: Erstens ist die tatsächliche Inflationsrate deutlich höher als die in den USA ausgewiesenen 2,5 %. Gründe dafür sind einerseits die antiquierten in die Berechnung eingehenden Warenkörbe und weiterhin die bewußte Verniedlichung der Teuerung durch die Anwendung hedonischer Verfahren bei der Einbeziehung von z.B. Computer-Preisen. Zum anderen

ist darauf hinzuweisen, daß gerade zuletzt die Preise für einige Warengruppen durch die Decke geschossen sind. Man denke hier nur an die US-Landwirtschaftspreise, für die im Mai ein Anstieg um 26 % (!) im 12-Monats-Vergleich ausgewiesen wurde. Auch die Öl- und damit die Energiepreise legten zuletzt deutlich zu. Wenn Kritiker hier anfügen, daß sowohl die Preise für landwirtschaftliche Güter als auch Öl hochvolatil sind und daher nicht in die Kern-Inflationsrate einfließen, dann haben sie damit Recht. Auf der anderen Seite spielt es aus gesamtwirtschaftlicher Sicht doch wohl keine Rolle, woraus sich der Anstieg der Inflation speist. Schließlich kam die hohe Teuerung in der 70ern auch im wesentlichen durch den massiven Anstieg des Ölpreises zustande. Am Rande sei noch bemerkt, daß auch immer mehr Preise für Dienstleistungen (die sehr wohl in die Kernrate einfließen) nach oben gehen. So wurden beispielsweise die New Yorker Taxi-Gebühren im Mai um 25 % angehoben.

#### Resümee zur Inflationstheorie

Das (Hyper-)Inflationsszenario sollte durchaus ernst genommen werden. Einiges spricht dafür, daß es in einer wie auch immer gearteten Weise auf Sicht einiger Jahre eintreten wird, wobei die Gefahr dafür in den USA sicherlich höher einzustufen ist



als in Europa. In diesem Falle ließe sich der Widerspruch zwischen den Überbewertungen an den Märkten bzw. fundamentalen Problemen und per Saldo weiter steigenden Aktienkursen auflösen. Allerdings muß man zugestehen, daß das Thema Hyperinflation derzeit abstrus und weit hergeholt klingt. Wer sich schwer damit tut, an ein solches Szenario zu glauben, sollte es einfach nur im Hinterkopf behalten und von Zeit zu Zeit die Realität damit vergleichen. Im übrigen wird unsere bisherige eher negative Sicht der Zukunft durch das hier vorgetragene Inflationsszenario nicht auf den Kopf gestellt. Vielmehr sollte dadurch aufgezeigt werden, daß es eine Möglichkeit gibt, unschöne Entwicklungen (Baisse, wirtschaftliche Stagnation) über das Mittel der Inflation in einen Schleier zu hüllen, so daß die Mehrzahl der Marktteilnehmer der Fehlentwicklungen erst sehr spät gewahr wird.

#### Noch ein Wort zu den Edelmetallen

Wer hohe Inflationsraten für die kommenden Jahre prognostiziert, muß auch bullish für Edelmetalle sein, da diese als eine der wenigen Anlageformen einen guten Schutz gegen Kaufkraftverlust bieten. Alleine schon der Anstieg von Gold und Silber und anderen Rohstoffen seit dem Tief im Jahre 2001 belegt, daß die Inflation reell ist, auch wenn sie in den offiziellen Statistiken bisher kaum ausgewiesen wird. Nachdem die Edelmetall-Aktien nun schon seit Anfang des Jahres in einer dramatischen Weise korrigieren, gibt es in jüngster Zeit charttechnische Anzeichen für das Ende dieser Konsolidierung. Der die großen Goldminen umfassende XAU-Index hat im Candlestick-Chart während der Jahre 1998 bis 2003 eine sechsjährige (!) inverse Schulter-Kopf-Schulter-Formation (SKS) ausgebildet, aus der heraus Mitte 2003 der Ausbruch nach oben erfolgte. Legt man die Nackenlinie der SKS-Formation an den Körpern (= schwarze oder weiße Balken) der Candlesticks an (und vernachlässigt dementsprechend die Dochte und Lunten = nach oben und unten zeigende Striche), so führte die Abwärtsbewegung der letzten Monate bis auf die Nackenlinie zurück, genau so, wie es das Lehrbuch für einen klassischen Rücksetzer (Pullback) vorsieht. Wenn sich der XAU weiterhin lehrbuchgemäß verhalten sollte, dann ist nun zumindest mit einem Abpraller nach oben, wenn nicht gar mit einer Fortsetzung der Hausse zu rechnen. Auch die Sentimenttechnik (siehe unten) spricht für tendenziell wieder steigendes Gold. Die sechsjährige Dauer der SKS impliziert nebenbei bemerkt, daß sich auch die Hausse, die sich im Anschluß daran entwickeln sollte, über mehrere Jahre erstrecken dürfte.

#### **Fazit**

Wie bereits in der letzten Ausgabe angedeutet und durch den US-Präsidentenwahl-Zyklus (siehe S. 22) bzw. den großen Pessimismus unter den Anlegern nochmals verdeutlicht, dürften unserer Ansicht nach zumindest die kommenden Monate an den Aktienmärkten positiv bis sehr positiv verlaufen. An den Edelmetall-Märkten sprechen charttechnische Überlegungen für ein Ende der Korrektur und damit vermutlich für eine Wiederaufnahme des Aufwärtstrends. Zeitnahe Besprechungen der Märkte finden Sie jeden Dienstag nachmittag (ab ca. 17.00 Uhr) in unserem Online-Börsenbrief Smart Investor Weekly (unter www.smartinvestor.de).

Ralf Flierl

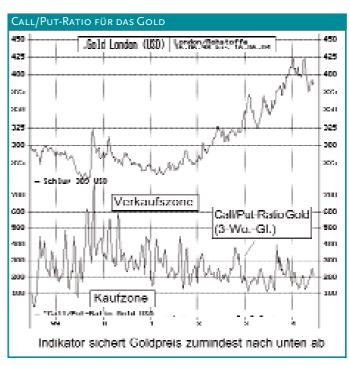
### Sentimenttechnik

### Gold – die Ruhe vor dem Sturm!?

In den letzten Wochen ist beim Goldpreis eine verdächtige Ruhe eingekehrt. Immerhin hat er von seinem Mehrjahreshoch bei gut 430 US-\$ gut 10 % seines Wertes eingebüßt und sucht nun wieder nach einer gewissen Orientierung. Anlaß zu vorsichtiger Hoffnung auf eine Kurserholung gibt das Call/Put-Ratio auf die an der Comex gehandelten Goldoptionen (CPRG). Dieses bewegt sich momentan in einem Bereich, der auf einen merklich schwächeren Optimismus schließen läßt.

Bemerkenswert ist dabei das "goldtypisch" hohe Verhältnis, mit dem die Call-Optionen die Puts in der Regel überwiegen, das Ratio notierte Ende der 90er für kurze Zeit sogar bei 7. Mit Werten von knapp über 2, wie sie das CPRG aktuell anzeigt, offenbart der Indikator ein historisch betrachtet verhältnismäßig niedriges Maß an Optimismus. Offensichtlich wurden einige Anleger durch die scharfe Korrektur beim Gold eingeschüchtert, was zu geringeren Call- bzw. zu vermehrten Put-Käufen führte.

Die aus diesem Sentimentindikator ableitbare Skepsis für das Gold dürfte aus Contrarian-Sicht zumindest stützend für den Preis des gelben Metall wirken. Optimisten könnten - zumal auch charttechnische Gründe dafür sprechen - gar das Ende der Edelmetallkorrektur daraus ableiten.



Quelle: FINANZWOCHE

## Wähler entziehen dem Europäischen Parlament das Vertrauen

#### **Deutschland**

Rückblickend war dies in Deutschland ein Monat ohne größere Überraschungen. Selbst die EU-Wahl brachte das erwartete Ergebnis: Eine überzeugende absolute Mehrheit für die Nichtwähler, die ihre Position sogar weiter ausbauen konnten. Offenbar sind es viele Bürger mittlerweile leid, daß wichtige europäische Weichenstellungen wie Euro-Einführung, EU-Verfassung oder Postengeschacher in der Kommission grundsätzlich über ihre Köpfe hinweg erfolgen, während sie lediglich dazu ausersehen sind, einer kompetenzarmen und spesenreichen Veranstaltung wie dem EU-Parlament durch ihre Stimme die erwünschte Legitimation zu geben. Bleibt den solchermaßen Entmündigten also nur, auf den Spuren des römischen Satirikers Juvenal zu wandeln und sich den "Spielen" zuzuwenden - Fußball, oder besser gleich der Börse. Dax und TecDax konnten sich jeweils um drei Ränge verbessern, die stillen Stars des MDax drangen sogar wieder in die Medaillenränge vor.

#### **International**

International ergab sich erneut eine sehr differenzierte Entwicklung. Auffällig ist, daß sich sämtliche US-Indices weiter leicht verbessern konnten. Während hier auch die leicht positive Entwicklung des Dollar gegenüber dem Euro ihren Beitrag leistete, scheinen die US-Aktienmärkte nunmehr trotz hoher Bewertung von einer gewissen Vorfreude auf die US-Präsidentschaftswahlen zu profitieren – ein Effekt übrigens, der statistisch belegt ist, und insofern nicht überraschend käme. Um so bedeutungsvoller für die weitere Entwicklung des Marktes wäre es, wenn dieses gut belegte saisonale Muster ausbliebe oder verkümmerte. Den Vogel schoß im Berichtszeitraum allerdings Japan ab, das sich um ganze zwölf Ränge verbesserte. Damit konnte der Einbruch des Vormonats mehr als wettgemacht werden. Gelänge dem Nikkei-Index gar der Sprung über den hartnäckigen Widerstandsbereich bei 12.200 Punkten, wären weitere deutliche Kursgewinne wahrscheinlich. Sehr viel weniger Glück hatten dagegen die Besitzer russischer Aktien: Die quälende Steuer- und Politaffäre um das einstige Vorzeigeunternehmen Yukos ging in eine neue Runde. Selbst ein Konkurs wurde aufgrund der enormen Steuerverpflichtungen des Unternehmens nicht mehr ausgeschlossen. Belastend für den Markt ist vor allem, daß die leidige Angelegenheit nach Einschätzung etlicher Marktteilnehmer ein "G'schmäckle" hat und man sich nicht sicher sein kann, ob nicht auch andere Unternehmen ins Visier der russischen Behörden geraten. Der korrigierende Ölpreis tat ein übriges, im Ergebnis büßte Rußland volle 15 Ränge ein. Lediglich die chinesischen A-Aktien erlitten einen vergleichbar großen Einbruch (ebenfalls 15 Ränge), womit die dortigen Bemühungen um ein Soft-Landing vom Markt nicht gerade bejubelt wurden.

	Stärke-Rai aus Sicht e					e
Index	Land	RS 18.06.	RS 21.05.	RS 16.04.	RS 12.03.	RS 13.02.
Rohöl	Laliu	1 1	21.05.	3	5	21
Nikkei 225	J	2	14	8	20	26
MDAX	D	3	4	10	10	4
SMI	CH	4	2	13	14	11
FTSE 100	GB	5	5	15	17	17
S&P 500	USA	6	7	17	22	22
CAC 40	F	7	9	14	13	12
DJIA 30	USA	8	11	19	23	23
NASDAQ 100	USA	9	13	22	26	25
PTX	Polen	10	10	12	7	10
IBEX 35	E	11	12	9	8	6
DAX	D	12	15	20	19	8
REXP 10 °	D	13	8	23	16	19
Gold	-	14	16	24	25	24
All Ord.	Aus	15	17	16	18	13
TecDAX	D	16	19	21	12	2
Hang Seng	HK	17	21	25	21	15
RTX	Rus	18	3	1	3	9
Silber		19	18	2	1	7
KOSPI	Korea	20	20	5	11	16
Shenzhen A	China	21	6	7	6	18
S.E.T.	Thai	22	25	18	15	3
H Shares	China	23	23	11	4	1
HUI *	USA	24	24	26	24	20
Sensex	Indien	25	22	6	9	5
Merval	Arg	26	26	4	2	14
grün: Verbesseru		rschlechte	rung schw	arz: unw	rändert	
* REXP 10: Index	x der 10jäh	rigen Anle	ihen; HUI:	Goldmine	en-Index	

Der Einführungsartikel "Prinzipien des Marktes - Relative Stärke" kann unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/ nachgelesen werden (vom 4.6.03)

#### Rohstoffe

Beim Rohöl kam es im Berichtszeitraum zu der bereits in der letzten Ausgabe angekündigten leichten Entspannung. Zwar konnte Rang 1 der Liste verteidigt werden, in absoluten Werten war jedoch zwischenzeitlich eine deutlichere Korrektur zu verzeichnen. Neben der jüngsten OPEC-Entscheidung dürften auch die vorübergehend(!) gedämpften chinesischen Wachstumserwartungen hierzu beigetragen haben.

Ralph Malisch

### **Emerging Markets-Aktie**

# **PKN Orlen (Polen)**

Noch steckt die automobile Welt in den Ländern des ehemaligen Ostblocks in den Kinderschuhen. Aber was noch nicht ist, kann ja noch werden...

Analysen gehen aber von einem rasanten Anstieg der Kfz-Zahlen aus, schon weil die Region sich immer mehr zu einem bedeutenden Standort der Automobilproduktion entwickelt hat. Das bedeutet gute Aussichten für regionale Primärenergie-Versorger und Raffinerien. Die polnische PKN Orlen ist als reiner Downstream-Betrieb eine Kombination aus beidem.

#### Aus Fusion entstanden

Der Erdölkonzern PKN Orlen entstand 1999 aus der Fusion der Petrochemia Plock sowie der Centrala Produktow Naftowych. Das Kernunternehmen verfügte mit der Raffinerie in Plock über die größte Petrochemische Anlage der gesamten Region und mit mehr als 2.000 Tankstellen in Polen über den entsprechenden Absatzkanal. In den vergangenen Jahren zeigte sich das Unternehmen akquisitionshungrig.

So kaufte PKN Orlen das sogenannte Nordpaket in Deutschland, das BP und Aral nach Auflagen des Kartellamtes veräußern mußte: 494 Tankstellen zum Preis von 140 Mio. Euro. Von der tschechischen Regulierungsbehörde erhielten die Polen den Zuschlag über 63 % von "Unipetrol", dem führenden Erdölkonzern in Tschechien. Damit besitzt PKN Orlen nun deutlich mehr als 3.000 Tankstellen.

Mittlerweile ist die gesamte PKN Orlen Capital Group auf etwa 90 Unternehmen angewachsen, die alle Bereiche rund um das Kernbusiness abdecken: Transport, Chemie, besonders Polyofine, Tankstellentechnik, Flugbenzin, Heizöl, Schmiermittel etc.

#### Weitere Akquisitionsphantasie

PKN Orlen ist stark daran interessiert, die ungarische MOL zu übernehmen oder mit ihr zu fusionieren. Bislang scheiterte der Deal, weil sich die Ungarn daran störten, daß der polnische Staat noch zu viel Einfluß besitzt. 28 % der ausstehenden 427 Mio. Aktien gehören dem Finanzministerium (10 %) und der Privatisierungsbehörde (18 %). Eine Übernahme ist derzeit aber in Verhandlung. Da die MOL ihrerseits durch die Akquise der slowakischen Slovnaft und der kroatischen INA in diesen beiden Ländern sowie in der ungarischen Heimat Marktführer ist, würde ein führender Konzern in Osteuropa entstehen, der es zum Beispiel mit der österreichischen ÖMV aufnehmen

PKN Orlen fördert nicht selbst, sondern kauft das Öl sämtlich ein. Vor allem für russische Unternehmen ist der Konzern Großkunde. Deshalb ist die russische Ölindustrie an PKN beteiligt. Über die Höhe gibt es widersprüchliche Aussagen.

#### Shops sind hochprofitabel

Ohne Upstream-Bereich PKN Orlen zwar die Komponente, durch hohe Rohölpreise Extra-Gewinne realisieren, dafür fehlt aber auch das Risiko vergeblicher Explorationsversuche und die Diskussion über Reserven, wie sie derbei allen zeit Multis geführt wird und vor allem bei Shell zu einem Kursdesaster geführt



Der Kulturpalast in Warschau steht für das alte, PKN Orlen für das

hat. Eine Branchenstudie des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes 2003 hat ergeben, daß das Shop-Geschäft äußerst lukrativ ist. Während die Pächter mit minimalen Margen arbeiten, erzielen die Shopbetreiber zumindest in Deutschland zweistellige Eigenkapitalrenditen, in der Spitze bis zu 15 %. PKN hat im abgelaufenen Jahr einen Gewinn von etwa 220 Mio. Euro ausgewiesen, das erste Quartal 2004 war mit 75 Mio. Euro Gewinn das beste der Unternehmensgeschichte.

Die Aktie ist in den vergangenen Monaten gut gelaufen und bis auf 11,50 Euro gestiegen. Je nach Gewinnschätzung ergibt sich ein aktuelles KGV von 15, was im Branchenvergleich recht hoch ist. Sollte die Aktie aber in Richtung 10 Euro zurückkommen, stellt sie unseres Erachtens eine interessante Depotbeimischung dar, weil sich auf Sicht die perfekte Übernahme-Spekulation ergibt: Wenn die Akquisition oder die Fusion mit der MOL klappt, erwächst die PKN Orlen zu einem idealen Übernahmekandidaten für einen der ganz großen Multis. Die sind in der Region sämtlich unterrepräsentiert, doch es ist nur eine Frage der Zeit, bis der Appetit auf diesen lukrativen Markt erwachsen wird.

Stefan Preuß

### Aktie im Blickpunkt Funkwerk AG

#### Die Musterschüler

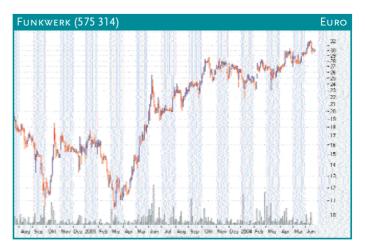
In Zeiten globaler Ungleichgewichte und krisenanfälliger Märkte sucht der Langfristinvestor händeringend nach Unternehmen, die möglichst unabhängig von der launischen Konjunkturentwicklung einen intakten Wachstumspfad verfolgen. Bei der Funkwerk AG aus dem thüringischen Kölleda könnte er fündig werden. Der Spezialist für funkbasierte Kommunikation hat trotz schwieriger Rahmenbedingungen seit dem Börsengang im Jahre 2000 kontinuierlich gute Zahlen geliefert und den Umsatz in der Zwischenzeit auf 178,6 Mio. Euro mehr als vervierfacht. Daß starkes Wachstum nicht unbedingt auf Kosten der Profitabilität erfolgen muß, haben die Thüringer ebenfalls unter Beweis gestellt: Mit einer EBIT-Marge von 9,7 % in 2003 konnte der Wert von 2000 nahezu gehalten werden. Nachdem die Börse diese Entwicklung zunächst ignoriert und der Aktienkurs parallel zur Gesamtmarktentwicklung im Frühjahr 2003 sein Allzeittief markiert hatte, führte die danach einsetzende Erholung zu einem Kursanstieg von rund 200 %. Ob sich auf diesem Niveau nach wie vor der Einstieg lohnt, wird Smart Investor im folgenden untersuchen.

#### Funktechnik für Verkehrsunternehmen...

Funkwerk bezeichnet sich selbst als Spezialisten für professionelle Kommunikationssysteme, die in Fahrzeugen, Verkehrsbetrieben, Unternehmen und Institutionen eingesetzt werden. Je nach Einsatzgebiet werden dabei separate Teilmärkte unterschieden, die die Gesellschaft über verschiedene Tochtergesellschaften bedient. Der größte Geschäftsbereich Traffic & Control Communication (Umsatz 03: 85,2 Mio. Euro, +82 %) produziert funkgestützte Kommunikationstechnik für Verkehrs- und Logistikunternehmen. Mit einem Anteil am Konzernumsatz von etwa 20 % ist die Deutsche Bahn AG hier der wichtigste Einzelkunde. Die Terminals von Funkwerk sind für das Staatsunternehmen ein zentraler Baustein bei der Ablösung der analogen Zugfunktechnik durch eine digitale auf Basis des GSM-Rail-Standards, dessen

Funkwerk AG					
Branche	Комминік	ATIONSTECHNO	LOGIE		
WKN		575 314	Aktienzahl (M10.)	7,943	
GJ-Ende		31.12.	Kurs am 21.6. (Euro)	30,15	
MITARBEITER	(31.03.04)	1.087	MCAP (MIO. EURO)	239,5	

	2003	2004 Е	2005 E
Umsatz (Mio. Euro)	178,6	225,0	270,0
% ggü. Vj.	+64,3 %	+26,0 %	+20,0 %
EPS (Euro)	1,36	1,74	2,09
% ggü. Vj.	+79,0 %	+27,9 %	+20,1 %
KUV	1,34	1,06	0,89
KGV	22,2	17,3	14,4



Einführung bis 2009 von den bedeutendsten Bahnbetrieben in Europa gemeinsam beschlossen wurde. Nach der erfolgreichen Etablierung als Zulieferer der deutschen Bahn macht Funkwerk nun auch Fortschritte im europäischen Ausland: Neben den bereits abgeschlossenen Verträgen mit der französischen und der belgischen Bahngesellschaft zeigte sich der Vorstandsvorsitzende Dr. Grundner gegenüber Smart Investor optimistisch, bei den laufenden Ausschreibungen in Norwegen, Schweden und der Schweiz weitere Aufträge zu erhalten.

#### ...Automobilunternehmen und private Netzwerke

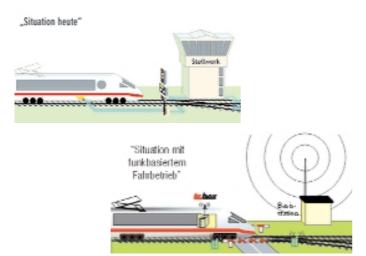
Das zweite angestammte Geschäft von Funkwerk ist im Bereich Automotive Communication gebündelt (Umsatz 03: 37,2 Mio. Euro, +31,0 %) und besteht aus dem Verkauf von Kommunikationsgeräten zur Ausrüstung von Kraftfahrzeugen. Als Verkaufsschlager haben sich hierbei der Compenser, ein Verstärker zur Überbrückung von Funklöchern, und die Kommunikationsplattform Kombox mit universeller Schnittstelle für alle Handys erwiesen. Nachdem das Unternehmen hier zunächst nur den Nachrüstmarkt beliefert hat, führte der Erfolg der Produkte zum Abschluß von Zulieferverträgen mit namhaften Automobilkonzernen wie z.B. Audi, BMW, oder DaimlerChrysler, die nun Funkwerk-Produkte serienmäßig einbauen. In dem jüngsten Geschäftsfeld, Enterprise Networks (Umsatz 03: 56,2 Mio. Euro, +67,8 %) muß sich Funkwerk einen solchen Status erst noch erarbeiten. Allerdings wurde die Bedeutung des Segments in den letzten anderthalb Jahren durch einige Zukäufe, die zum Teil äußerst günstig aus der Konkursmasse von Konkurrenten erfolgten, erheblich aufgewertet. Jetzt arbeitet das Management daran, den guten Markennamen, der zum Beispiel schon im Bereich privater Messaging-Systeme erarbeitet wurde (Marktanteil in Deutschland: 46 %), auf Produktbereiche wie funkbasierte Sicherheits- und Videoüberwachungssysteme zu übertragen.

#### **Potente Wettbewerber**

Das starke Wachstum der adressierten Märkte - Funkwerk prognostiziert bis 2006 eine Steigerung des europäischen Marktvolumens um 36 % (Traffic), 111 % (Automotive) bzw. 57 % (Networks) - macht diese auch für andere Unternehmen interessant. Ein Hauptkonkurrent auf dem GSM-R Markt ist die österreichische Kapsch-Gruppe. Mit ihrer Tochter Kapsch TrafficCom AG beliefern die Österreicher die deutsche und die österreichische Bahn und konnten sich in den vergangenen Jahren mit verwandten Projekten bereits in mehreren osteuropäischen Staaten etablieren. Auf europäischer Ebene zählen darüber hinaus auch die Konzerne EADS Telecom und Alcatel zu den unmittelbaren Wettbewerbern. Der Weltkonzern Siemens arbeitet an der Entwicklung eigener Terminals und könnte in Zukunft zu einem weiteren starken Player im Markt aufsteigen. Auf Siemens als Konkurrenten trifft Funkwerk aber nicht nur im professionellen Mobilfunk, sondern auch auf den intensiv umkämpften Märkten für Enterprise Networks und Automotive. Insbesondere bei der Belieferung der KFZ-Industrie mit Freisprechanlagen tummeln sich viele Branchengrößen wie zum Beispiel auch Nokia und diverse asiatische Billiganbieter. Um hier dem anhaltenden Preisdruck zu begegnen, hat Funkwerk das mittelpreisige Segment aufgegeben und beschränkt sich auf High-End-Produkte.

#### Rekorde

Trotz der namhaften Konkurrenz und der anhaltenden Konjunkturschwäche im Stammland Deutschland konnte Funkwerk im Mai dieses Jahres das fünfte Rekordquartal in Folge vermelden. Im ersten Vierteljahr erhöhte der Funkspezialist seine Erlöse um 93,8 % auf 62,0 Mio. Euro, wobei der Gewinn dabei von 1,6 auf 3,5 Mio. Euro mehr als verdoppelt wurde. Damit konnten die Wachstumsraten aus dem letzten Geschäftsjahr, als Umsatz und Ergebnis um etwa 65 bzw. 80 % zulegten, noch übertroffen werden. Daß hiermit das Wachstumspotential noch nicht ausgereizt sein muß, dokumentiert der starke Auftragseingang: Nach 23,3 Mio. Euro im Vorjahresquartal gingen zwischen Januar und März Orders über 67,3 Mio. Euro ein. Nach Auskunft von Vorstand Grundner liegen noch weitere Projekte in der Pipeline, so daß sich die positive Geschäftsentwicklung fortsetzen dürfte. Zentrale Bedeutung hat dabei ein 40 Mio. Euro-Auftrag der französischen Bahn, der noch im laufenden Jahr zu ersten Umsätzen führen wird. Von der Automobilsparte sind vor allem 2005 und 2006 Impulse zu erwarten, wenn der Start weiterer Fahrzeugserien mit Funkwerk-Produkten anläuft.





#### Perspektiven

Nach einer Kapitalerhöhung Ende Februar, bei der rund 19 Mio. Euro eingenommen wurden (Emissionspreis: 26 Euro), verfügt Funkwerk nun über ausreichend finanzielle Polster, um neben den bestehenden Verträgen auch zusätzliche Aufträge zu akquirieren. Insbesondere im Segment Traffic & Control steht die Entwicklung erst am Anfang. Nachdem die meisten Länder Westeuropas derzeit zumindest die Auschreibungsphase eingeleitet haben, dürften mittelfristig auch unsere osteuropäischen Nachbarn auf GSM-R umstellen. Länder wie Indien und China haben sich ebenso zu dem Standard bekannt und eröffnen die Perspektive eines gigantischen Marktes. Eine weitere Wachstumsoption bietet die Übertragung der Technik auf verwandte Bereiche. Beispielsweise wird aktuell in Deutschland über die Kommunikationssysteme bei der Polizei und im gesamten Sicherheitsapparat diskutiert. Sollten sich die Behörden dafür entscheiden, die völlig veraltete Technik durch GSM-R – hier GSM BOS genannt – zu ersetzen, würde sich nach Ansicht von Dr. Grundner für Funkwerk ein millionenschwerer Markt entfalten, der bislang in den Planzahlen überhaupt nicht berücksichtigt wurde. Eine Initialzündung könnte hier durch die Fußball-WM 2006 erfolgen, da bis dahin eine Modernisierung fast unabdingbar ist.

Das größte Risiko für Funkwerk besteht zweifelsohne darin, daß die Gesellschaft trotz des unbestreitbar erstklassigen Know-Hows in den zunehmend auch für Großkonzerne interessanten Märkten von den Riesen an die Wand gedrückt wird. Diverse Kooperationsabkommen und die Erfolgsgeschichte der letzten Jahre beweisen allerdings, daß das Unternehmen mit dieser Bedrohung gut umgehen kann. Die erreichte Stärke der Funkspezialisten zeigt sich nicht zuletzt in dem erstmalig deutlich positiven freien Cash Flow von rund 11 Mio. Euro in 2003. Smart Investor sieht es als wahrscheinlich an, daß Funkwerk auch in den kommenden Jahren am dynamischen Wachstum der drei adressierten Nischenmärkte überproportional partizipieren wird. Bei möglichen Wachstumsraten von mehr als 20 % p.a. ist die Aktie mit einem geschätzten KGV für das Jahr 2005 von rund 15 und einem Kurs/Umsatz-Verhältnis von 0,9 nicht zu teuer. Kursrücksetzer sollten zum sukzessiven Aufbau von Positionen genutzt werden.

Holger Steffen, Patrick Nix

#### **Externe Analyse**

### Altana

#### Moderat bewerteter Wachstumstitel

#### Von Thomas Brenning, Helaba Trust

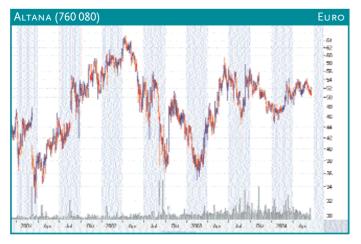
Der europäische Pharmasektor entwickelte sich in den letzten Jahren über weite Strecken schlechter als der Gesamtmarkt. Nachlassende Innovationskraft, vermehrte Konkurrenz durch billige Nachahmerprodukte, administrativer Preisdruck sowie kritische Zulassungsbehörden spielten dabei eine wichtige Rolle. Dazu kam der schwache US-Dollar, der die Gewinne aus dem wichtigsten Pharmamarkt der Welt schmälerte. Derzeit sieht es für die Branche jedoch gar nicht so schlecht aus. Die Megatrends zunehmende Alterung der Gesellschaft, wachsendes Gesundheitsbewußtsein oder die Entwicklung neuer, teurerer Behandlungsoptionen sind weiterhin intakt. Der Höhepunkt der angesprochenen Belastungsfaktoren scheint gleichzeitig überschritten worden zu sein.

#### Aufhellung beim Blick nach vorn

So gab es nach langer Durststrecke in der Forschung zuletzt wieder vermehrte Fortschritte zu beobachten. Auch durch Einlizenzierungen von Produkten werden die Pipelines von Biotech-bzw. kleineren Pharmaunternehmen gezielt gestärkt. Daneben stehen kurzfristig kaum wichtige Patentabläufe europäischer Großkonzerne an. Einzig Patentanfechtungen bleiben weiterhin als Unsicherheitsfaktor erhalten. Die Zulassungsbehörden sind ebenfalls um eine Beschleunigung ihrer Abläufe bemüht, um dem Patienten echte Innovationen nicht zu lange vorzuenthalten. Überdies hat sich der US-Dollar, dessen Abwertung im ersten Quartal dank Einsparungen von vielen Konzernen besser als erwartet verkraftet wurde, zuletzt stabilisiert. Zudem entwickeln sich Pharmatitel zu Beginn eines Zinserhöhungszyklus traditionell besser als der Gesamtmarkt. Ein überdurchschnittlich interessanter Vertreter der Branche ist Altana.

#### Altana mit Schwerpunkten in Pharma und Chemie

Die im Dax und an der New Yorker Börse notierte, stark exportorientierte Altana ist ein erfolgreicher Nischenanbieter in den



#### THOMAS BRENNING

Nach einem Studium der Betriebswirtschaft an der Uni Erlangen-Nürnberg sowie einem Auslandstudium im französischen Clermont-Ferrand ging Brenning Thomas zur Helaba Trust Beratungs- und Management GmbH. Dort ist er seit Mitte 2000 als Pharmaund Biotechanalyst im Bereich europäische Pharmawerte tätig.



Bereichen Pharma und Spezialchemie. Die Aktionärsstruktur (Susanne Klatten hält 50,1 % der Anteile) unterstützt eine langfristig angelegte Strategie. In der Chemie (Umsatz-bzw. EBIT-Anteil in Q1 2004: 30 bzw. 22 %) sind die Bad Homburger vor allem bei Additiven und Speziallacken gut positioniert. Zuletzt wurde die Sparte im Elektroisolationsgeschäft durch die Übernahmen von Schenectady und Ranbar gestärkt. Im Pharmasegment focussiert sich der Konzern zunehmend auf Therapeutika (Erlösanteil Q1/2004: 86 %), deren Wachstum vom Magen-Darm-Präparat Pantoprazol (57 % der Pharmaerlöse) getrieben wird. Wyeth vertreibt die Arznei unter dem Namen "Protonix" im renditestarken US-Markt gegen Zahlung von Lizenzgebühren. Die Forschungsschwerpunkte liegen auf den Indikationen Atemwege (mit den Hoffnungsträgern "Alvesco" und "Daxas"), Magen-Darm und – im Aufbau befindlich - Krebs.

#### Verhaltener Jahresstart

Die Zahlen zum ersten Quartal fielen gemischt aus. Die Erlöse stiegen im Vorjahresvergleich um 5 %, bereinigt um Währungsund Akquisitionseffekte um 6 %. Die Chemie überzeugte dabei dank kräftiger Konjunkturimpulse und gewann, unterstützt von der Schenectady-Übernahme, 16 % (organisch: +10 %) hinzu. Dagegen enttäuschte die Pharmasparte mit nur +1 % (organisch: +4 %). Verantwortlich war das Top-Produkt "Pantoprazol" (Eigenumsätze: +6 %; global: +4 %). Die hohe Vorjahresbasis, verstärkte Preisrabatte sowie der schwache US-Dollar forderten ihren Tribut. Der Ausbau des Vertriebs ließ das Pharma-EBIT um 9 % sinken. Dagegen reflektiert die gestiegene Chemie-Marge eine trotz ausgeweiteter Investitionen gestiegene Produktivität. Allerdings trug hier auch der im Rahmen der internationalen Rechnungslegungsgrundsätze gestattete Wegfall der Goodwill-Abschreibungen fast 2 Prozentpunkte bei. Auf Konzernebene sorgten das verbesserte Finanzergebnis sowie die geänderte Bilanzierungspraxis für ein Plus von 2 % gegenüber Vorjahr bei Nettogewinn und Ergebnis je Aktie.

Kennzahlen Altana in euro					
	2002	2003	2004E	2005 E	
Umsatz (M10.)	2.609	2.735	3.006	3.409	
EBITDA (M10.)	661	686	736	864	
EBIT (MIO.)	538	563	621	739	
EPS vor Goodwill	2,52	2,65	2,90	3,44	
Cashflow je Aktie	3,29	3,49	3,80	4,41	
Dividende je Aktie	0,75	0,83	0,95	1,10	
Eigenkapital je Aktie	9,15	10,6	12,6	14,9	

BEWERTUNG ALTANA				
	2002	2003	2004E	2005E
EV/UMSATZ	2,6	2,2	2,1	1,8
EV/EBITDA	10,1	8,9	8,8	7,3
EV/EBIT	12,4	10,8	10,4	8,5
KGV vor Goodwill.	20,7	18,1	17,8	15,0
Kurs/Cashflow-Verh.	15,9	13,8	13,6	11,7
Dividendenrend. (%)	1,4	1,7	1,8	2,1
Kurs/EK-Verhältnis	5,7	4,5	4,1	3,5

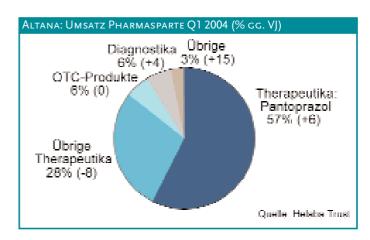
Abkürzungen: EV Enterprise Value: EK Eigenkapital

#### 2004 von hohem Forschungs- und Vertriebsaufwand geprägt

2004 steht im Pharmasegment vor allem im Zeichen intensivierter Investitionen in Forschung (Ziel: +15 %) und Vertrieb. Diese legen aber die Basis dafür, das Potential neuer Produkte rasch und umfassend auszuschöpfen. So erhielt das Asthmamittel Alvesco bereits von den Behörden in Australien und Großbritannien grünes Licht. Das sehr vielversprechende Daxas wurde im Februar in der EU zur Zulassung eingereicht und könnte hier 2005 auf den Markt kommen. Das aus unserer Sicht geringe Restrisiko der Projekte sowie die interessanten Marktpotentiale wurden durch jüngste klinische Daten untermauert. In der derzeitigen Übergangsphase sorgt der zwar gebremste, aber nach wie vor intakte Aufwärtstrend des Profitmotors Pantoprazol für ein beruhigendes Polster. Trotz scharfen US-Wettbewerbs steigert die Arznei dank guter Positionierung das Absatzvolumen nachhaltig und gewinnt kontinuierlich Marktanteile hinzu. Wir gehen daher trotz wohl anhaltender Einbußen durch US-Dollar, Preisdruck und Zwangsrabatte (Deutschland) von weiteren Zuwächsen des Medikaments aus. Die Anfechtung der US-Patente durch zwei Anbieter besitzt aus unserer Sicht dagegen relativ geringe Erfolgsaussichten und könnte in einem Worst Case-Szenario ab 2007 zu generischer US-Konkurrenz führen.

#### Gute Perspektiven noch nicht eingepreist

Als Hauptrisiken identifizieren wir derzeit Rückschläge bei den Pharma-Neuprodukten bzw. negative Meldungen zu Pantopra-



zol. Dagegen dürfte die zu Jahresbeginn sehr robuste Chemiesparte weiterhin von kräftigen Nachfrageimpulsen nicht zuletzt aus Asien profitieren und ihre Rendite steigern. Die noch immer stattlichen Rohölpreise spielen dabei eine nur untergeordnete Rolle. Auch die hohe Innovationskraft des Unternehmens, der stabilisierte US-Dollar sowie die derzeit relativ günstigen Aussichten für die beiden Sektoren Pharma und Chemie sprechen für Altana. Zudem gehen wir davon aus, daß die Umsatz- und Gewinndynamik im zweiten Quartal höher als im ersten Vierteljahr ausfallen wird. Die Perspektive beschleunigten Ertragswachstums gilt jedoch vor allem für 2005. Aus fundamentaler Sicht besteht im Sektorvergleich noch Aufholpotential, so daß wir den Titel weiterhin für attraktiv halten.



Altana Hauptverwaltung, Konstanz

Wichtiger Hinweis zu möglichen Interessenkonflikten: Helaba Trust bzw. mit ihr verbundene Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien der Altana AG.

HINWEIS: In der Rubrik "Externe Analyse" kommen Mitarbeiter verschiedener Research-Häuser zu Wort. Die vorgestellten Studien stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

Kennzahlen auf Basis eines Kurses von 51.60 Euro am 17.6.2004

#### Musterdepot

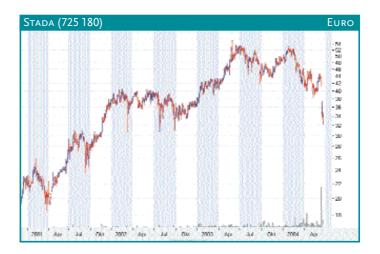
## Standort verteidigt & Stellung bezogen

Vom herben Rücksetzer im Mai hat sich unser Musterdepot bislang noch nicht erholt. So richtig geht es derzeit nämlich nicht voran. Sollte es zur von uns erwarteten Aufschwungphase im Sommer kommen, sind wir mit einem Investitionsgrad von mehr als 90 % gut dabei.

Daß wir einem fahrenden Zug hinterherlaufen, kann man also sicherlich nicht behaupten. Wir haben in den letzten Wochen das Musterdepot gezielt auf unser "Großes Bild" ausgerichtet (siehe auch S. 27 ff). Inzwischen hat sich das Depot vom Tiefschlag im Monat Mai leicht erholt, doch die Nachwirkungen des Einbruchs im gesamten Rohstoffsektor - Ausnahme: Öl - bleiben noch gut sichtbar. Wir sind in der letzten Ausgabe des Smart Investor ausführlich auf diese Thematik eingegangen, so daß an dieser Stelle der Hinweis ausreichen sollte, daß sich an den langfristigen Aussichten für Rohstoffe / Edelmetalle natürlich nichts Grundlegendes geändert hat - diese Meinung werden Sie erst recht teilen, wenn Sie hierzu den Beitrag auf S. 6 ff. gelesen haben. Eine Korrektur zur rechten Zeit hat (hätte!) schon so manchen Crash erspart.

#### Verlustbringer verkauft

Wie im letzten Smart Investor angekündigt, haben wir in Erwartung eines tendenziell freundlicheren Börsenklimas über die Sommermonate hinweg unseren SAP-Put Ende Mai abgestoßen, allerdings mit Verlust. Ebenfalls mit einem Minus fiel der von der Insolvenz bedrohte französische Verkehrstechnologiekonzern Alstom abermals aus unserem Musterdepot, als der gesetzte Stop-Loss-Kurs erreicht wurde. Das Engagement hatte oh-



nehin höchst spekulativen Charakter. Wie geplant kamen einige Positionen hinzu, die wir bei Drucklegung der letzten Ausgabe ins Auge gefaßt hatten. Die Motivation hinter den einzelnen Käufen ist jedoch unterschiedlich. Mit dem Nikkei-Hebelzertifikat drücken wir unsere Einschätzung aus, daß sich der japanische Markt mittel- bis langfristig besser entwickeln dürfte als

Musterdepot (Start: 24.						<b>15</b>	0.07		STICHTAG:	21.00.200
Performance: +28,8 % se	EIT DEPOTS	такт (D	AX: +55,7 %	s); -1,7 % GG. \	√ORMONA .	т (Dax: +3	,0 %)			
Titel (Land)	WKN	STRA	те- Ѕтüск	Kauf-	Kaufzu	Kurs	WERT	<b>ДЕРОТ-</b>	Performance	
		GIE*	<b>*</b>	Datum		AKT*	AKT*	Anteil	Vormonat	SEIT KAU
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.2003	3,90	9,17	9.170	7,7%	-5,2 %	+135,15
Arques (D)	515 600	S	200	27.10.2003	16,00	23,00	4.600	3,9%	-6,1 %	+43,8 9
CNR (CAN)	865 114	R	300	18.09.2003	17,00	24,24	7.272	6,1%	+3,5 %	+42,6 9
Canon (J)	853 055	Α	150	31.03.2003	32,50	43,14	6.471	5,4%	+6,3 %	+32,7 %
BayWa (D)	519 406	S	700	28.10.2003	9,50	12,20	8.540	7,2%	+0,0 %	+28,4 9
Huaneng Power (CHI) #	892 647	Α	300	08.08.2003	22,40	27,18	8.154	6,8%	-8,3 %	+21,3 9
Ніднііднт (СН)	920 299	S	2.500	26.05.2004	3,24	3,89	9.725	8,2%	-	+20,1 9
Nikkei Hebelzertifikat (J)	327 073	Α	300	26.05.2004	23,47	27,00	8.100	6,8%	-	+15,09
Dr. Hönle (D)	515 710	S	700	09.06.2004	6,95	7,45	5.215	4,4%	-	+7,2 9
Altana (D)***	760 080	S	200	25.02.2004	50,93	51,10	10.220	8,6%	-3,5 %	+0,3 9
Münchener Rück (D)	843 002	S	100	09.06.2004	88,80	88,30	8.830	7,4%	-	-0,6 9
Durban Deep (SA)	865 260	R	5.000	27.03.2003	2,13	2,04	10.200	8,6%	-3,8 %	-4,2 9
Indien-Zertifikat (IND)	256 685	S	150	19.05.2004	28,87	27,11	4.067	3,4%	-8,4 %	-6,1 9
Charoen Pokphand (Thai)	885 591	Α	90.000	24.03.2004	0,088	0,079	7.110	6,0%	+12,9 %	-10,2 9
Tri-Valley (USA)	911 919	R	750	24.11.2003	3,70	3,30	2.475	2,1%	-4,1 %	-10,8 9
Stada Arzneimittel (D)***	725 180	S	200	20.01.2004	45,93	32,35	6.470	5,4%	-20,6 %	-29,6
Zaruma Resources (CAN)	886 597	R	20.000	07.04.2004	0,19	0,122	2.440	2,0%	-21,6 %	-35,8 9
					AKTIENBE	STAND	119.059	92,4%		
					LIQUIDIT	ÄT	9.751	7,6%		
					GESAMT	/ERT	128.810	100,0%		
04 4 000 4 4 E										

<sup>\*</sup> am 21.6.2004: in Euro

<sup>\*\*</sup> Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A=Asien; S=Spezialsituationen)

<sup>\*\*\*</sup> durchschnittliche Kaufkurse aufgrund der Nachkäufe

<sup>#) 2:1</sup> Aktiensplit Anfang Juni

westliche Indices. Mit dem bereits im Mai erworbenen Indien-Zertifikat haben wir somit ein zweites Derivat im Depot – hier sei der Verweis auf unsere Mitte Juli erscheinende Sonderausgabe "Derivate 2004" erlaubt, wo der interessierte Abonnent alles über die Welt der Optionsscheine und Derivate erfahren kann (siehe außerdem auch S. 26).

#### Pharmapositionen problembehaftet

Bei Altana und Stada haben wir in der letzten Mai-Woche unsere Positionen aufgestockt. Was z.B. angesichts der Übernahmegerüchte bei Stada zunächst genau richtig ausschaute,

schlug kurze Zeit später jedoch ins Gegenteil um. Der Generikahersteller veröffentlichte eine Gewinnwarnung, die vor allem darauf basierte, daß die staatliche Regulierungsmentalität hierzulande nicht ohne Folge auf den Geschäftsverlauf bleiben werde. Die deutsche Regierung übt großen Druck auf die Anbieter von Nachahmerpräparaten aus, ihre Pillen günstiger in den Handel zu bringen – ein typisch wahltaktisch motiviertes Manöver, welches zeitlich begrenzt sein sollte. Langfristig bleiben die Aussichten nicht nur für Stada daher intakt (siehe auch "Aktie im Blickpunkt" aus Smart Investor 5/2004).

#### **Momentum-Motive**

Die Aktien von Dr. Hönle, der Münchener Rück sowie von Highlight rückten unter anderem aus charttechnischen Gesichtspunkten ins Depot, beim Dax-Titel Münchener Rück ist zudem ein unübersehbares Nachholpotential gegenüber seinen europäischen Pendants auszumachen (siehe auch "Buy & Good Bye" auf Seite 39). Highlight und auch Dr. Hönle sind dagegen schon so etwas wie alte Bekannte in unserem Musterdepot, beide Titel haben bereits zum zweiten Mal bei uns Einzug gehalten. Interessierte Anleger sollten bezüglich Highlight einen Blick in die mitgelieferte Medien-Beilage werfen, die erste Sonderbeilage bzw. -ausgabe unter der Dachmarke Smart Investor.

Durchgeführte Verkäufe und Käufe						
TITEL	WKN	Kurs (Euro)	Stückzahl	Performance		
Durchgeführte Verkäufe						
SAP-Put	290 690	0,56	6.000	-26,3 %		
Аьвтом	915 183	0,96	5.000	-20,7 %		
Durchgeführte käufe						
Nikkei-Hebelzertifikat	327 073	23,47	300			
Highlight Comm.	920 299	3,24	2.500			
Altana (Nachkauf)	760 080	53,91	100			
Stada (Nachkauf)	725 180	40,85	100			
Münchener Rück	843 002	88,80	100			
Dr. Hönle	515 710	6,95	700			

#### Auf Tuchfühlung

Unsere Liquiditätsquote ist so auf unter 10 % abgeschmolzen, in Einklang mit unserer Einschätzung für die nächsten Monate. Weitere Zukäufe stehen damit nicht akut vor der Tür. Auf unserer Watchlist finden sich noch die bereits in der letzten Ausgabe aufgeführten Titel wie Croesus Mining oder auch Perilya. Neu hinzu kommt unsere diesmalige zweite Empfehlung von S. 39, die peruanische Goldminengesellschaft Compania de Minas Buenaventura, um gegebenenfalls unser Engagement im Bereich Edelmetalle um ein interessantes Unternehmen zu bereichern.

Über unseren kostenlosen eMail-Service Smart Investor Weekly kündigen wir auch kurzfristige Musterdepottransaktionen an. Positionsgrößen, Kauflimits oder Stop-Losses sind somit jederzeit nachvollziehbar. Die Anmeldung erfolgt auf unserer Homepage www.smartinvestor.de

Anzeig

# +17%

#### High-Performer

Mit dem Bonus-Zertifikat Euro Stoxx Bonus 1530 erzielen Sie bis zur Fälligkeit des Zertifikates eine Performance von mindestens 17%. Bedingung ist, daß der Index bis zur Zertifikatsfälligkeit mie unter 1.531 Punkten liegt. Weitere attraktive Bonus-Zertifikate finden Sie mit dem Bonuswatch-Tool von Finanztzeff.de

Zertifikat	Euro Store SC Borus 1930
Enlitent	Sociáté Gánézele
MOX	SOCATO
FWILLightwit	30,09,2004
Berriere	1,530
Bonus-Level	3,300
Basiswert	Euro Stoor 50

odu.

Stand Sedon: 280A Problem [56:06-2004]

### MoneyTalk

## "Wir haben vorgebeugt"

Smart Investor im Gespräch mit Ulf Holländer, Finanzvorstand des MDax-Unternehmens MPC Münchmeyer Petersen Capital, über eine Erfolgsbilanz trotz Wirtschaftsflaute, mögliche Wachstumslimitierer sowie eine anlegerfreundliche Unternehmenspolitik

Smart Investor: Herr Holländer, MPC hat in den letzten Quartalen ein fulminantes Umsatz- und Ertragswachstum an den Tag gelegt. Was genau und welche Kernmärkte waren die ursächlichen Triebkräfte?

Holländer: Dafür waren in erster Linie unsere Produkte im Bereich geschlossene Immobilienfonds, geschlossene Schiffsbeteiligungsfonds sowie Lebensversicherungsfonds verantwortlich. Diese werden, das hatten wir bereits Anfang Juni publik gemacht, auch zu einem sehr starken Halbjahresergebnis 2004 führen, das wiederum deutlich über dem bereits sehr guten Vorjahreswert liegen wird.

Smart Investor: Woher rührt denn diese starke Nachfrage nach diesen Produkten, und dies in Zeiten wirtschaftlicher Flaute? Holländer: Der Kreis wirtschaftlich vermögender Privatkunden wächst nicht nur zahlenmäßig nach wie vor deutlich, speziell hier in Deutschland. Trotz wirtschaftlich schwieriger Rahmenbedingungen erzielten diese Personen rund 8 bis 10 % Vermögenszuwachs p.a., sogar in den letzten Jahren. Zum anderen existiert gegenwärtig weiterhin ein Mangel an vielversprechenden Anlagealternativen, erst recht unter Chance/Risiko-Gesichtspunkten.

Smart Investor: Irgendwo gibt es sicherlich auch Grenzen dieses Wachstums, interne und externe. Mit welchen Problemen

werden Sie umzugehen lernen müssen? Holländer: Die Frage des Wachstums ist bei MPC zunächst eine Frage des organisatorisch Machbaren. Wenn wir im laufenden Jahr ein Plazierungsvolumen von rund 850 Mio. Euro ausweisen werden, dann entspricht dies einer Verdoppelung gegenüber dem Jahr 2002. Es ist leicht nachvollziehbar, daß daher vor allem die Organisation gestärkt werden muß, um solche Volumina bewältigen zu können.

Smart Investor: Wie steht es also mit dem Personalaufbau? Und wird sich mit damit nicht automatisch eine Ergebnisabflachung einstellen?

Holländer: Gerade im Bereich Vertrieb und Produktbeschaffung hatten wir bereits im letzten Jahr personalseitig entsprechend vorgebeugt. Denn, wie gesagt: Wir stellen uns ein auf eine weiter wachsende Zielgruppe mit weiter wachsendem Vermögen. Zur zweiten Frage ist anzumerken, daß unser Personalaufwand zwar gestiegen ist, aber die Personalaufwandsquote zuletzt sogar zurückging. Das rührt daher, daß ein Teil der Ver-

gütungen erfolgabhängiger Natur ist. Unser Personalaufwand ist somit an den wirtschaftlichen Erfolg geknüpft, und der legte mit den explosiv wachsenden Plazierungsvolumina überproportional zu.

Smart Investor: Mit den signifikanten Dividendenerhöhungen verfolgen Sie eine stark anlegerorientierte schüttungspolitik. Welche Quote streben Sie



Ulf Holländer

Holländer: Wir schüt-

ten für dieses Jahr erneut mindestens 3 Euro pro Aktie aus und sind in der Tat überzeugt davon, daß unsere Anleger an dem vorgenannten wirtschaftlichen Erfolg partizipieren sollten. Wir sind in der komfortablen Situation, daß wir eine sehr solide Bilanzstruktur haben, mit etwa 76 % Eigenkapitalquote und liquiden

Mitteln von rund 55 Mio. Euro. Damit sind wir schlagkräftig genug, auch neue Projekte anzugehen und umzu-

> setzen. Es gäbe also aus meiner Sicht keinen Grund, an unserer hohen Ausschüttungsquote von "90 % plus" etwas zu rütteln.

Smart Investor: Existiert angesichts des hohen Streubesitzes von etwa 50 % auch eine gewisse Übernahmephantasie – vielleicht von Seiten einer Bank, die einen starken Vertriebspartner sucht?

Holländer: Theoretisch denkbar, klar. Aber die Entwicklung auf der Vertriebsseite hat in den letzten Jahren doch eher den umgekehrten Weg eingeschlagen: Die Vertriebspartner wollen unabhängige Pro-

dukte einkaufen, und die Kunden achten ebenfalls auf Unabhängigkeit. Wir verstehen uns als Emissionshaus und damit als Produktlieferant für ein breites Netzwerk institutioneller und freier Vertriebspartner.

Smart Investor: Herr Holländer, vielen Dank für das Gespräch.

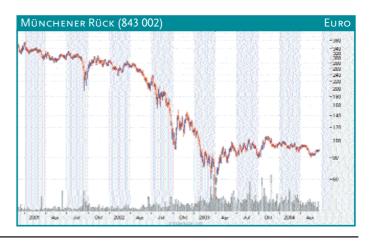
Interview: Falko Bozicevic

#### **Buy & Good Bye**

### **Buy: Münchener Rück**

Obwohl sich zuletzt sämtliche Faktoren, die den weltweit größten Rückversicherer negativ tangieren könnten, tendenziell ins Positive bewegten, scheint sich diese neue Sachlage noch nicht im Aktienkurs des Dax-Unternehmens widerzuspiegeln. Bei Kapitallebensversicherungen ist nach Änderung der steuerlichen Rahmendaten künftig mit einer verstärkten Nachfrage zu rechnen, vom Boom nach den bekannten Vorsorgeprodukten für die Rentenversicherung mal ganz abzusehen. Die Vertriebskooperation mit der Erstversicherungstochter ERGO läuft zwar noch alles andere als optimal, doch auch hier deutet sich eine moderate Besserung an. Und schließlich verzeichnete Münchener Rück im letzten Quartal wieder eine passable Schaden/Kosten-Quote von 97 % in der Rück- und von sogar 95,4 % in der Erstversicherung. Angesichts gestiegener Versicherungsprämien dürfte sich also auch in punkto Schadensfälle eine Entspannung nach der desaströsen Lage in Folge von "9-11" einstellen.

Dies wird bereits ersichtlich an den vor kurzem vorgelegten Zahlen für das erste Quartal. Aus einem operativen Verlust von fast 200 Mio. Euro in Q1/2003 wurde nunmehr ein Plus von 855 Mio. Euro. Damit liegt Münchener Rück deutlich über der eigenen Zielvorgabe von 2 Mrd. Euro für das Gesamtjahr 2004. Wie immer bei Rückversicherern kann es jedoch keine seriöse Bewertung ohne die Einschränkung "ohne unvorhergesehene Ereignisse" geben. Diesem Passus folgend wären die Papiere mit einem KGV von 11 auf 2004er Basis (bzw. 8,5 für 2005) sowie gerade mal auf Höhe ihres Buchwertes beurteilt. Beides liegt mindestens rund 20 % unter der europäischen Peer Group und scheint wenig angemessen für den Branchenprimus. Vor diesem Hintergrund dürften die Papiere also noch deutliches Nachholpotential bis auf klar über 100 Euro besitzen. Aufgrund eines ermutigenden Chartbildes hatte Smart Investor die Aktien bereits in der zweiten Juniwoche ins Musterdepot aufge-

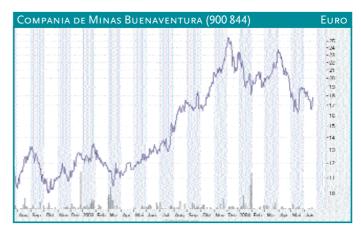


### Buy: Compania de Minas Buenaventura

Die Bergbauindustrie gehört zu denjenigen Industriezweigen Perus, in denen das Land mit Fug und Recht behaupten darf, Unternehmen von Weltrang hervorgebracht zu haben. Buenaventura gehört genau in diese Gruppe, mithin hat Forbes den Minenkonzern als einziges peruanisches Unternehmen in seine Liste der 2.000 weltweit größten Unternehmen aufgenommen. Zurück geht diese Entwicklung auf den Betrieb mehrerer Minen, die das Konglomerat sowohl mehr- als auch minderheitlich bewirtschaftet. Der wichtigste Gewinnbringer ist die in den nördlichen Anden beheimatete Yanacocha-Mine, an der Buenaventura als Juniorpartner neben Newmont Mining einen 43,5 %igen Anteil hält. Dieses Goldabbaugebiet beherbergt nicht nur die zweitgrößte Goldmine der Welt, sondern auch die mit Abstand profitabelste Südamerikas. Sie ermöglichte die Produktion einer Unze des gelben Metalls im vergangenen Jahr zu 159 US-\$ operativen Förderkosten. Zugleich ist Buenaventura der elftgrößte Silberproduzent der Erde.

Das Zahlenwerk der Peruaner verrät indes, daß sowohl die Umsatz- wie auch die Ertragsentwicklung mit den Preisen für die Edelmetalle korrelieren. Damit sind Schätzungen für beide Größen schwierig. Mit der Produktion von 1,52 Mio. Unzen Gold und 11,8 Mio. Unzen Silber erwirtschaftete der Konzern im Jahr 2003 einen Nettogewinn von 165,2 Mio. US-\$. Auf dieser Basis leitet sich ein Gewinn je Aktie in Höhe von 1,30 US-\$ ab und ergibt beim derzeitigen Kurs ein KGV von 15,6. Die Marktkapitalisierung liegt derweil bei 127 Mio. ausstehenden Aktien im Bereich von knapp 2,6 Mrd. US-\$. Zudem beträgt die Dividendenrendite etwa 1 %, aller-

dings ist dies kein vordergründiges Kaufargument für ein Minenunternehmen. Insgesamt ergeben sich für die Aktie bei wieder anziehenden Edelmetallpreisen mehr Chancen als Risiken, da die Bewertung im Branchenvergleich günstig erscheint, wenngleich der Ergebnishebel aufgrund der niedrigen Förderkosten als gering einzustufen ist.



#### Turnaround

# **Zapf Creation – Sorgenkind USA**

Als Max Zapf das Unternehmen im Jahr 1932 gründete, konnte er noch nicht ahnen, daß sein Unternehmen eines Tages sowohl für Groß als auch für Klein etwas zu bieten haben würde.

Für die Kinder stellt Zapf Puppen aller Art her, die Erwachsenen können sich die Aktie ins Depot legen, und taten bis in den Herbst 2003 auch gut daran. Immerhin war Zapf bis dahin ein echter Börsenliebling gewesen, konnte man doch stetige Umsatz- und Ertragszuwächse melden. Mit seinen aktuell 538 Mitarbeitern entwirft, fertigt und vertreibt Zapf Spiel-, Funktions- und Miniaturpuppen sowie dafür passendes Zubehör. Hauptumsatzbringer ist hierbei die Baby-Born-Puppe, auf die 47 % der Umsätze entfallen und die seit 1991 weltweit über 10 Mio. mal verkauft werden konnte. Vor allem in den USA ist aber der Ansatzpunkt für die Kursschwäche aufgrund mehrerer Ertragswarnungen in jüngster Zeit zu suchen.

#### Und schon war das Vertrauen verspielt...

Da die Verkaufserlöse in den USA zu gut einem Viertel zum Konzernumsatz beitragen, wird deutlich, wie schwer der dortige Einbruch von 22 % im vergangenen Jahr in Wirklichkeit wiegt. Ursächlich für diese Schwäche sind nicht nur Wechselkurseffekte, sondern auch eine an mangelnden Neuheiten krankende Produktpalette und eine stärkere Konkurrenz seitens der Barbie-Puppe (Mattel) sowie den sogenannten Ankleidepuppen (Fashion Dolls). Durch eben dieses nachlassende Interesse an den Zapf-Puppen in Übersee entstand eine Sondersituation, auf die das Unternehmen mit einer Intensivierung des Dialogs mit Investoren reagierte, um die vermeintliche Einmaligkeit der Gemengelage darzustellen. Aber nicht nur diese Baustelle setzte Zapf zu, auch das nach wie vor schwache Konsumklima in Deutschland und logistische Probleme aufgrund von Softwareumstellungen kurz vor dem diesjährigen Ostergeschäft sorgten für einen immer noch anhaltenden Vertrauensschwund. Zapf hatte sich mit seinen Vorhersagen, vor allem in den USA, grob verschätzt.



	2003	2004E	2005 E
Umsatz (Mio. Euro)	222,7	201,4	190,0
% ggü. Vj.	_	-9,6%	-5,7 %
EPS (Euro)	2,70	1,53	1,60
% ggü. Vj.	_	-43,3 %	+4,6 %
KUV	0,67	0,74	0,79
KGV	6,9	12,2	11,7



#### Erschöpft oder einfach nur außer Tritt?

Trotz der dargestellten Problematik zeigt ein Blick in die Bilanz, daß der Puppenhersteller aus dem oberfränkischen Rödenthal immer noch Gewinne schreibt und sich die Umsätze auf hohem Niveau eingependelt haben. So erlöste der Konzern im letzten Jahr mit 201,4 Mio. Euro etwa 10 % weniger als im Vorjahr, wobei in diesem Jahr ein nochmaliger Umsatzrückgang auf 190 Mio. Euro vom Unternehmen erwartet wird. Der Jahresüberschuß entwickelte sich noch deutlicher zurück, nämlich um über 40 % auf 12,1 Mio. Euro in 2003. Somit ergibt sich ein Ergebnis je Aktie von 1,53 Euro für das abgelaufene Geschäftsjahr, was wiederum einem KGV von unter 12 auf Basis des aktuellen Kurses entspricht. Mithin liegt die Marktkapitalisierung bei gut 140 Mio. Euro spürbar unter einem Jahresumsatz, die Dividendenrendite liegt bei stattlichen 6 %. Auf den Wachstumspfad zurückkehren möchte der Konzern durch die Optimierung des Kerngeschäfts. So sollen unter anderem die Themen im Zubehörbereich jahreszeitlich besetzt werden sowie in jedem Jahr praktisch eine neue Puppen-Generation auf den Markt kommen.

#### **Fazit & Ausblick**

Dieses vom Unternehmen selbst ausgegebene Ziel, die einstige Profitabilität wieder zu erlangen, kann nur erreicht werden, wenn durch die neuen, innovativen Produkte im für die Spielwarenbranche existentiellen Weihnachtsgeschäft neue Kunden gewonnen werden. Da dies aber von der Aufnahme in die Sortimente der großen Handelspartner abhängt und damit die Prognosefähigkeit beeinflußt, bleibt Zapf für Investoren eine Art "Black Box". Positiv stimmt indes die Markttechnik, denn beinahe sämtliche Analysten haben sich auf die Verkäuferseite begeben, was darauf hindeutet, daß noch Upside-Potential besteht

**Tobias Karow** 

#### Kolumne

### Der unsägliche Irrtum mit der Geldmenge

Von Dr. Bernd Niquet

Manchmal würde ich gerne wissen, was spätere Generationen einmal von uns halten werden. Da haben wir alle Märkte liberalisiert, unsere Demokratie unter die Herrschaft der internationalen Finanzmärkte – sprich des Geldes – gestellt, doch so recht zu verstehen scheinen wir von dieser Materie nichts. Wie die Faust aufs Auge paßt dazu der Befund, den ich hier vortragen werde: Diese ganze Malaise haben wir hauptsächlich den Neoliberalen in Person des "Geldtheoretikers" Milton Friedman zu verdanken. Wäre ich ein Verschwörungstheoretiker, dann könnte ich jetzt eine tolle Verschwörung aufdecken. Doch auch ohne Verschwörung bleibt es skurril genug.

Friedman hat uns alle verführt. Er hat uns zu Monetaristen gemacht, ohne daß wir es gemerkt haben. Gerade an der Börse gibt es heute niemanden, der kein Monetarist wäre. Eine bessere Indoktrination hat es in der Geschichte wohl selten gegeben. Selbst die Kirche, die Psychoanalyse und das DDR-Politbüro haben es niemals auf eine derartige Gefolgschaft gebracht wie der Monetarismus. Und das alles noch ganz ohne daß es jemand mitbekommen hat.

Derzeit ist es wieder einmal so weit. Die Inflationsfurcht greift um sich. Natürlich sind die Erdölpreise und die Metallpreise gestiegen, und natürlich wirkt sich dies auf unser Preisgefüge aus. Doch die wirkliche Angst, die unter den Börsianern grassiert, ist eine andere. Es ist die Angst vor einem "Inflationspotential", das sich aufgebaut hat. Ein Inflationspotential in Form von weltweit gestiegenen Geldmengen, die früher oder später preistreibend wirken sollen.

Doch warum sollte eine höhere Geldmenge preissteigernd wirken? Zu verstehen ist diese Angst nur, wenn man Milton Friedmans unsägliches "Hubschrauber-Beispiel" kennt. Mit diesem Beispiel hat Friedman bereits in den 60er Jahren die Wirkung von Geldmengenveränderung zu demonstrieren versucht. Dazu läßt er über einer fiktiven Stadt einen ebenso fiktiven Hubschrauber noch einmal so viel Geld abwerfen, wie die Bürger bis dahin in ihrem Besitz halten. Und was werden sie folglich mit dem überschüssigen Geld tun? Natürlich, sie werden es ausgeben. Da jedoch das Angebot an Waren auf die kurze Frist fest vorgegeben ist, folgt zwangsläufig, daß die Preise steigen müssen und zwar so lange, bis sie das doppelte Niveau der Vor-Hubschrauber-Zeit erreicht haben. Eine verdoppelte Geldmenge führt nach diesem Beispiel im Endeffekt also zu einem verdoppelten Preisniveau.

Nun weiß zwar jeder Mensch, daß Geld in Wirklichkeit nicht vom Himmel fällt, doch die Konsequenzen von Friedmans Beispiel

#### Dr. Bernd Niquet

Dr. Bernd Niquet schreibt regelmäßige Börsenkolumnen bei www.instock.de, www.wallstreet-online.de und www. stockworld.de. Von ihm sind diverse Fachbücher und Romane erschienen. Zuletzt "Klabautermannzeit", eine surrealistische Beschreibung einer surrealistschen Börsenphase.



sind bis heute völlig unreflektiert. Denn das Hubschrauber-Beispiel suggeriert, daß durch die Erhöhung der Geldmenge in einer Volkswirtschaft plötzlich irgendwie mehr von dem "Stoff" da ist, der für unsere Ausgaben verantwortlich ist. Doch dem ist überhaupt nicht so.

Denn da Geld nur durch Verkauf oder Hinterlegung von werthaltigen Sicherheiten bei der Zentralbank in den Umlauf kommt, stellt jede Geldmengen-Erhöhung für eine Volkswirtschaft stets nur einen Aktivtausch dar. Die Leute halten jetzt im Aggregat mehr inländisches Geld und dafür weniger ausländisches (Devisen) beziehungsweise weniger Wertpapiere. Da jedoch die Konsumausgaben nicht von der gesamtwirtschaftlichen Geldmenge abhängig sind, sondern von den individuellen Einkommens- und Vermögenspositionen, hat eine Veränderung der Geldmenge auch keinen Einfluß auf die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen.

Und wie sollte sie auch? Denn kein Haushalt und kein Unternehmen kann die Höhe der Geldmenge in einer Volkswirtschaft eigenständig wahrnehmen. Die Höhe der Geldmenge kennen wir alle nur aus der Zeitung. So lange die Zentralbank daher ausschließlich werthaltige Aktiva ankauft (und keine Nonvaleurs), ist die Höhe der Geldmenge weitgehend irrelevant. Und die einzige Wirkung, die daher von Geldmengenveränderungen ausgehen kann, ist eine psychologische - im Rahmen einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung.

#### **Interview mit einem Investor**

# "Ich glaube an die Selbstheilungskräfte des Marktes"

Smart Investor im Gespräch mit Fondsmanager Marcus Ratz von der Lupus Alpha Asset Management GmbH über das Nebenwerteuniversum, Dreigestirne und zukünftige Branchentrends

Smart Investor: Herr Ratz, wie würden Sie Ihren Investmentstil charakterisieren?

Ratz: Wir sind grundsätzlich fundamental orientiert, verfolgen einen Bottom-Up-Ansatz und verstehen uns als aktive Fondsmanager. Daneben versuchen wir aber vor allem zu verstehen, was ein kleines Unternehmen eigentlich macht. Dafür muß man wissen, in welchem Branchenumfeld es agiert und wie sich die Abhängigkeiten zu den Abnehmern darstellen. Auch ist das Wissen um den Einsatzbereich der Produkte und deren Produktlebenszyklus essentiell, um in der Lage zu sein, das Geschäftsmodell analysieren zu können.

Smart Investor: Welche Faktoren sind demnach für Ihre Unternehmensanalyse zusätzlich von Bedeutung?

Ratz: Nun, für uns von Bedeutung sind zudem die Innovationsund Vertriebskraft, die Ergebnisentwicklung und die Bewertung der Aktie. In persönlichen Gesprächen versuchen wir dabei Zahlen und Zyklen des Unternehmens herauszufiltern, wobei wir bei etablierten Firmen einen anderen Ansatz anwenden als bei Newcomern wie etwa Biotechnologieunternehmen. Bei diesen geht es doch ganz oft einfach darum, welches Potential einzelne Produkte entwickeln können.

Smart Investor: Was macht dann also einen "Hidden Champion" oder eine unentdeckte Perle aus?

Ratz: Zuerst einmal ist ein Hidden Champion eigentlich ein Paradoxon an der Börse, denn wenn jeder über ihn spricht, ist er ja nicht mehr unbekannt. Aber genau hier setzen wir an. Wir suchen nach Informationslücken, manchmal gar Asymmetrien, die dadurch zustande kommen, daß nur wenige Analysten sich in langen Zeitabständen mit den Unternehmen auseinandersetzen. Verändert sich nun ein Parameter innerhalb eines Konzerns und wird dieser nicht erkannt, dann kann dies zu einer noch nicht eingepreisten Wertsteigerung führen. Genau innerhalb dieses Universums bewegen wir uns. Die Suche focussiert sich also auf Unternehmen, von denen wir die Meinung haben, sie wachsen schneller, als dies Analysten und Banken erwarten.

Smart Investor: Sie suchen aber nur in Deutschland und Europa. Warum nicht in den USA oder Asien?

Ratz: Unsere Philosophie lautet, daß wir vor Ort sein wollen. Ginge es darum, interessante Nebenwerte in Übersee zu finden, dann müßten wir überall Büros eröffnen und uns in einem unbekannten Umfeld aufhalten. Es fehlt uns das Wissen, wie die Märkte in diesen Regionen funktionieren. In Regionen wie den USA oder Asien könnten wir den persönlichen Kontakt bzw. Unternehmensbesuche weitaus weniger durchführen als von Deutschland aus.

#### Marcus Ratz

Der auf Small- und MidCaps spezialisierte Fondsmanager Marcus Ratz (Jahrgang 1974) ist studierter Betriebswirt und begann sei-Karriere Trainee im Investment Banking der Commerzbank. Im Jahr 2001 wechselte er ins Portfolio Management von Lupus Alpha.



Smart Investor: In den 90er Jahren hieß es: je kleiner das Unternehmen, desto schlechter die Kursperformance. Erleben wir jetzt gerade den Gegenbeweis dieser These?

Ratz: Big Caps waren in den 90ern deshalb en vogue, weil sie aufgrund eines guten konjunkturellen Umfeldes und der Eurokonvergenz, gemeint ist hier die Einführung der europäischen Aktienindices, gute Renditen abwarfen. Da war es egal, was Nebenwerte machten, immerhin mußte ein Anleger für die gleiche Rendite ein höheres Risiko in Kauf nehmen. Allerdings spricht die Zyklik jetzt für die Small Caps, denn bei einer konjunkturellen Erholung zeigen diese Aktien eine überproportionale Ergebnisentwicklung.

Smart Investor: Und wann steigen Sie aus einem Investment aus?

Ratz: Hier kommt immer eine Mischung zusammen. Einerseits ist die Entwicklung des Produktportfolios von Bedeutung, andererseits gilt es, die Branchentrends genau unter die Lupe zu nehmen. Dabei überprüfen wir ständig, ob eine Aktiengesellschaft noch in der Lage ist, neue Ziele zu erreichen. Sollte die Situation eintreten, daß Analyst und Unternehmen die Zukunft gleich einschätzen, dann ist wohl kein Mehrwert mehr zu erzielen und ein Ausstieg ratsam.

Smart Investor: Wie stehen Sie zu Ihrer Prognose "TecDax 1.000 bis Mitte 2005"?

Ratz: Diese Prognose beruht auf dem Tief vom März letzten Jahres, als alle Welt nur an den Untergang des Abendlandes dachte.

#### **Potpourri**

Wir haben damals einen Kurssprung von 50 bis 100 % vorausgesehen, bei dem praktisch niemand dabei ist und die Verwunderung über die Stärke des Anstiegs sehr groß sein sollte. So ist es auch gekommen, und unser Szenario steht weiterhin. Wir werden im Herbst unser Kursziel analysieren, sollte sich jedoch das positive Konjunkturbild bestätigen, dann sind weitere Kurssteigerungen durchaus wahrscheinlich.

**Smart Investor:** Aber was muß denn passieren, damit dieses positive Konjunkturszenario eintritt?

Ratz: Umreißen wir einmal Faktoren, die nicht passieren dürfen. Erstens darf der Ölpreis nicht weiter steigen beziehungsweise im Nahen Osten eine nicht mehr zu kontrollierende Situation entstehen, die die Preissteigerungen beim Schwarzen Gold weiter anheizt. Zweitens sollte sich die Sozialproblematik in China nicht verselbständigen, denn dann entstünde ein Pulverfaß in Asien. Die chinesische Politik muß folglich gezielt gegensteuern, um nicht selbst Opfer dieses innenpolitischen Drucks zu werden. Und drittens sollten die Zwillingsdefizite in den USA nicht zu sehr in den Mittelpunkt des Interesses gerückt und das Land aufgrund eines dann einsetzenden Destabilisierungsprozesses ins Chaos stürzen. Da wir aber an die Selbstheilungskräfte des Marktes glauben, sehen wir nicht die Gefahr einer Wahrwerdung dieses Dreigestirns.

**Smart Investor:** Mit diesem Fundament im Rücken: Welche Branchen erscheinen Ihnen somit am aussichtsreichsten für die Zukunft?

Ratz: Für dieses Jahr haben wir die IT-Dienstleister und den Softwaresektor identifiziert, denn in diesen Bereichen ist eine Stabilisierung ganz klar erkennbar. Hinzu kommt, daß sich durch das sich bessernde Investitionsklima die Perspektiven dieser Branchen weiter aufhellen. Zudem erwartet praktisch niemand etwas von diesen Firmen.

**Smart Investor:** Sind dieser Logik folgend die Erwartungen an die Biotechnologie und die Nanotechnologie zu hoch?

Ratz: Keine Frage, diese Branchen werden kommen, aber die Frage stellt sich doch, wann die ersten Produkte der neuen Generation auf den Markt kommen. Ein viel naheliegender Trend ist jener hin zur Automatisierung und Digitalisierung unserer Welt, welcher uns in den nächsten 5 bis 10 Jahren tiefgehend beschäftigen wird. Einige Trends verpaßt man natürlich auch...

#### Smart Investor: Zum Beispiel?

Ratz: Sicherlich, in der Boomzeit haben wir nur das Positive gesehen, in der Baisse dagegen nur die Risiken. Als Kind der Baisse bin ich natürlich mit dieser Skeptikerbrille aufgewachsen und habe Unternehmen nur auf Risiken hin untersucht. Die Chancen, die sich aus der Normalisierung des ökonomischen Umfeldes heraus boten, unterschätzte man dabei. Heute kann man davon ausgehen, daß immer noch zahlreiche Firmen scheitern werden. Diejenigen aber, die es geschafft haben, ihre Kosten zu senken und jetzt Umsatzzuwächse zu generieren, werden künftig überdurchschnittliche Ergebniszuwächse aufweisen.

Smart Investor: Herr Ratz, vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Tobias Karow



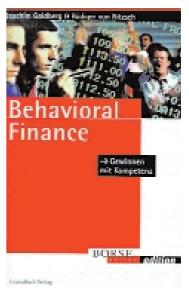
# Behavioral Finance — **Gewinnen mit Kompetenz**

Wenn ein Wissenschaftler (Rüdiger von Nitzsch; siehe auch Interview auf S. 19) und ein Praktiker (Joachim Goldberg) sich zusammentun, so kann man sich einigermaßen sicher sein, daß das Ergebnis nicht nur fundiert, sondern auch verständlich und gut lesbar ausfällt. Die beiden Autoren gehen in ihrem Werk den zentralen Fragen persönlicher Anlageentscheidungen auf den Grund und stellen das Verhalten des Investors auf einen harten Prüfstand. Wer schon immer wissen wollte, aber nicht zu fragen wagte, was sich hinter der berühmten "kognitiven Dissonanz", dem "Grenznutzen" eines Gewinns oder der fatalen "Selbstattribution" verbirgt, liegt bei diesem Buch - einem "Augenöffner" genau richtig.

Es werden nicht einfach weltfremde pseudo- oder parawissenschaftliche Thesen aufgeführt, sondern statt dessen stets mit dem jeweiligen Praxisbezug in Beziehung gesetzt. Amüsant fallen die Psychogramme der gängigen Anlegertypen mit all ihren Stärken und Schwächen aus. Aber nicht nur in dieser Passage, sondern auch an zahlreichen anderen Stellen des Buches wird sich der Leser wiedererkennen. Und so soll es auch sein, denn hier spürt man das Handwerk des Pädagogen: Joachim Goldberg wollte ursprünglich Lehrer werden, bevor ihn die Finanzmärkte in ihren Bann zogen. Das Buch, welches bereits 1999 geschrieben wurde, hat in der Zwischenzeit kein bißchen an Aktualität eingebüßt – im Gegenteil:

Nach mehr als zwei Jahren Baisse hat sich der Nährboden für eine fruchtbare Aufnahme der dargelegten Befunde wohl erst ausformen müs-

Einziges Manko: Für einen durchschnittlichen Leser erscheint das Buch in seiner Ausführlichkeit ein bißchen trocken. Eine etwas kompaktere Fassung hätte sich möglicherweise auch preismindernd ausgewirkt.



"Behavioral Finance" von Joachim Goldberg und Rüdiger von Nitzsch; 1999 FinanzBuch Verlag, 280 Seiten, 44,90 Euro

Eine fünfseitige Zusammenfassung/Rezension dieses Buches kann auf www.getabstract.com heruntergeladen werden.



Information you can trust

115.438 Leser beziehen börsentäglich Finanznachrichten, Unternehmensstudien und Anlageempfehlungen per E-Mail von financial.de. Registrieren Sie sich jetzt kostenlos: www.financial.de.

Unternehmen	WKN	SEITE
ALSTOM	915 183	36
Altana	760 080	34
Anglogold	915 102	10
Argentex	A0B 9RY	10
Compania de Minas Buenaventura	900 844	36, 39
Croesus Mining	871 679	36
Dr. Hönle	515 710	36
EAGLECREST EXPLORATIONS	564 539	13
FIDELIS ENERGY	A0B 9Q9	10
Funkwerk	575 314	32
GLOBETECH VENTURES	893 416	13
Ніднііднт Сомм.	920 299	36
MPC	518 760	38
Münchener Rück	843 002	36, 39
PERILYA	876 505	36
PKN ORLEN	929 433	31
SILVER STAR	A0B LP5	10
SILVERADO GOLD MINES	867 737	13
Solar-Fabrik	661 471	23
SAG Solar-Strom	702 100	23
San Telmo Energy	675 088	10
SolarWorld	510 840	22
Solon	747 119	23
Stada	725 180	36
Sunways	733 220	23
TERRA NOVA GOLD CORP.	215 430	13
Zapf Creation	780 600	40

### Vorschau

### auf Smart Investor 8/2004

#### Silber, "das Gold des kleinen Mannes"

- · Wissenswertes über das weiße Metall
- · die Gold-Silber-Produktions-Ratio
- · die Kapitalanlage in physischem Silber
- · Analyse verschiedener Silberminen

Interessante Titel von "Down under"

#### Abfindungswerte

Hohe Renditen bei überschaubarem Risiko

Der Gesamtauflage ist eine Sonderbeilage mit dem Thema "Medienaktien" beigefügt.

#### **IMPRESSUM**

### **Smart Investor**

#### Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 7 (Juli)

Smart Investor Media GmbH Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen, Tel.: 08171-419650 Fax: 08171-419656, eMail: info@smartinvestor.de Internet: www.smartinvestor.de

#### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur), Dr. Martin Ahlers. Falko Bozicevic, Ralph Malisch

#### Freie Mitarbeiter:

Magdalena Brud, Jürgen Ganßleben, Tobias Karow, Matthias Kemnitz, Patrik Nix, Stefan Preuß, Dimitri Speck, Holger Steffen, Kevin Sternkopf

#### **Gast-Autoren:**

Thomas Brenning, Thomas Metzger, Dr. Bernd Niquet, Jürgen Novacki, Dr. Eberhard Orf. Robert Rethfeld

#### Redaktionsanschrift:

sh.Verlag, Fax: 08171-419641. eMail: redaktion@smartinvestor.de

#### Bildredaktion:

Tobias Karow Christine Weinschenk

#### Gesamtgestaltung:

Christine Weinschenk

#### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 1 vom 1. April 2003

#### Anzeigenleitung:

Karin Hofelich, Tel.: 08171-419636, Fax: 08171-419656

#### Erscheinungstermine 2004:

20.12.03 (1/04), 31.1. (2/04), 21.2. (3/04), 20.3. (4/04), 24.4. (5/04), 29.5. (6/04), 26.6. (7/04), 31.7. (8/04), 28.8. (9/04), 25.9. (10/04), 30.10. (11/04), 27.11. (12/04), 18.12. (1/05)

Einzelpreis 5,- Euro, Jahresabonnement: 48 Euro in Deutschland, 60 Euro im europäischen Ausland, 80 Euro im Rest der Welt (Zustellung im Ausland jeweils per Luftpost). Alle Preise incl. Versandkosten und 7 % MwSt.

#### Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH Bahnhofstr. 26. 82515 Wolfratshausen, Tel.: 08171-419650 Fax: 08171-419656 eMail: abo@smartinvestor.de

#### Charts

Die Charts wurden erstellt mit Tai-Pan von Lenz + Partner AG sowie TradeSignal von www.tradesignal.com .

Rieß-Druck- und Verlags-GmbH

#### Haftung und Hinweise:

Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verläßlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

#### Nachdruck:

© 2004 Smart Investor Media GmbH, Wolfratshausen. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet. diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

VKZ B 61978 ISSN 1612-5479

## Börse und Psychologie

"Ich kann die Bahn der Himmelskörper auf Zentimeter und Sekunden genau berechnen, aber nicht, wohin die verrückte Menge einen Börsenkurs treiben kann."

Isaac Newton (1642-1727), britischer Physiker

"Es gibt nichts, was so verheerend ist wie ein rationales Anlageverhalten in einer irrationalen Welt."

John Maynard Keynes (1883-1946), britischer Nationalökonom

"Was die Leute über die Börse wissen, sollte man mit Druckbuchstaben an die ehrwürdigen Wände eines Pissoirs kritzeln." Howard Hughes (1905-1976), amerikanischer Luftfahrtpionier und Milliardär

"Beim Denken ans Vermögen leidet oft das Denkvermögen." Karl Farkas (1893-1971), österreichischer Kabarettist

"Das Gefühl ist es, das den Menschen zum Denken anregt, und nicht das Denken, das ihn zum Fühlen anregt."

George Bernard Shaw (1856-1950), irischer Schriftsteller

"Allein durch die Tatsache, Glied einer Masse zu sein, steigt der Mensch also mehrere Stufen von der Leiter der Kultur hinab." Gustave Le Bon (1841-1931), französischer Arzt und Soziologe

"In diesem Zeitalter der Massenkommunikation sind Verrücktheiten ansteckend..."

Sir Peter Ustinov (1921-2004), britischer Schauspieler und Autor

"Die Masse verliert immer, weil die Masse sich immer irrt. Sie irrt sich, weil sie sich normal verhält."

Fred C. Kelly (1882-1959), amerikanischer Autor

Jeder, der sich mit der Börse befaßt, wird früher oder später mit dem Thema "Psychologie" konfrontiert werden. Newtons Ansicht über das Wirken der "verrückten Menge" ist wohl vor allem die resignative Einsicht in die Begrenztheit seiner eigenen Kunst, sobald der menschliche Faktor ins Spiel kommt - nichtsdestotrotz auch nach 300 Jahren noch eine der beliebtesten Ausreden bei Börsenverlusten.

Keynes dagegen vermutete in der "Irrationalität" gar das wahre Wesen der Welt und damit auch der Börse – im Nebenberuf war er immerhin ein sehr erfolgreicher Spekulant. Dies hinderte die herrschende Lehre jedoch nicht daran, sich noch Jahrzehnte an den "homo oeconomicus" zu klammern – einen schlichten, wirtschaftlich rein rational handelnden Burschen. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, daß erfolgreiche Wirtschaftspraktiker vom Schlage eines Howard Hughes zu wenig schmeichelhaften Urteilen über das Wirtschafts-bzw. Börsenwissen der Menschen gelangten.

Erst in den 1990er Jahren setzte dann ein regelrechter "Psycho-Boom" unter den Börsianern ein, und sie wären wiederum nicht die, die sie sind, wenn sie nicht für längst bekannte Befunde der Psychologie neue und klangvolle Namen gefunden hätten – die Geburtsstunde der "Behavioral Finance". Dennoch sollen die dort zusammengetragenen Erkenntnisse nicht gering geschätzt werden. Denn erst, wenn echtes Geld auf dem Spiel steht, zeigt sich, in welch vielfältiger Weise wir uns selbst im Wege stehen können; Karl Farkas brachte das sehr charmant auf den Punkt. Mit dem Denken scheint es überhaupt so eine Sache zu sein, denn auch George Bernard Shaw vermutete die Emotionen als heimliche Triebfedern einer vordergründigen Rationalität.

Neben den individuellen menschlichen Eigenheiten ist es aber erst die Interaktion, die zum vielbeachteten Phänomen der Masse führt. Gustave Le Bon warnte eindringlich vor den Gefahren sog. "psychologischer Massen", und Sir Peter Ustinov wies auf die großen Ansteckungsgefahren hin, denen gerade der moderne Mensch im Zeitalter der Massenmedien ausgesetzt ist. Der unkritische Konsument solcher Quellen wird praktisch zwangsläufig zu einem Teil der Masse und bleibt damit weit hinter seinen individuellen Möglichkeiten zurück. Das Tückische dabei ist, wie Fred C. Kelly schon 1930 bemerkte, daß man Teil der Masse nicht etwa aus Dummheit wird, sondern im Gegenteil aufgrund "vernünftiger" Überlegungen.