Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



VALUE INVESTING:

Wie man das KGV richtig zur Aktienauswahl einsetzt

HONGKONG-AKTIEN:

Fünf Blue-Chips für den nächsten Hausseschub

NACHHALTIGKEIT:

Klimawandel – oder etwa doch Klimaschwindel?



EDITORIAL

Ron Paul for President

Ich gebe es zu, fast hätte ich die Lust an der Politik verloren. Dieses Scheuklappendenken, diese verlogenen Phrasen, dieses nichtsnutzige, unsinnige Geseiere tagein tagaus. Jeder ist gegen den anderen, aber am Ende des Tages reden doch alle das gleiche. Das ist die Politik, wie sie heute stattfindet, und deshalb herrscht Politikverdrossenheit in diesem Lande, und in Amerika erst recht. Und eigentlich hatte ich die Hoffnung bereits aufgegeben, dass sich daran etwas ändern würde. Da hörte ich von Ron Paul.

Falls Ihnen der Name unbekannt vorkommt, ist dies nicht weiter verwunderlich, denn Ron Paul wird von der Presse gemieden wie das Weihwasser vom Teufel. Der Mann ist 72 Jahre alt und hat doch eine so unverblümt frische Art, über ungewöhnliche und doch irgendwie bekannte Dinge zu reden und neue und doch irgendwie uralte Gedanken zu denken, dass in mir wieder etwas Hoffnung aufkeimt. Hoffnung, dass Amerika und damit die ganze Welt noch zu retten ist.

Ron Paul ist einer der republikanischen Bewerber für die US-Präsidentschaftswahl 2008, und wenn er von Freiheit spricht, dann meint er es auch so: Als Kongressabgeordneter stimmte er gegen jeden Krieg, gegen die Überwachung des Internets, gegen jede Steuererhöhung und gegen den Patriot Act, durch welchen die Bürgerrechte der Amerikaner dramatisch beschnitten werden. Er ist strikt gegen alle bürokratischen Auswüchse. Sicher, das behauptet jeder Politiker von sich. Nur Ron Paul meint es eben auch ernst. So bekennt er sich zum sofortigen Rückzug der amerikanischen Truppen aus dem Irak, zur Abschaffung der US-Einkommenssteuerbehörde IRS sowie der Federal Reserve Bank. Denn letztere tut seiner Ansicht nach nichts anderes, als laufend Geld aus dem Nichts zu schaffen (Fiat Money) und damit zu inflationieren und die amerikanische Währung zu ruinieren (siehe auch "Das große Bild" auf S. 44). Wow, endlich einer, der's kapiert hat und auch ausspricht.

So ungewöhnlich und interessant der frühere Arzt aus Texas doch ist, so sehr wird der Außenseiter-Kandidat in den Mainstream-Medien totgeschwiegen. Der Witz dabei ist jedoch, dass Paul nach jeder TV-Kandidatendebatte riesige Zustimmungswerte bei den Umfragen erhält und auch hinsichtlich der in den USA so wichtigen Spenden sensationelle Erfolge



Ralf Flierl, Chefredakteur

verbucht, und zwar nicht – wie sonst üblich – durch wenige große Spenden von Konzernen, sondern durch viele kleine Spenden von den kleinen Leuten. Er revolutioniert geradezu den US-Wahlkampf von unten. Ich hoffe, Ron Paul hält durch, bleibt gesund und kommt weiter. Weitere Infos unter: www.ronpaul2008.com

Hinweise auf Änderungen

William Engdahl wird auf eigenen Wunsch hin nur noch sporadisch im Smart Investor schreiben (in diesem aber nicht), da er mit neuen Projekten sehr beschäftigt ist. Die bisher nur durch ihn besetzte "Geopolitik"-Rubrik wird nun auch für andere Autoren geöffnet. Die "Edelmetalle"-Rubrik wurde bereits mit der letzten Ausgabe eingestellt. Aber selbstverständlich werden wir auch zukünftig dieses Thema ausführlich behandeln. Und schließlich sei noch auf den Umzug unseres Verlages hingewiesen. Ab dem 1. Januar 2008 werden wir in der Hofmannstraße 7 in 81379 München residieren.

Eine spannende Lektüre wünscht Ihnen







IHRE ZIELE – UNSERE MOTIVATION

Die FIVV AG entwickelt als unabhängiger Vermögensverwalter für

- Privatkunden,
- Unternehmerkunden,
- Stiftungen und
- institutionelle Anleger

individuelle Finanzlösungen.

Wir bieten unseren Klienten

- individuelle Betreuung,
- die eigene FIVV-Fondslinie sowie
- Lösungen für Wertpapierclubs.

Außerdem ist die FIVV AG mit einer eigenen Repräsentanz in der chinesischen Hauptstadt Beijing vertreten.

Der "Elite Report 2007" zählt die FIVV AG zur Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum.

FIVV AG | Herterichstraße 101 | 81477 München Telefon +49 (0) 89 | 37 41 00-0 Telefax +49 (0) 89 | 37 41 00-100 E-Mail info@fivv.de | Internet www.fivv.de



Titelstory: Relative Stärke, S. 28, 31, 34

Eines, wenn nicht das wichtigste Prinzip an der Börse ist jenes der Relativen Stärke. In der Titelstory ab S. 28 wird das Ursprungsmodell von Robert A. Levy in einer mathematischen und einer visuellen Variante "gespielt". Dies beweist: Levys 40 Jahre alten Grundmuster sind absolut up to date.

- 3 Editorial
- 4 Inhaltsverzeichnis

Märkte

- 6 Hoch, höher, Hongkong Börsenhausse im Zeichen des Drachen
- 10 Nuklei des Kapitalismus Börsenaktien im Konsolidierungsfieber
- **14** Eigenkapitalforum 2007: Frankfurter Melange



Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Vollblut-Börsianer und journalistische Ambitionen?

Dann sind Sie bei uns richtig. Wir suchen freie Redakteure mit Gespür für die Märkte.

> Kontakt: Ralf Flierl, flierl@smartinvestor.de, 08171 / 41 96-50



Hongkong-Aktien: Fünf interessante Blue-Chips, S. 6

Hongkong gilt als Einfallstor für Investoren und Spekulanten nach China. In diesem Kontext kannten die Börsen in der Ex-Kronkolonie zuletzt kaum ein Halten. Warum Smart Investor trotz zum Teil hoher Bewertungen einige Titel durchaus noch für aussichtsreich hält — die Analyse ab S. 6 gibt Aufschluss.



- 17 Auf der Suche nach der Outperformance – Value-Investing auf Aktien-, Länderund Branchenebene
- **24** Nachhaltiges Investieren I: Die bequeme Wahrheit
- **26** Nachhaltiges Investieren II: "Al Gore verdreht die Wahrheit", Interview mit Gerhard Wisnewski
- Prinzipien des Marktes / Titelstory:
 Relative Stärke: reloaded –
 Der Dauerbrenner der Marktanalyse erneut unter der Lupe
- **31** Prinzipien des Marktes / Titelstory: "Es ist sinnvoll, nicht auf jede Kleinigkeit zu reagieren", Interview mit Klaus Sers
- **34** Prinzipien des Marktes / Titelstory: Selektion und Timing

Instrumente

- 36 Derivate:
 Hongkong und drei
 Neuemissionen
- **38** Fonds: Inside
 Quant-Fonds Jenseits von
 Gier und Angst



Value-Investing: Richtiger Einsatz des KGV, S. 17

Anleger kaufen gerne wachstumsstarken Branchen. Studien zeigen aber, wie wenig diese Aktien für überproportionale Wertsteigerungen verantwortlich zeichnen. Welche Titel dagegen die Performance tatsächlich anschieben und wie sich diese Aktien finden lassen, ergründet der Beitrag ab S. 17.

- **40** Fonds: Inside
 - "Wir erkennen Trends und reizen sie aus", Interview mit Willi Brand
- 4 Fonds: Analyse
 - Lingohr Systematic LBB Invest, von Christian Michel, Feri Rating & Research GmbH
- 42 Fonds: Kolumne
 - China: Parteikongress liefert neue Impulse, von Christian Hofmann, FIVV AG
- **43** Fonds: News, Facts & Figures
 KAG wechsle dich Deutsche
 Anleger bleiben Pessimisten

Research – Märkte

- **44** Das große Bild:
 - Der Anfang vom Ende
- **46** "Vorsicht Rohstoffblase", Interview mit Alfons Cortés
- **48** Sentimenttechnik: Superspikes
- **Charttechnik:**Aktienkorrektur in den letzten Zügen
- **51** Commitment of Traders (CoT):
 US-Anleihen: "Faire" Bewertung erreicht
- **52** Börsensignale: Hausse-Signale überwiegen



Börsenaktien:





Nachhaltigkeit: Interview Gerhard Wisnewski, S. 26

Mit dem Klimawandel scheint die Politik ein Thema gefunden zu haben, mit dem sie die Menschen "mitnehmen" kann. wie es immer so schön heißt. Und Al Gore will die Bewegung mutmaßlich anführen. Im Interview ab S. 24 blickt Gerhard Wisnewski hinter die Öko-Kulissen – und redet Klartext.

Research - Aktien

und Druck von Seiten verschiedener

Hedgefonds ist in Gang gekommen und treibt die Kurse. Wohin? Lesen Sie ab

- **Buy or Good Bye: 53** Pfleiderer und Masterflex **54** Aktie im Blickpunkt:
- Graphit Kropfmühl

S. 10.

- 56 Gastanalyse: DF Deutsche Forfait AG
- MoneyTalk: **58** Interview mit Dr. Dirk Markus, Vorstandschef der Aurelius AG
- **Turnaround:** 60 Toll Brothers
- **Emerging Markets-Aktie:** 61 United Tractors (Indonesien)
- **62** Nachrichten aus den Unternehmen: Der Ausblick macht den Unterschied
- 64 Nachrichten aus den Beteiligungsgesellschaften: Von kleineren und größeren Pannen
- 65 Musterdepot: Nebenwerte-Ausverkauf schlägt auf Performance

Stellenmarkt

68 Stellenanzeigen In Kooperation mit



Potpourri

- **70** Interview mit einem Investor: Gespräch mit den Fondsmanagern Peter G. Klose und Veit M. Madaus
- **72** Leserbriefe:
- Immobilien, Öl und Birma
- Veranstaltungen: **76** Turbulenter Herbst
- 80 **Buchbesprechung:**
- "Der Weg zur Knechtschaft"
- Filmbesprechung: 80 "Michael Clayton"
- 82 Zu guter Letzt: Nett sein - dann klappt's auch mit der Gewerkschaft
- **Unternehmensindex/** 81 Impressum und Vorschau bis **Smart Investor 4/2008**





1020 - 800 West Pender Street Vancouver, BC Canada, V6C 2V6 Tel: +1-604-684-6365 Fax: +1-604-684-8092



Hoch, höher, Hongkong

Börsenhausse im Zeichen des Drachen

Hongkong heißt frei übersetzt "duftender Hafen". Angesichts der dortigen Börsenhausse scheinen Spekulanten – ganz gleich ob Chinesen oder ausländischer Herkunft – den Duft des Geldes in der Nase zu haben.

Blase oder nicht?

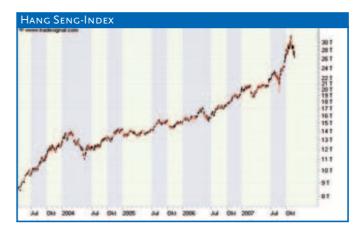
Auslöser für die jüngste Rally, die die Subprime-Krise im Nu vergessen und den Leitindex Hang Seng ab August zwischenzeitlich um satte 50% anspringen ließ, war ein Beschluss der Regierung in Peking, wonach Festlandchi-

nesen auch in Hongkong Aktien kaufen dürfen. Allerdings in Maßen. Chinesische Anleger müssen knapp 10.000 USD Kapital mitbringen, dürfen dies nur bei Konten der Bank of China hinterlegen und zudem keine Neuemissionen zeichnen oder Leerverkäufe tätigen. China probt den Ernstfall. Dieser könnte Bruchteile der auf zwei bis sechs Bio. USD taxierten Spareinlagen der Chinesen auf die Parkette der chinesischen Börsen spülen und damit den Börsenaufschwung in die Nähe einer Blase bringen. Ausländische Investoren dürften den Rest besorgen. In den Augen von Smart Investor ist dies jedoch Zukunftsmusik. Blasen platzen fast gesetzmäßig zum Ende des Jahrzehnts, und stets weist die favorisierte Anlageklasse KGVs jenseits von 100 aus. An den Festlandbörsen werden die Gewinne mit dem 40fachen bezahlt, in Hongkong, wo die Crème de la Crème der chinesischen Wirtschaft notiert ist, nicht mal mit der Hälfte davon. Damit dürften wir erst am Beginn einer Blasenbildung stehen und vermutlich nicht bereits an deren Ende.

Neues Profil

Freilich gibt es bereits erste Exzesse, wie die 257fache Überzeichnung der Aktienofferte des Internetunternehmens Alibaba vor Wochenfrist. Der Kursgewinn am ersten Handelstag in Hongkong lag bei satten 170%, da werden durchaus Erinnerungen an den Neuen Markt hierzulande wach. Nur gibt es in China auch tatsächlich Unternehmen, die solide Gewinne erzielen und inzwischen in die Oberliga der global agierenden Konzerne aufgestiegen sind. Petrochina löst ExxonMobil als nach dem Börsenwert teuerstes Unternehmen der Welt ab, China Mobile hat mit 330 Millionen viermal soviel Mobilfunkkunden wie Deutschland Einwohner und wächst trotzdem munter weiter. Ein Umdenken muss in den Köpfen der Investoren stattfinden, und offenbar hat dieser Prozess begonnen.

Hongkong dürfte in diesen Überlegungen eine entscheidende Rolle spielen. Die Stadt profiliert sich nach der Abwanderung des produzierenden Gewerbes immer stärker als Finanzdrehkreuz von und nach China. Darüber hinaus werden künftig größere Geldbeträge in den Aktienmarkt Hongkongs fließen, weil dort die transparentesten Gesellschaften Chinas notiert sind.



Aktienmarkt nicht zu teuer

Insofern könnte der 20. August der Startschuss für eine leicht beschleunigte Aufwärtsbewegung an der Börse in Hongkong gewesen sein. Angesichts des KGVs von etwa 19 für den gesamten Hongkonger Aktienmarkt fehlt manchen Anlegern unter Umständen die Phantasie für weitere Kursavancen. Anhand der Bewertung der Cashflows jedoch sehen Hang Seng und Co. im Vergleich preiswert aus. Die Cashflows werden in Hongkong mit dem Faktor fünf nur halb so hoch bewertet wie im Rest Asiens. Da zudem Wachstumsstorys, und auf Makroebene gehört Hongkong mit China im Rücken zweifelsfrei dazu, wieder verstärkt gesucht

sind, könnte die Rally durchaus noch eine Weile anhalten. Anleger sollten aber immer die bisweilen hohen Schwankungen auf Tages- und Wochenbasis berücksichtigen. Die auf den folgenden Seiten vorgestellten fünf Aktien sind interessante, aber vor allem auch große Titel, die bei weiterer Fortdauer der Hausse zumindest mit dem Index mitlaufen sollten. Der von Smart Investor gewählte Branchenmix ist breit, da nicht immer die zinssensitiven Immobilienwerte die Hausse anführen dürften. Auch in Hongkong kennen Anleger die Branchenrotation.



.

Ноискои	Hongkong-Aktien								
	Cheung Kong	SWIRE PACIFIC	Fosun	Lenovo	Shenhua Energy				
Kurs (EUR)	12,12	8,60	0,83	0,62	3,79				
WKN	862 398	860 990	A0M VLL	894 983	A0M 4XP				
KGV 2007	13,1	4,95	41	27,5	39				
MCAP*	30	12,9	5,54	5,8	120				
KUV 2007	N.E.	N.E.	N.E.	0,54	11				
DIV.RENDITE	1,70%	3,23%	N.E.	0,81%	0,80%				

*) in Mrd. EUR; Quelle: Bloomberg

Cheung Kong, die Nummer 1

Wie man aus 750 Dollar ein Vermögen von geschätzten 18+x Mrd. USD macht, zeigt uns Li Ka Shing, einer der Top-Ten-Welt-Geldelite. 1945 gründete Li seine erste Firma: Cheung Kong, was so viel bedeutet wie "langer Fluss", mit eben diesen 750 Dollar. Waren es vor 60 Jahren noch Plastikblumen, die Li in die USA verschiffen ließ, baute er im Laufe der Zeit ein Imperium auf, das es derzeit auf eine Marktkapitalisierung von über 32 Mrd. USD bringt (Cheung Kong Holding). Li hält noch heute, mittelbare Beteiligungen eingeschlossen, über 39% von Cheung Kong, die 1979 an der Börse notiert wurde und das exklusive Börsenkürzel "1.HK" besitzt. Die Cheung Kong Holding besteht aus zehn börsennotierten Einzelfirmen und ist in den Bereichen Immobilien, Telekommunikation, Hafenbetrieb, Energie, Investment und Medien in 55 Ländern tätig ist. Die strategisch wichtigste Beteiligung von Cheung Kong ist sicherlich Hutchinson Whampoa. Mit der Kontrolle an Hutchinson (49,97% Anteil) sicherte sich Cheung Kong bereits im Jahr 1979 strategisch wichtige Punkte auf der chinesischen Halbinsel. Hierbei ist neben dem Immobilienbesitz insbesondere an den Betrieb des Hafens sowie die Kommunikation über Festnetz, Handy und Glasfaser zu denken. Kein Wunder also, dass ein Sprichwort besagt, dass von jedem HK-Dollar, der in der "kapitalistischen Enklave" Chinas ausgegeben wird, 5 Cent in die Tasche von Li wandern. Mit anderen Worten: Ohne Cheung Kong geht es nicht in Hongkong. Wer also an den Aufschwung glaubt, hat mit "1.HK" einen Hongkong-Proxy par excellence im Depot.

Swire Pacific, gut und billig

Auch Swire Pacific ist ein Konglomerat mit sogar 130 Jahren Tradition. In der ersten von fünf Sparten, Immobilien, betreibt, entwickelt und verkauft Swire Immobilien, vorzugsweise in Hongkong. Die internationale Vermarktung der Produkte von Coca-Cola, Qoo-Säften und "Sensation Water" findet in der Getränkesparte statt. Mit einem Anteil von 40% ist Swire der größte An-

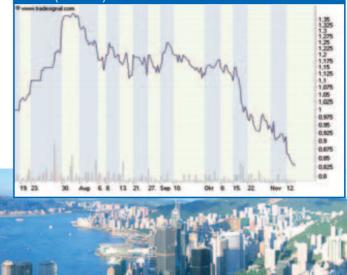
teilseigner der Luftlinie "Cathay Pacific", die zu den renommiertesten Fluglinien weltweit zählt und im letzten Jahr als "Airline of the Year" ausgezeichnet wurde. Cathay übernahm im letzten Jahr die chinesische Fluglinie Dragonair und ging mit Air China eine Überkreuzbeteiligung (jeweils 17,5%) ein. Damit ist Cathay auf dem boomenden, jedoch überregulierten chinesischen Flugmarkt bestens positioniert und profitiert vom steigenden Passagieraufkommen. In der Industriesparte vertreibt Swire bspw. Automobi-

le von Volvo, VW, Hyundai, Kia und Audi. Im Bereich der Offshore-Dienste unterhält Swire eine 60 Schiffe umfassende Flotte mit Container-, Schlepp- und Spezialschiffen für Explorationszwecke. Für Abwechslung ist bei Swire Pacific also gesorgt. Das KGV für das laufende Jahr liegt bei lediglich sieben, der Nettovermögenswert bei guten 130 HKD pro Aktie. Folglich bieten sich auch hier Chancen für Anleger.

Fosun, der China Play

Fosun (A0M VLL

Fosun wiederum ist der größte diversifizierte Konzern Chinas in Privatbesitz. Überall dort, wo die Musik spielt, hat Fosun seine Finger im Spiel. Im Stahlgeschäft produziert Fosun mit seinen Tochtergesellschaften Najing Steel (60%-Anteil), Ningbo Steel (12%) und Jianlong (26,7%) im Jahr 2008 voraussichtlich mehr als 22,5 Mio. Tonnen Stahl und profitiert damit als viertgrößter Produzent des Landes vom immer noch andauernden Stahlfrühling Chinas. Gut sind auch die Aussichten bei der Immobilientochter Shanghai Forte Land, die sich in der gleichnamigen Metropole vor allem bei Wohnimmobilien einen Namen gemacht hat. Der Aktienkurs von Shanghai Forte Land konnte im Zuge der China-Rally ebenfalls kräftig zulegen, so dass in der 47%igen Beteiligung von Fosun erhebliche stille Reserven schlummern. Nicht zu verges-







Vom Peak aus wirkt Hongkong fast schon idyllisch; Foto: pixelio.de

sen ist auch die auch rund 17%ige Beteiligung an der Goldmine Zhaojin, die sich seit dem IPO mehr als verdreifachen konnte. Auch der "Edelbroker" Tebon, an dem Fosun ein Viertel der Anteile hält, verdient prächtig am Börsenboom.

Dennoch kam der Fosun-Aktienkurs in den letzten Wochen deutlich unter die Räder. Hierfür gibt es zwei Erklärungen: Einerseits korrigierten ausgelöst durch Wachstumssorgen bei der chinesischen Volkswirtschaft die Stahlwerte und damit auch die hier von Fosun gehaltenen Beteiligungen, andererseits äußerte sich der Gründungsaktionär Guo Guangshang wenig verständlich. Demnach strebt Fosun Börsengänge der Tochtergesellschaften an, jedoch ist unklar, um welche Kandidaten es sich hierbei handelt. Beide Belastungsfaktoren sollten jedoch nun vom Markt ausreichend gewürdigt worden sein, der Nettovermögenswert von Fosun liegt jedenfalls sehr deutlich über dem aktuellen Unternehmenswert.

Lenovo (IK), selbstbewusst in die Zukunft

Lenovo ist (noch) der drittgrößte PC-Hersteller der Welt und die Nummer eins in China. In den Fokus der Anleger rückte Lenovo spätestens im Jahr 2004 mit der Übernahme der PC-Sparte von IBM zu 1,25 Mrd. USD – samt der Namensrechte an "IBM". "Big Blue" steht wie kaum eine andere Marke für Robustheit und Zuverlässigkeit im PC-Bereich. Umso bemerkenswerter ist in diesem Zu-

sammenhang die Entscheidung von Bill Amelio, ehemaliger "IBM'ler" und CEO von Lenovo, "IBM" künftig aus dem Namen zu streichen. Amelio sieht den Markennamen Lenovo nun als etabliert genug an, um auch ohne "Big Blue" die Konkurrenten Acer, Dell



und Hewlett-Packard zu jagen. Vor allem Acer! Die Taiwanesen werden Lenovo durch die Übernahmen von Gateway und (aller Voraussicht nach) auch Packard Bell vom dritten auf den vierten Platz der weltgrößten PC-Produzenten verweisen. Aber Amelio hat bereits eine weitere Intensivierung der Wachstumsstrategie angekündigt. Bisher läuft alles nach Plan. Im zweiten Quartal des laufenden Jahres versendete Lenovo mit 23% deutlich mehr PCs

als der Industriedurchschnitt mit 15,7%. Von den 4,4 Mrd. USD an Umsätzen (+42% ggü. dem Vorjahr) blieben 105,3 Mio. USD in den Kassen hängen. Eine Verdreifachung zum Vorjahresvergleich. Die Bruttomarge konnte von 13,2% auf 15% ansteigen. Die Marge könnte durch den stärkeren Wettbewerb mit Acer zwar nicht in Stein gemeißelt sein, doch Acer bedient primär Kunden in Europa aus kleinen und mittelständischen Betrieben. Lenovos Fokus liegt jedoch auf dem chinesischen Markt und bei Geschäftskunden in den USA. Mit einem KGV von 27 für das laufende Jahr und einem Kurs/Umsatz-Verhältnis von 0,5 ist die Aktie moderat bewertet und bietet Kurspotenzial.

Shenhua Energy, gut und teuer

Beim Kohlepreis dürfte es auch weiter aufwärts gehen, allein in diesem Jahr hat er bereits wieder 40% zugelegt. Hierfür gibt es drei Katalysatoren: Die Exportländer Australien und Indonesien haben angekündigt, die Ausfuhr von Kohle mit Restriktionen zu belegen bzw. zu kappen. Ferner wurden mehr als 8.900 Kohleminen in der Volksrepublik seit dem Jahr 2005 geschlossen und verknappen so

das Angebot um 15%. Hinzu kommt die überbordende Nachfrage Chinas - dem Land mit den wahrscheinlich größten Kohlereserven der Welt -, die bis 2010 jährlich um 6% anzieht. Immerhin kommen 70% von Chinas Energie aus dem fossilen Brennstoff. China Shenhua Energy versteht sich vor diesem Hintergrund als integrierter Kohle-Anbie-



Für Shenhua ist Kohle das "schwarze Gold"; Foto: bilderbox.de

ter. Shenhua Energy ist der größte Kohleproduzent des Landes und verfügt über marktfähige Reserven in Höhe von 5.983 Mio. Tonnen, die zweitgrößten weltweit. Hinzu kommen die Transportdienste des Erzes per Schiff und Bahn sowie der Betrieb von Kohlekraftwerken. Die Kasse stimmt ebenfalls. Die Eigenkapitalrendite liegt bei 27%, bei einer stattlichen Nettomarge von 30%. Der Gewinn pro Aktie wird nach Schätzungen von UOB Kay Hian, einem Asienbroker, in den nächsten beiden Jahren um 44% bzw. 21% wachsen. Das KGV, aktuell 35, ist in diesem Kontext ambitioniert, gleichzeitig aber noch ausbaufähig.

Fazit

Der Aktienmarkt der ehemaligen Kronkolonie scheint aus mehreren Faktoren heraus interessant zu sein. Je höher der Hang Seng und seine Index-Brüder steigen, desto mehr Investoren dürften hierauf aufmerksam werden. Die vorgestellten Titel stellen attraktive Alternativen dar, um eine Prise von Hongkongs "Rendite-Duft" abzubekommen.

Heiko Seibel, Tobias Karow

HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenskonflikt s. auch Impressum auf S. 81).











Fotos: bilderbox.de, Deutsche Börse AG (rechts)

Nuklei des Kapitalismus

Börsenaktien im Konsolidierungsfieber

In Zeiten rauer Aktienmärkte suchen Anleger ihr Heil in vermeintlich sicheren Häfen wie Gold und Staatsanleihen. Wie sturmfest auch einzelne Aktien sein können, zeigt die überdurchschnittliche Performance vieler Börsenbetreiber. Denn gerade wenn die Märkte von hoher Nervosität geprägt sind, machen Börsen ihre besten Geschäfte.

Früher...

Hervorgegangen sind die meisten Börsenaktien aus öffentlichrechtlichen Trägerschaften (Deutsche Börse AG) und mitgliedergeführten Organisationen (NYSE, CBOT). Diese Gesellschaften wurden in den letzten Jahren in AGs umgewandelt und selbst an die Börse gebracht, um den veränderten Rahmenbedingungen Rechnung zu tragen. Der Druck zur Veränderung kommt dabei vor allem von Seiten der Informationstechnologie. Während in den 80er und 90er Jahren die Börsenpräsenz vor Ort ein entscheidender Wettbewerbsvorteil für alle Börsenteilnehmer war, ist mit der globalen Vernetzung die physische Präsenz in den Hintergrund gerückt. Heute zählen für die Attraktivität eines Handelsplatzes vor allem die Geschwindigkeit der Abwicklung sowie die Liquidität der gehandelten Produkte. Die Börsenteilnehmer sind heute von überall auf der Welt an den Märkten angeschlossen und sind dadurch bei der Auswahl der Handelsplätze frei. Weiterer Druck kommt von neuen Börsenplattformen (z. B. Turquoise, eine Kooperation von neun amerikanischen Investmentbanken), die "virtuell" Anbieter und Nachfrager zusammenbringen. Für die gerne anonym agierenden Hedgefonds kann das interessant sein, da dort die Regulierung teilweise weniger streng ist.

...und heute

Die Börsenplätze haben darauf mit einer beispiellosen Konsolidierungswelle reagiert und erste interkontinentale Transaktionen (NYSE/Euronext) vollzogen. Entsprechend prognostiziert das Researchhaus Tabb Groupe in einer aktuellen Studie das Verschwinden eines weiteren Fünftels der Börsengesellschaften durch Übernahmen und Fusionen in den kommenden zwei Jahren. Die Börsengesellschaften durch Übernahmen und Fusionen in den kommenden zwei Jahren.

senbetreiber rüsten sich dabei recht unterschiedlich für die Zukunft. Während manche noch größere Transaktionen wie eine Fusion zwischen amerikanischen und japanischen Börsen nicht mehr ausschließen wollen, versuchen sich andere durch kleinere Transaktionen zu stärken. Nachdem die Übernahme der Londoner Börse durch die Nasdaq gescheitert war, wird aktuell der Kauf der Philadelphia Stock Exchange durch die Amerikaner vorbereitet, um im schnell wachsenden Markt für Derivate mitzuhalten. Auch die Deutsche Börse AG backt nach mehreren gescheiterten Expansionsplänen aktuell kleinere Brötchen und profitiert bei Joint Ventures mit ihrem preisgekrönten Handelssystem Xetra, das immer mehr kleinere Börsen, etwa in Osteuropa, einsetzen. Die australische Börse geht sogar eine Schritt weiter: Sie tritt mit der Einführung von börsengehandelten CFDs (Contracts for Difference) in direkte Konkurrenz zu Brokern, die diese bisher außerbörslich angeboten haben.

Masse macht Geschäft

Durch die Ausweitung der Produktpalette und die Verschmelzung mit anderen Börsenbetreibern tragen die Unternehmen den Besonderheiten ihres Geschäfts Rechnung. Das Betreiben von Marktplätzen ist überaus fixkostenintensiv. Durch die volle Ausnutzung der Kapazitäten (möglichst viele Börsentransaktionen) lassen sich aber Skaleneffekte erzeugen, die den Unternehmen zu Traummargen beim EBITDA von weit über 50% verhelfen. Einsparungen sind dabei sowohl bei den Transaktionen (gemeinsame Nutzung des Handelssystems) als auch bei der Abwicklung der Börsengeschäfte möglich. Diese Einsparungen werden von den Betreibern oft an die Börsenteilnehmer weitergereicht, was die Handelsplätze noch attraktiver macht. Nähere Einblicke verschafft der Blick in die Geschäftsberichte. Dort dominieren zwei Kennzahlen: Gehandelte Kontrakte (Handelsvolumen) und (Börsen)Gebühren pro Transaktion. Die Deutsche Börse AG wickelte zum Beispiel im dritten Quartal 2007 über Xetra 48,7 Mio. Transaktionen mit einem Volumen von 657,8 Mrd. EUR. ab. Daraus resultierte ein Umsatzerlös von 113,4 Mio. EUR sowie ein EBITDA von 77,8 Mio. EUR. Ein Jahr



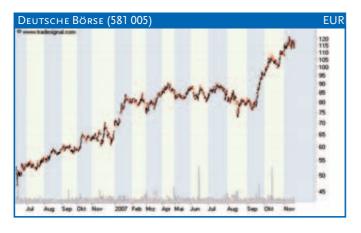
Bewertungskennziffern ausgesu	chter Börse	ENAKTIEN			
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	KGV 08	Marge**
Bolsas Y Mercados Espanoles [ESP]	A0H 1NA	45,73	3,8	19,2	67
CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE [USA]	645 121	418,63	22,9	30,7	64
DEUTSCHE BÖRSE [D]	581 005	117,36	23,5	25,2	63
Hong Kong Exchange & Clearing [HK]	A0J 3E8	19,64	21,0	48,7	73
Intercontinental Exchange [USA]	A0H HD5	121,37	8,4	32,6	69
LONDON STOCK EXCHANGE [GB]	A0J EJF	25,34	5,1	22,9	43
NASDAQ [USA]	813 516	28,27	3,2	22,6	18
NYSE EURONEXT [USA]	A0M LCE	54,51	14,4	22,6	18
OMX [SWE]	889 656	28,72	3,5	31,4	42
SINGAPORE STOCK EXCHANGE [SGP]	590 379	6,13	6,5	31,4	61
TSX [CAN]	801 494	32,76	2,2	18,1	62

^{*)} in Mrd., alle Angaben in EUR; **) auf EBITDA-Basis in %

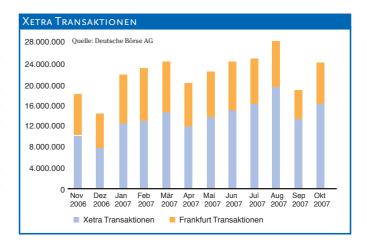
zuvor wurde bei einem Handelsvolumen von 350 Mrd. EUR ein Umsatz von 68,4 Mio. EUR und ein EBITDA von 35,8 Mio. EUR generiert. Bei den Börsenbetreibern lässt sich somit zusammenfassen: Doppeltes Handelsvolumen bedeutet doppelter Umsatz, der Gewinn steigt hierzu überproportional. Jeder weitere Euro Handelsumsatz auf ihrer Plattform bringt den Betreibern zusätzliche Erträge, ohne dass dafür zusätzliche (variable) Kosten anfallen. Die Börsenbetreiber sind deshalb – anders als Banken, die mehr von positiven Märkten profitieren – im entscheidenden Maße von Ereignissen abhängig, die das Handelsvolumen an der Börse antreiben. Neben einer positiven Aktienhausse (seit 2003) kann dies ebenso ein von Unsicherheit geprägter Markt wie aktuell sein, der den Bedarf nach Absicherung steigen lässt.

Auswahl bei Aktien hat zugenommen

Bei Börsenaktien haben Anleger eine weltweit große Auswahl. Neben den etablierten Unternehmen wie der New Yorker Wertpapierbörse und der Deutsche Börse AG sind seit einigen Jahren auch "exotische" Börsen auf den Kurszetteln zu finden, darunter die neuseeländische Börse oder die Börse Malaysia. Insgesamt sind über 20 Handelsplätze börsennotiert. In den letzten Jahren haben Anleger bei den meisten Börsenaktien wahre Kursfeuerwerke gesehen. Allen voran die Aktie der Deutsche Börse AG. Seit ihrem Börsendebüt im Jahr 2001 hat sich der Aktienkurs von Deutschlands größter Wertpapierbörse beinahe versechsfacht. Zuletzt hat sich die Hausse sogar nochmals beschleunigt, wie übrigens bei allen Börsenbetreibern. Fundamental scheint dies gerechtfertigt, steht die Deutsche Börse abermals vor Rekordge-



winnen. Die letzten Quartalszahlen jedenfalls geben hier mehr als nur Anlass zum Optimismus. So hat das Unternehmen die Niederlagen, bei den großen Börsenübernahmen nicht zum Zuge gekommen zu sein, bestens weggesteckt. Stattdessen stärkte der Konzern den eigenen Terminmarkt Eurex durch die eher kleinere Übernahme der International Securities Exchange (ISE), der führenden Börse für amerikanische Aktienoptionen. Damit wurde der Vorsprung als weltgrößte Terminbörse weiter ausgebaut.



Trotz Würgegriff äußerst fidel

Die Deutsche Börse AG profitiert dabei wie kaum ein anderer Marktplatz von den weltweit stark steigenden Handelsvolumen, die nicht zuletzt durch das aktuell schwierige Marktumfeld angetrieben werden. So sind seit 2002 die Handelsumsätze etwa an der Eurex von 801 Mio. gehandelter Kontrakte auf heute fast 2 Mrd. angestiegen. Renditehungrige Fonds (allen voran der Hedgefonds TCI um Christopher Hohn) treiben derweil das Management zu weiteren Höchstleistungen an. Börsenchef Francioni reagiert darauf mit einem neuen Effizienzprogramm, dem mehrere hundert Mitarbeiter zum Opfer fallen dürften, und einem milliardenschweren Aktienrückkaufprogramm, was der Aktie weiter Auftrieb verleihen dürfte. Kritisch wird hingegen von vielen Marktteilnehmern die bisweilen hohe Börsenbewertung gesehen, mit einem KGV von aktuell 27 auf Basis des 2007er Gewinns. Dieser Aufschlag kann dabei aber als fair bewertet angesehen werden, da das Geschäftsmodell (siehe oben) wenig Platz für negative Überraschungen lässt. Mit dem Tochterunternehmen Clearstream und dem Xetra Handelssystem verfügen die Frankfurter zudem über wahre Perlen im Depot, die eine Börsenbewertung von aktuell 23 Mrd. EUR mehr als rechtfertigen.

Viele aussichtsreiche Kandidaten

Auch viele kleinere Börsen erscheinen ebenso weiter attraktiv. Erst kürzlich hat die Bovespa Holding SA, die Betreiberin der einzigen Wertpapierbörse in Brasilien, einen fulminanten Börsenstart hingelegt. Die größte Börse Lateinamerikas profitiert aktuell von dem starken Wirtschaftswachstum und den stabilen politischen

ĺ

Verhältnissen im Land. Zudem hat sich die New Yorker Börse rechtzeitig zum IPO mit einem kleinen Anteil an der Bovespa beteiligt, was eine spätere Übernahme durch die Amerikaner nicht unplausibel erscheinen lässt. Die Aktie wird im Moment noch nicht in Deutschland gehandelt. Sobald dies der Fall ist, können Anleger auch hierzulande von den positiven Aussichten an der Copacabana profitieren. Ferner hat sich die Londoner Börse vor kurzem die Mailänder Börse einverleibt. Die Börse Dubai wiederum kaufte zusammen mit der Nasdaq die nordeuropäische OMX. Für die Nasdaq glich dies einem Befreiungsschlag, für die mit reichlich Kapital ausgestatteten Araber bedeutete dies den Einsteig in die Börsenkonsolidierung.



Ebenfalls Übernahmespekulationen könnten in den nächsten Monaten die Kurse der asiatischen Börsenbetreiber weiter anheizen. Bislang waren diese Börsenplätze bei der Konsolidierungswelle außen vor, größere Bündnisse mit europäischen oder amerikanischen Partnern machen aber durchaus Sinn. Immerhin wachsen die Börsen in Asien noch stärker als ihre Konkurrenten - und je mehr spekulatives Kapital Asien anzieht, desto stärker dürften die Transaktionsvolumina zulegen. Die Börse in Hongkong zum Beispiel konnte ihre Handelsumsätze im Vergleich zum Vorjahr nahezu verdoppeln, was die hohe Bewertung allerdings auch schon widerspiegelt. In einer Fusionswelle dürfte die Hongkonger Börse aufgrund der hohen Börsenbewertung eher zu den Aufkäufern gehören, während die Börsen des Stadtstaates Singapur und die japanische Börse in Osaka heiße Kandidaten für eine Übernahme sein könnten. Bei diesen Aktien muss sich der Anleger jedoch der signifikant höheren Volatilität der "Exoten" bewusst sein. Die Aktie der Singapore Exchange hat in den vergangenen sechs Wochen nach einer Kursverdoppelung seit August um ein Viertel reagiert. Untereinander kooperieren in Asien bereits die Börsen in Seoul und Tokio und haben damit womöglich einen "triadischen" Börsenblock mit Partnern in Europa und Amerika im Sinn.

Fazit

Gerade in Zeiten unsicherer Märkte haben sich die Börsenaktien besser als der Markt entwickelt. Auch langfristig werden die Handelsvolumina, die als entscheidende Größe das Wohl und Weh der Betreiber bestimmen, weiter anziehen. Neben dem Platzhirsch aus Deutschland sind auch die kleineren Börsenplätze weltweit attraktiv für Anleger, weil neben den guten Rahmenbedingungen die Konsolidierungswelle weiterrollt.

Oliver Brockmann



Wirkt gegen Schlaflosigkeit bei Investoren: BB BIOTECH, der Leader im Biotech-Sektor.

Quartalsbericht September 2007

Seit Gründung der Gesellschaft stieg der Aktienkurs von BB BIOTECH in Schweizer Franken durchschnittlich um 12% pro Jahr*.



Aktienperformance 01.0130.09.2007		+10%
Aktienperformance seit Gründung (Nov. 1993, in CHF)		+387%
Börsenkapitalisierung per 30.09.2007	EUR	1 398 Mio
Wertschriften per 30.09.2007	EUR	1 628 Mio
Innerer Wert pro Aktie per 30.09.2007	EUR	68.20
Innerer Wert pro Aktie per 30.09.2007 (verwässert)	EUR	67.33
Dividende	CHF	2.00

^{*}dividendenadjustiert

Die wichtigsten Entwicklungen in Kürze

Der Aktienkurs von BB BIOTECH schloss bei EUR 62.15. Dies entspricht einem Anstieg von 5.7% im 3. Quartal und von 10% (inkl. Dividende) seit Jahresbeginn Die Kurssteigerung liegt deutlich über dem Anstieg vergleichbarer Indizes. Die Wertentwicklung der BB BIOTECH-Aktie übertraf damit erneut und zum wiederholten Mal die Entwicklung des gesamten Biotechsektors.

Der Biotechsektor zeigte im dritten Quartal 2007 eine erfreuliche Entwicklung Unsere Kernbeteiligungen konnten hervorragende Resultate präsentieren. Gleichzeitig wurde der klinische Nutzen wichtiger Medikamente, wie etwa Tysabri vor Biogen Idec, klarer sichtbar, was einen deutlichen Anstieg der entsprechender Aktien zur Folge hatte.

Am 12. Oktober 2007 gab unsere Beteiligung Biogen Idec bekannt, dass ein möglicher Verkauf des Unternehmens derzeit geprüft wird.

Im 3. Quartal wurden die Beteiligungen an NicOx und The Medicines Company ausgebaut. Reduziert wurden unsere Positionen in Amgen und Genzyme.

Den ausführlichen Quartalsbericht finden Sie unter www.bbbiotech.com.

Wertschriftenportfolio per 30. September 2007

Actelion (25%), Celgene (20%), Ĝilead (11%), Ĝenentech (10%), Biogen Ideo (8%), Vertex Pharmaceuticals (8%), kleinere Beteiligungen (18%).

Bedeutende Veränderungen im 3. Quartal: Aufgebaut: Elan, The Medicines Company. Reduziert: Genzyme, Gilead, Amgen, Actelion, Roche GS, Biogen Idec Epigenomics.

Informieren Sie sich regelmässig!

BB BIOTECH publiziert täglich den Inneren Wert auf der Website www.bbbiotech.com und informiert monatlich über die wichtigsten Ereignisse bei ihren Beteiligungen – per Post oder E-Mail. Setzen auch Sie sich auf die Mailingliste!

Bellevue Asset Management AG

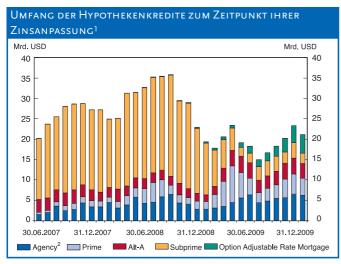
Seestrasse 16/Postfach CH-8700 Küsnacht Tel ±41 44 267 67 00



Mitte November traf sich wie in jedem Jahr die deutsche Finanzelite in Frankfurt. Die Räumlichkeiten des dortigen Congress-Zentrums wurden diesmal stärker in Beschlag genommen, der wachsenden Nachfrage nach Standfläche sei dank. Allerdings ging damit auch das bisher eher "gemütlich-geschäftige" Ambiente ein wenig verloren.

Eine Krise wirft Schatten

Insgesamt war die Grundstimmung verhalten, was vor allem auf die schwelende US-Hypotheken-Krise und die sich immer deutlicher abzeichnenden realwirtschaftlichen Konsequenzen zurückzuführen war. Innerhalb der Branche scheint es ein offenes Geheimnis zu sein, dass die größten Auswirkungen erst noch folgen sollten. Dieser Tenor lag vielleicht auch deshalb über der Veranstaltung, weil praktisch der erste namhafte Redner – Bert Rürup – auf die erst 2008 vollends absehbaren Folgen aus der Kreditklemme hinwies. Der versierte und allseits bekannte Ökonom und Vorsitzende des Sachverständigenrates zur Begutachtung der wirtschaftlichen Lage in Deutschland führte aus, wie die Bonität der Kredite über die schlechtere Liquidität der ABS-Strukturen verwässert wurde. Gleichzeitig wies Rürup auf die Ohnmacht nationaler Politiken im Hinblick auf Interventionen in diesem Kredit-



1) Betrag der Hypothekenkredite, deren Zinsen im betreffenden Monat angepasst werden; 2) Staatlich abgesicherte Hypothekenkredite Quelle: Credit Suisse

Wirrwarr hin. Dieses leicht pessimistische Sentiment gab an den drei Tagen die Richtung vor. Nicht wenige Teilnehmer sehen in den jetzt abermals fallenden Kursen keine Kaufgelegenheiten, sondern nehmen stattdessen eine abwartende Haltung ein. Eine Minderheit sieht die jetzt vor allem bei den Nebenwerten bisweilen starken Verwerfungen als Chance, und greift gezielt zu. Dessen ungeachtet dürften es Geschäftsmodelle, die mit einer relativ hohen Unsicherheit behaftet sind, in den kommenden Monaten relativ schwer haben – die Resonanz der Präsentationen dieser Unternehmen war folglich recht mau. Insgesamt präsentierten sich 150 Unternehmen, von denen wir im Folgenden einige Schlaglichter herausgreifen wollen.

Arques on top

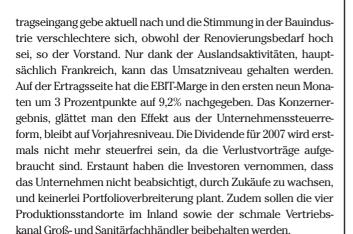
Brechend voll war der Konferenzraum bei unserem "alten" Musterdepotwert Arques Industries, als Vorstand Dr. Vorderwülbecke in schnörkellosen Ausführungen auf den Punkt kam. Sowohl bei Ergebnis und Exits beziehungsweise Umsatz, letzteres teilweise geschuldet durch die Übernahme der ehemaligen Otto-IT-Großhandelstochter Actebis, wachsen die Starnberger überproportional. Es stehen gegenwärtig mindestens sechs Unternehmen vor dem Exit und die Pipeline an viel versprechenden Unternehmen mit Sanierungsbedarf scheint unerschöpflich. Die unterschiedlichen Case Studies zeigten eindrucksvoll, in welch kurzer Zeit der Sanierer die Unternehmen "umdreht" und welcher finanzielle Hebel hinter einer erfolgreichen Restrukturierung steckt. Vor diesem Hintergrund ist die aktuelle Kurschwäche schwer erklärbar. Leider hatte der Vorstand keine Q3-Zahlen im Gepäck. Diese werden am 22. November veröffentlicht. Unkommentiert möchten wir ein Zitat des Vorstands lassen, mit dem er sich vom Auditorium (in Englisch) verabschiedet hat: "Wir sind nicht sicher, ob wir Sie hier auf dem Forum im kommenden Jahr wiedersehen, da wir aus dieser Veranstaltung irgendwie herausgewachsen sind."

Solide, mehr nicht

Ferner zeigte der Premiumanbieter von Badezimmerausstattungen, die Bad Fredeburger Burgbad, ihre sprichwörtliche Solidität. Die Neunmonatszahlen haben sich auf dem Niveau des Vorjahres behauptet, was bemerkenswert ist, da dies durch Sondereffekte positiv beeinflusst war. Vorstand Karl-Heinz Wennrich erklärt den 2006er Umsatz mit den Nachwirkungen der Eigenheimzulage und den Vorzieheffekten aus der Mehrwertsteuererhöhung, die in diesem Jahr entfallen werden. Der Q3-Umsatz ist mit 56,2 Mio. EUR (Vorjahr 55,8 Mio. EUR) leicht gesteigert worden. Soweit die guten Nachrichten. Am Horizont zeigen sich aber auch erste dunkle Wolken. Der Auf-



ı





Das Eigenkapitalforum als Stimmungsbarometer

Veranstaltungen wie das Eigenkapitalforum bringen aber nicht nur Unternehmen mit Investoren, Journalisten und Analysten zusammen, um gemeinsam über die Zahlenwerke von Unternehmen zu fachsimpeln, sondern sie geben dabei auch immer ein relativ verlässliches Stimmungsbild ab. Wie gut ein Vortrag besucht ist, sagt tatsächlich viel über das Interesse der Financial Community aus. Aktien, deren Wertentwicklung in den letzten Monaten weit überdurchschnittlich verlief, stehen naturgemäß besonders im Fokus der Teilnehmer. Bestes Beispiel: ElringKlinger. Das Papier des Automobilzulieferers notiert seit dem letztjährigen Eigenkapitalforum fast 70% höher. Entsprechend viele Zuhörer – darunter auffallend viele ausländische Besucher - fanden sich in diesem Jahr zur Unternehmenspräsentation ein. Kaum ein Platz blieb unbesetzt, als Investor Relations-Manager Stephan Haas den schwäbischen Musterschüler im Detail vorstellte. Ungewöhnlich für die Branche, erwirtschaftet ElringKlinger operative Margen von annähernd 20%. Der anhaltende Trend zu Diesel-Fahrzeugen lässt die Nachfrage nach den von Elring entwickelten Zylinderkopf-und Spezialdichtungen kontinuierlich ansteigen. Auf absehbare Zeit sollte es dem Unternehmen möglich sein, prozentual zweistellig bei Umsatz und Ertrag zu wachsen. Nun kommt – man ahnt es – das große Aber. Denn nach allen gängigen Bewertungskennziffern erscheint die Aktie auf dem aktuellen Niveau mehr als ordentlich bezahlt. Vielleicht sollten smarte Anleger daher das hohe Interesse zum Anlass nehmen, auch einmal über Gewinnmitnahmen nachzudenken.

Ein echter Geheimtipp

Einem weitaus kleineren Kreis präsentierte dagegen Softing (IK)-Vorstandschef Dr. Wolfgang Trier sein Unternehmen. Sof-





Schont die Nerven der Anleger BB MEDTECH, der Leader im Medtech-Sektor.

Quartalsbericht September 2007

Seit Januar 2000 stieg der Aktienkurs von BB MEDTECH um durchschnittlich 18% in Schweizer Franken pro Jahr*.



	+2%
	+254%
EUR	642 Mio
EUR	673 Mio
EUR	47.24
EUR	46.89
CHF	1.60
	EUR EUR

^{*}dividendenadjustiert

Die wichtigsten Entwicklungen in Kürze

Der Aktienkurs von BB MEDTECH lag per 30. September 2007 bei EUR 44.26. Dies entspricht einem Anstieg von 1.7% seit Jahresbeginn (inkl. Dividende).

Neu ist eine Beteiligung an Masimo. Das US-Unternehmen wurde im August erfolgreich an der Nasdaq gelistet und ist im Markt für Pulsoximetrie tätig. Pulsoximetrie ist eine Methode zur nichtinvasiven Messung der Sauerstoffsättigung im Blut mittels eines Fingerclips und wird zur permanenten Patientenüberwachung verwendet Das globale Marktvolumen liegt bei USD 1 Mrd., das jährliche Wachstum beträg 6-8%. Dank seiner überlegenen Technologie wächst Masimo deutlich schneller als der Markt. 2007 sollte ein Umsatz von rund USD 245 Mio. erwirtschaftet werden Mittelfristig wird eine EBIT-Marge von 25-30% erwartet.

Am 1. September wurde Domenico Scala neuer CEO von Nobel Biocare. Mit eine Steigerung des Umsatzes von +20% im ersten Halbjahr wuchs das Unternehmer erneut schneller als der Gesamtmarkt. Ein abgeschwächtes Marktwachstum in Nordamerika führte allerdings zu einer leichten Anpassung der Ziele für das Gesamtjahr

Die Beteiligungen an Qiagen und Sonova wurden ausgebaut. Zusammen macher sie nun rund ein Drittel unseres Portfolios aus. Reduziert wurde unsere Position ir

Den ausführlichen Quartalsbericht finden Sie unter www.bbmedtech.com.

Wertschriftenportfolio per 30. September 2007

Nobel Biocare (36%), Qiagen (16%), Sonova (14%), Tecan (10%), Fresenius (8%) Millipore (6%), Galenica (5%), Synthes (4%), Masimo (2%), Vascular Innovation (<1%), SWAP Agreement (<1%).

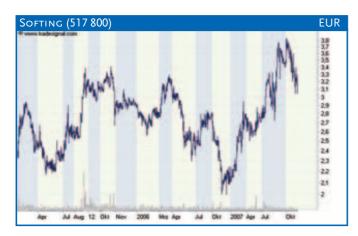
Bedeutende Veränderungen im 3. Quartal: Neu: Masimo. Aufgebaut: Qiagen, Millipore, Sonova, Nobel Biocare. Reduziert: Synthes, Galenica.

Informieren Sie sich regelmässig!

BB MEDTECH publiziert täglich den Inneren Wert auf der Website www.bbmedtech.com und informiert monatlich über die wichtigsten Ereignisse bei den Beteiligungen - per Post oder E-Mail. Setzen auch Sie sich auf die Mailingliste!

Bellevue Asset Management AG

Spectracce 16/Poetfach CH-8700 Küsnacht Tel ±41 44 267 67 00



ting entwickelt hochkomplexe Automatisierungslösungen und Steuerungen, die in einer Vielzahl von industriellen Anwendungen zum Einsatz kommen. Nachdem die Sparte "Automotive Electronics" 2006 noch eine Restrukturierung durchlief und Verluste produzierte, die sämtliche Gewinne des Bereichs "Industrial Automation" auffraßen, steht das laufende Jahr ganz im Zeichen eines erfolgreichen Turnarounds. Unterstützt von der guten Konjunktur und weiter steigenden Auftragseingängen (+17%) weist Softing für die ersten neun Monate ein solides Umsatzplus von 21% auf 20,8 Mio. EUR aus. Das EBIT verbesserte sich gleichzeitig von -0,4 auf +1,8 Mio. EUR. In Anbetracht eines traditionell starken vierten Quartals erscheinen die ausgegebenen Ziele für das Gesamtjahr, Umsatz > 26 Mio. EUR, EBIT > 2 Mio. EUR, sehr konservativ formuliert, wie Trier auf Nachfrage auch selbst zugibt. Der Vorstandschef hat im Übrigen noch viel vor. In den nächsten Jahren, d. h. bis zum Jahr 2010/11, will er die Margen auf einem Niveau zwischen 10 und 15% etablieren. Dabei soll der Umsatz aus

einer Kombination von organischem und externem Wachstum die Barriere von 100 Mio. EUR überspringen. Gut möglich, dass bereits auf dem nächsten Eigenkapitalforum ein größeres Publikum von Softing Notiz nehmen wird.

Veranstaltung liefert neue Anlageideen

Die Chance, sich gerade als ein kleineres Unternehmen zu präsentieren, nutzten auch in diesem Jahr wieder zahlreiche Gesellschaften. Unter den Software-Anbietern wusste der Vortrag der im schwäbischen Möglingen ansässigen USU AG zu überzeu-

gen. Während viele Investoren mit Themen wie ERP oder CRM vertraut sind, bedarf der von USU adressierte Markt für Business Service Management-Software (kurz: BSM) noch einer näheren Erläuterung. Vorstandschef Andreas Oberschmidt kam diesem Wunsch gerne nach. Mit Hilfe der von USU programmierten Valuemation-Software sind Unternehmen in der Lage, ihre IT-Infrastruktur effizienter zu managen, bspw. Über- und Unterlizenzierungen zu erkennen und die Servicequalität durch einen störungsfreien Betrieb der IT-Systeme zu erhöhen. Wie uns Oberschmidt erklärt, lassen sich oftmals 2-3% des IT-Budgets durch den Einsatz von Valuemation einsparen. Nachdem das Unternehmen im deutschsprachigen Raum bereits gut im Markt positioniert ist, will der Firmenchef in einem nächsten Schritt das Auslandsgeschäft u. a. in den USA und UK vorantreiben. Dazu werde man jedoch keine riskanten Investitionen

tätigen, sondern die eigenen Produkte ausschließlich über Partner in den neuen Märkten vertreiben. Diese Strategie verhalf USU schon in Italien zum Erfolg. Da zudem die Zahlen stimmen – der Umsatz wuchs in den ersten drei Quartalen um rund ein Drittel auf 23,5 Mio. EUR, das EBITDA kam sogar um über 150% auf 2,8 Mio. EUR voran –, sollten technologieaffine Anleger die Aktie von USU durchaus einmal näher unter die Lupe nehmen.

Emerging Markets im Fokus

Ebenfalls ins Blickfeld rücken die aufstrebenden Märkte. Zu nennen sind hier China, Russland und nicht zuletzt Kasachstan, dessen wirtschaftliche Erfolge in einer eigenen Veranstaltungsreihe gewürdigt wurden. Die Chancen des rohstoffreichen Landes erkennen immer mehr Investoren, einzig die starke mediale Präsenz einer kleinen Randbörse wie der kasachischen sollte Antizykliker zur Vorsicht mahnen. Womöglich wird Astana zum kasachischen Dubai umgebaut und aufpoliert, aber dies wird nicht von heute auf morgen passieren. Gleiches gilt für China, das an zwei Tagen mit Fachvorträgen ausgiebig gewürdigt wurde. Aus dem Reich der Mitte reisten zahlreiche Unternehmen für eine Präsentation an, ob jedes der Geschäftsmodelle für Anleger eine Goldgrube wird, bleibt abzuwarten. Allein die Fülle an Chinesen - am Mittagsbuffet war dies am augenscheinlichsten - machte deutlich, wie sehr das Reich der Mitte gewillt ist, um westliche bzw. deutsche Investoren zu werben. Insofern machte das diesjährige Eigenkapitalforum einen entscheidenden Schritt im Sinne der Internationalisierung, die räumliche Ausdehnung soll dies offenbar auch dokumentieren. Und dies wohlgemerkt nahezu unbehelligt von den Unwägbarkeiten aus der Kreditkrise im Bankensektor. Gleichfalls stellten sich auch zahlreiche Immobilienunternehmen vor, deren Präsentationen trotz der zuletzt arg gebeutelten Börsenkurse nicht schlecht besucht waren. Anleger und Investoren

scheinen in diesem Sektor nach wie vor Chancen zu wittern. Vielleicht strahlt ja im kommenden Jahr wieder die Sonne über dem Sektor, sobald sich die Subprime-Wolken verzogen haben.



Fazit

Insgesamt drängt sich der Eindruck auf, die jetzige Verunsicherung an den Märkten beschleu-

nigt den Favoritenwechsel und lässt einige Investoren darüber sinnieren, ob sich das Wachstum der vergangenen drei, vier Jahre so ohne Weiteres fortsetzen lässt. Zusammen mit der Subprime-Krise könnte dies die Märkte kurzfristig auf jeden Fall belasten. Die gestiegene Volatilität an den Aktienbörsen jedenfalls, und hier herrscht Einigkeit unter den Profis, ist ein für Jeden erkennbares Zeichen der Unruhe und Wankelmütigkeit an den Märkten.

Tobias Karow, Axel Schuster, Marcus Wessel

Hinweis auf Interessenskonflikt (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenskonflikt s. auch Impressum auf S. 81).



Auf der Suche nach Outperformance

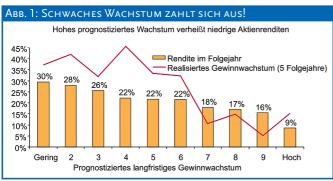
Value-Investing auf Aktien-, Länder- und Branchenebene

Gastbeitrag von Norbert Keimling, StarCapital AG

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich maßgeblich anhand seiner zukünftigen Gewinnentwicklung. Die Mehrzahl institutioneller wie auch privater Investoren bevorzugt deshalb Aktien mit hohen prognostizierten Umsatz- oder Gewinnwachstumsraten. Verständlicherweise wissen Investoren ihr Vermögen lieber in Unternehmen mit glänzenden Zukunftsperspektiven als in potenziallosen Aktien. So haben Solarwerte und andere Zukunftstrends einfach viel mehr Charme als langweilige Versorger. Doch wie so oft an den Finanzmärkten, irrt sich auch hier die Masse. Zahlreiche Studien belegen das Gegenteil: Die für wachstumsstark gehaltenen Unternehmen steigern nicht das Wachstum ihres Depots – sie bringen es zum Erliegen!

Schwaches Wachstum bringt Outperformance

Bereits 1996 wurde dieses Phänomen von dem amerikanischen Wissenschaftler Rafael La Porta dokumentiert: Hätte ein Investor jeweils jährlich in die US-Unternehmen investiert, denen Analysten kein

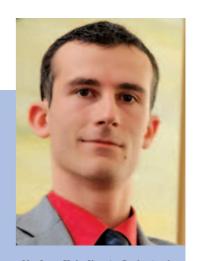


Jährliche Renditen von Portfolios mit Aktien, welche ein geringes bzw. hohes prognostiziertes Gewinnwachstum im US-Markt von 1982 bis 1991 aufwiesen. Dargestellt ist zusätzlich das tatsächlich erzielte Gewinnwachstum der folgenden fünf Jahre. Quelle: La Porta 1996

oder nur geringes zukünftiges Wachstum vorhersagten, hätte er beeindruckende Renditen von jährlich 30% erzielt. Eine Investition in die beliebtesten Unternehmen mit den höchsten prognostizierten Gewinnwachstumsraten kam gerade einmal auf 9%.

Rückwirkend betrachtet lagen Analysten mit ihren Einschätzungen über die zukünftige Gewinnentwicklung völlig daneben: Während die Schlusslichter der Wachstumsprognosen tatsächlich ihre Gewinne in den folgenden fünf Jahren um 37% steigern konnten, wuchsen die für wachstumsstark gehaltenen Unternehmen nicht einmal halb so schnell.

Der Grund für dieses Phänomen ist, dass Analysten und Investoren vergangene Trends



Norbert Keimling ist Prokurist der StarCapital AG. Er koordiniert die Kapitalmarktforschung des Unternehmens und betreut den mehrfach mit Höchstnoten ausgezeichneten internationalen Aktienfonds Star-Cap Priamos (WKN: 805 784). Der quantitative Aktienfonds investiert nach der ValueQ-Strategie in unterbewertete Unternehmen aus den attraktivsten Märkten und Branchen. Mit einer Wertsteigerung von über 215% über fünf Jahre belegt er den ersten Platz unter allen internationalen Aktienfonds (Quelle: Lipper InvestBase). Weitere Informationen finden Sie unter www.starcapital.de.

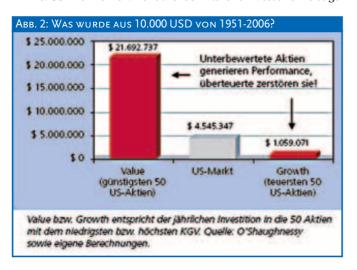
zu weit in die Zukunft extrapolieren. Positive Schlagzeilen und überdurchschnittliche Gewinnentwicklungen werden überbewertet und verleiten zu zu optimistischen Prognosen. Wachstumsstarke Unternehmen werden dadurch so bewertet, als würden sie ewig überdurchschnittlich stark weiter wachsen. Dabei bleibt jedoch unberücksichtigt, dass sich hohe Margen nur in wenigen Ausnahmefällen langfristig aufrechterhalten lassen. Im Normalfall wird ein anwachsender Konkurrenzdruck dafür sorgen, dass sich Gewinnmargen und Wachstumsraten wieder normalisieren ("Mean Reversion"). Folgt später diese Einsicht, brechen nicht nur Wachstumsraten, sondern auch Aktienkurse zusammen.



Auswertung 16 akademischer Studien

Unterbewertete Unternehmen generieren Outperformance

Anleger, welche in niedrig bewertete Unternehmen investieren, profitieren von den systematischen Fehleinschätzungen der Marktteilnehmer. Da sich die Wachstumserwartungen eines Unternehmens in dessen Bewertungsniveau widerspiegeln, setzen Valueorientierte Anleger auf Unternehmen, deren zukünftiges Wachstum unterschätzt wird. Sie spekulieren darauf, dass die breite Masse diesen Fehler mittelfristig erkennt und niedrig bewertete Unternehmen als Folge dessen im Kurs steigen. Dabei ist es relativ unerheblich, anhand welcher fundamentalen Kriterien man das Bewertungsniveau einer Aktie ermittelt. Selbst einfache mechanische Strategien, welche z. B. jährlich in die Aktien mit dem niedrigsten Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) oder der höchsten Dividendenrendite (DR) investieren, generieren langfristig ca. 2 bis 3% Outperformance. Dies wird am US-Markt von 1951 bis 2006 deutlich: Anleger, welche jedes Jahr jeweils in die 50 Aktien mit dem niedrigsten KGV investierten, konnten ihr Anfangskapital von 10.000 USD auf über 21 Mio. USD vermehren. Der durchschnittliche Investor erzielte ge-





Jährliche Investition in die günstigsten bzw. teuersten 50 Aktien nach dem Kurs/Cashflow-Verhältnis von 1990-2003; Quelle: StarCapital AG

rade einmal 4,5 Mio. USD. Die geringsten Renditen erzielten Growth-Investoren, welche auf teure Wachstumstitel setzten.

Die Überrenditen werden dabei nicht mit höheren Risiken erkauft. Vergleicht man die Risiko-Charakteristika von Value- und Growth-Portfolios, erzielen Value-Strategien höhere Renditen bei geringeren Risiken. Ein Wermutstropfen verbleibt jedoch: Unterbewertete Unternehmen können den Markt nicht in jedem Jahr und nicht in jeder Marktphase übertreffen. Unsere Untersuchungen belegen, dass einfache quantitative Value-Strategien die Märkte auf Jahressicht nur mit ca. 60% schlagen. Auf Drei- bis Fünfjahressicht erhöht sich die Wahrscheinlichkeit zwar auf 70 bis 80%, dennoch sind Überrenditen selbst auf 10-Jahressicht nicht garantiert.

Тав. 2	Tab. 2: TOP Internat. Aktienfonds über 5 Jahre per 31.10.2007							
Rang	Fonds	WKN	3 Jahre	5 Jahre				
1	StarCap Priamos	805 784	102.5%	215.7%				
2	M&G Global Basics Fund A	797 735	106.6%	194.6%				
3	WM Aktien Global UI-Fonds	979 075	95.6%	192.1%				
4	Springer European Plus T	A0B LU5	130.7%	183.9%				
5	GLG Performance Fund (EUR) D	930 347	86.1%	167.0%				
6	Carmignac Investissement	A0D P5W	124.6%	154.6%				
7	StarPlus Starpoint	940 076	79.5%	150.7%				
8	Sparinvest Sicav - Global Value EUR R	A0D QN4	72.3%	145.6%				
9	Astra-Fonds FI	977 700	83.8%	138.7%				
10	LINGOHR-SYSTEMATIC-LBB-INVEST	977 479	79.9%	138.4%				

Die renditestärksten internationalen Aktienfonds über fünf Jahre. Value-orientierte Produkte sind grün hervorgehoben.

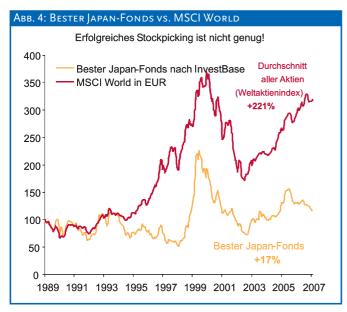
Quelle: Lipper InvestBase

Die nächste Value-Schwächeperiode deutet sich bereits an

Betrachtet man die Bestenlisten internationaler Aktienfonds, so sticht die Value-Dominanz der letzten Jahre unmittelbar ins Auge: Ein großer Teil der renditestärksten Aktienfonds über fünf Jahre investiert nach Value-Kriterien. Dies ist kein Zufall. Dass sich wertorientierte Ansätze langfristig durchsetzen, bestätigen nicht nur Unmengen akademischer Studien, sondern auch zahlreiche erfolgreiche Value-Fonds seit Jahrzehnten. Gleichwohl mahnen uns die letzten sieben Jahre zur Vorsicht. Seit dem Jahr 2000 konnten Value-Investoren relativ konstante Überrenditen verbuchen. Derart lange Perioden der Value-Outperformance ohne temporäre Rückschläge treten äußerst selten auf. Es ist also nicht eine Frage ob, sondern wann eine temporäre Value-Schwächeperiode erneut einsetzt.

Wie können Value-Investoren auch in temporären Schwächeperioden überdurchschnittliche Erträge erzielen? Eine einfache Mög-



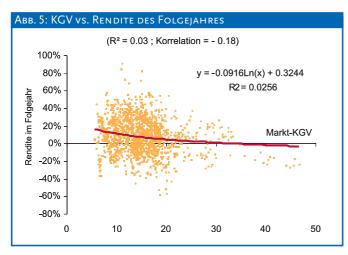


Beispiel für erfolgreiches Stockpicking im falschen Markt; Quelle: Lipper InvestBase und Thomson Financial per 31.10.2007

lichkeit bietet eine internationale Diversifikation. Die Korrelation der internationalen Value- und Growth-Spreads ist gering, teilweise sogar negativ. Das heißt, dass die Überrenditen nicht in allen Märkten zur gleichen Zeit auftreten. Generieren bspw. britische Value-Aktien nicht die erwartete Outperformance (siehe Abb. 3), ist es unwahrscheinlich, dass gleichzeitig deutsche, amerikanische und australische Value-Strategien ebenso versagen. Mit Hilfe einer breiten internationalen Streuung fernab der Benchmark lassen sich deshalb temporäre Schwächeperioden in einzelnen Märkten zum Teil kompensieren.

Länder- und Branchenallokation als zusätzliche Performance-Quellen

Eine einfache internationale Diversifikation lässt sich jedoch weiter optimieren. Warum sollte man sich auch in Märkten engagieren, deren Kurspotenzial gering oder gar negativ ausfällt? Selbst ein erfolgreicher Stockpicker, welcher die Benchmark durch eine geschickte Aktienauswahl jährlich um mehrere Prozentpunkte



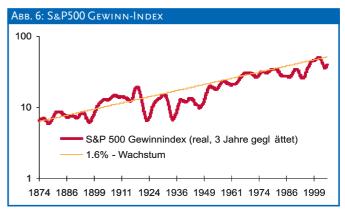
Zusammenhang zwischen dem aktuellen Markt-KGV und den realen Renditen des Folgejahres im S&P500 von 1881-2004; Quelle: Prof. Robert Shiller sowie eigene Untersuchungen

übertrifft, hätte in Japan von 1989 bis heute auf Grund der desaströsen Aktienmarktentwicklung kein Geld verdient (siehe Abb. 4). Es genügt leider nicht, in die richtigen Aktien zu investieren, wenn diese aus den falschen Ländern und Branchen stammen.

Doch wie lassen sich die aussichtsreichsten Märkte aufspüren? Auf Unternehmensebene ist sich die akademische Welt einig: Niedrig bewertete Value-Aktien erzielen langfristig die höchsten Wertzuwächse. Unklar ist bislang jedoch, ob sich diese Effekte auch auf Gesamtmarktebene nutzen lassen – also ob sich eine Investition in niedrig bewertete Aktienmärkte ebenso auszahlt.

Normales Kurs/Gewinn-Verhältnis besitzt keine Aussagekraft

Um die Prognosekraft der Marktkennzahlen zu beurteilen, untersuchten wir den Zusammenhang zwischen dem Kurs/Gewinn-Verhältnis des S&P500 und den zukünftigen S&P500-Renditen seit 1881. Wie Abb. 5 verdeutlicht, besteht entgegen der geläufigen Meinung kein Zusammenhang zwischen dem aktuellen Markt-KGV und der Kursentwicklung des Folgejahres. Auf Jahre hoher Bewertungen folgten genauso oft steigende wie auch fallende Renditen. Als Prognoseinstrument taugt das KGV auf Basis aktueller Gewinne also wenig.



Inflationsbereinigter S&P500-Gewinnindex von 1874-2004; Quelle: Prof. Robert Shiller sowie eigene Untersuchungen

Selbst KGVs auf Basis korrekt geschätzter zukünftiger Unternehmensgewinne – eine in der Praxis kaum zu prognostizierende Größe – stehen in keinem verwertbaren Zusammenhang mit zukünftigen Renditen. Grund hierfür ist, dass die jährlichen Index-Gewinne sehr starken Schwankungen unterliegen. So wurden im S&P500 2003 nahezu doppelt so hohe Gewinne wie 2002 ausgewiesen. Aktuelle Gewinnniveaus und Gewinnwachstumsraten sind deshalb nur selten repräsentativ für zukünftige Entwicklungen. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass die gebräuchlichen Markt-KGVs keine verlässlichen Börsenprognosen erlauben.

Doch die prognoseschädlichen Gewinnschwankungen lassen sich reduzieren: Betrachtet man die reale Gewinnentwicklung des S&P500 von 1874-2004, so zeigt sich, dass die Gewinne langfristig relativ stabil um jährlich 1,6% wuchsen (Abb. 6). Zwar traten immer wieder Phasen über- bzw. unterdurchschnittlicher Wachstumsraten auf – nachhaltig waren diese Abweichungen vom Durchschnitt jedoch nie. Selbst produktivitätssteigernde Innovationen wie die Eisenbahn, die Elektrizität oder das Computer- und

Internetzeitalter hatten bislang keinerlei Auswirkungen auf das langfristige Gewinnwachstum.



Geglättete Kurs/Gewinn-Verhältnisse kündigen Korrekturen an

Schon Benjamin Graham hatte die Theorie, dass man nicht einen aktuellen, sondern einen mehrjährigen Durchschnitt historischer Gewinne zur Berechnung des KGVs heranziehen sollte. Wir berechnen deshalb das Aktienmarkt-KGV, indem wir den aktuellen Marktpreis durch die mittleren (realen) Unternehmensgewinne der vorausgehenden zehn Jahre dividieren (KGV10). Obwohl dieses geglättete KGV10 nach unseren Untersuchungen auch keine kurzfristigen Aktienmarktprognosen erlaubt, so lassen sich damit Über- und Unterbewertungen relativ zuverlässig aufspüren.

Niedrig bewertete Aktienmärkte haben zukünftig das größte Potenzial, während überteuerte Märkte und Branchen zu Kursrückschlägen neigen. Je extremer Fehlbewertungen auftreten, desto stärker fallen die Korrekturbewegungen aus. Dieser Zusammenhang wird am KGV10 des S&P500 von 1881 bis heute deutlich. In über 90% aller Untersuchungsperioden bewegte sich das KGV10 in einer Bandbreite von 10 bis 20. Nur dreimal kletterte das KGV10 deutlich darüber: 1901, 1929 und 1966. Jedes dieser Jahre markiert bedeutende Höchststände des S&P500. Auf 1901 folgte eine Dekade der Kursstagnation, bevor ein Börsencrash den S&P500 um weitere 70% einbrechen ließ. Auf 1929 folgte der Crash des Jahrhunderts – real erreichte der S&P500 erst 1958 wieder das 1929er Kursniveau. Auch auf 1966 folgten niedrige Renditen: Der S&P500 verlor in den folgenden 16 Jahren rund die Hälfte seines Wertes.

Zu all diesen Höchstständen glaubte man, dass alte Bewertungsmaßstäbe nicht mehr gelten würden. Vor rund 100 Jahren wurden Hochgeschwindigkeitszüge, die kostengünstigere Massenproduktion und die Verbreitung des Telefons angeführt. 1929 schienen Monopole und zahlreiche technologische Neuerungen alte Bewertungsmaßstäbe außer Kraft zu setzen. Auch in den 60er Jahren klangen höhere Bewertungen in Folge eines verbesserten Wirtschaftsverständnisses, der Abkehr vom Goldstandard oder der produktivitätssteigernden Auswirkungen der ersten Computer nachvollziehbar. Doch die Mehrzahl der Investoren irrte: Sowohl Bewertungsniveaus als auch Gewinn- und Produktivitätswachstumsraten kehrten letztendlich immer wieder zu ihren historischen Durchschnittswerten zurück. Auch aktuell sehen wir in den USA ein KGV10 von über 25. Eine Rückkehr zu alten Bewertungsmaßstäben wird ohne Rückschläge kaum möglich sein. Hohe Erträge sind im US-Markt daher nicht zu erwarten – ein gefährliches Umfeld für benchmarknahe Strategien mit hohem US-Anteil.

Niedrige KGV10 kündigen renditestarke Perioden an

Während hohe KGV10 und "neue Bewertungswelten" stets niedrige Renditen ankündigten, folgten auf niedrige KGV10 und pessimistische Marktstimmungen langfristig überdurchschnittliche Wertsteigerungen. Im S&P500 unterschritt das KGV10 nur dreimal den Wert von 10: 1917, 1932 und 1980. Jedes dieser Jahre markiert historische Tiefsstände des S&P500 – hohe Renditen von durchschnittlich 10% p. a. folgten über die folgenden 15 Jahre! Dieser Zusammenhang lässt sich in zahlreichen weiteren Märkten und Branchen nachweisen.

Investoren können von dieser "Mean Reversion" der Bewertungsniveaus profitieren: Eine Übergewichtung günstiger und

Tab. 3: Aktuelle	Aktienmaf	RKTBEW	'ERTUN	GEN		
Country	KGV10	KCV	KBV	KUV	DR	Rang
Belgium	18.2	7.6	1.6	0.7	3.6%	1
Italy	22.0	5.2	2.1	1.1	3.7%	2
Netherland	19.7	5.3	2.5	0.9	2.6%	3
Thailand	17.6	7.0	2.4	1.3	3.2%	4
France	21.5	7.7	2.3	1.0	2.6%	5
Germany	20.8	6.6	2.4	0.9	2.1%	6
Israel	11.4	9.5	2.8	1.4	3.5%	7
Korea	25.9	6.1	2.1	0.8	1.4%	8
Argentina	16.9	5.8	2.1	1.6	1.1%	9
UK	20.4	9.6	2.5	1.4	3.1%	10
New Zealand	22.8	9.8	1.9	1.6	4.4%	11
Hungary	24.1	7.4	2.5	1.4	2.5%	12
Ireland	16.8	10.6	2.4	1.1	2.4%	13
Taiwan	22.2	8.6	2.5	1.6	3.7%	14
Brazil	17.5	8.0	3.0	2.2	2.4%	15
Sweden	25.0	10.0	2.4	1.6	3.7%	16
Turkey	23.4	10.3	2.8	1.2	2.0%	17
Portugal	25.1	7.2	3.0	1.4	2.7%	18
Austria	30.2	7.3	2.3	1.4	1.7%	19
Norway	29.5	10.3	3.0	1.4	3.1%	20
Malaysia	24.0	10.5	2.4	2.3	2.5%	21
Philippine	24.7	9.6	2.6	2.1	2.0%	22
Switz	25.2	8.7	2.9	1.6	2.0%	23
Colombia	27.4	9.1	1.7	2.5	2.3%	24
Japan	48.1	8.0	1.8	8.0	1.3%	-
Russia	20.6	19.2	2.7	2.5	1.3%	26
Spain	27.7	8.6	3.2	1.7	2.6%	27
South Africa	26.2	10.8	3.3	1.7	3.0%	28
Canada	27.8	11.5	2.7	1.8	2.1%	29
Greece	26.3	11.5	3.1	2.1	3.0%	30
Finland	28.1	16.6	3.5	1.5	2.8%	31
USA	25.6	11.2	2.9	1.6	1.7%	32
Australia	30.1	17.6	3.4	2.4	3.2%	33
Czech	45.9	10.5	3.2	3.0	2.9%	34
Poland	29.4	13.2	3.2	2.4	2.8%	35
Denmark	32.1	11.9	3.1	1.7	1.5%	36
Mexico	31.0	9.0	3.6	1.8	1.4%	
Hongkong	36.1	16.7	3.1	4.2	2.0%	38
China	64.0	16.9	5.5	4.3	1.0%	39
India	47.3	19.2	5.7	3.1	0.9%	40
World	27.0	9.9	2.7	1.5	2.0%	

Das Ranking ist das Ergebnis eines Multifaktor-Scoringmodells. Neben den dargestellten Fundamentalfaktoren finden außerdem Relative-Stärke-Kennzahlen Berücksichtigung. KCV: Kurs/Cashflow-Verhältnis; KBV: Kurs/Buchwert-Verhältnis; KUV: Kurs/Umsatz-Verhältnis; DR: Dividenden-Rendite; Quelle: Thomson Financial Datastream, Bloomberg sowie eigene Berechnungen

eine Untergewichtung teurer Märkte und Branchen generiert überdurchschnittliche Erträge und senkt die Verlustrisiken dramatisch.

Belgien, Italien und Frankreich attraktiv bewertet

Diese Zusammenhänge treten nicht nur beim KGV10 auf: Wir haben die Prognosekraft unterschiedlichster Markt- und Branchenindikatoren untersucht und auf Basis der Ergebnisse ein valueorientiertes Multifaktor-Scoring entwickelt. Neben dem geglätteten KGV10 finden bspw. auch Markt/Buchwert- oder Markt/Cashflow-Verhältnisse Berücksichtigung. Auf Grund der empirischen Untersuchungen wissen wir, dass in den günstigsten Regionen und Branchen zukünftig mit hoher Wahrscheinlichkeit überdurchschnittliche Erträge erzielt werden. Belgien, Italien oder Deutschland zeichnen sich bspw. aktuell durch eine attraktive Bewertung aus. Auf Branchenebene treten Papierunternehmen, Versicherer oder Versorger positiv hervor. Hier sehen wir zukünftiges Kurspotenzial.

Die Bewertungsniveaus von China, Indien oder den Vereinigten Staaten sprechen dagegen eher für längerfristige Stagnationen oder Kursrückschläge. Hier drohen Gefahren für die Anleger. Auch in den Bereichen Software oder Biotechnologie sind nur unterdurchschnittliche Kurszuwächse zu erwarten.

Fazit

Auf Basis der vorgestellten Erkenntnisse lassen sich zusammenfassend vier Empfehlungen für das Portfoliomanagement ableiten. Investoren sollten...

- ♦ attraktive Value-Aktien im Portfolio übergewichten
- sich auf unterbewertete Länder und Branchen konzentrieren

Anzeige

GfK. Growth from Knowledge

GfK mit gutem 3. Quartal

Neunmonatszahlen:

Umsatz

833,9 Mio EUR + 5,5%* 90,3 Mio EUR

+ 7,0%

EBIT

* organisches Umsatzwachstum

Neunmonatsbericht unter

www.gfk.com

GfK Gruppe Corporate Communications Tel. +49 (0)9 11-3 95 42 58 Fax +49 (0)9 11-3 95 40 75 investor.relations@gfk.com



Tab. 4: Aktuelle Branchenbewertungen								
Sector	KGV	KCV	KBV	KUV	DR	Rang		
Forestry & Pap	17.1	8.2	1.5	0.8	2.6%	1		
Nonlife Insur	10.8	5.0	1.7	1.0	1.9%	2		
Utilities	16.6	9.0	2.4	1.4	2.8%	3		
Life Insurance	14.2	4.8	2.4	1.0	2.1%	4		
Telecom (Fxd Ln)	17.0	5.4	2.4	1.6	3.8%	5		
Auto & Parts	19.4	5.7	2.1	0.6	1.4%	6		
Banks	12.2	9.0	2.0	1.6	3.3%	7		
Oil & Gas Prod	13.2	9.2	2.8	1.3	2.2%	8		
Industrial Met	12.3	9.2	3.0	1.5	2.0%	9		
Electricity	20.0	9.2	2.4	1.8	2.4%	10		
General Inds	15.1	9.4	2.7	1.2	2.2%	11		
Inds Transpt	17.6	11.4	2.3	1.5	2.1%	12		
Con & Mat	17.0	10.3	2.8	1.1	1.7%	13		
General Fin	20.2	9.4	2.3	1.8	1.9%	14		
Leisure Gds	26.6	10.3	2.2	1.0	1.1%	15		
Travel & Leis	21.9	10.1	2.7	1.3	1.8%	16		
Household Gds	21.8	11.8	2.3	1.2	2.1%	17		
Media	20.0	10.2	2.3	1.9	1.7%	18		
Gen Retailers	19.4	11.7	3.0	8.0	1.6%	19		
Chemicals	20.4	11.9	3.1	1.3	1.7%	20		
Support Svs	18.9	11.4	3.2	0.9	1.4%	21		
Food Producers	20.4	14.3	3.1	1.2	2.1%	22		
Mobile T/Cm	40.4	10.2	3.1	3.2	1.9%	23		
Eltro/Elec Eq	24.3	12.2	2.9	1.2	1.3%	24		
Fd & Drug Rtl	23.7	11.9	3.2	0.5	1.4%	25		
Inds Eng	21.4	13.1	3.8	1.3	1.4%	26		
Aero/Defence	21.2	12.4	3.4	1.2	1.3%	27		
Oil/Eq Services	19.6	12.8	4.0	2.1	1.5%	28		
Tobacco	17.8	15.5	4.9	2.4	3.1%	29		
Mining	18.0	13.7	5.1	4.7	1.4%	30		
Beverages	23.4	14.2	4.0	2.3	1.9%	31		
Technology	24.9	13.0	3.4	1.9	1.0%	32		
Health Care	22.5	13.1	3.4	1.7	0.6%	33		
Pharm & Bio	22.2	15.2	3.6	3.4	2.2%	34		
Personal Goods	23.0	15.5	3.9	2.0	1.7%	35		
Software & Svs	29.8	18.9	5.6	3.9	0.7%	36		
World	17.1	9.9	2.7	1.5	2.0%			

Das Ranking ist das Ergebnis eines Multifaktor-Scoringmodells. Neben den dargestellten Fundamentalfaktoren finden außerdem Relative-Stärke-Kennzahlen Berücksichtigung. KCV: Kurs/Cashflow-Verhältnis; KBV: Kurs/Buchwert-Verhältnis; KUV: Kurs/Umsatz-Verhältnis; DR: Dividenden-Rendite; Quelle: Thomson Financial Datastream, Bloomberg sowie eigene Berechnungen

- lacktriangle überteuerte Aktien, Länder und Branchen meiden
- ♦ breit diversifizieren, um Klumpenrisiken zu vermeiden

Diese Erkenntnisse setzen wir in unserer quantitativen ValueQ-Strategie um. Wir profitieren dabei von drei unabhängigen Alpha-Quellen: dem Stockpicking, der Länderallokation und der Branchenallokation. Erst die Kombination dieser drei Performancequellen in Verbindung mit einer breiten Diversifikation erklärt die stabilen Erträge der Vergangenheit.

DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Anteile an den genannten Investmentfonds zu zeichnen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf.



NACHHALTIGES INVESTIEREN I

Die bequeme Wahrheit

Einer von zwei Friedensnobelpreisen geht in diesem Jahr an den ehemaligen US-Vizepräsidenten Al Gore. Dies ist eine wohlgefällige und fast schon peinliche Entscheidung.

Immer wenn nichtwissenschaftliche Leistungen ausgezeichnet werden, sind Nobelpreise keine noble Sache mehr. Denn die Vergabe solcher Auszeichnungen ist in der Regel politisch motiviert. Und immer häufiger werden populäre Meinungen und Überzeugungen prämiert. Ein Musterbeispiel für diese Entwicklung ist die Entscheidung des Nobelpreis-Komitees in Oslo, dem ehemaligen US-Vizepräsidenten Al Gore am 10. Dezember in der norwegischen Hauptstadt den Friedensnobelpreis zu überreichen.

Trophäe mit Beigeschmack

Ärgerlich daran ist zum einen, dass der Begriff Frieden verwässert worden ist. Wenn Friedensarbeit nicht mehr im Wesentlichen als Gegenpol zu Krieg, Krisen und Menschenrechtsverletzungen verstanden wird, sondern vom Antirassismus bis zum Windrad auf der grünen Wiese alles umfasst, verliert sie ihren Sinn. Zum anderen fragt man sich, warum mit Al Gore ausgerechnet der Propagandist der Klimaerregung prämiert wird. Es drängt sich oben-



Al Gore

drein der Verdacht auf, dass der Preis trotz Dementis als eine Art "Anti-Bush-Trophäe" eingesetzt worden ist. Schließlich haben der amtierende US-Präsident und seine neokonservativen Spießgesellen den Klimawandel jahrelang geleugnet und alle Maßnahmen gegen die globale Erwärmung unterlaufen.

Klimatismus als neue weltliche Religion

Während der diesjährige Friedensnobelpreis die Wissenschaftler des UN-Klimarates IPCC für ihre herausragende und präzise Arbeit zum Klimawandel belohnt, verbringt der andere Preisträger viel mehr Zeit damit, uns Angst einzuflößen. Nach den vollmundigen Worten Gores droht ein "ökologischer Holocaust"; der Klimawandel sei für die Menschheit "die wichtigste moralische, ethische, spirituelle und politische Frage aller Zeiten". So spricht der Heiland zu seinen Jüngern. Der Klimatismus als neue weltliche Religion.

Solide Fakten sind in diesem Stadium höheren Bewusstseins offenbar nicht mehr so wichtig. Mittlerweile hat ein englisches Gericht entschieden, dass Gores Film "Eine unbequeme Wahrheit" einseitig und wissenschaftlich fehlerhaft ist. Er darf deshalb im Schulunterricht nicht mehr ohne einordnende Warnhinweise gezeigt werden. Im Urteil werden neun Falschbehauptungen und Übertreibungen aufgelistet (s. Kasten "Gores neun Halbwahrheiten"). Besonders krass: Der Klima-Botschafter ignoriert die wissenschaftlichen Befunde des gemeinsam mit ihm ausgezeichneten IPCC. Während Gore etwa behauptet, der Meeresspiegel werde "in nächster Zukunft" um rund sechs Meter steigen, spricht der UN-Klimarat nur von einem Anstieg um 15 bis 60 Zentimeter innerhalb dieses Jahrhunderts.

Katastrophenshow mit Tunnelblick

Al Gores Katastrophenshow ist im Übrigen auch keineswegs unbequem. Ein Beispiel: Der Ex-Politiker und Filmemacher leidet unter schlaflosen Nächten wegen des vorhergesagten Anstiegs Hitze bedingter Todesfälle. Die andere Seite der Medaille erwähnt er bequemerweise nicht: Dass steigende Temperaturen die Anzahl der Kältewellen verringern werden, die für sehr viel mehr Todesfälle verantwortlich sind.

Der neue Friedensnobelpreisträger konzentriert sich vorrangig auf seinen Aufruf an die Führer unserer Welt, die CO_2 -Emissionen zu senken. Doch es gibt andere politische Möglichkeiten, viel mehr für unseren bedrohten Planeten zu tun. Nur ein Beispiel. Während des nächsten Jahrhunderts werden die Entwicklungsländer von Nahrungsmittellieferungen aus den Industriestaaten immer abhängiger werden. Das ist nicht primär das Ergebnis der globalen Erwärmung, sondern die Folge davon, dass es in den armen Regionen der Erde immer mehr Menschen und weniger Anbauflächen für Lebensmittel gibt. Eine extrem teure Verringerung der CO_2 -Emissionen könnte die Zahl unterernährter Menschen noch erhöhen. Wäre es also nicht besser, aufgrund begrenzter finanzieller Mittel zunächst jene globalen Probleme anzugehen, für die es die praktikabelsten Lösungen gibt?

Al Gore - eine Gefahr für den Weltfrieden?

Ob sich mit Biokraftstoffen Kohlendioxid einsparen lässt, ist wissenschaftlich umstritten. Al Gore hat auf diese Frage eine eigene Antwort gefunden und votiert für den Einsatz von Agrarenergie. Nach Auffassung der Hamburger Organisation "Rettet den Regenwald" ist

GORES NEUN "HALBWAHRHEITEN"

- 1) Zunächst führt der Film an, die Eisschmelze am Kilimandscharo sei ein Beweis für globale Erwärmung eine These, deren Unwahrheit ein Regierungssprecher zugeben musste.
- 2) Andeutungen zufolge beweisen Daten aus Eisbohrstudien, wie die Zunahme von Kohlendioxid in der Atmosphäre den Anstieg der Temperatur in den letzten 650.000 Jahren verursacht hätte. In diesem Punkt führt der Film in die Irre, denn die Zunahme von CO_2 folgte stets um 800 bis 2.000 Jahre auf einen Temperaturanstieg und kann auf diese Weise nicht dessen Ursache sein.
- **3)** Auch bei Bildern vom austrocknenden Tschad-See hält sich der Film wie ebenfalls ein Regierungssprecher bestätigen musste nicht an die Wahrheit.
- 4) Ferner wird in Gores Rundumschlag die These aufgestellt, der Golfstrom könnte durch die globale Erwärmung gestoppt werden und Europa aus diesem Grund möglicherweise vor dem Beginn einer neuen Eiszeit stehen. Wissenschaftliche Be-



weise belegen, dass dieser Zusammenhang unmöglich zu konstruieren ist.

- 5) Der Film macht den globalen Temperaturanstieg für das grassierende Artensterben sowie insbesondere das Ausbleichen der Koralenriffe verantwortlich. Beweise hierfür sind jedoch Mangelware. Letzteres ist zudem anderen schädlichen Einflüssen wie Überfischung oder Überdüngung der Ozeane schlichtweg kaum zu trennen.
- **6)** In dramatischen Bildern wird vor dem Anstieg des

er deshalb mitverantwortlich für künftige Hungertote. Der Nobelpreisträger würde also durch seinen Einsatz für Biokraftstoffe womöglich sogar jene Zustände heraufbeschwören, die das Nobelpreis-Komitee in seiner Begründung für die Wahl der beiden Preisträger als große Gefahr für den Weltfrieden ansieht: einen durch den Klimawandel verursachten heftigen Wettbewerb um Ressourcen, der die ärmsten Länder am stärksten trifft und zu Kriegen führen könnte.

Angreifbar macht sich Gore auch durch den Kauf von Klimazertifikaten. Weil er selbst extrem viel Strom verbraucht, bezahlt er andere dafür, dass sie jene Energie einsparen, die er selbst nicht einzusparen bereit ist. Für den Klimaguru gestaltet sich der ökologische Ablasshandel obendrein als sehr günstig: Er erwarb seine Emissionsrechte bei der Firma Generation Investment Management, deren Mitbegründer und Vorsitzender er ist.



Knuts Leidengenossen wurde von Gore übel mitgespielt Foto: pixelio.de

weltweiten Meeresspiegels um bis zu sieben Meter (Im Film: 20 Fuß) gewarnt, der eine Umsiedlung von Millionen von Menschen notwendig machte. Allerdings dürfte ein solcher Anstieg allenfalls im Laufe von Jahrtausenden erfolgen. Tatsächlich dürfte ein Anstieg um 0,4 Meter in 100 Jahren realistisch sein.

- 7) Zudem seien bereits heute erste Atolle im Pazifik durch Anhebungen des Meeresspiegels überflutet worden. Nur leider lassen sich für diese Behauptung bislang keine schlüssigen Beweise vorlegen.
- 8) Im Film wird auch stark mit Emotionen gespielt, etwa wenn Bilder der von Hurrikan Katrina zerstörten Hauptstadt des Jazz, New Orleans, gezeigt werden. Auch wird plump wiederholt, der Klimawandel respektive die Erderwärmung wären für Stürme dieser Größenordnung verantwortlich. Allerdings mussten offizielle Stellen einräumen, wie für sich genommen unmöglich es sei, einzelne Ereignisse der Erderwärmung zuzuschreiben.
- 9) Fast schon lächerlich macht sich der Film, als Al Gore die traurige Geschichte von vier ertrunkenen Eisbären erzählt. Einer Studie zufolge seien diese aufgrund des schmelzenden arktischen Eises ertrunken, weil die zwischen den Eisschollen zu überwindende Strecke selbst für gute Schwimmer wie Eisbären zu lang war. Gore hatte aber offenbar die Studie, so es denn überhaupt eine war, falsch gedeutet: Die vier Eisbären waren aufgrund eines starken Sturmes ertrunken.

Fazit

Al Gore ist fest davon überzeugt, der Klimawandel sei die größte Herausforderung der Menschheit. Deshalb verdient der prominente Klimabotschafter eine gewisse Anerkennung für seine leidenschaftliche Entschlossenheit. Das IPCC betreibt dagegen sorgfältige Forschung und stellt Meinungen und Überzeugungen konkrete Fakten gegenüber. Da der ehemalige US-Vizepräsident im Klimaschutz aber offenbar eine neue weltliche Religion sieht, könnte der Kontrast zwischen den beiden Preisträgern größer kaum sein. Ob Erwärmung progressiv oder zyklisch, ob sie vom Menschen verursacht ist oder nicht, ist sicherlich eine elementare Frage des 21. Jahrhunderts. Aber es ist keine Glaubensfrage. Das eigentlich Problematische ist aber die politische Botschaft von Al Gore, die da lautet: "Klimaschutz über alles!"

Michael Heimrich

NACHHALTIGES INVESTIEREN II

"Al Gore verdreht die Wirklichkeit"

Der Analytiker Gerhard Wisnewski redet im Gespräch mit Smart Investor Tacheles: Beim Klimawandel werden Ursache und Wirkung vertauscht, die wirklichen Ziele bleiben im Verborgenen.

Smart Investor: Inwiefern liegt die Eigenschaft, anderen in die Quere zu kommen, in Ihrem Naturell?

Wisnewski: Das liegt weniger an mir als vielmehr an den weitverbreiteten Lügen, die in meinen Augen etwas Entwürdigendes sind. Wenn ein Mensch belogen wird, wird er seiner Würde beraubt. Was ich versuche, ist, die Würde wieder zu bekommen beziehungsweise anderen ein Stückchen ihrer Würde wieder zu geben. Wobei auch ich nicht den Anspruch auf die absolute Wahrheit erheben kann, das kann niemand.

Smart Investor: Vor vier Jahren verloren Sie Ihren Job beim WDR, weil in Ihrer Reportage zu den Anschlägen vom 11. September und Terrorismus etwas anderes herauskam, als Ihre Auftraggeber sich dachten. Sehen Sie sich als Opfer Ihres Querdenkens? Wisnewski: Nun gut, im Grunde genommen, allerdings will ich hier auch nicht zu hoch greifen, handelt es sich um einen Fall von politischer Verfolgung. Es handelte sich zumindest um eine existentielle Verfolgung im wirtschaftlichen Sinne. Im Strafgesetzbuch der Bundesrepublik gibt es einen Paragraphen gegen diese Vorgänge, die damals abgelaufen sind. Wer einen anderen der Gefahr aussetzt, aus politischen Gründen verfolgt zu werden, wird mit Freiheitsstrafe bestraft. Und dieser Gefahr wurde ich durchaus ausgesetzt.

Smart Investor: Eines Ihrer Schwerpunktthemen ist der Klimawandel, Ihre DVD zu diesem Thema trägt den Titel "Eine total unbequeme Wahrheit". Wie kam es zu dem Titel?

Wisnewski: Eigentlich beschäftige ich mich schon seit 15 Jahren mit dem Klimawandel, ich springe hier also nicht nur auf irgendeinen Zug auf. Schon 1993 habe ich eine Titelstory im SZ-Magazin hierzu gemacht. In dieser Zeit besuchte ich das Hamburger Klimainstitut, wo man nicht in der Lage war, mir die angebliche Klimakatastrophe zu erklären. Nach weiteren Recherchen stellte ich

DIE KLIMA-RELIGION

In dem 87minütigen Video wird in zwölf Kapiteln der Klimaschwindel entlarvt: Aber Gerhard Wisnewski legt nicht nur das Lügengebilde hinter dem Klimawandel offen, er überzeugt den Zuseher auch davon, selbst nicht Schuld an der Klimakatastrophe zu sein. Seine These von der Klimareligion ist sicherlich gewagt, allein die Beweisführung



ist schlüssig und regt zum Nachdenken darüber an, ob wirklich alles den Klimawandel Betreffende so ist wie es scheint.

fest, dass an der Klimakatastrophe nichts dran ist. Der von Ihnen zitierte Titel ist ja zunächst nur der Untertitel, der Haupttitel lautet ja "Die Klimareligion". Bei genauerer Betrachtung findet man keinerlei wissenschaftliche Beweise, eben bei einer Religion. Zweitens ist die Diskussion um den Klimawandel komplett irrational, wie ebenfalls bei einer Religion. Ein weiteres Kennzeichen ist die Prophetie, oder der Ablasshandel. Hier zahlen Sie Beträge für etwas und fühlen sich danach besser. Und so können Sie das immer weiter ausarbeiten. Am Schluss steht eine Religion, und das ist die eigentlich unbequeme Wahrheit.



Gerhard Wisnewski, 48, schrieb schon als Schüler für Lokalzeitungen, machte in Frankfurt Abitur und studierte in München Politikwissenschaften. Seit 1986 arbeitet er hauptberuflich als Journalist, schrieb Bücher und drehte TV-Dokumentationen. Wegen eines kritsichen Berichts über die Attentate des 11. September 2001 kündigte ihm der WDR die Mitarbeit auf. Heute lebt Wisnewski als Schriftsteller in München.

Smart Investor: Wo-

ran ist nun der Schwindel mit dem Klimawandel zu erkennen? Wisnewski: Vor allem ist die zentrale These der Klimakatastrophe schlichtweg gelogen, also der ursächliche Zusammenhang zwischen der Emission von Kohlendioxid (CO2) und der Erderwärmung. Der Behauptung nach steigt mit zunehmender CO₂-Konzentration in der Atmosphäre auch die mittlere Temperatur auf der Erde. In Wirklichkeit ist es komplett andersherum, hier wurden nämlich Ursache und Wirkung miteinander vertauscht. Rekonstruiert man das Klima der Erde anhand von Eisbohrkern-Untersuchungen, dann stellt man schnell fest, dass die Temperatur immer zuerst gestiegen ist, und erst danach mit einer Verzögerung von 800 Jahren auch der CO₂-Gehalt angestiegen ist. Eigentlich kann das keiner durcheinander bringen. Al Gore lügt sich in seinem Film um diese Tatsache herum. Es gibt also einen kausalen Zusammenhang zwischen Erdtemperatur und CO₂-Konzentration und nicht umgekehrt. Zu erklären ist dies mit den enormen CO₂-Speichern der Erde, die, wenn sie sich über Jahrhunderte er-

wärmen, ihr Kohlendioxid ausgasen. Al Gore verdreht hier völlig die Wirklichkeit.

Smart Investor: Und jetzt bekommt Al Gore auch noch den Friedensnobel-

preis, was an sich schon eine Farce ist. Hat sich das Nobel-Komitee hinters Licht führen lassen?

Fur Gerhard Wisnewski ist der Klimawandel nichts weiter als <u>heiße L</u>uft; Foto: bilderbox.de

Wisnewski: Der Nobelpreis, insbesondere der Friedensnobelpreis, wird zunehmend aus politischen Gründen vergeben. Manchmal wird er auch bereits im Vorhinein vergeben, um vielleicht andere zu bestimmten Handlungen zu ermutigen. Wenn Sie sich an den Palästina-Konflikt erinnern: Da wurde der Friedensnobelpreis an Leute vergeben, wo Sie sich im Nachhinein die Haare raufen. Auch der Gore-Preis ist ein politischer Preis, der mit der Realität nichts zu tun hat. Es geht um die Agenda, einen global konsensfähigen Führer zu finden, mit dem sich die meisten identifizieren können. Bei George W. Bush ist das ja nicht mehr möglich.

Smart Investor: Jetzt werden Sie von vielen Menschen kritisiert und gefragt, was Sie eigentlich gegen das hehre Ziel Umweltschutz haben. Was entgegnen Sie auf diese Fragen?

Wisnewski: Richtiger Umweltschutz ist eine tolle Sache. Falscher Umweltschutz jedoch ist schlimm, weil dieser Ressourcen für den richtigen Umweltschutz verschwendet. Im Fall der Klimakatastrophe arbeiten die Bürokratien an einem Phantom und wenden hierfür Milliarden auf. Ich würde die Milliarden und Bürokratien lieber dort handeln sehen, wo wirklich Umweltprobleme vorhanden sind.

Smart Investor: Insofern könnte man fragen, wem der Klimaschwindel eigentlich nützt?

Wisnewski: Zunächst einmal sprechen wir von einer Wissenschaftsindustrie. Milliarden wandern in die Klimaforschung, die Klimaforscher verfügen stets über die neuesten und leistungsfähigsten Computer. Sie erklären dies mit den Unzulänglichkeiten ihrer Modelle, die einfach immer mehr Kapazitäten zur Datenverarbeitung benötigen. Forschungsanträge

haben es umso leichter, wenn ein Passus zum Klimawandel enthalten ist, selbst wenn Sie das Liebesleben der Waldmäuse erforschen. Und da in jedem Lebensbereich ${\rm CO_2}$ emittiert wird, können Sie jeden Lebensbereich mit dem Argument Klimawandel steuern. In meinen Augen ist das eine Klima-Planwirtschaft.

Smart Investor: Sehen Sie denn eigentlich einen Zusammenhang zwischen Klimawandel und Terrorismus, dem Thema, dem Sie sich in Ihren Büchern stark widmen?

Wisnewski: Die Klammer für meine Arbeit sind ja Phantome und Lügenkonstruktionen. Bei Klimawandel und Terrorismus sehe ich dieselben Medien- und Psycho-Mechanismen, die dazu dienen, ein riesiges Phantom aufzubauen, mit dem dann wieder andere Zwecke erreicht wer-

den sollen. In dem Fall die totale Kontrolle der Weltgemeinschaft. Da die Menschheit eine gemeinsame Atmosphäre auf der Erde hat, schreit der Klimawandel förmlich nach einer globalen Regierung.

Smart Investor: Resultiert nicht der Versuch der totalen Kontrolle der USA aus dem Wegfall des Kommunismus?

Wisnewski: Das größte Problem am Zusammenbruch der Sowjetunion war der Verlust eines unentbehrlichen Feindes. Danach mussten Surrogatfeinde wie Bin Laden oder andere peinliche Ersatzfeinde erfunden werden. Phantomfeinde haben jedoch auch den Vorteil, daß sie niemals verschwinden können – weil sie gar nicht da sind.

Smart Investor: Müssen Sie sich nicht den Vorwurf gefallen lassen, hinter jeder Ecke eine Verschwörung zu sehen?

Wisnewski: Verschwörungen finden Sie auf jeder Ebene der Gesellschaft, angefangen beim Kindergarten bis hin zur Bundesregierung oder der NATO. Eine Verschwörung sind ja mindestens drei Leute, die im Geheimen auf ein verdecktes Ziel hinarbeiten. Ergo gibt es überall Verschwörungen. Viele, die die Aufdeckung von Verschwörungen brandmarken, sind meist selbst unter den Verschwörern zu finden..

Smart Investor: Und wohin wird uns der Klimawandel bzw. -schwindel noch führen?

Wisnewski: Diese Frage muss ich zweiteilig beantworten. Zunächst stellt sich die Frage, wohin soll es führen, also was ist geplant? Und die zweite Frage ist, wohin wird es führen? Die Antwort auf die erste Frage ist eine Weltregierung im Sinne einer globalen Diktatur unter dem Deckmäntelchen eines moralisch akzeptablen Themas wie zum Beispiel der Klimakatastrophe. Die zweite Frage lässt sich heute noch nicht beantworten, und da werden sie mir als Finanzexperte beipflichten. Ob und wann das System zusammenbricht oder nicht, kann ich nicht sagen. Allerdings neigen abgewrackte Systeme dazu, alles kontrollieren zu wollen, und zeigen Ver-

härtungserscheinungen. In diesem Zusammenhang habe ich den 11. September als Zeichen der Schwäche der USA interpretiert. Wenn diese Systeme besonders gefährdet sind, spannen sie alle Muskeln an und werden totalitär. Vielleicht ist dies die Phase vor dem finalen Zusammenbruch. George Orwells "1984" ist quasi die Gebrauchsanleitung für die heutige Weltregierung. Da fragt man sich fast, ob Orwell nicht doch der einzige wirkliche Hellseher war, den wir kennen.

wir kennen.

Smart Investor: Herr Wisnewski, da weiß man gar nicht, ob man für die Offenheit dankbar sein soll.

Interview: Ralf Flierl





PRINZIPIEN DES MARKTES / TITELSTORY

Relative Stärke: reloaded

Der Dauerbrenner der Marktanalyse erneut unter der Lupe

Ewige Jugend

Bereits in der Erstausgabe des Smart Investor haben wir uns prominent mit dem Thema "Relative Stärke" auseinandergesetzt (vgl. Smart Investor 05/2003 – nachzulesen unter www.smartinvestor.de/pdf/SI503RS.pdf). Auch heute, knapp 40 Jahre nach der Vorstellung dieses Aktienselektionsmodells durch Robert A. Levy, hat es nichts von seiner Aktualität eingebüßt. Das alleine ist schon bemerkenswert. Noch bemerkenswerter ist, dass die Relative Stärke in den folgenden Jahrzehnten für die unterschiedlichsten Märkte und Zeiträume stets aufs Neue den Beweis ihrer langfristigen Wirksamkeit antreten konnte. Damit unterscheidet sie sich sowohl von zahlreichen technischen Indikatoren, deren Wert nie überzeugend nachgewiesen werden konnte, als auch von jenen statistischen Anomalien, die zwar durch den Einsatz massiver Rechenkapazitäten aufgespürt wurden, die sich nach ihrer Entdeckung jedoch rasch wieder verflüchtigten.

Das Konzept

punkt ist ein Universum zu betrachtender Titel. Für jeden dieser Titel wird das Momentum über eine 27-wöchige Formationsperiode als sog. Relative Stärke-Koeffizient nach Levy (RSL bzw. RSK) ermittelt: Wochenschlusskurs / (Gleitender Durchschnitt der letzten 27 Wochenschlusskurse). Relativ wird die Sache dadurch, dass die Titel entsprechend den RSKs in absteigender Reihenfolge sortiert und anschließend mit Rangziffern versehen werden. Dabei erhält der Titel mit dem größten Momentum die Rangziffer 1. Investiert wird lediglich in Titel, die sich in den obersten 5% der Ränge befinden, während Titel, die auf einen sog. Cast-out-Rang ab-

Zur Erinnerung noch einmal stichpunktartig das Konzept: Ausgangs-

Relativität...

Die Philosophie hinter diesem Ansatz besteht aus den beiden namensgebenden Elementen: "Relativität" und "Stärke". Beginnen wir mit der Relativität: Grundsätzlich stellt die Relative Stärke lediglich vergleichende Betrachtungen hinsichtlich eines Kriteriums, hier des Momentums, an; eine Betrachtungsweise, die nebenbei dem realen Anlageprozess recht nahe kommt: Denn ob wir Aktie A, Aktie B oder Cash vorziehen, hängt von der wahrgenommenen relativen Attraktivität der

rutschen (die unteren 30% des Universums), zu verkaufen sind.

Alternativen zum Zeitpunkt der Entscheidung ab; dass dabei Cash regelmäßig als absolute und stabile Größe wahrgenommen wird, hat vor allem mit unseren Sehgewohnheiten zu tun. Auch Heimatwährungen schwanken im täglichen Spiel der Kräfte, und ihre Verwendung als Maßeinheit ist keineswegs zwingend (vgl. Abb. 1). Auf die Rangziffern der einzelnen Titel hat der benutzte Wertmaßstab ohnehin keinen Einfluss, vorausgesetzt, er wird für alle Titel des Universums einheitlich angewendet.

...und Stärke

Damit sind wir beim Element "Stärke": Das Bessere ist bekanntlich der Feind des Guten. Genau nach diesem Leitspruch wählt Levy seine Kaufkandidaten aus. Nur die Besten qualifizieren sich für die Depotaufnahme, wobei die "Besten" schlicht diejenigen mit dem höchsten Momentum sind. Aus der Alltagserfahrung heraus bereitet der Kauf dieser Besten aber in mehrfacher Hinsicht Unbehagen: Die Idee, teuer statt billig zu kaufen, kommt uns im Alltag allenfalls in Ausnahmesituationen, etwa wenn wir in Erwartung weiterer Preissteigerungen auch zu unbehaglich hohen Preisen Benzin oder Lebensmittel "hamstern", in den Sinn. Ansonsten regieren für den Verbraucher das Schnäppchen und der Rabatt, denn "wir hassen teuer". Es bedarf daher einer gewissen Überwindung, bewusst teuer zu kaufen, alleine im Vertrauen darauf, spä-



Goldpreis verdoppelt (in EUR) oder verdreifacht (in USD)? Auch die Preiswahrheit ist relativ.



ter noch teurer verkaufen zu können. Das häufig zu hörende Lamento über die Trägheit der Relativen Stärke und die späten Signale hat auch etwas mit diesem Unbehagen über hohe Kaufpreise zu tun. Es verkennt aber, dass es gerade diese Trägheit ist, die eine ganz wesentliche Filterfunktion ausübt, indem die überwiegende Mehrzahl der Titel die Schwelle zum Spitzenbereich gar nicht erst überschreiten wird. Dieser Filter hat jedoch seinen Preis, sowohl beim Kauf als auch beim Verkauf, der erst dann vollzogen wird, wenn ein Titel bereits echte Relative Schwäche aufweist. Für diejenigen, die bereit sind, diesen Preis zu zahlen, steigt aber andererseits die Chance, an großen Trends teilhaben zu können. Ein zusätzlicher Grund für das Unbehagen bei der Anwendung der Relativen Stärke dürfte auch darin bestehen, dass Levy den Marktteilnehmer zum reinen Mitläufer degradiert, der lediglich nachvollzieht, was andere bereits vorgegeben haben eine schlimme Kränkung für das Ego mancher "Börsenhelden"...

Trendkontinuität und Zyklen

Warum aber funktioniert die "Relative Stärke"? Das Zauberwort heißt Trendkontinuität. Trends, so die Beobachtung, haben häufig die Eigenschaft, sehr viel länger anzuhalten und weiter zu tragen, als man sich das im Frühstadium vorstellen kann. Obwohl der Trend das sinnstiftende Element bei der Begründung der Technischen Analyse war, befriedigend erklärbar sind insbesondere langjährige Trends alleine aus dem Blickwinkel der Technischen Analyse nicht. Ursächlich sind vielmehr Verschiebungen des Angebots- und Nachfrageverhaltens, deren Motivation regelmäßig erst in der Rückschau verstanden wird. Für den Anwender genügt jedoch die Feststellung, dass derartige Trends existieren und dass die Relative Stärke einen Hinweis auf das Vorliegen solcher Trends gibt. Ohne das Phänomen "Trendkontinuität" wäre es tatsächlich vollkommen sinnlos, teuer zu kaufen.

Die Mehrzahl der Aktien weist aber nicht nur eine Trendkomponente auf, sondern auch mehr oder weniger ausgeprägte Zyklen. Betrachtet man unterschiedliche Zeitebenen, so existiert beides regelmäßig sogar nebeneinander. Verwendet man die Relative Stärke nicht nur für die Auswahl der Titel, sondern auch für das Timing, dann besteht allerdings die Gefahr, dass man immer dann auf der Kaufseite steht, wenn ein Titel im Zuge eines zyklischen Gipfels in die Kaufränge gerät, ohne in der Folge einen Aufwärtstrend auszubilden (s. u.). Diese Gefahr ist umso größer, je volatiler ein Titel im Vergleich zum restlichen Universum ist.

Das "Kleingedruckte"

Obwohl die Relative Stärke also über viele Jahrzehnte per Saldo eine Überperformance erbrachte, ist auch sie kein Allheilmittel. So gab es teilweise mehrjährige Perioden, in denen die erwartete Überperformance ausblieb. Nur wenige Anwender werden in der Lage sein, derartige Durststrecken durchzustehen und auch weiterhin voller Vertrauen jedes Kaufsignal umzusetzen. Die aktuelle Popularität des Themas ist nicht zuletzt Ergebnis der jahrelangen Aufwärtstrends an den Aktienmärkten, die ein geradezu ideales Umfeld für diesen Ansatz dargestellt haben...

Marktphasen

Tatsächlich ist die Überperformance der Relativen Stärke eng mit der Dominanz von Aufwärtsbewegungen in den untersuchten Aktienmärkten verbunden. Diese Dominanz ist keineswegs zufällig: Be-

reits die Notierung realer Werte in einer sich durch die Jahrzehnte schleichend entwertenden nominalen Währung bildet eine gute Voraussetzung für einen aufwärts gerichteten Basistrend jener realen Werte. Zudem werden die repräsentativen Indizes regelmäßig in der Form angepasst, dass die Erfolglosen zugunsten der Erfolgreichen ausgetauscht werden; ein Verfahren, das dem der Relativen Stärke in den Grundzügen sogar ähnelt. Dennoch kommt es nach allfälligen Übertreibungen immer wieder zu Topbildungen mit anschließenden Baissephasen, oder aber zu direkten Abstürzen. Während in Topbildungen tendenziell noch die stärksten Gruppen herausgefiltert werden, bilden sich aufgrund der beschleunigten Titelrotation jedoch nur noch in Ausnahmefällen jene langen Trends, die für das Funktionieren der Relativen Stärke benötigt werden – es regiert die Zyklik. Erst recht lässt die Baisse keine Gewinne nach dieser Methode erwarten: Nicht nur dass die größten Gewinner einer vorangegangenen Hausse schon am Beginn einer Baisse häufig die ärgsten Abschläge hinnehmen müssen, auch die sporadisch aufkeimenden Bärenmarktrallyes geben in der Regel Fehlsignale, da sich die kurzfristige Stärke rasch wieder verflüchtigt. Erst mit dem Nachlassen des Abwärtsdrucks beginnt sich dann erneut die Spreu vom Weizen zu trennen (vgl. Abb. 2).

Saisonale Anomalien

Auf eine weitere Besonderheit weist unser Gesprächspartner Klaus Sers hin (vgl. Interview): Trends an den Aktienmärkten neigen dazu, sich insbesondere zum Jahresultimo noch einmal zu verstärken. Dieser Effekt wird u. a. durch institutionelle Marktteilnehmer ausgelöst, die in ihren Schlussbilanzen gerne jene Märkte vorweisen, die besonders gut gelaufen sind, während sie diejenigen aus den Portfolios verbannen, die enttäuscht haben. Zusätzlich können auch steuerliche Aspekte die vorhandenen Trends zum Jahresende noch einmal verstärken. Nach dem Ultimo fallen diese künstlichen Einflüsse jedoch weg, weshalb insbesondere nach extremen Beschleunigungen zum Jahresende hin nicht blind auf eine Fortsetzung dieser Trends vertraut werden sollte.

Aufbauarbeit - das Universum

Ein zentraler Punkt bei der Anwendung der Relativen Stärke ist die Wahl eines geeigneten Universums. Grundsätzlich ist darauf zu achten, dass es eine ausreichende Anzahl an Titeln enthält, und dass diese wiederum ausreichend liquide sind. Titel ohne lebhafte Umsätze neigen zu erratischen Kursbewegungen und generieren



Obwohl Infineon mehrfach Kaufränge innerhalb des DAX-Universums erreichte (grüne Balken), blieben die erhofften Kurssteigerungen aus – die Baisse war stärker.

"Es ist sinnvoll, nicht auf jede Kleinigkeit zu reagieren"

Smart Investor im Gespräch mit Klaus Sers, Head of Multi Asset Portfolio Management bei Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH, über das Konzept der Relativen Stärke und seinen Umgang damit

Smart Investor: Das Konzept der Relativen Stärke ist knapp 40 Jahre alt. Funktioniert es auch heute noch?

Sers: Ja, es funktioniert auch heute noch – natürlich auch mal schlechter und speziell in hoch volatilen Marktphasen überhaupt nicht. Aber grundsätzlich ist das Phänomen sehr profitabel und über weite Strecken feststellbar.

Smart Investor: Haben Sie eine Idee, warum solche Momentumsansätze funktionieren?

Sers: Das ist schwer zu beantworten. Man kann sicher mit dem Anlegerverhalten dahinter argumentieren, das sich langfristig nicht ändert. Dazu kommen Effekte, wie das Window Dressing – speziell zum Ende des vierten Quartals ist der Druck auf Fondsmanager entsprechend groß, noch auf bestehende Trends aufzuspringen und die Märkte im Portfolio zu haben, die schon im bisherigen Jahresverlauf eine gute Performance hingelegt haben.

Smart Investor: Was aber auch heißt, dass dieser künstliche Ultimoeffekt zum Jahresanfang dann erst einmal wegfällt...

Sers: Genau. Speziell zum Jahresanfang muss man mit Märkten aufpassen, die extrem gestiegen sind. Ich denke da zum Beispiel an China oder Indien. In China hatten wir auch letztes Jahr den Effekt, dass diese Window Dressing-Aktivitäten zum Teil zurückgeführt wurden. Manchmal taucht das aber auch etwas später, zwischen dem ersten und zweiten Quartal auf.

Smart Investor: Das ursprüngliche Konzept von Levy sieht vor, dass man wartet, bis die Titel auf den Kaufrängen sind, aber viel Performance wird ja auch schon auf dem Weg dorthin gemacht... Sers: Kann passieren, muss aber nicht. Da Levy mit einem 27-Wochen-Durchschnitt vergleicht, reagiert die RSK sehr schnell, und der Wert wandert entsprechend nach oben, wenn sich etwas tut. Das ist natürlich jedem selbst überlassen, aber wir bevorzugen tatsächlich die Märkte, die schon relativ weit oben sind.

Smart Investor: Also nur die Kaufränge?

Sers: Falls man stur immer nur die Besten nimmt, kann man aufgrund der hohen Korrelation ein sehr hohes Risiko im Portfolio haben. Wir ergänzen daher auch gerne um Märkte, die vielleicht nicht ganz oben sind, aber ein Diversifikationspotenzial liefern. Im Mittelfeld wären das im Moment z. B. Versorger, Energie oder Osteuropa...

Smart Investor: Ist eigentlich die 27-Wochen-Formationsperiode heute noch ein sinnvoller Wert?

Sers: Es ist nach wie vor so, dass die mittleren bis längeren Formationsperioden die erfolgreicheren sind. Bei den kürzeren wird man oft hin und her geschaukelt. Auch in einer aktuellen Ausarbeitung, die mir vorliegt, wurden im Ergebnis 6- bis 9-monatige Formationsperioden empfohlen.

Smart Investor: Apropos Empfehlungen: Fallen Ihnen sinnvolle Ergänzungen zum Konzept der Relativen Stärke ein?

Sers: Man hat da eine Vielzahl an Möglichkeiten. Gang und Gäbe ist, dass quantitative Modelle fundamentale Bewertung und Momentum kombinieren, um Titel zu wählen, die sowohl billig sind als auch eine gewisse Aufwärtsdynamik aufweisen.



Klaus Sers, Diplom-Kaufmann, Jahrgang 1961, blickt auf fast 20 Jahre Berufserfahrung im Investmentgeschäft zurück. Heute verantwortet er als Head of Multi Asset Portfolio Management den Bereich Asset Allocation bei Pioneer Investments in München.

Smart Investor: Nun zur dunklen Seite: Selbst Gewinner bleiben nicht immer Gewinner. Warten Sie, bis die klassischen Cast-out-Ränge erreicht werden?

Sers: Unser Prozess ist da etwas anders, weil wir zwar ein Ranking aus fundamentalen Daten und Momentum erstellen, dann aber mit Hilfe eines Portfolio-Optimierers entscheiden, ob ein Markt noch ins Portfolio passt. Nach unserer Erfahrung ist es aber sinnvoll, nicht auf jede Kleinigkeit zu reagieren, sondern erst dann, wenn der Markt oder die Aktie unter einen gewissen Cast-out-Rang fällt. Wir verkaufen einen Markt in der Regel erst dann, wenn er nicht mehr zu den 50% Besten zählt, geben ihm aber ansonsten Luft zum Atmen.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Ralph Malisch

unnötig Fehlsignale. Basieren die Entscheidungen dagegen auf einem zu kleinen Universum, ist nicht nur die Aussage der Relativen Stärke vor dem Hintergrund der wenigen Vergleichstitel eingeschränkt, es qualifizieren sich dann auch zu wenige Titel, um eine ausreichende Streuung im Portfolio darzustellen.

Relative Stärke-Koeffizienten (RSK) vs. Rangziffern

Schon in unserer ersten Ausarbeitung hatten wir Kritik an der Praxis geübt, die RSKs in Rangziffern umzuformen. Dennoch haben wir uns seinerzeit entschieden, unsere Tabelle - entsprechend der üblichen Praxis in dieser Form aufzubereiten. Die kritisierte Umformung bedeutet aber vor allem eines -Informationsverlust: Neben der Abstandsinformation zwischen den Rängen, die im Ursprungsartikel ausführlich beschrieben wurde ("Untertassenformation")

		RS	RS	RS	RS	RS	RS
Index	Land	16.11.	19.10.	21.09.	17.08.	20.07.	22.06
Sensex	Indien	1	5		4	6	
Rohöl		2	3	- 3	2	- 5	7
H Shares	China	- 8	1	1	3		2
Hang Seng	HK		2	4	12	- 45	- 11
Merval	Arg	5	7	13		9	78
RTX	Rus	6	8	- 11	14	13	23
Gold		7	113	9	9	22	
HUI*	USA			5	24	16	22
BEX 35	E	9	15	201	15	- 18	- 10
Silber		10	19	20	22	- 8	25
REXP 10 *	D	11	18	17.	5	25	- 31
TecDAX	0	12:	10	15	18.	18	8
All Ord.	Aus	12	11	16	28		
KOSPI	Korea	18	- 18	7		2	3
S.E.T.	Thai	15	9	19.		1	4
DAX	D	16	18	FOREST	11	- 01	
PTX	Polen	187	14	8	- 18	7	12
Shenzhen A	China	181	- 8.	17.8	1		1
NASDAQ 100	USA	19	14	N. Pal	8	15	15
SMI	CH	20	- 10	100	17	- 10	- 24
CAC 40	F	21	22	25	201	- 18	- N
FTSE 100	GB	100	20	- B	28	100	17
MDAX	D	- 20	21	280	38	- 14	- 18
DJIA 30	USA	24	19	18	10	10	- 18
S&P 500	USA	25	78	CONT.	13	101	- 18
Nikkei 225	J	18	25	18	18		21

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

men. So enthält das Levy-System als reines Auswahlsystem beispielsweise keine explizite Timing-Komponente. Das Timing erfolgt praktisch "en passant" im Rahmen der Auswahl. Die Ergänzung um eine einfache Trendbetrachtung kann bereits Anhaltspunkte für das Timing liefern. Derartige Ergänzungen sollten jedoch so behutsam durchgeführt werden, dass sie die ursprüngliche Funktionsweise, insbesondere die Filterfunktion, nicht beschädigen, und den Bestandstiteln dennoch die nötige Luft zum Atmen lassen. Unser Gastautor Jörg Scherer, der mit seiner Arbeit über die Relative Stärke den diesjährigen VTAD-Award gewann, schlägt in seinem Beitrag Ergänzungen des Konzepts der Relativen Stärke vor, die sich genau mit dieser Timing-Problematik befassen ("Selektion und Timing").

und Verbesserungen vorzuneh-

Weit verbreitet ist auch die Er-

gänzung um fundamentale Kriterien. James P. O'Shaughnessy dürfte in diesem Bereich die bekannteste Arbeit vorgelegt haben, in der er nachweist, dass die Paarung der Relativen Stärke mit Value-Kriterien in der Vergangenheit einer reinen Momentumstrategie deutlich überlegen war.

Timing und Fundamentales

denz des betrachteten Universums.

Natürlich ist die Versuchung groß, an einem Konzept, das zwar gut funktioniert, aber auch offensichtliche Schwächen hat, Ergänzungen

geht auch die Information zur Standortbestimmung verloren:

Rang 1 eines Universums kann sowohl einem sehr positiven,

einem unauffälligen, oder im Extremfall sogar einem negativen

Momentum entsprechen. Schließlich eignen sich die RSKs wesent-

lich besser für weiterführende Analysen; der Median der RSKs

erlaubt beispielsweise eine unmittelbare Aussage zur groben Ten-



Entwicklung des indischen Sensex und seiner Rangziffer (rote Linie; unten) innerhalb unserer Relative Stärke-Tabelle seit Anfang 2004 (s. oben).

Relative Stärke-Tabelle

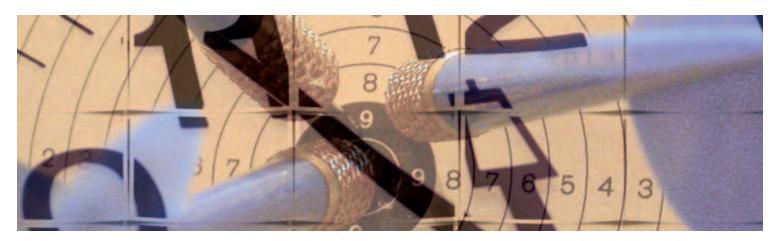
Seit der Erstausgabe des Smart Investor führen wir eine Relative Stärke-Tabelle, die Anhaltspunkte für das Momentum ausgewählter Indizes und Rohstoffe liefert. Wesentlich bei einer solchen länderübergreifenden Zusammenstellung ist, dass die einzelnen Titel in die gleiche Währung umgerechnet werden, damit man auch tatsächlich das misst, was man zu messen vorgibt, also echte Vergleichbarkeit erzielt. Die Tabelle gibt einen monatlichen Überblick, welche Märkte mittelfristiges Momentum (27-wöchige Formationsperiode) aufweisen, entwickeln, oder aber verlieren. Aufgrund der Bedeutung des Themas werden wir der Relativen Stärke künftig wieder eine eigene Rubrik widmen. In Abb. 3 ist die Entwicklung des derzeitigen Spitzenreiters, des indischen Sensex, zusammen mit der Entwicklung seiner Rangziffer dargestellt.

Fazit

Die Relative Stärke ist ein Konzept der Aktienauswahl, dessen langfristige Wirksamkeit durch Studien über unterschiedliche Zeiträume und Märkte bestätigt wurde. Schon als Basiskonzept brauchbar, kann es durch behutsame Ergänzungen im Bereich fundamentaler und technischer Indikatoren noch sinnvoll ergänzt werden. Aber: Auch die Relative Stärke hat ihre Grenzen. Dort, wo sich keine langen Aufwärtstrends herausbilden, versagt sie.

Ralph Malisch





PRINZIPIEN DES MARKTES / TITELSTORY

Selektion und Timing

Das Konzept der Relativen Stärke als Basis für systematische Handelsmodelle

Gastbeitrag von Jörg Scherer, Technischer Analyst bei HSBC Trinkaus ₹ Burkhardt

Wer kennt sie nicht, die Fallen der menschlichen Psyche: Wir wollen Recht haben, unser Ego befriedigt wissen, führen mentale Konten in unserem Kopf und unterliegen einem signifikanten Home Bias. Um den Faktor Mensch bei Anlageentscheidungen auszuschalten, wird deshalb ein systematisches Vorgehen häufig als Schlüssel zu einem profitablen Handeln an den Finanzmärkten angesehen. Analysiert man darüber hinaus die Strategien erfolgreicher Trader, so fällt auf, dass deren Handelssysteme häufig Trend folgenden Charakter besitzen. Einen hervorragenden Weg, beide Bedingungen miteinander zu kombinieren, stellen die beiden systematischen Handelsmodelle dar, die im Folgenden vorgestellt werden sollen. Das theoretische Fundament für beide Strategien bildet dabei das von Robert A. Levy entwickelte Konzept der Relativen Stärke, dessen Wirksamkeit inzwischen durch die Ergebnisse einer ganzen Reihe von Studien während unterschiedlicher Testzeiträume und auf unterschiedlichen Märkten unter Beweis gestellt wurde.

Die "mathematische" Variante

Als ein Hauptkritikpunkt gegenüber dem Ursprungskonzept von Levy gilt die Tatsache, dass Aktien bereits einen markanten Kursanstieg vollzogen haben müssen, bevor sie aufgrund ihres RS-Koeffizienten als Investmentkandidaten identifiziert werden. Damit ist es denkbar, dass Aktien nur aufgrund ihrer guten Wertentwicklung in der länger zurückliegenden Historie selektiert werden, während diese Titel in der jüngeren Vergangenheit bereits zur Schwäche neigen. Dieses Manko soll durch die Ermittlung der Relativen Stärke-Rangliste über verschiedene Betrachtungszeiträume ausgemerzt werden. Zunächst wird die Rangfolge der RS-Kennziffern aller DAX-Titel über dem von Levy verwendeten Zeitraum von 27 Wochen berechnet. In einem zweiten Schritt wird analog für einen kürzeren Zeithorizont von neun Wochen verfahren. Nur wenn eine Aktie nach beiden RS-Listen zu den fünf "relativ stärksten" Papieren des DAX gehört, wird in diese Titel investiert. Das Depot eines Investors, der diese Strategie umsetzt, setzt sich also aus maximal 5 DAX-Papieren zusammen. Der andere Extremfall, dass keine Aktie beide Bedingungen erfüllt, ist zwar theoretisch denkbar, kam aber während des von uns untersuchten Testzeitraums von Juli 2000 bis August 2007 nicht ein einziges Mal vor. Dennoch gab es Phasen, in denen weniger als drei Aktien selektiert wurden. Um in diesen Phasen nicht ein zu hohes Risiko einzugehen und von der Entwicklung einer oder zwei Aktien abzuhängen, wird in diesem Fall das eingesetzte Kapital limitiert. Das Tradingkapital, das normalerweise zu gleichen Teilen auf die selektierten Aktien verteilt wird, wird dann nur zu einem bzw. zwei



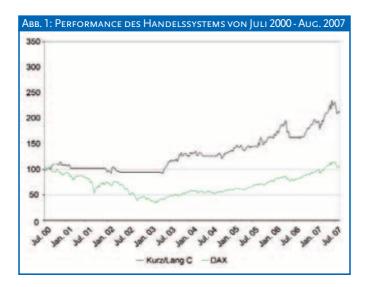
Jörg Scherer (Diplom-Kaufmann; Certified Financial Technician) ist Technischer Analyst bei HSBC Trinkaus & Burkhardt in Düsseldorf. Er ist regelmäßiger Interviewpartner für Presse, Funk und Fernsehen. Er ist Mitglied in der Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands (VTAD) und gewann mit seiner Facharbeit zum Thema "Relative Stärke" den VTAD-Award 2007. Kontakt: joerg.scherer@hsbctrinkaus.de

Dritteln investiert. In der konkreten Umsetzung bedeutet dies, dass nur 33% des Tradingkapitals in einen Titel investiert werden, wenn nur dieser nach beiden RS-Ranglisten in den Top 5 zu finden ist. Erfüllen zwei DAX-Aktien beide Investitionsbedingungen, werden jeweils 33% des zur Verfügung stehenden Kapitals eingesetzt, während der Rest jeweils als Cash gehalten wird. Die auf diese Weise ausgewählten Aktien verbleiben so lange im Portfolio, wie keines der selektierten Papiere – gemes-

sen an der RS-Liste der letzten 27 Wochen – aus der Top 20 der relativ stärksten DAX-Titel fällt. Gehört eine Aktie demnach nicht mehr zu den 20 relativ stärksten Aktien, erfolgt eine Reallokation des Portfolios. Dann wird neu analysiert, welche Titel nach beiden RS-Ranglisten zu den Top 5 gehören. Ggf. werden alle ursprünglich selektierten Titel ausgetauscht. Dabei erfolgt ein "Rebalancing" des Portfolios, indem das Gesamtkapital wieder zu gleichen Teilen auf die neu identifizierten Investmentkandidaten verteilt wird. Erste Anlegerpflicht muss es immer sein, das zur Verfügung stehende Kapital zu erhalten. Dies führt zusammen mit der Tatsache, dass das Konzept der Relativen Stärke in starken Baissephasen wenig zielführend ist, zur letzten Investitionsbedingung: Zunächst wird der Durchschnitt aller RS-Werte der letzten 27 Wochen ermittelt. Anschließend wird eine 3-Wochen-Glättung des so ermittelten Durchschnitts berechnet. Nur wenn dieser Wert größer 1 ist, wird von einem Aufwärtstrend ausgegangen. Da es sich bei der vorgestellten Systematik um eine "Long-only"-Strategie handelt, ist nur dann von einem günstigen Investitionsumfeld für das Konzept der Relativen Stärke auszugehen. Liegt die 3-Wochen-Glättung dagegen unter einem Wert von 1, wird nicht investiert.

Die Selektionskriterien im Überblick

- Auf Basis der Schlusskurse der letzten 27 Wochen wird der Durchschnitt aller RS-Koeffizienten der 30 DAX-Titel ermittelt.
- Der auf diese Weise berechnete Wert wird nochmals über einen Zeitraum von drei Wochen geglättet.
- ◆ Liegt dieser gleitende Durchschnitt über 1, erfolgt eine Investition. Ansonsten wird zu 100% Cash gehalten.
- ◆ Im positiven Fall wird zu gleichen Teilen in die DAX-Aktien investiert, die gemäß den RS-Listen der letzten 27 Wochen und der letzten 9 Wochen zu den 5 "relativ stärksten" Aktien des DAX gehören.
- ◆ Eine Anpassung des Portfolios erfolgt, wenn ein selektierter Titel – gemessen an der RS-Liste der letzten 27 Wochen – nicht mehr zu den 20 besten Aktien gehört.



Die Grafik verdeutlicht die Outperformance der vorgestellten Strategie im Zeitraum von Juli 2000 bis August 2007 im Vergleich zum DAX. Während die deutschen Standardwerte im betrachteten Zeitraum lediglich um knapp 5% zulegen konnten,

ließ sich mit der "kurz/lang-RS-Strategie" eine Performance von knapp 113% erzielen. Phasen, in denen die Equitykurve der Strategie als horizontale Linie dargestellt ist, bilden Zeiträume ab, in denen nicht investiert, sondern 100% Cash gehalten wurde. Bei der Performanceberechnung wurden Transaktionskosten von 0,2% berücksichtigt. Dagegen wurde auf eine Einbeziehung von Dividenden oder eine Verzinsung in den Cashphasen verzichtet, so dass das tatsächliche Ergebnis noch besser ausfallen dürfte.

Die "visuelle" Variante

Wem das vorgestellte Handelsmodell zu "mathematisch" ist bzw. wer eher der "visuelle" Chartinvestor ist, dem kann das Konzept der Relativen Stärke ebenfalls einen echten Mehrwert liefern, denn es eignet sich hervorragend, um mit klassischen Chartformationen kombiniert zu werden. Da es sich bei dem Konzept der Relativen Stärke um eine Trend folgende Strategie handelt, sind hierfür Trend bestätigende Chartmuster – wie z. B. Flaggen, Rechtecke, Dreiecke etc. – besonders geeignet. Die RS-Rangliste der letzten 27 Wochen dient bei einem Ausbruch aus einer Trend bestätigenden Formation als zusätzlicher Filter, der die Signalqualität des Ausbruchs deutlich erhöht. Die entsprechende Handelsregel könnte also lauten: "Handele einen Ausbruch aus einer Konsolidierungsformation nur, wenn zum Zeitpunkt des Ausbruchs der Titel zu den z. B. 20% der relativ stärksten Aktien eines Auswahlindex gehört."



Das Beispiel zeigt zwei mögliche Einstiegszeitpunkte in die VW-Aktie im Verlauf des Jahres 2007. Aber auch diese Strategie muss zwingend mit einem entsprechenden Money Management versehen werden.

Kritische Würdigung

Die beiden vorgestellten Strategien verdeutlichen, dass die Ideen Levys auch 40 Jahre nach deren ursprünglicher Veröffentlichung nichts von ihrem Charme eingebüßt haben. Dabei bieten die präsentierten Strategien dem Anleger eine gute Möglichkeit, Trends für ihre Zwecke zu nutzen. Schließlich bestehen Trends häufig sehr viel länger, als wir es uns vorstellen können. Bei Anwendung der beiden Handelsmodelle schlägt uns auch die menschliche Psyche nicht mehr so leicht ein Schnippchen.

ı

DERIVATE

Hongkong

Gewinne mit Chinas Tor zur Welt



Wie in einem Märchen aus "Tausendundeine Nacht" konnten sich die Anleger wähnen, die beim Börsengang der Internethandelsplattform Alibaba.com dabei waren. Gewinne von 200% konnten die Erstzeichner am ersten Handelstag an der Hongkonger Börse für sich verbuchen. Gründe für einen andauernden Boom des Marktes – auch abseits hochspekulativer Inter-

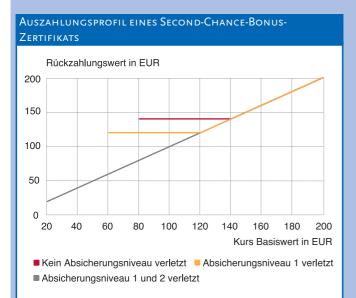


netwerte – gibt es durchaus. So gilt Hongkong als ein Tor Chinas zum Rest der Welt und damit als ein Profiteur von chinesischen Exporten (s. auch Seite 6). Darüber hinaus hat die chinesische Regierung einheimischen Anlegern die Möglichkeit in Aussicht gestellt, neben den Börsen in Shanghai und Shenzhen auch in Hongkong investieren zu können, was zu einem zusätzlichen Kapitalfluss führen sollte.

NEUEMISSIONEN

Zypern-Index

Ein Index-Zertifikat auf zypriotische Aktien emittierte vergangenen Monat die ABN Amro. Das Papier (WKN: AA0 ZYP) bezieht sich auf den Dow Jones Cyprus Titans 10 TR Index, der die zehn größten Werte des Landes vereint. Zweifellos hat die zypriotische Regierung in den vergangenen Jahren ihre Hausaufgaben gemacht, um durch Senkung der Neuverschuldung und Inflation das Land fit für die Einführung des Euros im kommenden Januar zu machen. Voraussichtlich wird die Gemeinschaftswährung der Wirtschaft Zyperns weiteren Auftrieb verleihen. Ein Nachteil der Indexzusammenstellung besteht allerdings darin, dass die drei Schwergewichte Hellenic Bank, Bank of Cyprus und Marfin Popular Bank fast 60% des Index ausmachen. Darüber hinaus finden sich noch weitere zwei Finanzdienstleister im Index. Weitere Aktien kommen aus den Bereichen Konsumgüter, Baustoffe und Reederei. Für die halbjährliche Überprüfung des Index fällt eine jährliche Managementgebühr in Höhe von 1% an.



Quelle: Goldman Sachs

Safer investieren

Von der Commerzbank kommt ein breites Angebot an Safe-Zertifikaten auf Blue Chips aus den USA wie Altria, Citigroup, General Electric und Pfizer. Grundprinzip der Safe-Zertifikate ist eine zum Laufzeitende garantierte Mindestrückzahlung. Im Unterschied zu Bonuszertifikaten sind während der Laufzeit keine Barrieren zu beachten, d. h. die Kursentwicklung des Basiswertes während der Laufzeit ist unerheblich für die Rückzahlung des Zertifikats bei Fälligkeit. Das Safe-Zertifikat auf Intel (WKN: CB7 XLL) beispielsweise läuft bis zum 29.12.2009. Der Basispreis liegt bei 28 USD. Wenn die Aktie zum Laufzeitende auf oder über 28 USD liegt, bekommt der Anleger die Aktie eingebucht. Falls die Aktie darunter liegt, werden 28 USD ausgezahlt. Das Währungsrisiko ist nicht abgesichert.

Zweite Chance

Eine zweite Chance ermöglicht eine neue Generation von Bonuszertifikaten, die Goldman Sachs begeben hat. Im Unterschied zu traditionellen Bonuszertifikaten, bei denen der Bonusmechanismus deaktiviert wird, wenn die Aktie eine bei Emission definierte Barriere verletzt, gibt es bei den Second-Chance-Bonus-Zertifikaten eine zweite Gelegenheit, eine Bonuszahlung zu bekommen. Die Zertifikate werden deshalb mit zwei Barrieren und zwei Bonusniveaus ausgestattet. Das Second-Chance-Bonus-Zertifikat auf die Deutsche Telekom (WKN: GS0 S2L) ist beispielsweise mit einer ersten Barriere bei 10 EUR und einem Bonusbetrag von 16 EUR ausgestattet. Falls die Aktie während der Laufzeit des Zertifikats bis zum 19. Juni 2009 die Schwelle von 10 EUR berührt, verfällt der höhere Bonusbetrag und es wird automatisch die zweite Barriere bei 8 EUR aktiviert. Falls diese Barriere hält, bekommt der Anleger zum Laufzeitende mindestens den Bonusbetrag von 13 EUR ausbezahlt. Die Second-Chance-Bonus-Zertifikate weisen keine Kursobergrenze auf. Falls die Telekom-Aktie richtig durchstartet und zum Laufzeitende über den jeweiligen aktuellen Bonusbeträgen notiert, ist der Inhaber des Zertifikats bei Kursgewinnen unbegrenzt dabei.



Investieren in Indizes

Nicht nur Einzelaktien bringen Anlegern in Hongkong Freude. Auch die Entwicklung des Leitindex Hang Seng, der die vierzig wichtigsten Hongkong-Aktien vereint, kann sich mit einer Steigerung von über 40% seit Jahresbeginn sehen lassen. Für Indexinvestments in Hongkong bieten sich Zertifikate an, die dem Anleger die Möglichkeit geben, an der Entwicklung des Basiswertes 1:1 zu partizipieren. Das ist mit dem währungsgeschützten Hang Seng-Index-Zertifikat der Commerzbank (WKN: CB6 JFR) möglich. Zur Umgehung des Risikos der Emittentenbonität, das bei Zertifikaten immer besteht, kann als Alternative der Lyxor ETF Hongkong HSI (WKN: LYX 0A7) gewählt werden. Das Fondsvermögen des Indexfonds ist ein Sondervermögen und somit nicht abhängig von der Zahlungsfähigkeit des Emittenten. Aber auch für Pessimisten gibt es passende Produkte. So lassen sich sinkende Kurse beim Hang Seng-Index mit einem Knock-out-Put der Deutschen Bank (WKN: DB1 Y79) gehebelt in Gewinne verwandeln. Die Knock-out-Schwelle liegt bei diesem Papier zurzeit (15.11.) bei 37.030 Indexpunkten. Der Index notiert gegenwärtig bei 28.751,21 Punkten.

Bonus oder Outperformance?

Stark gestiegene Märkte sind naturgemäß anfällig für Korrekturen. Die bei Anlegern beliebten Bonus-Zertifikate sind des-

halb für den Markt in Hongkong weniger geeignet. Barrieren von 25-30%, die in den europäischen Märkten ausreichend Schutz bieten, können in volatileren Märkten wie Hongkong bei einer Korrektur schnell gerissen werden. Zwar bietet die Commerzbank beispielsweise auf den Hongkonger Öl- und Gaskonzern CNOOC Bonus-Zertifikate mit einer Laufzeit bis Dezember 2008 und Juni 2009, doch erscheint selbst der maximal erhältliche Risikopuffer zur Barriere mit ca. 30% zu gering, da bei einem Berühren der Barriere die Chance auf den Bonus unwiderruflich verloren geht. Für Investoren, die weiter auf eine Hausse in Hongkong setzen, sind Outperformance-Zertifikate geeignetere Instrumente. Das Outperformance-Zertifikat der ABN Amro auf CNOOC mit Fälligkeit am 30.09.2008 (WKN: AA0 AHU) weist einen Basispreis von 6,40 Hongkong-Dollar (HKD) auf. Aktuell notiert die Aktie bei 13,36 HKD. Kursgewinne der Aktie werden oberhalb des Basispreises mit dem Faktor 1,3 gehebelt. Zum Laufzeitende wird zur Ermittlung des Auszahlungsprofils zunächst die Differenz zwischen Aktienschlusskurs und Basispreis berechnet. Das Ergebnis wird mit 1,3 multipliziert und dann zum Basispreis addiert. Bei unserem Beispiel läge die Auszahlung - vorausgesetzt der aktuelle Kurs der Aktie wäre auch der Schlusskurs zum Laufzeitende des Zertifikats – bei 15,45 HKD. Bei Kursen unterhalb des Basispreises entwickelt sich das Zertifikat wie die Aktie, d. h. der Hebel wirkt nur in die vom Anleger gewünschte Richtung.

Christian Bayer



Europas Kapitalmarktzugang für REIT-Unternehmen

Sie möchten sich als REIT positionieren und Kapital über die Börse aufnehmen? Wir haben den maßgeschneiderten Kapitalmarktzugang für Ihren Börsengang und ein neues REITs-Listing- und -Handelssegment eingerichtet.

Visibilität – Mit der Teilnahme im Deutsche Börse REITs-Segment eröffnen sich Ihnen einmalige Positionierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt. Sie signalisieren Investoren und Analysten die Zugehörigkeit zur Assetklasse REITs und profitieren so von einer erhöhten Aufmerksamkeit.

Transparenz – Das Deutsche Börse REITs-Segment baut auf bekannten Prozessen und etablierten Transparenzlevels auf. Mit Prime Standard, General Standard und Entry Standard bieten wir Ihnen unterschiedliche Kapitalmarktzugänge, die auf Ihre individuellen Bedürfnisse als REIT-Unternehmen zugeschnitten sind.

www.deutsche-boerse.com/reits



FONDS: INSIDE

Jenseits von Gier und Angst

Das Erfolgsrezept quantitativ gemanagter Fonds

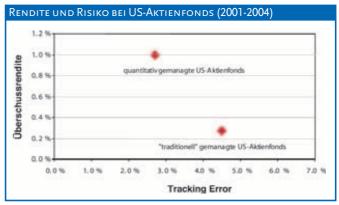
Friedhelm Busch, Veteran der Börsenberichterstattung im TV, hat es immer wieder in seinen grau melierten Bart gepredigt: Verlieben Sie sich niemals in eine Aktie. Da Fondsmanager aber eben auch nur Menschen sind, passiert es ihnen hin und wieder doch – und sie stolpern damit über ihre eigenen Emotionen. Quantitativen Modellen passiert so etwas nicht.

Algorithmus gibt den Takt vor

Quantitative Modelle ("Quants") sind wie Kochrezepte, nach denen Fondsmanager ihre Portfolios zusammenstellen. Auf Grundlage eines heute nahezu unerschöpflichen Datenpools werden verschiedenste Algorithmen programmiert, die frei von Emotion oder tagtäglichen Marktschwankungen systematisch Signale zum Kaufen, Halten und Verkaufen liefern. Auch zur reinen Absicherung von Portfolien werden Computermodelle verwendet (s. hierzu Interview auf S. 40). Gier und Angst sind Computern nämlich völlig fremd. Die Idee, Anlageentscheidungen einer Maschine zu überlassen, stammt aus den 70er Jahren, als die Behavioral Finance menschliche Schwächen als Ursache für den Misserfolg bei Anlageentscheidungen erkannte. Auch gab es zu dieser Zeit die ersten Computer, die mit den enormen Datenmengen überhaupt Berechnungen anstellen konnten. Mit einem Trugschluss möchten wir an dieser Stelle aber gleich aufräumen: Quantitative Modelle ersetzen nicht den Manager, denn dieser muss immer noch die Richtigkeit und Vollständigkeit der Daten prüfen. Vor allem aber hat er Scheinzusammenhänge zu entlarven, die immer wieder bei der Programmierung von Modellen entstehen. Wenn etwa das Modell kein Kaufsignal liefert, obwohl günstige Aktien nach einer dreijährigen Baisse eigentlich gekauft werden müssten.

Vorteile liegen auf der Hand

Die Vorteile von Quant-Modellen sind schnell aufgezählt: Zunächst ist die Strategie mit einem relativ kleinen Team umsetzbar. Um ein Universum von beispielsweise 10.000 Unternehmen zu scannen, bräuchte das Fondsmanagement nach herkömmlicher Lesart einen riesigen Stab von Analysten, die



Quelle: Casey, Quirk & Associates

Bilanzen und Geschäftsberichte durchforsten. Bei Quants macht das der Computer. Allerdings muss das Datenmaterial wie schon gesagt vollständig sein und Jahr für Jahr dieselbe Aussagekraft besitzen. Gleichwohl reicht es nicht, wenn das Modell eine günstige Aktie findet, der Markt muss dies ebenfalls so sehen, andernfalls entsteht eben keine Outperformance. Daneben lässt sich die Aktienselektion dem Kunden gegenüber sehr transparent darlegen, gerade hieraus resultiert ein Wettbewerbsvorteil, verlangen die Kunden doch immer mehr nach einem nachvollziehbaren Reglement zur Aktienauswahl in ihrem Portfolio. Nicht zuletzt entfallen die Bauchentscheidungen, wenngleich einige Fondsmanager hier auch die größte Schwäche von Quant-Modellen sehen. Gerade in Extremsituationen kann die menschliche Emotion zum Erfolgsfaktor werden. Nach den Anschlägen am 11. September zum Beispiel oder inmitten der Asienkrise funktionierten die meisten Modelle nicht mehr wirklich zufrieden stellend. Für externe Schocks sind Quants schlichtweg angreifbar. Auch die Senkung des Diskontsatzes in diesem Sommer hat den Modellen bisweilen zugesetzt (s. auch Interview mit einem Investor auf S. 70). Häufig also, wenn etwas Unvorhergesehenes passiert, stoßen Quants an ihre Grenzen.

Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:













Mit freundlicher Unterstützung von:



Wertentwicklung nach Börsenphasen								
GLOBALE QUANT-FONDS	WKN	Vol.*	lfd. Jahr	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	
4Q-Value Fonds Universal	978 163	54	1,53	-38,45	13,19	26,82	-7,65	
LINGOHR-SYST-LBB-INVEST	977 479	1.947	0,68	-14,72	17,10	32,21	-8,54	
Axa Rosenberg Global Equity	691 293	1.179	-3,34	-21,56	10,95	19,76	-8,68	
DekaLux-GlobalValue	989 088	47	-8,29	-22,20	6,44	23,65	-11,99	
Europa Quant-Fonds								
Warburg Daxtrend-Fonds	976 544	87	12,00	-18,50	7,04	29,35	-3,22	
GWP FONDS FT Acc	847 819	14	7,04	-8,64	5,61	15,31	0,68	
PEH EMPIRE INC	988 006	103	1,63	-3,35	7,17	7,75	-3,07	
INVESCO Europa Core	847 033	38	-0,42	-27,01	13,06	39,20	-6,46	
STATE STREET ACTIONS EUROPE	974 471	1.475	-1,73	-23,54	14,36	30,85	-8,61	
FIRST PRIVATE EUR. AKTIEN ULM	979 583	1.425	-15,06	-6,02	15,59	28,11	-15,12	
Mischfonds								
HWB Portfolio Plus	121 543	47	12,23	-	16,84	21,32	1,59	
Rentenfonds								
TRENDCONCEPT UI EU-BOND	976 723	58	0,64	6,94	2,18	1,49	-1,23	
Raiffeisen Dynamic Bonds	121 421	471	2,94	-	4,17	2,66	2,00	
MSCI WELT			7,11	-54,40	16,40	8,44	-9,71	
DAX			13,10	-67,17	23,64	26,62	-3,12	

*) in Mio. EUR
Phase 1: Baisse - Rendite (%) im Zeitraum
vom 1.8.2000 bis 10.3.2003
Phase 2: Seitwärtsmarkt - Rendite (%) im
Zeitraum vom 18.2.2004 bis 17.7.2006
Phase 3: Hausse - Rendite (%) im Zeitraum
vom 18.2.2006 bis 19.7.2007
Phase 4: volatiler Markt - Rendite (%) im
Zeitraum vom 19.7.2007 bis 14.11.2007
Quelle: Morningstar Deutschland GmbH,
Eigene Recherchen

Ein Mann, ein Chicco

Etwas, was auch Frank Lingohr von der gleichnamigen Vermögensverwaltung nicht abstreiten kann. Sein inzwischen fast 2



Frank Lingohr

Mrd. EUR schwerer Vorzeigefonds Lingohr Systematic LBB Invest (s. auch Fonds Analyse auf S. 41) tauchte zuletzt jeweils zu den Schwächephasen des Gesamtmarktes im März, August und November deutlich ab und entwickelte sich eben nicht mehr relativ besser als beispielsweise der Vergleichsindex MSCI World. In Haussephasen dagegen hängt Chicco, so heißt das von Lingohr selbst entwickelte Selektionsprogramm, den Gesamtmarkt locker

ab. Chicco ist ein Bottom-up-Modell, das mit Unternehmensdaten gefüttert wird, zudem aber auch die länderspezifischen Besonderheiten herausarbeitet. Lingohrs Analysen zufolge hat zum Beispiel der innere Unternehmenswert in Deutschland den größten Einfluss auf die Kursfindung, in Frankreich dagegen ist es die Dividendenrendite. Demgemäß wird zunächst die Ländergewichtung festgelegt und dann dort die interessantesten Aktien herausgefiltert. Lingohr hält sich fast schon sklavisch an sein System, ist damit aber auch konsistent. Wer sich dagegen nicht an die Vorgaben der Maschine hält, muss sich in der Logik der "Quantianer" über mangelnden Anlageerfolg nicht wundern.

Aus der Historie lernen

Peter Dreide wiederum, Lenker und Denker für die 4Q-Fonds, geht einen anderen Weg. Zunächst wird die zum Teil über 100-jährige Historie, also sowohl die Kursentwicklung als auch die Bewertung, einzelner Aktien modelliert und hieraus dann entsprechend nach Marktphase eine Einstufung für jedes Papier gefunden. Das Modell selektiert aus etwa 900 Titeln (hierbei



Peter Dreide

wurde bereits eine Vorauswahl getroffen) 40 Aktien, die gleichgewichtet mit jeweils 2,25% Einzug ins Depot finden. Zudem wird das Portfolio hälftig in zyklische und nichtzyklische Aktien aufgeteilt, um konjunkturelle Risiken von vornherein zu minimieren. Das System funktioniert in guten Marktphasen bestens, zuletzt litt der Fonds aber auch unter den Rückschlägen an den Aktienmärkten und dürfte dieser Tage abermals Probleme haben, sich gegen den Markt zu stellen.

Auch Renten lassen sich rastern

Da dürfte es Gabriel Panzenböck, Manager des Dynamic Bonds von der österreichischen Raiffeisen Capital Management, leichter haben. Das Makromodell generiert Handlungsanweisungen aus Vorlaufindikatoren, Währungsrelationen oder der Inflationsentwicklung. Bei Rentenfonds finden nur ökonomische Größen Ein-

gang in die Datenbasis, bei Aktienfonds sind zudem noch die Unternehmensdaten vonnöten. Für Panzenböck ist das RCM-Modell ein konservatives, recht nüchternes Modell, das sich aber als stabil erwiesen hat. Hier liegt die Stärke, denn RCM hat offenbar Zusammenhänge gefunden, die andere im Rentenbereich nicht gefunden haben, und war demzufolge auch nicht gezwungen, das Modell im Zeitablauf zu stark zu verändern. Die Wertentwicklung jedenfalls zeigt ein kaum volatiles Vehikel, anders als viele Rentenfonds konnte der Fonds die Subprimeverwerfungen praktisch unbeschadet überstehen. Allerdings findet der Fondsmanager auch eine Schwäche: Das System modelliert die Vergangenheit, wodurch strukturelle Brüche in aktuellen Entwicklungen von diesem Modell nicht zu erfassen sind.

Fazit

Die Auswahl an ausgereiften Quant-Fonds nimmt stetig zu, ihre Vorteilhaftigkeit in guten, wenig volatilen Börsenphasen scheint unbestreitbar. Einzig die Schwäche, die die systembasierte Aktienselektion in schwierigen, mit unvorhersehbaren Ereignissen gespickten Zeiten hat, mahnt dazu, sich bei der Fondsauswahl nicht komplett auf die Maschine zu verlassen. Denn wenn bei den Computern die Platinen glühen, behalten gewiefte Fondslenker nicht selten einen kühlen Kopf.

Tobias Karow

"Wir erkennen Trends und reizen sie aus"

Fondsmanager Willi Brand erklärt im Gespräch mit Smart Investor, wie sein Absicherungsmodell funktioniert und wann es an seine Grenzen stößt.

Smart Investor: Mit Ihrem Modell sichern Sie Ihre vermögensverwaltenden Fonds ab. Erklären Sie uns doch kurz die Wirkungsweise.

Brand: Unser System ist ein Trendfolgemodell, das auf Basis eines Algorithmus immer erkennt, wenn ein Preis beispielsweise aus einem Seitwärtsmuster nach unten oder oben ausbricht. Wir sprechen dabei auch von einem Breakout-Modell. Es generiert uns Signale im kurz-, mittel- und im langfristigen Trendbereich, also für drei und neun Monate sowie Zeiträume darüber hinaus. Basierend auf diesen Signalen folgen wir dann – daher der Begriff Trendfolge – den Preisen etwa für Aktien und sichern diese Preise mit Stop-Loss-Limits ab.

Smart Investor: Warum verwenden Sie ein Quant-Modell nur zur Absicherung?

Brand: Grundsätzlich ist das Vermögen des Fonds in gut recherchierten Werten angelegt. Es handelt sich dabei um wachstumsstarke Unternehmen, die wir kaufen, sobald wir sie gefunden haben und sie in unser Raster passen. Es spielt dabei keine Rolle, aus welcher Branche oder welchem Teil der Erde die Werte stammen. Die Selektion der Einzeltitel ergibt dann die Ländergewichtung und gemäß dieser wird die Absicherung aufgebaut. Wenn Sie wollen, sind das unsere Alphas, die wir glauben gefunden zu haben. Gegen den Markt jedoch können wir uns niemals stellen. Das Marktrisiko, also das Beta, sichern wir über die technische Analyse. Die Vergangenheit hat ja gezeigt, dass Menschen einem Herdentrieb folgen. Setzt ein Trend ein, dann reizen wir ihn so lange aus, wie er läuft.

Smart Investor: Sie selbst hatten die Volatilität in Ihrem Mischfonds einmal als zu hoch eingeschätzt. Ist sie das trotz oder wegen des Absicherungsmodells?

Brand: Sagen wir mal so: Ohne das Absicherungsmodell wäre sie noch weitaus höher gewesen. Meine Aussage bezog sich auf unseren Mischfonds, dessen Rendite aber ungleich höher ist als bei der Konkurrenz. Im Aktienbereich dagegen liegen wir bei der Volatilität im Bereich von 10, andere Aktienfonds mit einer wohlgemerkt ähnlichen oder teilweise sogar niedrigeren Performance im Durchschnitt bei etwa 15.

Smart Investor: Stieß denn das Modell über den Sommer auf irgendeine Weise an seine Grenzen?

Brand: Also bisher haben wir noch keine Grenzen erkennen können. Wenn sich alle Marktteilnehmer etwa an unser Muster halten würden – das zeigt meine Erfahrung –, dann würde es nicht mehr funktionieren. Je mehr Marktteilnehmer also am gleichen Tag die gleichen Kauf- und Verkaufssignale erhalten, desto weniger würde das Modell funktionieren. Es muss immer Gewinner und Verlierer geben. Die zunehmende Anzahl von Quant-Fonds

macht mir insofern noch keine Sorgen, als dass glücklicherweise praktisch jeder Fonds mit einem anderen Verfahren arbeitet. Wir würden unser Modell auch nie verkaufen, obwohl uns schon einmal Geld dafür geboten wurde.

Smart Investor: Aber jedes Modell hat doch auch seine Schwächen?

Brand: Wenn die Märkte über einen längeren Zeitraum seitwärts tendieren, könnte das Modell möglicherweise Fehlsignale generieren. Das Modell funktioniert vor allem dann besonders gut, wenn es langfristige Trends an den Börsen gibt.

Smart Investor: Und der Trend in den vergangenen vier Jahren war ja sehr stabil



Willi Brand ist diplomierter Betriebswirt und wechselte nach Stationen bei Merrill Lynch im Jahr 1993 als Niederlassungsleiter zu Prudential Bache, wo er unter anderem den Aufbau des institutionellen Geschäfts betrieb. Im Februar 1997 gründete er schließlich HWB Capital Managament, die unter anderem den Mischfonds HWB Victoria Strategies Portfolio erfolgreich managt.

Brand: Absolut richtig, aber unser Modell hat uns kürzlich mittelfristige Verkaufssignale zum Beispiel für DAX und NIKKEI geliefert. Was bedeutet das? Bekommen wir ein kurzfristiges Signal, sichern wir ein Drittel beispielsweise der deutschen Position ab, bei einem mittelfristigen Signal das zweite Drittel. Bei einem langfristigen Signal wird die komplette Position abgesichert. Wir können auf diese Weise unseren Kunden zeigen, wie wir innerhalb der Fonds positioniert sind. Entsprechend der Signale gehen wir also immer drittelweise in die Absicherungsphasen hinein.

Smart Investor: Lassen sich denn mit Ihrem Modell auch Prognosen für die Märkte ableiten?

Brand: Nein, das funktioniert nicht. Ich müsste mich schon sehr weit aus dem Fenster lehnen, um den Stand des DAX in einem Jahr vorherzusagen. Wir gehen mit unserem Modell einfach nur den Trends hinterher, praktisch getreu dem Motto "Keep it simple".

Smart Investor: Herr Brand, wir danken Ihnen für Ihre Erläuterungen.

Interview: Tobias Karow

FONDS: ANALYSE

LINGOHR-SYSTEMATIC-LBB-INVEST

Gastbeitrag von Christian Michel, Fondsanalyst bei Feri Rating & Research GmbH

Der "Perlenfischer"

Der globale Aktienfonds Lingohr Systematic LBB-Invest wird von Frank Lingohr, dem Gründer des unabhängigen Vermögensverwalters Lingohr & Partner Asset Management GmbH, beraten. Das Portfoliomanagement wird von Jürgen Wetzel (Landesbank Berlin Investment GmbH) übernommen.

Der Lingohr Systematic verfolgt keinen klassischen Value-Ansatz, sondern investiert in attraktive Value- und Growth-Werte. Dabei konzentriert sich das Fondsmanagement nicht auf die Analyse von makroökonomischen Zusammenhängen, sondern analysiert methodisch Einzelwerte (Bottom-up-Analyse) durch ein computergestütztes Analysemodell. Das quantitative Modell namens "Chicco" sucht in jedem definierten Länder- und Regionalmodul der wichtigen Aktienmärkte nach unterbewerteten Unternehmen. Dabei berechnet das Modell für jeden Einzelwert aus der Region eine Vielzahl von Bewertungskennzahlen wie Dividendenrendite, Kurs/Cashflow-Verhältnis oder Gewinnwachstum. Ob Substanzwert oder Wachstumsunternehmen, alle werden mit den gleichen Kriterien bewertet.

Das Ergebnis der Analyse sind Ranglisten für jeden einzelnen Indikator, auf dem die Investmententscheidung für jedes Land getroffen wird. Hierdurch ist es dem Fondsmanagement möglich, den markanten Unterschieden auf Länderebene Rechnung zu tragen. Die Einzelwerte werden in ein gleich gewichtetes Portfolio bestehend aus 12 Ländern zusammengeführt. Bevor jedoch in die Einzelwerte investiert wird, werden die Kandidaten einer qualitativen Prüfung unterzogen. Frank Lingohr fischt also nach den erfolgversprechendsten Perlen.

Fokus auf europäische Werte

Die attraktivsten Werte findet das Analysemodell derzeit am europäischen Aktienmarkt, der im Fonds knapp die Hälfte ausmacht. Zu den Top-Märkten zählen beispielsweise Frankreich und Deutschland. Neben den europäischen Aktienmärkten ist das Portfolio derzeit insbesondere in Hongkong und Kanada investiert. Der Fonds hat durch die Gleichgewichtung der Märkte zum Teil erhebliche Über- oder Untergewichtungen gegenüber dem Referenzindex MSCI World. So ist die aktuelle Gewichtung der USA mit 8,4% zu den anderen Märkten im Fonds nahezu identisch, aber in Relation zum MSCI World Index deutlich untergewichtet. Rund 70% der ausgewählten Einzelwerte haben eine hohe Marktkapitalisierung. In der Vergangenheit hat das System mehr interessante Werte aus dem Mid- und Small Cap-Segment identifiziert. Die selektierten Unternehmen kommen aktuell überwiegend aus den Branchen Rohstoffe, Finanzwerte und Energie.

Mit System zum Erfolg?

Der Erfolg des Systems von Frank Lingohr in der Vergangenheit lässt sich an der Wertentwicklung deutlich ablesen. Während der Lingohr Systematic in den vergangenen fünf Jahren eine jährliche Performance von 19% erwirtschaftet hat, kommt der Durchschnitt Fonds aus der Feri-Kategorie "Aktien Welt" gerade auf 9,6%. Viel besser als der Blick auf die vergangene lässt Performance sich die Qualität des Fonds am Feri Fonds Rating ablesen: Seit



Christian Michel ist Fondsanalyst bei der Bad Homburger Feri Rating & Research GmbH, einer der führenden europäischen Ratingagenturen für die Bewertung von Anlagemärkten und Anlageprodukten und einem der größten Wirtschaftsforschungs- und Prognoseinstitute. Seine berufliche Laufbahn startete er 2003 bei Feri. Michel ist Diplom-Kaufmann und hat an der Universität Gießen studiert.

Februar 2002 wird das "sehr gute" Feri Fonds Rating monatlich erneut bestätigt. Dieses hohe Maß an Stabilität weisen nur sehr wenige Fonds auf.

Mit der guten Performance und der hohen Stabilität im Rücken konnte das verwaltete Fondsvolumen Ende Dezember 2005 erstmals über die Milliardengrenze klettern. Mittlerweile liegt das Fondsvolumen bei 2,5 Mrd. EUR. Der Performance hat der Absatzerfolg bislang nicht geschadet. Zwar hat der Fonds in der turbulenten Marktphase der letzten Monate zeitweise überdurchschnittlich verloren. Den Verlust hat er aber zum Teil bereits wieder aufgeholt.

Fazit

Das von Frank Lingohr entwickelte quantitative Modell hat in der Vergangenheit zu einer stetigen Outperformance beigetragen und wurde zu Recht als "Bester Fonds" in der Kategorie Aktienfonds Welt für den Feri Fund Award 2008 nominiert. Das Produkt eignet sich auch gut für konservative Anleger, die ihr Investment über einen mittleren Zeithorizont in einen weltweit anlegenden Fonds investieren möchten. Zwar ist die historische Performance kein Garant für die Zukunft, aber die Vorzeichen für den "Perlenfischer" stehen gut.

FONDS: KOLUMNE

China: Parteikongress liefert neue Impulse – auch für Investoren!

Gastbeitrag von Christian Hofmann, Fondsmanager FIVV China Select

Der 17. Parteikongress der Kommunistischen Partei Chinas ist vorüber und war für Staatspräsident Hu Jintao ein voller Erfolg. Durch Neubesetzungen in den höchsten Gremien konnte dieser den Einfluss seines Vorgängers, Jiang Zemin, deutlich reduzieren und seine eigene Machtstellung an der Spitze von Staat, Partei und Militär weiter festigen. Von den 25 Mitgliedern des Politbüros wurden neun durch jüngere, meist direkt mit Hu Jintao verbundene Kader ersetzt. Und auch im Ständigen Ausschuss des Politbüros, dem neunköpfigen Machtzentrum Chinas, gibt es vier neue Gesichter. Unter ihnen befinden sich Xi Jinping (54) und Li Keqiang (52), mit denen nach Mao Zedong, Deng Xiaoping, Jiang Zemin und Hu Jintao die "Fünfte Generation" in der politischen Führung der Volksrepublik angekommen ist.

Die "Fünfte Generation"

Gemeinsam haben die Kader der "Fünften Generation", geboren in den 50er Jahren des letzten Jahrhunderts, vor allem ihre direkten persönlichen Erfahrungen mit der Kulturrevolution. Einer formalen Ausbildung beraubt, verbrachten sie Jahre in ländlich abgeschiedenen Regionen des Landes, wo sie überwiegend bäuerlichen Tätigkeiten nachgingen und eine Dekade lang extremen Härten ausgesetzt waren. Heute repräsentieren Xi Jinping und Li Keqiang, die ihre Ausbildung später fortsetzten und beide einen Doktortitel halten, hingegen zwei unterschiedliche Gruppen innerhalb der Partei. Als führender Vertreter der so genannten "Prinzlinge" (Nachkommen alt gedienter Revolutionäre) steht Xi für die Interessen der wirtschaftlichen Eliten des Landes. Li hingegen ist ein ehemaliger Weggefährte Hu Jintaos während dessen Tätigkeit in der "Communist Youth League" und bekennt sich explizit zu dessen Vision einer ausgeglichenen Entwicklung und der "Schaffung einer harmonischen Gesellschaft". Für Konkurrenz und unterschiedliche Positionen innerhalb der Partei ist also auch nach 2012 gesorgt. Dann, wenn Hu Jintao aller Voraussicht nach von einem der Neuankömmlinge als Staatspräsident abgelöst wird.

"Zusammen reich werden"

Musste Hu Jintao in der vergangenen "Legislaturperiode" häufig noch Kompromisse eingehen, vollzieht sich mit der Konsolidierung seiner Macht endgültig ein Paradigmenwechsel. Der Übergang vom "Einige werden früher reich als andere" Deng Xiaopings zum "Zusammen reich werden" Hu Jintaos wird das Bekenntnis zu regional geprägten Wirtschaftsstrukturen und einer sozial und ökologisch nachhaltigeren Entwicklung der chinesischen Volkswirtschaft in den Mittelpunkt rücken.

Definition Förderung spezifischer Wirtschaftsregionen, wie der Greater Bohai Region (Beijing, Tianjin und Hebei), Zentralchina (Hubei, Hunan und Anhui), Westchina (Sichuan und Chongqing) sowie Nordostchina (Jilin, Liaoning und Heilongjiang) wird sich positiv auf die Städte der zweiten und dritten Reihe auswirken. Die Nachfrage nach Transportinfrastruktur wird weiter zunehmen, während sich der Urbanisierungstrend noch beschleunigen wird.



Christian Hofmann lebt seit über vier Jahren in Beijing und leitet das Büro der Münchner Vermögensverwaltung FIVV AG in der chinesischen Hauptstadt. Gemeinsam mit seinem Team berät der Diplom-Betriebswirt den Fonds FIVV-Aktien-China-Select-UI (WKN: AOJ ELL).

Um sozialen Spannungen vorzubeugen, kommt der Verringerung des Einkommensgefälles zwischen Stadt und Land ein erhöhter Stellenwert zu. Darüber hinaus sind stärkere Umverteilungsmaßnahmen zur Unterstützung der weniger entwickelten Regionen zu erwarten. Eine enorme Herausforderung stellt in diesem Zusammenhang auch die Durchsetzung effektiver Umweltschutz- und Energiesparmaßnahmen dar, die angesichts mangelnder politischer Durchsetzungskraft bislang immer wieder von den einzelnen Provinzen unterlaufen wurden.

Binnenkonjunktur und Konsum

Zur Reduzierung externer Abhängigkeiten wird Chinas Führung die Binnenkonjunktur – allen voran den Konsumbereich – weiter stärken. Mit einem realen Anstieg von 9,2% und 7,6% blieben verfügbare Einkommen und Konsumausgaben in den letzten fünf Jahren zwar deutlich hinter dem Wachstum der chinesischen Wirtschaft zurück – doch genau das soll sich jetzt ändern. Eine beschleunigte Urbanisierung und die rasche Anpassung der Konsumgewohnheiten werden zunächst den etablierten Marken zugute kommen. Aber auch neuen, innovativen und gut gemanagten Unternehmen bieten sich in diesem Umfeld enorme Chancen. In vielen Jahren einmal werden erfolgreiche Investoren in Chinas Konsumsektor deshalb auf die heutige Zeit zurückblicken – die Zeit der chinesischen Markenpioniere!

FONDS: NEWS, FACTS & FIGURES

KAG wechsle dich

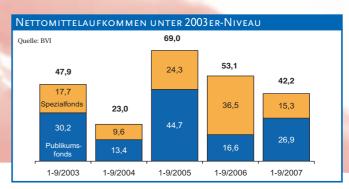
Deutsche Anleger bleiben Pessimisten

Stabilitas wechselt die Fronten

ERA Resources wechselt zum ersten Januar mit sämtlichen Fonds zur neuen Kapitalanlagegesellschaft von Thorsten Schrieber. Der Name des Newcomers steht noch nicht fest. Die Stabilitas-Fondsfamilie soll offensichtlich von der Vertriebspower Schriebers profitieren. dessen beachtliches Netzwerk bereits die Volumina der DJE-Fonds erheblich nach oben gebracht hatte. Für die Anleger in den Stabilitas-Fonds ändert sich freilich nichts, einzig die Kostenbelastung dürfte ein wenig sinken. Der Abschied von der in Luxemburg ansässigen AXXION geschieht ohne Groll, nur zeigte sich ERA Resources mit den Vertriebserfolgen nicht zufrieden.

Flucht in Sicherheit

Nach der Absatzstatistik des BVI zogen deutsche Anleger netto in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres 15,3 Mrd. EUR aus Aktienfonds ab, wobei die Mittelabflüsse im dritten Quartal mit



4 Mrd. EUR etwa ein Drittel unter jenen des zweiten Quartals lagen. Interessant ist aber auch, wie stark Rentenfonds in besagtem Zeitraum verloren und Geldmarktfonds beziehungsweise Fonds mit Garantiestrukturen oder aktiven Wertsicherungsmechanismen im Gegenzug zulegen konnten. Insgesamt sattelten allein die Geldmarktfonds gut 25 Mrd. EUR auf. Angesichts wieder sinkender Zinsen und der Leichen, die hier vielerorts in den Kellern schlummern, eine beachtliche Zahl. Bei den Aktienfonds scheint im September der Exodus zunächst gestoppt worden zu sein, allerdings fand in den Zahlen die derzeit schwache Börsenverfassung noch keine Berücksichtigung. Das BVI-Absatzzahlenwerk verrät viel über den tief sitzenden Pessimismus der Deutschen gegenüber der Aktienanlage, was aus antizyklischer Sicht durchaus für unsere These spricht, wonach es nach dem jetzigen Abwärtsschub abermals nach oben gehen müsste.

Smart Investor

as Magazin für den kritischen Anleger

www.smartinvestor.de



- kritisch
- unvoreingenommen
- unabhängig
- antizyklisch
- sophisticated
- non-Mainstream

kurz: smart

KENNENLERN-ABONNEMENT

ich möchte den Smart Investor gerne testen und nehme Ihr kostenl ses Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die komme den zwei Ausgaben an die unten stehende Adresse zu. Überzeu mich die Qualität des Magazins, beziehe ich den Smart Investanschließend zum Preis von 48,- Euro* pro Jahr (12 Ausgaben Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zw Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keir weiteren Verpflichtungen.

*) 60,- Euro Luftpost innerhalb Europa, 80,- Euro Luftpost Rest Welt

Name, Vorname:
Postfach/Straße:
PLZ, Ort:
Telefon: Fax:
eMail-Adresse:
Ort und Datum:Unterschrift:

Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kann binnen zwei Wochen widerrufen werden. Rechtzeitiges Absenden genügt.

Coupon bitte einsenden an:

Smart Investor Media GmbH · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen Telefon: 08171-419650 · Fax-Order: 08171-419656

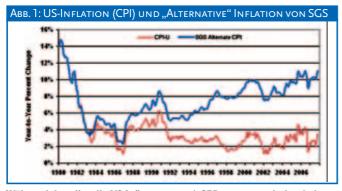
DAS GROSSE BILD

Der Anfang vom Ende

Die US-Statistik führt uns schamlos uns die Irre. Davon unbeeindruckt bzw. dadurch sogar noch befeuert werden Aktien und Rohstoffe zukünftig weiter steigen.

Inflations-Bereinigung

Prinzipiell besteht die Schwierigkeit bei der Prognose der Zukunft darin, zwischen Sein und Schein zu unterscheiden. Im letzten Heft wurde an dieser Stelle die Illusion einer niedrigen Inflationsrate aufgedeckt. Demnach beträgt die tatsächliche Teuerungsrate in den USA nicht 3,7%, wie man es den offiziellen Zahlen entnehmen kann. Vielmehr könnte die realistische Teuerung bei bis zu 11%, also um den Faktor 3 höher liegen. Weil's gar so eindrucksvoll ist, geben wir die Graphik des amerikanischen Statistikers John Williams von Shadow Government Statistics (www.shadowstats.com) nochmals wieder (Abb. 1). Die rote Linie entspricht den offiziellen Daten, die blaue Linie den von Williams berechneten Inflationsdaten. Letztere ergeben sich, wenn man mit den Methoden des Jahres 1980 weitergerechnet und nicht jedes Jahr an irgendwelchen "Schräubchen" gedreht hätte, um unliebsame, weil inflationäre Prozesse statistisch zu eliminieren.



Während die offizielle US-Inflationsrate (=CPI) immer noch deutlich unter 4% liegt, kommt John Williams von Shadow Government Statistics (SGS) bei Beibehaltung der Berechnungsmethoden aus dem Jahre 1980 auf rund 11% Inflation. Quelle: www.shadowstats.com

Am Schräubchen drehen

Im Fachjargon nennt man diese Schräubchen "Hedonik", "Surrogat-Ansatz", "Interventionsbereinigung" usw. Diese Methoden wurden bereits in unserer Titelgeschichte des 6/2007-Heftes angedeutet und können dort nachgelesen werden. Die offizielle Seite (Statistikämter und Zentralbanken) verteidigt selbstverständlich die sich dauernd ändernden Methoden zur Inflationsberechnung. Schließlich verändern sich auch laufend das Umfeld, die Produkte, die Sitten und die Gebräuche. Also müsse man all diesen Änderungen Rechnung tragen, so deren Argumentation. Aber muss man das wirklich? Wäre es nicht sinnvoller, bei einer einmal gewählten Methode zu bleiben, einfach nur deshalb, weil einzig die Kontinuität einer Berechnungsweise analytische Schlüsse aus den Resultaten zulässt? Nachfolgendes Beispiel soll diesen Gedanken verdeutlichen:



Adjustierungen an der Waage

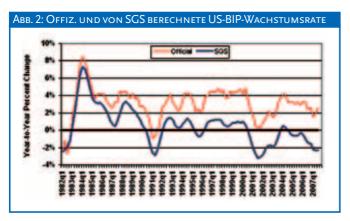
Um sich den Unsinn anschaulich vor Augen zu führen, den die US-Statistikämter produzieren, stellen wir uns folgende Situation vor: Ein figurbewusster Mann stellt sich jeden Morgen auf seine Waage und misst sein Gewicht. Allerdings adjustiert er immer wieder mal die Waage, wenn er die Nacht vorher zuviel gegessen hat. Schließlich muss, so sein Kalkül, der Sondereffekt des zu vollen Bauches herausgerechnet werden. Solange die Bereinigung um einen Sondereffekt nur einmalig passiert und anschließend wieder rückgängig gemacht würde, wäre auch an dieser Vorgehensweise nichts auszusetzen. Tatsächlich aber nimmt der Mann diese Adjustierung immer wieder mal vor, aber nie mehr zurück. D. h. die Schraube an der Waage wird nur in die eine Richtung gedreht. In dem Glauben, nicht zuzunehmen, achtet der Mann nun nicht mehr auf die zugeführten Kalorien. So ist es denkbar, dass die Waage nach einigen Wochen und Adjustierungen immer noch ein unbedenkliches Gewicht anzeigt, obwohl schon längst deutliches Übergewicht gegeben ist. An diesem Beispiel erkennen wir sofort den (Selbst-)Betrug, den dieser Mann an sich verübt. Der gleiche prinzipielle Fehler wird bei der Inflationsmessung begangen.

Sein und Schein

"Na und, sei's drum. Dann wird eben beim Inflationsausweis eben etwas geschummelt." Diese Reaktion habe ich bei meinen Gesprächs-

l

partnern immer wieder festgestellt. So einfach ist die Sache jedoch bei weitem nicht. Denn die Inflationsrate ist Maßstab bzw. grundlegender Input für viele weitere Daten in der Wirtschaft. Beispielsweise errechnet sich das Bruttoinlandsprodukt (BIP bzw. englisch GDP) als nominale Wirtschaftsleistung, welche mit der Inflationsrate diskontiert wird. Da, wie oben gezeigt, die US-Teuerungsrate zu niedrig ausgewiesen wird, wird dementsprechend das Wirtschaftswachstum zu hoch dargestellt. Nach Williams' Daten liegt das jährliche US-Wachstum derzeit nicht bei +2,7%, wie es die offiziellen Daten nahe legen, sondern bei tatsächlich -2,2% (siehe Abb. 2). Also satte fünf Prozent-



Bei Unterstellung einer sehr viel höheren als der offiziell ausgewiesenen Inflationsrate fällt auch das Wirtschaftswachstum deutlich geringer aus, als es die offiziellen Statistiken vermuten lassen.
Ouelle: Shadow Government Statistics

punkte Unterschied! Demnach sind die USA in der Rezession, und sie sind es mit einer kleinen Unterbrechung seit dem Jahre 2001! Wir sehen: Der willkürliche Akt der andauernden Änderung der Inflationsberechnung führt zu völlig falschen Aussagen über die Wirtschaft. Zwischen Sein und Schein liegen mittlerweile Welten!

Gigantisches Finanzdesaster

Die Wirtschaft in den USA ist also vermutlich und unbemerkt vom Mainstream bereits schon seit längerer Zeit rezessiv. Und nun kommt zu allem Unglück noch die Subprime-Krise hinzu. Kein Wunder, dass Regierung und FED in den USA Gewehr bei Fuß stehen und jeden erdenklichen Liquiditätsengpass mit der Geldspritze sofort "unschädlich" machen. Die Abschreibungen und Verluste der großen amerikanischen und teils auch europäischen Geldhäuser infolge ihrer Engagements im US-Hypothekenmarkt erreichen mittlerweile gigantische Größenordnungen. Bei etwa $400\,\mathrm{Mrd}.$ USD soll sich das gesamte Abschreibungsvolumen derzeit etwa bewegen. So genau weiß das allerdings niemand. Denn letztendlich wird von den betroffenen Instituten immer nur so viel ausgewiesen, wie man unter keinen Umständen mehr zu verbergen im Stande ist. D. h. frühestens in den Jahresabschlüssen für das Geschäftsjahr 2007 werden wir einen einigermaßen zutreffenden Eindruck von diesem Finanzdesaster bekommen. Smart Investor geht davon aus, dass mit der Subprime-Krise die Endphase eines großen Wirtschafts- und Finanzzyklus eingeleitet wurde. Diese Endphase dürfte jedoch noch einige Jahre andauern, und während ihrer Ausprägung wird es unserer Ansicht

Anzeige

23. Internationale Kapitalanleger-Tagung 2008

Analysen – Prognosen – Investmentstrategien



Dr. Arthur B. Laffer affer Associates, San Diego



John J. Murphy StockCharts, Redmond



Dr. H. Woody Brock SED, Arizona



Prof. Dr. Norbert Walter Deutsche Bank



Felix W. Zulauf, Zulauf Asset Management AG



Dr. Marc Faber Marc Faber Ltd., Hongkong

Hochkarätige Börsenexperten geben fundierte Prognosen über die Entwicklung der Weltwirtschaft und U.S.-Ökonomie, Investments in Asien, Emerging Markets und weitere brennende Investment-Themen.

22. – 23. Januar 2008, Mövenpick Hotel, Zürich

Spezialpreis für "Smart Investor"-Abonnenten: CHF 2770.—/EUR 1730.— statt CHF 2980.—/EUR 1860.—

Weitere Informationen unter: www.zfu.ch/pdf/kap2.pdf

30 F ZfU

"Vorsicht: Rohstoffblase"

Alfons Cortés, Technischer Analyst und Investment Advisor, zur Markttechnik bei Aktien und Rohstoffen

Smart Investor: Ist der Bullenmarkt bei Aktien jetzt beendet, oder kommt es noch zu einer Blasenbildung?

Cortés: Wir haben klare Signale, dass wir uns auf das Ende der seit 2003 laufenden Hausse hinbewegen. Grundsätzlich gilt, dass langfristige Trends nur auf zwei mögliche Arten enden: Entweder entwickeln sich Blasen, oder es kommt zu einer zermürbenden, trendlosen Volatilität. Mir scheint die zweite Möglichkeit, also eine Schaukelbörse, im Moment die wahrscheinlichere zu sein.

Smart Investor: In welchen Branchen kann man noch investieren?

Cortés: Die bisherigen Präferenzen scheinen sich gerade zu Gunsten der Konsumgüterproduzenten, der Energieversorger und des Telekomsektors zu verschieben. Etwas zurückhaltender bin ich für die bisher sehr starken rohstoffnahen Sektoren gestimmt. Bereits im Sommer habe ich hier eine Blasenbildung avisiert und ich denke, wir sind jetzt dort drin. Ich kann nicht sagen, dass es schon vorbei ist. Man sollte aber aufpassen, dass man nicht den Ausstieg verpasst.

Smart Investor: Was wäre ein eindeutiges, technisches Warnsignal?

Cortés: Wenn es nach einer normalen Korrektur nur zu einer vergleichsweise schwachen Erholung kommt, dann ist das ein erstes negatives Signal. Wenn eines Tages die Rohstoffaktien nicht mehr gestärkt aus einer Korrektur hervorgehen und auch ihre relative Stärke im Vergleich zum Gesamtmarkt sowie das Preismomentum selbst abnimmt, dann sollte man an guten Tagen besser verkaufen.

Smart Investor: Über die letzten Jahre haben kleinere und mittlere Aktien die großen Werte regelmäßig in den Schatten gestellt. Seit einigen Monaten kann man aber auch hier Veränderungen wahrnehmen. Sollte man nun wieder verstärkt auf große Titel setzen?

Cortés: Ja. Auch diese Entwicklung passt zu meiner Annahme, dass Bullenmarkt einem sehr späten Stadium ist. Da investieren insbesondere viele institutionelle Anleger wieder näher am Index und bevorzugen große, liquide Titel, also z. B. lieber DAX-Werte statt MDAX-Titel, besser S&P100 als S&P500 usw.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch. Interview: Daniel Haase



Alfons Cortés ist bereits seit vielen Jahren als Anlagestratege und Portfoliomanager tätig, so z. B. als Advisor to the Board für die zum Fürstenhaus Liechtenstein gehörende LGT Capital Management. Seine Analysen und Kolumnen erscheinen u. a. im Monitor-Report sowie in der schweizerischen Wochenzeitung "Finanz und Wirt-

nach zu weiteren Finanz-Katastrophen kommen (eventuelle Unfälle im Derivate- bzw. Hedgefonds-Bereich).

Ron trifft auf Ben

Der FED und der EZB bleibt dabei nur eines übrig: den Geldhahn bis zum Anschlag aufdrehen. Wie Abb. 3 zeigt, schnellte die Wachstumsrate der Geldmenge M3 zuletzt aufgrund der monetären Ret-

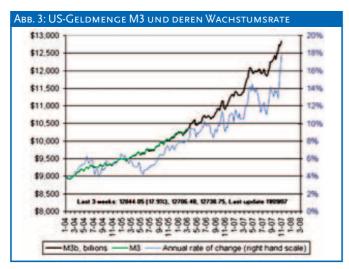
tungsmanöver für die Subprime-Geschädigten geradezu nach oben und liegt mittlerweile bei knapp 18% p. a., ein Wert, der seit den 70er Jahren nicht mehr erreicht wurde. Apropos M3: Wie Sie als Smart Investor Leser wissen, wird der Geldaggregat seit Anfang 2006 für die USA nicht mehr berechnet (die in Abb. 3 abgebildete schwarze Kurve ist al- FED-Chef Ben Bernanke



Der republikanische Präsidentschaftskandidat Ron Paul und

so geschätzt). In diesem Zusammenhang ist eine Begebenheit interessant, welche sich kürzlich bei einem öffentlichen Hearing im US-Kongress zugetragen hat. Der republikanische Präsidentschaftskandidat Ron Paul (siehe auch Editorial) befragte dabei FED-Chef Ben Bernanke zu den doch potenziell inflationären Auswirkungen der jüngsten dramatischen Geldmengen-Ausweitung, worauf der Bernanke lapidar sinngemäß antwortete: "Nun, M3 stieg kürzlich mode-

rat." Wie bitte!? Was ist denn an 18% Steigerungsrate moderat? Damit zeigt sich ein ums andere Mal: Die offizielle Seite spielt die Fakten nach wie vor herunter. Zudem, und dieser Punkt erscheint uns hier noch erwähnenswerter, hat damit der FED-Chef offiziell indirekt zugegeben, dass M3 weiterhin berechnet wird. Zur Erinnerung: Die offizielle Begründung für



Der grüne Abschnitt der US-Geldmenge M3 (linke Skala) entspricht den offiziellen Daten, ab dem April 2006 ist die Kurve schwarz gefärbt, da es sich hierbei um eine Schätzung von Shadow Government Statistics (SGS) handelt. Die blau gefärbte M3-Wachstumsrate verdeutlicht die enormen Liquiditätsinjektionen der letzten Wochen durch die Fed. Quelle: Dr. Unger

die Nicht-mehr-Veröffentlichung ab April 2006 lautete: Die Resultate seien zu wenig aussagekräftig, die Datenerhebung sei zu teuer und müsse daher unterbleiben. Ein ums andere Mal zeigt dies, dass es hier in erster Linie um Verniedlichung bzw. Vertuschung der Wahrheit bzw. der wahren Probleme geht.

Schwenk zum Markt

Aus all diesen makroökonomischen Betrachtungen unter dem Motto "Sein und Schein" lassen sich unserer Ansicht nach nun wertvolle Schlüsse für die Marktentwicklungen ziehen. Vor diesem Hintergrund sind auch die Aussagen des Schweizer Markttechnikers Alfons Cortés interessant (siehe nebenstehendes Interview), welcher den Bullenmarkt sich auf sein Ende hinbewegen sieht. Dieses Ende kann aus seiner Sicht nur auf zwei Arten geschehen: entweder als zermürbender Seitwärtsmarkt oder als finale Blase. Während Cortés der ersten Variante die größere Wahrscheinlichkeit gibt, setzt Smart Investor auf den finalen Blow-off in Form einer Aktienmarkt-Bubble.

Der Anfang vom Ende

Für eine solche Bubble spricht unserer Ansicht eine Melange von Punkten. Die gigantischen Geldmengen suchen ihren Weg an die attraktivsten Märkte. Und dies sind nach dem Niedergang des US-Immobilienmarktes eben nun die Aktienbörsen, die durchweg intakte Aufwärtstrends und weitestgehend noch nicht überzogene Bewertungen aufweisen. Auch sind völlig irrationale Züge, wie sie normalerweise in Finanzmarkt-Blasen zu beobachten sind, derzeit noch nicht gehäuft feststellbar. Der aktuelle Bullenmarkt bei Aktien begann Ende 2002 (USA) bzw. Anfang 2003 (Europa) und beläuft sich damit bis jetzt auf grob gesagt fünf Jahre. Wenn Cortés auf einen bereits weit fortgeschrittenen Zyklus hinweist, so müssen wir ihm unumwunden Recht geben. Allerdings deutet die Aktienmarktzyklik erst für Ende 2009 bzw. Anfang 2010 auf ein Ende dieses Dekadenzyklus hin. Konkret: Von den sieben Jahren, die

Anzeige

DAS KAPITALMARKTMAGAZIN FÜR PROFESSIONALS



JETZT 3 AUSGABEN GRATIS TESTEN!

Monatlich

- Alle Börsengänge
- IPO-Trends international
- Being Public/Investor Relations
- Kapitalmarkt-Trends
- M&A
- Tax & Legal

zzgl. 3 bis 4 Sonderausgaben jährlich!

KENNENLERN-ABONNEMENT

ich möchte das GoingPublic Magazin gerne kennenlernen und nehme Ihr kostenloses Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden drei Ausgaben an die untenstehende Adresse. Überzeug mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das GoingPublic Magazin anschließend zum Preis von 58.20 Euro pro Jahr (12 Ausgaben plus

drei bis vier Sonderausgaben). Andernfalls kündige ich mein Kennen-

)	lern-Abonnement bis zwei Wo und mir entstehen keine weit		U
Name, Vorn	name:		
Postfach/St	raße:		
PLZ, Ort:			
Telefon:	1	Fax:	
eMail-Adres	sse:		
Ort und Dat	tum:	ı. Unterschrift:	
U	arantie: Dieser Auftrag kann b eitiges Absenden genügt.	innen zwei Woc	hen widerrufen wer-
Ort und Dat	tum:	2. Unterschrift:	

Coupon bitte einsenden an:

GoingPublic Media AG · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen Telefon: 08171-419650 · **Fax-Order: 08171-419656**



Quelle: eigene Berechnungen

im Dekadenzyklus für die Bullen "reserviert" sind, sind bis jetzt etwa fünf verstrichen und zwei Jahre dürften demnach noch vor uns liegen. Die gute Nachricht dabei ist: Die Kurssteigerungen der kommenden Jahre dürften sehr heftig werden, womit hohe Profite möglich sein werden. Die schlechte Nachricht: Die letzte Bullenmarktphase wird sehr selektiv ablaufen, was bedeutet, dass die Hausse nur von relativ wenigen Aktien getragen werden wird. Auch in diesem Punkt geben wir Cortés also Recht.

Zinsen und Rohstoffe

Die Zinsen sehen wir für die kommenden beiden Jahre auf weiter niedrigem Niveau (Bodenbildung). Wir gehen dabei von gezielten Manipulationen bzw. Eingriffen durch die Notenbanken, allen voran der FED, aus; deren Präsident Ben Bernanke wird schließlich nicht umsonst "Helicopter-Ben" genannt wird. Genau das ist ja auch der Sinn der Täuschung der Allgemeinheit beim Thema Inflation. Denn die niedrige offizielle (aber falsche) Teuerungsrate soll suggerieren, dass niedrige Zinsen von derzeit rund 4,5% für die 30-jährigen US-Staatsanleihen gerechtfertigt sind. Der Realzins, welcher sich aus Zins minus Inflationsrate ergibt, ist also gemäß offizieller Statistik sehr gering (4,5% - 3,7% = 0,8%) und gemäß den Shadow Government Statistics von Williams hochgradig negativ (4.5% - 10.8% = -6.3%). Ein niedriger oder sogar negativer Realzins wiederum ist jedoch das beste Argument für steigende Rohstoff- und insbesondere Edelmetallpreise. Wir stimmen zwar Cortés zu, wenn er von einer Rohstoffblase spricht, allerdings gehen wir davon aus, dass diese Blase noch lange nicht zu Ende ist, sondern ebenfalls noch ein paar Jahre laufen kann. In ihrer Endphase wird sie vermutlich durch absolut irrationale und abartige Züge gekennzeichnet sein, wie sie vielleicht manch einer noch aus den Neuer Markt-Zeiten in Erinnerung haben dürfte.

Fazi

Smart Investor geht weiterhin von einer Dynamisierung des Bullenmarktes in den kommenden beiden Jahren aus. Die jüngste Schwäche an den Aktienbörsen ist demnach nur als der letzte Dip vor dem letzten großen Anstieg zu sehen. Die Börsen stehen sozusagen am "Anfang vom Ende" des Bullenmarktes. Zur kurzfristigen Einschätzung lesen Sie bitte die nachfolgende "Sentimenttechnik" bzw. die Charttechnik auf S. 50.

Ralf Flierl

SMART INVESTOR WEEKLY

Unsere Einschätzungen zum Markt finden Sie regelmäßig in unserem wöchentlichen Newsletter "Smart Investor Weekly", den Sie jeden Dienstag Abend ab ca. 18.00 Uhr unter www.smartinvestor.de abrufen können.

SENTIMENTTECHNIK

Superspikes

Die privaten Anleger bekommen kalte Füße

Unter Superspikes versteht das Researchhaus Wellenreiter-Invest sehr hohe Ausschläge in der Put/Call-Ratio, dem bekanntesten Stimmungsmesser für die Börsen. Im vorliegenden Fall (siehe Abb.) wurde jedoch zur Wiedergabe der Superspikes das Call/Put-Ratio herangezogen. Das bedeutet: Hier weisen extrem niedrige Werte, welche durch die grünen nach unten gerichteten Nadeln (Spikes) verdeutlicht wurden, auf hohe Angstzustände in der Anlegerschaft hin. Konkret handelt es sich hier um die US-Optionsbörse ISEE, an welcher vornehmlich Retail- bzw. Privatkunden handeln. Es werden in der Abb. nur solche Call/Put-Ratio-Werte als Superspikes angezeigt, welche den Wert von 1 unterschreiten (mehr Puts als Calls wurden gehandelt). Je niedriger der Wert, desto höher der Pessimismus unter den Anlegern.



Die Kurshistorie zeigt, dass Superspikes meist nach Phasen deutlich zurückgekommener Kurse auftreten. Verständlich, denn unter dem Schock gefallener Börsen steigt bei vielen Investoren einfach das Bedürfnis nach Absicherung. Der Abschwung beim S&P500 während der letzten Wochen war lange ohne Superspikes vonstatten gegangen. Am Dienstag, den 13. November, war es jedoch dann soweit: Der erste Superspike kam zustande. Dies ist unserer Ansicht nach als Indiz dafür zu werten, dass die "Awareness" für die gefallenen Kurse nun steigt. Damit dürfte das Ende der laufenden Korrektur bereits absehbar sein.

Ralf Flierl



CHARTTECHNIK

Aktienkorrektur in den letzten Zügen

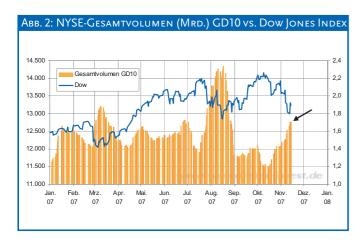
Viele Indikatoren bzw. Indizien aus dem charttechnischen Bereich weisen auf eine baldige Fortsetzung der Aktienhausse hin.

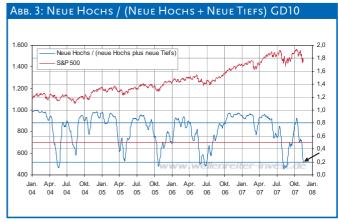
Die jüngsten Rückgänge an den Aktienbörsen hatten es wahrlich in sich. Fast aus dem Stand kippten viele Börsenbarometer gen Süden und rissen dabei viele Aktien mit deutlich zweistelligen Kursverlusten mit. Bahnt sich hier etwas Größeres nach unten an, wie einige Skeptiker befürchten? Wir glauben: Nein! Vielmehr sehen wir in den jetzigen Börsenturbulenzen nur einen ausgeprägten "Durchschnaufer", bevor es in großen Schritten weiter nach oben geht. Warum wir die augenblickliche Korrektur bald für beendet halten, geht aus nachfolgenden Überlegungen hervor, welche wir am Beispiel des US-Aktienmarktes angestellt haben.



Zyklik

Der Dow Jones des Jahres 2007 verhält sich auffällig ähnlich dem des Jahres 1997 (Abb. 1). Rein zyklisch bzw. saisonal wäre im Oktober 2007 mit einem deutlicheren Rückgang am Aktienmarkt zu rechnen gewesen. Dies scheint sich nun auf den November verschoben zu haben. Unter zyklischen Gesichtspunkten ist daher die Dauer für die Ausbildung der laufenden Korrektur noch bis Ende November/Anfang Dezember zu veranschlagen.





Umsatzverhalten

Während dieses Jahres kam es am US-Aktienmarkt zu drei erwähnenswerten Kursrückgängen (Abb. 2). Die ersten beiden waren von einem deutlichen Umsatzanstieg gekennzeichnet. Beim jetzigen deutet sich ein solcher Umsatz-Anstieg ebenfalls wieder an. Letztendlich bedeutet eine gestiegene Handelsaktivität, dass viele Aktien die Besitzer wechseln. Hohe Börsenumsätze nach einem Einbruch sind insofern positiv zu werten, als vermutlich die zittrigen Hände an die Hartgesottenen verkaufen. Konkret lässt die aktuelle Zunahme des Handelsvolumens auf eine baldige Dow-Wende nach oben hoffen.

Neue Hochs

Um hinter das Geschehen einer reinen Index-Bewegung zu blicken, bieten sich sogenannte Marktstruktur-Indikatoren an. Abb. 3 zeigt die Anzahl der neuen 52-Wochen-Hochs im Verhältnis zur Gesamtzahl der Extremkurse (= neue Hochs + neue Tiefs). Es zeigt sich hier, dass Ratio-Werte unterhalb von 0,3 nur in markanten Marktkorrekturphasen erreicht werden, und hier auch nur für relativ kurze Zeit. Ganz aktuell wurde mit 0,2 wieder ein sehr tiefer Wert erreicht, das heißt auf jedes 52-Wochen-Hoch kommen derzeit fünf 52-Wochen-Tiefs. Aufgrund dieser doch recht einseitigen Marktstruktur lässt sich bereits eine kommende Marktwende erahnen.

Fazit

Alle drei hier untersuchten Indikatoren legen nahe, dass sich der Aktienmarkt nur noch wenige Zeit von einem Markttief entfernt befindet. Freilich lässt sich daraus nicht auf das Niveau eines solchen Tiefs schließen. Wir vermuten, dass dies etwa 3 bis 7% unterhalb des jetzigen Marktniveaus stattfinden könnte, also beim Dow Jones bei etwa 12.500 und beim DAX bei etwa 7.000 Punkten.

Ralf Flierl

COMMITMENT OF TRADERS (COT)

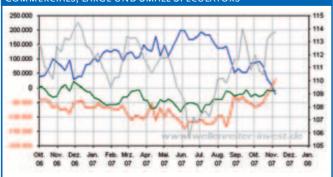
US-Anleihen: "Faire" Bewertung erreicht

Gastbeitrag von Alexander Hirsekorn (www.wellenreiter-invest.de)

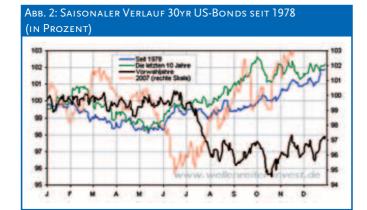
Seltene Konstellation

Die lang laufenden Anleihen sind momentan der Profiteur der gestiegenen Risikoaversion der Investoren, das Investmentthema heißt wirtschaftliche Abkühlung. Im CoT-Report vom 13.11.2007 kann man momentan ein seltenes Bild bei der Positionierung der Marktteilnehmer bei den dreißigjährigen Anleihen beobachten.





Alle Marktteilnehmer sind beinahe neutral positioniert, die Commercials besitzen eine Netto-Long-Positionierung von lediglich 3.678 Kontrakten, dies ist bei einem Open Interest von über einer Million Kontrakten eine vernachlässigbare Positionsgröße. Liegt eine solche Konstellation vor, dass alle Marktteilnehmer per Saldo neutral positioniert sind, dann wird dies von mir als "fairer Wert" eines Marktes angenommen. Dieser liegt demnach bei den lang laufenden Anleihen im Bereich von ca. 114 Punkten und somit auf einem Renditeniveau von etwa 4,60%. Charttechnisch haben die Anleihen 2006 und 2007 ein preisliches Doppeltief ausgebildet und





Für US-Anleihen könnte es auch einmal wieder abwärts gehen wie hier mit der legendären Trambahn in San Francisco; Foto: bilderbox.de

befinden sich seit dem zweiten Preistief im Juni 2007 in einem dynamischen Aufwärtstrend. Das übergeordnete Preisziel der Bewegung dürfte der Bereich der Preishochs aus 2005 sein. Insofern präsentieren sich die Anleihen gerade vor dem Hintergrund der Positionierung der Commercials übergeordnet in einer preislichen Seitwärtsbewegung.

Das saisonale Muster lässt einen Schlusskurs am bzw. nahe am Jahreshoch erwarten, das erste Halbjahr neigt saisonal betrachtet jedoch zur Schwäche.

Fazit

Der momentan angesagte "sichere Hafen" ist als fair bewertet anzusehen, die Unterbewertung ist nach der Preisrally der letzten Wochen abgebaut. Unter mittelfristigen Gesichtspunkten erscheint das "lange Ende" des Anleihenmarktes daher wenig attraktiv.

HINWEIS: In dieser Rubrik kommt ein Gastautor zu Wort. Die vorgestellte Analyse stimmt nicht zwingend mit der Einschätzung der *Smart Investor*-Redaktion überein!

Die neuesten CoT-Daten können wöchentlich ab Samstag Mittag kostenlos auf www.wellenreiter-invest.de/cot.html abgerufen werden.

Der Einführungsartikel zur CoT-Rubrik findet sich in Smart Investor 12/2004 bzw. unter www.smartinvestor.de (Rubrik "Hintergrund": Beitrag "Den Insidern über die Schulter geschaut" vom 28.12.2004)

1

BÖRSENSIGNALE

Hausse-Signale überwiegen

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale

Um es vorweg zu nehmen: Ich bin weiterhin eher optimistisch für die kommenden Wintermonate. Auch wenn die Unsicherheit wieder zugenommen hat angesichts der Flut schlechter Nachrichten, so ist es doch erstaunlich, wie relativ gelassen die Aktienkurse darauf reagiert haben.

Gemischtes I Imfeld

Da war zunächst der weitere Anstieg des Ölpreises und auch des Euros. Viele fragen sich, wie lange die Wirtschaft, vor allem die europäischen Exportwerte, diesen Anstieg ohne größere Schäden noch aushält. Und es ist auch durchaus zu erwarten, dass die Konjunkturflaute in Europa im Jahr 2008 größere Ausmaße annehmen wird, als sie jetzt von den fünf Sachverständigen prognostiziert wird. Das allein muss aber die Aktienkurse nicht drücken, wenn die langfristigen Aussichten der Unternehmen positiv bleiben.

Werfen wir nun aber einen Blick auf die einzelnen Signalgeber:

a) Zinsen

Positiv! Die Zinsen sinken Uwe Lang weiterhin deutlich. Noch immer käme ein Gefahrensignal

erst zustande, wenn die Rendite der zehnjährigen US-Bonds (momentan 4,21%) auf über 5,20% stiege (39-Wochen-Hoch).



b) Nasdaq Composite und Dow Utility

Positiv! Das Index-Signal ist sehr stabil, denn für ein Gegensignal müssten beide Indizes wieder ein 18-Wochen-Tief melden. Das ist nicht in Sichtweite. Vor allem der Dow Utility-Index bleibt nahe an seinem Jahreshoch.

Investieren in Rohstoffe. Mit den Experten. STABILITAS - GOLD+RESOURCEN **+89,6%** WKN: A0F6BP Rendite seit Auflegung 10/05* STABILITAS - SILBER+WEISSMETALLE +32,7% WKN: A0KFA1 Rendite seit Auflegung 09/06 Informationen zu weiteren Fonds der STABILITAS-Familie finden Sie auf unserer Homepage. * Stand: 15.11.07; Historische Wertentwicklungen **ERA Resources GmbH** geben keinen Aufschluss über zukünftige Erträge Am Silbermannpark 1b 86161 Augsburg Telefon: 0821/450 9560 www.era-resources.com

c) Ölpreis, CRB-Index, Saisontrend 16 Wochen

Negativ! Zwar gibt der Saisontrend ein positives Signal, denn die im Durchschnitt schlechtesten 16 Börsenwochen der letzten zehn Jahre sind vorüber, und das nächste Warnsignal der Saison-Methode kommt erst 30. Mai 2008. Aber unsere beiden Inflationsindikatoren Öl und der Rohstoff-CRB-Index geben negative Signale.

d) Dollar und 6-Wochen-Indizes-Methode in Kombination mit dem 6-**Monats-Saison-Faktor**

Positiv! Für die Abteilung d) genügt es ja schon, wenn nur einer der drei Faktoren ein positives Signal gibt. Also werden wir hier bis Ende April immer positive Signale haben, da von November bis Ende April nur ganz selten eine Aktienbaisse droht.

Die Mehrheit der Indikatoren gibt Hausse-Signale, das Votum fällt bei Betrachtung der vier obigen Indikatoren mit 3:1 eindeutig aus. Wer sich an den bisherigen fünf Indikatoren Zinsen, Öl, Dollar. Saison. Indizes orientieren möchte: Auch da steht es 3:2 für die Hausse.

BUY OR GOOD BYE

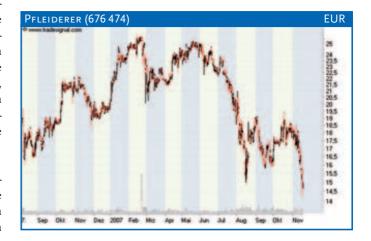
Buy: Pfleiderer

Geschäftsmodelle, die in gewissen Maßen von der Baukonjunktur abhängig sind, noch dazu der amerikanischen, sind in diesen Tagen an der Börse nicht en vogue. Dabei bietet sich dem antizyklischen Investor in vielen Fällen ein attraktives Einstiegsniveau. Auch der im MDAX enthaltene Pfleiderer-Konzern - einer der weltweit führenden Hersteller von Holzwerkstoffen und Laminatfußböden - konnte sich dem Abwärtssog zuletzt nicht entziehen und das, obwohl es operativ für den enttäuschenden Kursverlauf keine handfesten Gründe gibt. Sicherlich hat sich die Abhängigkeit des Konzerns von der amerikanischen Baubranche und dem dortigen Häusermarkt nach dem Kauf der schwedischen Pergo-Gruppe – das Unternehmen zählt zu den führenden Herstellern von Laminatfußböden in Nordamerika – erhöht. Wie Pfleiderer aber bereits mit der Kunz-Übernahme bewiesen hat, versteht es das Management, die anschließende Integration rasch und effizient anzupacken. Insofern sollten die noch zu realisierenden Synergieeffekte mögliche konjunkturell bedingte Einbußen im Ergebnis kompensieren.

Vorstandschef Hans Overdiek bestätigte anlässlich der Bekanntgabe der Neunmonatszahlen demzufolge nochmals die Prognosen für 2007 und 2008. Danach erwartet er im nächsten Geschäftsjahr einen weiteren Anstieg der Umsätze auf deutlich



über 2 Mrd. EUR bei einem EBITDA von mindestens 300 Mio. EUR. Zum Vergleich: 2006 erreichte Pfleiderer bei Umsätzen von 1,4 Mrd. EUR ein EBITDA von lediglich 208 Mio. EUR. Auch über weitere Akquisitionen denkt Overdiek nach. Konkret kann sich der Firmenchef einen Zukauf in Osteuropa vorstellen. Dort sei Pfleiderer noch nicht überall am Markt präsent. Man darf also gespannt sein, welchen Coup Overdiek als nächstes vermelden wird.

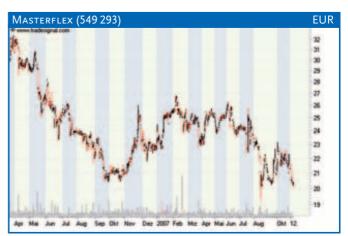


GoodBye: Masterflex

Tochter Dicota abgedeckte Verkauf von Computertaschen und anderem Office-Zubehör nicht zum Kerngeschäft des Unternehmens. Dieses liegt in der Verarbeitung von Kunststoffen wie Polyurethan. Im jetzigen nervösen Kapitalmarktumfeld sollten sich Anleger an Unternehmen halten, die einen klar verständlichen Expansionskurs fahren oder sich auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren. Masterflex tut indes beides nicht.

Zu den Unternehmen, die sich auf dem diesjährigen Eigenkapitalforum präsentierten, gehörte auch die Masterflex AG. Der Spezialist für Hightech-Kunststoffe konnte mit seinem Vortrag die Zuhörer allerdings nicht wirklich überzeugen. Vorstandsmitglied Ulrich Wantia musste eingestehen, dass in den vier Sparten des Konzerns vieles noch nicht so läuft wie erwünscht. Im Kerngeschäftfeld der Hightech-Schlauchsysteme drücken u. a. höhere Entwicklungskosten für die Brennstoffzelle auf die Marge. Hinzu kommt, dass auch die Medizintechnik und die Oberflächenbehandlung ergebnisseitig enttäuschten. Trotz einer bereits vergangenes Jahr eingeleiteten Restrukturierung in der Medizintechnik steuert das Segment bisher kaum nennenswert zum Konzerngewinn bei. Das nach dem Zukauf der Surpro-Gruppe ausgebaute Geschäft mit der Oberflächenbeschichtung verfehlte die anvisierte Zielmarge von 10% ebenfalls klar.

Es scheint derzeit so, als ob der Vorstand von einer Baustelle zur nächsten springt. Dennoch dürfte sich ein weiterer Rückgang der Margen auch in diesem Jahr nicht mehr verhindern lassen. Längerfristig stellt sich die Frage, ob sich Masterflex nicht von dem einen oder anderen Bereich besser trennen sollte. Neben dem Medizintechnik-Geschäft passt der über die





Fördern und Veredeln

Den Hunger der globalen Wirtschaft nach Rohstoffen bekommt auch die Graphit Kropfmühl AG zu spüren. So beliefert der Konzern eine Vielzahl von Branchen mit den eigenen, aus Naturgraphit hergestellten Produkten. Über seine Siliziummetall-Sparte partizipiert die Gesellschaft zudem indirekt an der gewaltigen Nachfrage der Solarindustrie nach kristallinem Silizium.

Eigene Rohstoffversorgung

Als Besonderheit kann Graphit Kropfmühl auf eigene Rohstoffvorkommen vorrangig in Asien und Afrika verweisen. Über die Minen im chinesischen Qingdao und auf Sri Lanka sichert sich das Unternehmen einen Großteil des zur Veredelung und Weiterverarbeitung vorgesehenen Graphits. Bei den auf Sri Lanka abgebauten Vorkommen handelt es sich um ein besonders hochwertiges Graphit, das aufgrund seiner kristallinen Strukturen vor allem im elektrotechnischen Bereich und bei der Herstellung von Schmierstoffen zum Einsatz kommt. Dabei unterlag die gesamte Produktion in den letzten Jahren einem richtungsweisenden Transformationsprozess, weg von einfachen Commodities wie Feuerfest-Graphiten hin zu deutlich margenträchtigeren Hochwertprodukten. Diese finden beispielsweise in der Chemie- und Automobilindustrie Verwendung. Zum Beispiel wird gereinigtes Graphit zur Herstellung von Kohlebürsten und Bremsen benötigt. Auch bei der Wärmedämmung wird auf feine Graphitpartikel zurückgegriffen. Neopor, ein von BASF weiterentwickelter Schaumstoff, ermöglicht dank solcher Partikel

Graphit Kropfmühl							
Branche	Grundstoffe						
WKN	589 600	AKTIENZAHL (MIO.)	2,89				
GJ-ENDE	31.12.	Kurs am 16.11.07 (EUR)	13,75				
MITARBEITER	723	MCAP (MIO. EUR)	39,74				

	2006	2007E	2008E
Umsatz (in Mio. EUR)	75,0	82,0	91,0
% ggü. Vj.	+5,6%	+9,3%	+11,0%
EPS (EUR)	0,86	0,78	1,10
% ggü. Vj.	-84,4%	-9,3%	+41,0%
KUV	0,53	0,48	0,44
KGV	16,0	17,6	12,5

bei geringerem Rohstoffeinsatz eine deutlich bessere Wärmedämmung.

Profiteur des Solar-Booms

In seinem zweiten Geschäftsbereich, der Siliziummetall-Sparte, profitiert Graphit Kropfmühl zunehmend vom Boom der Solarwirtschaft. Der steigende Bedarf an Siliziummetall als wichtiges Vorprodukt bei der Herstellung von Solarzellen machte eine Erweiterung der Kapazitäten notwendig. Bis zum Frühjahr 2008 sollen wie auch in der Graphit-Sparte die zusätzlichen Kapazitäten zur Verfügung stehen, versichert uns Vorstandschef Martin Ebeling. Aus Siliziummetall stellen Unternehmen wie Wacker Chemie reinstes Solarsilizium her, wobei die Nachfrage das Angebot derzeit bei weitem übersteigt. Daneben liefert Graphit Kropfmühl Siliziummetall auch an die chemische Industrie, die es für die Kunststoff- und Silikonproduktion benötigt. Ebeling betont, dass bereits zum jetzigen Zeitpunkt ein Großteil der für 2008 anvisierten Siliziummetall-Produktion verkauft sei. Graphits Kunden müssen sich demzufolge auf steigende Preise einrichten.

Energiepreise belasten

Dabei folgen die für das nächste Jahr angekündigten Preiserhöhungen nur einer simplen betriebswirtschaftlichen Logik. Immerhin sieht sich Graphit Kropfmühl selbst mit steigenden Input-Preisen konfrontiert. Allein der Anteil der Energiekosten an den gesamten Produktionskosten erhöhte sich in der Siliziummetall-Sparte über die letzten Jahre von unter 25 auf zuletzt über 40%. Mit neuen Langfristvereinbarungen versucht Ebeling, dem unkontrollierten Anstieg der Preise entgegenzuwirken. Einen Teil, so schränkt der Firmenchef ein, wird man aber auch in Zukunft über die Strombörse in Leipzig zukaufen müssen. Und dass dort die Preise plötzlich deutlich nachgeben, erscheint angesichts der Struktur des heimischen Strommarktes reichlich unwahrscheinlich.

Umstrukturierung weitgehend abgeschlossen

Die vom Vorstand vergangenes Jahr kommunizierte Restrukturierung insbesondere im Graphit-Bereich läuft demnächst aus. Wie das Unternehmen anlässlich der Vorlage seiner Neunmonatszahlen bekannt gab, werden jedoch auch die Ergebnisse des

vierten Quartals noch einmal von Sonderbelastungen im Zusammenhang mit dem Standortoptimierungsprogramm geprägt sein. Dieses betrifft vor allem die Werke in Großbritannien. Ein Teil der Produktion wurde mittlerweile nach Sri Lanka verlagert, eine zweite Anlage soll an einem anderen europäischen Standort - vermutlich in Tschechien - aufgebaut werden. Hierüber steht die endgültige Entscheidung allerdings noch aus. In jedem Fall dürfte Graphit den operativen Gewinn im Vergleich zum Vorjahr deutlich steigern. Der Vorstand selbst rechnet für 2007 mit einem EBIT zwischen 4,2 und 4,5 Mio. EUR. Da nach drei Quartalen bereits 3,8 Mio. EUR in der GuV standen, sollte die Vorgabe trotz der Einmalkosten und eines traditionell ruhigen Jahresendgeschäfts sicher erreicht werden. Im nächsten Jahr deuten alle Indikatoren bislang auf eine Fortsetzung des Wachstumskurses. Die dann verfügbaren zusätzlichen Kapazitäten werden in Kombination mit den Preiserhöhungen für ein Umsatzplus im hohen einstelligen bzw. niedrigen zweistelligen Prozentbereich sorgen.

Aktie gerät unter Druck

In einem für Nebenwerte insgesamt schwachen Marktumfeld musste auch die Graphit Kropfmühl-Aktie zuletzt deutliche Kursverluste hinnehmen. Bei Notierungen um 13,80 EUR bringt das Unternehmen einen Börsenwert von rund 39 Mio. EUR auf die Waage. Bedenkt man, dass Graphit 2008 über 90 Mio. EUR umsetzen und netto mehr als 3 Mio. EUR verdienen sollte, eröffnet sich zumindest unter Bewertungsaspekten substanzielles Aufwärtspotenzial. Hoffnungen auf eine baldige Wiederaufnah-



me der Dividendenzahlung müssen Aktionäre allerdings vermutlich zurückstellen. Für Ebeling besitzt die Finanzierung der Investitionen aus dem eigenen Cashflow oberste Priorität.

Graphit Kropfmühl fristet an der Börse derzeit ein Schattendasein. Wird die Solar-Story, die zugegeben nur einen Teil der Geschäfte des Unternehmens beschreibt, erst einmal einem größeren Anlegerkreis bekannt, könnte damit eher heute als morgen Schluss sein. Nachdem in den letzten Jahren Umstrukturierungen die Ergebnisseite belasteten, zeigt der Gewinntrend nunmehr wieder eindeutig nach oben.

Marcus Wessel

ZWISCHEN-BERICHT 1.-3. QUARTAL ietzt abrufbar unter

GASTANALYSE

DF Deutsche Forfait AG

Finanzierungsspezialist mit Nischenstrategie

Gastbeitrag von Sebastian Hein, Analyst beim Bankhaus Lampe

Tätigkeitsfeld und Geschäftsmodell

Die DF Deutsche Forfait AG (DFAG) ist ein Spezialanbieter komplexer Finanzierungslösungen im Bereich der Forfaitierung, d. h. im regresslosen Ankauf und in der Absicherung von Außenhandelsforderungen. Die Gesellschaft fokussiert sich auf die Emerging Markets sowie auf Entwicklungsländer. Aufgrund der Spezialisierung kann das Unternehmen somit auch Geschäfte mit einer komplexen Dokumentation abwickeln. Im Geschäftsmodell der Deutschen Forfait geht die Rolle des Forfaiteurs über die des reinen An- und Verkäufers hinaus. Das Unternehmen strukturiert und veredelt Forderungen, damit diese die Investitionsmaßstäbe von institutionellen Anlegern erfüllen. Das Unternehmen mit Hauptsitz in Köln wurde im Jahr 2000 gegründet und verfügt über Büros und Kooperationspartner z. B. in Miami, Kairo und Dubai, durch die der Zugang zu den relevanten regionalen Märkten ermöglicht wird. Die Deutsche Forfait erzielte 2006 eine EBIT-Marge von 14,3% und konnte innerhalb von zwei Jahren (2004-2006) ihre Umsätze nahezu verdoppeln. Seit dem 24. Mai 2007 ist die Aktie des Unternehmens im Prime Standard gelistet.

Hohe Profitabilität und Aussicht auf weitere Gewinne

Die Deutsche Forfait hat am 30.08.2007 die Zahlen für das erste Halbjahr veröffentlicht. Das Rohergebnis einschließlich Finanzergebnis lag bei 6,5 Mio. EUR, was einem Anstieg von 21% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Der Konzerngewinn betrug in der ersten Jahreshälfte 2,2 Mio. EUR. Dies ist gleichbedeutend mit einem Anstieg von 17% im Vergleich zum ersten Halbjahr 2006. Die Forfaitierungsmarge der Gesellschaft konnte zudem von 1,2% auf 1,4% gesteigert werden. Als Guidance für das Geschäftsjahr 2007 hat der Vorstand einen Konzerngewinn von 4,8 Mio. EUR ausgegeben. In den letzten Jahren erwirtschaftete

FORFAITIERUNGSVOLUMEN 1. HALBJAHR 2007

Mexiko: 25,0%

Iran: 21,0%

Sonstige: 16,0 %

GB: 17,0 %

VAE: 15,0%

die Gesellschaft zudem fortwährend überdurchschnittlich hohe Gewinne im vierten Ouartal, so dass das Unternehmen unserer Ansicht nach seine Gewinnziele übertreffen dürfte. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Deutsche Forfait durch die im Rahmen des IPO erlösten Eigenmittel zusätzliche Erträge generieren kann, da sich die Refinanzierungsmöglichkeiten deutlich verbessert haben. Eigenkapital war in der Vergangenheit der entscheidende Engpassfaktor für noch stärkeres Wachstum der Gesellschaft.



Sebastian Hein

Strategie: Besetzung eines Nischensegments in Verbindung mit hohen Wachstumsraten

Die Deutsche Forfait verfolgt eine Nischenstrategie und grenzt sich entsprechend deutlich von den Wettbewerbern ab. Während sich in Deutschland keine vergleichbaren Wettbewerber im Markt befinden, existieren diese vielmehr in der Schweiz und Großbritannien (wie z. B. die AON Forfaiting Limited und die NLB InterFinanz AG).

Die Deutsche Forfait strebt im Rahmen ihres Geschäftsmodells einen möglichst kurzfristigen bzw. zeitgleichen Weiterverkauf der erworbenen Forderungen an. Hier kommt es aufgrund der zeitlichen Enge darauf an, Geschäfte auf ihre Passgenauigkeit zu überprüfen und gemäß den Marktanforderungen zu strukturieren. Zudem werden die Risiken, die sich im mittleren bis hohen Bereich bewegen, aus dem Exportgeschäft durch Ankaufzusagen übernommen. Die Gesellschaft hat sich auf die Strukturierung komplexer Forderungen spezialisiert, die in Form des strukturierten Produkts für institutionelle Investoren als Anlageform attraktiv sind. Die Deutsche Forfait ist durch ihre schlanke Organisationsstruktur in der Lage, stets kurzfristig auf Marktveränderungen zu reagieren. Dies trägt zum Wachstum bei und minimiert gleichzeitig das Risiko, da ein ständiges Monitoring der Engagements erfolgt. Dementsprechend wird das Forfaitierungsportfolio laufend umgeschichtet. Im ersten Halbjahr 2007 entfiel der größ-

te Anteil des Forfaitierungsvolumens auf Schuldner aus Mexiko (25%) und dem Iran (21%).

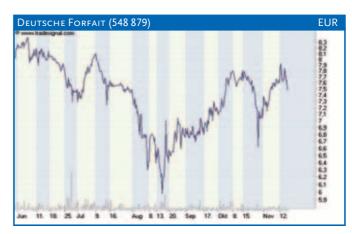
Unabhängig vom ausgeprägten Risikomanagement, welches das Management der Deutschen Forfait implementiert hat, unterliegt das Forfaitierungsgeschäft inhärenten Risiken, denen auch dieses Unternehmen ausgesetzt ist. Hier ist insbesondere das Bonitätsrisiko zu nennen. Dieses leitet sich sowohl aus der Bonität des Schuldners als auch der des Herkunftslandes ab. Das Management hat aber in der Vergangenheit bewiesen, diese Risiken managen zu können. Dadurch sind in der Vergangenheit nur vereinzelt Schadensfälle aufgetreten. Die Deutsche Forfait erzielt ihre Erträge aus dem beim Ankauf einbehaltenen Diskont sowie aus Provisionen, in erster Linie aus Zusageprovisionen. Durch die Eröffnung neuer Büros strebt das Unternehmen eine bessere Marktdurchdringung in bereits erschlossenen Märkten an. Zudem sollen in Osteuropa und Subsahara-Afrika die entsprechenden Märkte erschlossen werden.

Das Marktumfeld für Forfaitierung befindet sich auf einem Wachstumspfad

Bei einer Betrachtung des Marktumfeldes für Forfaitierung stellt man fest, dass dieses intakt ist und wächst. Globalisierung und Welthandel sind die zugrunde liegenden Treiber dieses Geschäfts, und die sich daraus ableitende Nachfrage nach strukturierten Finanzierungslösungen im Bereich der Exportfinanzierung steigt stetig, insbesondere im Geschäft mit den

Zahlen Deutsche Forfait								
	2005	2006	2007E	2008E				
FORFAITIERUNGSTYPISCHE	48,8	72,1	88,0	104,7				
Erträge (in Mio. EUR)								
FORFAITIERUNGSTYPISCHE AUF-	38,4	55,5	65,0	78,5				
WENDUNGEN (IN MIO. EUR)								
Rohergebnis (in Mio. EUR)	10,4	16,6	23,0	26,2				
Jahresüberschuss (in Mio. EUR)	2,8	4,7	5,0	5,7				
GEWINN JE AKTIE (IN EUR)	N. A.	N. A.	0,82	0,84				

Quelle: Bankhaus Lampe, Unternehmensangaben



Emerging Markets. Hier ist Spezial-Know-how erforderlich, insbesondere in der Finanzierung von stark risikobehafteten Außenhandelsgeschäften. Die Deutsche Forfait weist dieses Spezialwissen auf und besetzt damit eine Spezialnische, da andere Anbieter wie Großbanken derartige Spezialfinanzierungen nicht anbieten. Banken besetzen vielmehr den Markt für das standardisierte Geschäft, in dem sich die Deutsche Forfait bewusst nicht positioniert.

Bewertung

Die Aktie der Deutschen Forfait ist im Vergleich zur nationalen und internationalen Peergroup unterbewertet. Die Aktie weist derzeit ein KGV von 8,7 auf Basis des Geschäftsjahres 2007 bzw. 8,5 bezogen auf das kommende Geschäftsjahr auf. Im Branchendurchschnitt liegen diese Multiplikatoren gegenwärtig bei 13,1 bzw. 11,4. Auch auf Basis des KBV-Multiplikators ergibt sich eine Unterbewertung. Auf Basis aller von uns analysierten Multiplikatoren errechnet sich ein Fair Value von 9,85 EUR, so dass wir die Aktie bei derzeit 7,35 EUR zum Kauf empfehlen.

HINWEIS: In der Rubrik "Gastanalyse" kommen Mitarbeiter verschiedener Researchhäuser zu Wort. Die vorgestellten Analysen stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der *Smart Investor-*Redaktion überein!

Anzeige

Einladung

Zui

Hamburger Investorenkonferenz

Ausgewählte Unternehmen präsentieren sich Analysten und Investoren



6. Dezember 2007 ab 11:00 Uhr



GmbH • Haus der Wirtschaft • Kapstadtring 10 • 22297 Hamburg Tel. 040 6378-5410 • Fax 040 6378-5423 E-Mail konferenz@ubj.de • Internet www.ubj.de



Balda AG







Kooperationspartner:

MONEYTALK

"Handeln vergleichbar einem Unternehmer"

Im Gespräch mit Smart Investor gibt **Aurelius**-Vorstandschef Dr. Dirk Markus Auskunft darüber, wie sich das Unternehmen von Wettbewerbern abgrenzt, warum vor allem Großkonzerne gerne mit ihm verhandeln und was Anleger in Zukunft von Aurelius noch erwarten dürfen.

Smart Investor: Möchte man umschreiben, was Aurelius macht, fällt immer wieder der Name Arques. Nervt Sie das eigentlich?

Markus: Es ist nun mal so, dass Arques zu unseren Wettbewerbern zählt. Überall, so auch in unserer Branche, gibt es Unternehmen, die ähnliche Geschäftsmodelle verfolgen, was unweigerlich Vergleiche nach sich zieht. Ich gehe sportlich damit um. "Der Bessere wird gewinnen", lautet meine Devise.

Smart Investor: Was unterschiedet Sie von Konkurrenten wie Arques und klassischen Private Equity-Gesellschaften?

Markus: Wir sehen uns nicht als Experte für eine bestimmte Branche, vielmehr gilt unsere Expertise generell dem Prozess der Abspaltung und Restrukturierung von Unternehmen. Gegenüber klassischen Private Equity-Firmen grenzen wir uns durch die intensive Betreuung der einzelnen Beteiligungen ab. Dank unserer Task Force aus Restrukturierungsexperten und erfahrenen Beteiligungsmanagern treten wir nicht wie ein reiner Finanzinvestor auf, sondern handeln vergleichbar einem mittelständischen Unternehmer, der sich inten-

siv um seine Beteiligungen kümmert und diese weiterentwickelt.

Smart Investor: Besteht angesichts Ihres hohen Tempos beim Kauf neuer Beteiligungen nicht die Gefahr, dass die hierfür erforderlichen Managementkapazitäten nicht im selben Umfang "mitwachsen"?

Markus: Wir bemühen uns laufend, die Kapazitäten in diesem Bereich zu erweitern. Derzeit umfasst unser Team rund 25 Leute. Mit dieser Zahl an Mitarbeitern können wir jedes Jahr bis zu 10 neue Beteiligungen kaufen und erfolgreich restrukturieren.



Dr. Dirk Markus

Aurelius (IK)

Der Beteiligungsansatz einer Aurelius klingt vertraut. Das Team um Vorstandschef Dr. Dirk Markus legt vergleichbar einer Arques den Fokus auf Unternehmen in verschiedenen Arten von Umbruch- und Sondersituationen. Hierbei kann es sich im Einzelfall um die Abspaltung einer Konzerntochter, Firmen mit ungelösten Nachfolgeregelungen oder Sanierungsfälle handeln. Das Konzept sieht eine enge operative Begleitung der Beteiligungen über eigene Beteiligungsmanager vor. In der ersten Phase erhalten diese Unterstützung von Mitgliedern einer "Task Force" – zumeist Sanierungs- und Restrukturierungsspezialisten -, die Optimierungspotenziale identifizieren und einen entsprechenden Maßnahmenkatalog in Abstimmung mit dem jeweiligen Management erarbeiten sollen. Aurelius betont den langfristigen Charakter der eingegangenen Investments. Im Unterschied zu klassischen Private Equity-Fonds strebt die Gesellschaft nicht den schnellst möglichen Exit an. Erst wenn sich die operative Situation eines Unternehmens nachhaltig verbessert hat, ist der Weiterverkauf eine denkbare Option.

In den letzten Monaten waren die Aurelius-Manager äußerst aktiv, was die Erweiterung des eigenen Beteiligungsportfolios angeht. So markiert die Übernahme des Textilherstellers Zeeb &

Hornung – bekannt für seine Hemdenmarke "Einhorn" – bereits die siebte Akquisition des laufenden Geschäftsjahres. Mit einem Jahresumsatz von zuletzt 290 Mio. EUR und über 800 Mitarbeitern zählt der rückwirkend zum 1. Januar wirksame Kauf der französischen und spanischen Aktivitäten des Versandhändlers Quelle zu den größten Deals der Münchener. Wer Anfang des Jahres sein Geld in Aurelius-Aktien anlegte, kann sich mittlerweile über einen Buchgewinn von über 350% freuen. Damit zählt das Papier zu den Top-Performern im Open Market.



1

Research - Aktien

Smart Investor: Anfang 2007 sorgten Sie mit dem Kauf der französischen Quelle-Tochter für Aufsehen. Was hat sich seitdem getan?

Markus: Seit dem Abschluss der Transaktion im Juli sind ja erst wenige Monate vergangen. Dennoch befindet sich die Beteiligung bereits auf einem guten Weg. Bei Quelle Frankreich handelte es sich um ein Unternehmen, das für seinen bisherigen Gesellschafter, den Arcandor-Konzern, eine Randaktivität darstellte. Bei uns steht das Unternehmen im absoluten Mittelpunkt, und wir können an vielen Stellschrauben ansetzen, um die operativen Kennzahlen sukzessive zu verbessern.

Smart Investor: Können Sie in Bezug auf die Ergebnissituation konkreter werden?

Markus: Die Beteiligung arbeitet derzeit noch defizitär. Das sollte sich aber schon im kommenden Jahr ändern.

mehr so, dass uns Konzerne sehr schätzen. Immerhin "helfen" wir ihnen dabei, sich auf ihr jeweiliges Kerngeschäft zu konzentrieren und unliebsame Randaktivitäten schnell und möglichst geräuschlos abzustoßen.

Smart Investor: Da die Börse bekanntlich immer in die Zukunft blickt, interessiert uns vor allem, wie es 2008 weitergeht.

Markus: Auch für das nächste Jahr planen wir mit acht bis zehn neuen Beteiligungen. Unser Konzernumsatz wird sich schon aufgrund der in diesem Jahr getätigten Zukäufe deutlich ausweiten und soll innerhalb der nächsten 18 Monate die Milliardengrenze durchbrechen. Gleiches gilt für das Ergebnis. Auch hier streben wir erneut ein substanzielles Wachstum an.

Smart Investor: Die Aurelius-Aktie hat sich allein 2007 mehr als vervierfacht. Was entgegnen Sie Skeptikern, die behaupten, auf dem jetzigen Niveau sei es für ein Investment in Aurelius bereits zu spät?

Markus: Grundsätzlich können wir mit der Kursentwicklung sehr zufrieden sein. Wenngleich ich keine Prognosen bezüglich der weiteren Performance abgeben möchte, sei mir der Hinweis

Im Bekleidungssegment hat Aurelius zuletzt zugeschlagen; Fotos: Aurelius



Smart Investor: Arcandor, Daimler, Douglas, Deutsche Post. In vielen Fällen haben Sie mit Großkonzernen über den Verkauf von Unternehmensteilen verhandelt. Wie konnten Sie sicherstellen, dass die Gespräche tatsächlich auf Augenhöhe stattfanden?

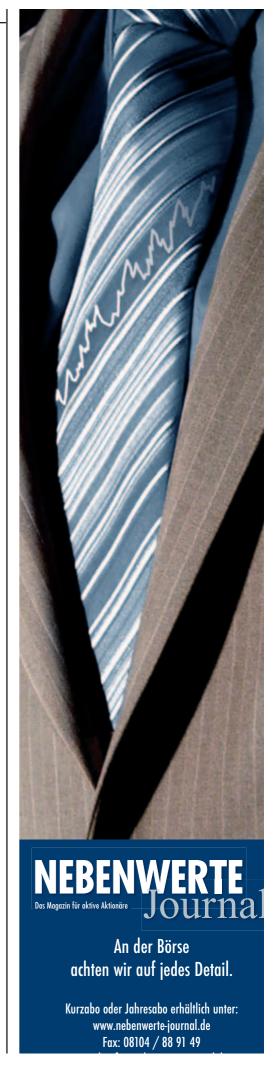
Markus: Wir kaufen gerne von Konzernen, schließlich bergen vernachlässigte Tochtergesellschaften ein hohes Wertsteigerungspotenzial. Dabei spielt die Größe des Verkäufers grundsätzlich keine Rolle. Es ist viel-

Hinweis auf Interessenskonflikt (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenskonflikt s. auch Impressum auf S. 81). gestattet, dass sich starkes Umsatz- und Ergebniswachstum in der Regel auch in entsprechenden Börsenbewertungen niederschlägt.

Smart Investor: Herr Dr. Markus, besten Dank, dass Sie uns Rede und Antwort standen!

Interview: Marcus Wessel



TURNAROUND

Toll Brothers

Im Auge des Hurrikans

Während weite Teile der Realwirtschaft bislang nicht unmittelbar von der Hypothekenkrise in den USA betroffen sind, bekommen Häuslebauer wie die amerikanische Toll Brothers unmittelbar deren Folgen zu spüren. Das Unternehmen wird Anfang Dezember über ein in jeder Hinsicht katastrophales Quartal berichten. Zum ersten Mal in der vierzigjährigen Firmengeschichte schreibt man rote Zahlen.

Eine außergewöhnliche Situation

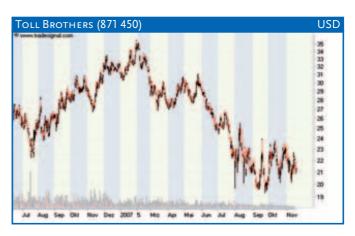
Vorstandschef Robert Toll hat schon vieles erlebt. Das in Deutschland gesetzlich festgeschriebene Rentenalter hat der Manager, der vom Wirtschaftsmagazin Barron's vor zwei Jahren unter die 30 welt-

besten CEOs gewählt wurde, bereits überschritten. Seitdem er Toll Brothers zusammen mit seinem Bruder Bruce vor vier Jahrzehnten gründete, kamen und gingen sieben Präsidenten, zahlreiche wirtschaftliche Auf- und Abschwünge, Boomphasen und Rezessionen. Doch das Ausmaß der aktuellen Krise am Immobilienmarkt hat auch ihn überrascht. Dabei ist es keineswegs so, dass Tolls potenzielle Kunden - Paare oder Familien mit überdurchschnittlichem Einkommen und Bildungsstand - von den Banken bei der Finanzierung ihres Eigenheims plötzlich im Stich gelassen würden. Vielmehr müssen sie zunehmend die Erfahrung machen, dass es immer schwieriger wird, ihre bestehenden Häuser weiterzuverkaufen. In den Auftragsbüchern des landesweit größten Konstrukteurs von gehobenen Einfamilienhäusern und Wohnanlagen – letztere verfügen in vielen Fällen über einen eigenen Golfplatz - führte diese Entwicklung zuletzt

zu einem drastischen Nachfrageeinbruch. Allein im zurückliegenden Quartal schloss Toll knapp 50% weniger Neubauverträge als noch ein Jahr zuvor ab. Zugleich kletterte die Stornierungsrate auf den höchsten Stand seit über zwei Jahren.

Toll Brothers			
Branche	Bau		
WKN	871 450	Aktienzahl (Mio.)	157,00
GJ-Ende	31.10.	Kurs am 16.11.07 (EUR)	14,24
MITARBEITER	5.500	MCAP (MIO. EUR)	2.235,68

	2006/07E	2007/08E
UMSATZ (IN MRD. EUR)	3,2	2,4
% ggü. Vj.	-23,2%	-25,0%
EPS (EUR)	0,45	0,25
% ggü. Vj.	-84,4%	-44,4%
KUV	0,70	0,93
KGV	31,6	57,0



Wenn die Nacht am tiefsten...

Wie schwer die Krise Firmen wie Toll Brothers zu schaffen macht, lässt sich auch daran ablesen, dass der Vorstand mit Vorlage der letzten Zahlen zum ersten Mal keinen Ausblick auf die nächsten Quartale geben wollte. Die Unsicherheit ist einfach zu groß. Der von der "National Association of Home Builders" ermittelte Index über die Stimmung und Erwartungen der Branche fiel im Oktober auf den niedrigsten Stand seit seiner Einführung im Januar 1985. Für dieses Jahr gehen Analysten von einem Einbruch der Verkäufe neuer

Häuser um 23% im Vergleich zum Vorjahr aus. Für Toll folgt daraus der erste (!) Verlust auf Quartalsebene in der über vierzigjährigen Firmengeschichte.

Aktie testet Unterstützung Auf den ersten Blick erricht also

Auf den ersten Blick spricht also wenig bis gar nichts dafür, jetzt sein Geld in einen Wert wie Toll Brothers anzulegen. Und gerade das macht das Unternehmen für uns unter antizyklischen Gesichtspunkten so interessant. Trotz unzähliger Hiobsbotschaften bastelt das Papier bereits seit mehreren Monaten an einer Bodenbildung um die Marke von 20 USD. Ganz offensichtlich finden sich auf diesem Niveau immer wieder überzeugte Käufer. Obwohl die Immobilienkrise erst näch-

stes Jahr ihren absoluten Höhepunkt erreichen dürfte, sollten die Aktien der Häuslebauer bereits im Vorfeld ihre Tiefs markieren. Dass die Toll Brothers-Aktie aktuell auf ihrem langjährigen, seit 1991 gültigen Aufwärtstrend notiert, ist bemerkenswert und zeigt, welche Ausmaße die Korrektur bereits angenommen hat.



Von der Hypothekenkrise ist auch Toll Brothers unmittelbar betroffen; Foto: pixelio.de

Fazit

Mit Toll Brothers wollen wir frühzeitig auf eine Branche hinweisen, die derzeit von den meisten Anlegern aufgrund der bekannten Probleme links liegengelassen wird. Da ein letzter Ausverkauf aber sehr wahrscheinlich noch bevorsteht, ist jedoch in Bezug auf einen Einstieg keine Eile geboten. Unter den amerikanischen Home Buildern ist Toll Brothers unser Favorit. Neben der soliden bilanziellen Situation – das Unternehmen verfügte zum letzten Bilanzstichtag über Barmittel in Höhe von knapp 900 Mio. USD – überzeugt die klare Ausrichtung auf das gehobene Marktsegment. Damit grenzen sich Toll Brothers vom weniger attraktiven Massengeschäft ab.

Marcus Wessel

EMERGING MARKETS AKTIE

United Tractors (Indonesien)

Win-Win-Situation der besonderen Art

Der Name des Unternehmens, United Tractors (UT), ist eine nette Untertreibung: UT hat nicht nur Traktoren, sondern praktisch alles im Angebot, was auf Rädern oder Ketten über Plantagen, Baustellen, Steinbrüche oder Über-Tage-Bergwerke rumpelt. Daneben ist UT an mehreren Kohle- und einer Goldmine in Indonesien beteiligt. Auf diese Weise profitiert das Unternehmen doppelt vom Rohstoffboom: als Ausrüster und als Minenbetreiber.

Kerngeschäft Heavy Equipment

United Tractors ist als Tochterunternehmen von Astra International gegründet worden. Astra, nach Marktkapitalisierung der zweitgrößte Konzern Indonesiens, hält mit aktuell 58,45% weiterhin die Mehrheit an UT. Astra stellt in Lizenz Fahrzeuge vor allem für japanische Hersteller her, fungiert aber auch als Zulieferer und Händler. Im Bereich PKW zum Beispiel ist Astra Generalimporteur für BMW und Peugeot. Im Zweiradbereich baut und vertreibt Astra hauptsächlich für Honda. Dieses erfolgreiche Geschäftsmodell wurde für den Bereich Heavy Equipment mit UT praktisch kopiert.

United Tractors fertigt für den japanischen Hersteller Komatsu in Indonesien schweres Gerät und vertreibt die Produkte. Das gleiche gilt für Baumaschinen von Bomag. Kräne und Hebebühnen von Tadano werden ebenso vertrieben wie Scania-Busse und Nissan-Lkws mit jeglichen Aufbauten. Im Bereich Land- und Forstwirtschaft ist UT Händler von Valmet-Produkten. Für alle Marken werden auch der Service und die Ersatzteilversorgung sichergestellt.

Weitere Geschäftsfelder besetzt

Der Gedanke, den Absatz von schwerem Gerät durch Beteiligungen an Minen bzw. den Kauf von Abbaurechten abzusichern, ist eine Risikovorsorge für nachfrageschwache Zeiten. Derzeit profitiert UT stark von der hohen Nachfrage nach Ausrüstung. Zum Stichtag 30. September 2007 stieg der Absatz von schwerem





Gerät um 59% im Jahresvergleich. Für das Gesamtjahr erwartet UT nun eine Absatzsteigerung um 42%. Um einen Mindestabsatz bei forst- und landwirtschaftlichen Geräten muss sich UT übrigens auch nicht sorgen, denn die Mutter Astra zählt zu den großen Plantagenbetreibern, vor allem für Palmöl, im Land.

Nicht mehr billig

Die Aktie ist schon sehr gut gelaufen. Neben Astra als Mehrheitsgesellschafter finden sich zahlreiche namhafte institutionelle Investoren auf der Aktionärsliste: Fonds von JP Morgan, HSBC, Northern Trust oder der Bank of New York sind engagiert. Mittlerweile ist UT nicht mehr preiswert. Nach den Zahlen zum 3. Quartal stieg die Aktie um weitere 20%. UT hatte im Jahresvergleich beim Umsatz um 26% und beim Gewinn um 31% zugelegt. Bei Kursen um 0,76 EUR ergibt sich ein Konsensus-KGV 2008e von 20, wobei im Schnitt ein 20%iges Gewinnwachstum kalkuliert wird. Ganz offensichtlich glauben viele Marktteilnehmer, dass UT auf Dauer höhere Wachstumsraten erreicht.

Fazit

Die Aktie ist ausgesprochen sexy, weil United Tractors gewissermaßen doppelt vom Rohstoffboom profitiert – eine Win-Win-Situation der besonderen Art. Mit der Mutter Astra International besitzt UT zudem einen starken Partner. Allerdings ist sehr viel gute Zukunft schon eingepreist. Zu diesen Preisen drängt sich ein Engagement nicht auf. In der Vergangenheit gab es aber, wie auch bei Astra, immer wieder Rücksetzer, die nichts mit der langfristigen Unternehmensentwicklung, sondern der allgemeinen Börsenstimmung zu tun hatten. Wer sich nicht scheut, eine ziemlich hoch bewertete Aktie in einem Emerging Market ins Depot zu nehmen, sollte UT beobachten und zu gegebener Zeit ein Engagement erwägen.

Stefan Preuß

NACHRICHTEN AUS DEN UNTERNEHMEN

Der Ausblick macht den Unterschied

SGL Carbon: Gut ist nicht immer gut genug

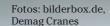
Auf den ersten Blick gab es an dem Zahlenwerk unseres MDAX-Favoriten SGL Carbon nichts zu mäkeln. So gelang es, Umsatz und Ergebnis in den ersten neun Monaten kräftig zu steigern. Der Umsatz kletterte um 17% auf rund 1,0 Mrd. EUR, während das EBIT sogar um 50% auf 185 Mio. EUR vorankam. Allerdings gingen Analysten von nochmals leicht besseren Werten vor allem beim Ergebnis aus, so dass die Aktie als erste Reaktion auf die Daten deutlich nachgab. Dass SGL zugleich "nur" den Ausblick für den Rest des Jahres bestätigte und keine Anhebung der Prognosen vornahm, mag zudem manch einen enttäuscht haben. Immerhin bleibt der Konzern klar auf Wachstumskurs. Für 2008 rechnet der Vorstand mit einer weiteren Umsatzausweitung um mehr als 5%. Dabei soll das Ergebnis erneut stärker zulegen. Der Kohlenstoffspezialist profitiert insbesondere von der steigenden Nachfrage nach Carbonfasern und Verbundwerkstoffen, die viele klassische Werkstoffe u. a. in der Automobilindustrie zunehmend verdrängen.

SI-Kommentar: Bei einer Performance, wie sie die SGL-Aktie in den letzten Monaten und Jahren aufs Parkett gelegt hat, bleiben Gewinnmitnahmen nicht aus. Kein Grund, um nervös zu werden.

QSC: Prognosen erneut gesenkt

Nachdem der Kölner Telekomanbieter QSC bereits zum Ende des zweiten Quartals den Ergebnisausblick auf das untere Ende der zuvor ausgegebenen Spanne von 15 bis 25 Mio. EUR revidiert hatte, musste Vorstandschef Bernd Schlobohm Ende Oktober den Aktionären mitteilen, dass man selbst dieses Ziel nicht erreichen werde. Stattdessen rechnet QSC nunmehr mit einem ausgeglichenen Ergebnis. Der Umsatz soll ebenfalls nicht wie anvisiert auf 350, sondern lediglich auf 325 Mio. EUR ansteigen. Grund hierfür seien Verzögerungen beim Anschluss neuer Kunden, was sich unmittelbar in der Profitabilität niederschlagen wird. Da entsprechende Gegenmaßnahmen bereits eingeleitet seien, rechnet Schlobohm nun für 2008 definitiv mit einem Überschuss. Eine konkrete Prognose will der Vorstand jedoch erst im Dezember veröffentlichen.

SI-Kommentar: Das Vertrauen in das Management ist nach dieser zweiten Zurücknahme der Jahresziele stark beschädigt. Wer noch QSC-Aktien besitzt, sollte allerdings zumindest die neuen Planzahlen abwarten, immerhin scheint bei 3,00 EUR ein Großteil der Risiken eingepriced.









Demag (IK): Meldet Rekord-Auftragseingang

Noch im Sommer hatte Demag mit einer Gewinnwarnung für Unmut unter den Aktionären gesorgt. Probleme bei den Herstellkosten im Segment Hafentechnologie zwangen den Vorstand, die EBIT-Prognose um rund 10% zurückzunehmen. Wie die endgültigen Zahlen belegen, konnte die gesenkte Planung von 93 Mio. EUR nun sogar leicht übertroffen werden. Viel wichtiger ist jedoch, dass das Management ein umfangreiches Maßnahmenpaket zur Effizienzsteigerung auf den Weg gebracht hat. Dieses soll bis zum Ende des dritten Quartals des Geschäftsjahres 2007/08 umgesetzt werden und seine volle Ergebniswirksamkeit ab dem Jahr 2008/09 entfalten. Allein im vierten Quartal – das Geschäftsjahr endet bei Demag am 30.9. – verzeichnete der Bereich Hafentechnologie einen Rekord-Auftragseingang von 117 Mio. EUR (+50%). Vorstandschef Harald J. Joos zeigte sich vor diesem Hintergrund zuversichtlich, den operativen Gewinn im Konzern bereits in der laufenden Berichtsperiode auf ca. 110 Mio. EUR steigern zu können.

SI-Kommentar: Es mehren sich die Anzeichen, dass Demag die Probleme bei der Hafentechnologie rasch in den Griff bekommt. Damit sollten auch den Aktionären wieder bessere Zeiten bevorstehen.

ADVA: Die Unsicherheit ist zurück

Anlässlich der Vorlage der jüngsten Quartalsbilanz nahm der Netzwerkausrüster ADVA seine Prognosen für das Gesamtjahr zurück. Demnach erwartet das Unternehmen nur noch einen Jahresumsatz zwischen 258 und 263 Mio. EUR, nach zuvor mindestens 267 Mio. EUR. Auch den Ausblick für die Pro-forma-Betriebsergebnismarge senkte ADVA auf einen Wert zwischen 6 und 7% (zuvor: mindestens 7%). Dabei steht die Rücknahme der Ziele im Einklang mit dem, was viele Konkurrenten wie Alcatel und Ericsson in den letzten Wochen ebenfalls anmahnten: In Europa schwächt sich die Nachfrage seitens der großen Carrier ab, und in den USA entwickelt sich das Unternehmenskundengeschäft vor dem Hintergrund der schwächelnden Konjunktur insgesamt nur sehr schleppend. Dennoch – so stellt der scheidende Finanzvorstand Andreas Rutsch im Gespräch mit uns klar – habe man keinen Kunden verloren. Im Gegenteil: Allein im dritten Quartal wechselten drei Carrier zu ADVA. Wie es 2008 weitergeht, das scheint für den CFO zum jetzigen Zeitpunkt nur schwer einschätzbar. Es sei durchaus möglich, dass sich die Abschwächung in das nächste Jahr fortsetzt. Vorstandschef Brian Protiva bleibt aber zuversichtlich, die zuletzt in Aussicht gestellte Pro-forma-Marge von 8 bis 8,5% nichtsdestotrotz einhalten zu können.

SI-Kommentar: Nachdem ADVA Anfang des Jahres noch den Verlust des größten Vertriebspartners in den USA zu verkraften hatte, kommen auf das Unternehmen nun neue Herausforderungen zu. Es gibt zurzeit sicherlich interessantere und vor allem weniger risikobehaftete Anlageideen.

1

Mensch und Maschine: Drotleff sieht sich auf Kurs

Auf einem guten Weg, die eigenen Prognosen zu erfüllen, befindet sich der CAD-Softwarentwickler Mensch und Maschine (MuM). Vorstandschef und Großaktionär Adi Drotleff konnte mit Vorlage der Neunmonatszahlen ein deutliches Umsatzplus von 31% und eine überproportionale EBIT-Steigerung um knapp 50% auf 7,2 Mio. EUR vermelden. Das traditionell starke vierte Quartal lässt ein Erreichen der EBIT-Vorgabe von 10 Mio. EUR (Vj. 7,3 Mio. EUR) im Gesamtjahr realistisch erscheinen. Vor allem der Handel mit Software von Drittanbietern wie Autodesk präsentierte sich zuletzt sehr stark. Die in diesem Segment erzielte operative Rendite von $3{,}2\%$ soll in den nächsten Jahren auf ein Niveau zwischen $4\,\mathrm{und}\,5\%$ weiter ausgebaut werden. Potenzial besitzt nach Aussagen des Vorstands auch das Geschäft mit eigener Software. Die bereits ordentliche EBIT-Marge von knapp 17% will der Firmenchef mittelfristig in Richtung 20 bis 25% ausbauen. Aktionäre können sich wiederum auf die Zahlung einer Dividende freuen. Drotleff stellt dabei eine Ausschüttungsquote von 40% in Aussicht. Bezogen auf den anvisierten Gewinn pro Aktie in Höhe von 50 Cent entspricht das einer Zahlung von 20 Cent. MuM gehört zu den wenigen Unternehmen, die bereits für 2008 eine detaillierte Ergebnisprognose ausgegeben haben. Dann sollen nach Abzug aller Kosten 70 Cent je Aktie verdient werden.

SI-Kommentar: Das Vertrauen in die Aussagen des Vorstands steigt mit jedem Quartal. Insofern gibt es keinen Grund, an der Planung für 2008 zu zweifeln. Das Papier ist mit einem KGV von 9 nach wie vor attraktiv bewertet.

Ahlers: Textilhersteller im Bewertungsloch

Mit dem Verkauf des Herrenhemdenherstellers eterna hat das westfälische Unternehmen sein Herzstück versilbert. Diese Transaktion wurde vom Markt als Teilliquidation aufgefasst und die Aktie nach Ausschüttung des Verkaufserlöses entsprechenden Turbulenzen unterworfen. Der fast zeitgleich gemeldete Lizenzeinkauf der Marke Baldessarini von Hugo Boss ist eine vergleichsweise kleine Hausnummer, vom Umsatz mit einem einstelligen Umsatzbeitrag etwa wie Otto Kern einzuordnen. Der Zukauf führt jedoch dazu, dass man sich in Zukunft höherwertig positionieren wird. Mit dem Erwerb hat sich die Familie Ahlers auch im Management neu ausgerichtet. Finanzvorstand Dr. Karsten Kölsch, selbst ein Neuer an Bord, verspricht dazu eine verbesserte Kapitalmarktkommunikation. Qualitatives Wachstum steht ganz oben auf der Agenda. Mit ca. 4 EUR Cash pro Aktie möchte man sich jederzeit akquisefähig halten und die Chance auf einen weiteren Zukauf nutzen.

SI-Kommentar: Die Neupositionierung intern wie extern wird dem bisher defensiven Familienunternehmen neuen Schwung verleihen. Die vergleichsweise hohe Bewertung (KGV 22) wird deutliche Kursavancen jedoch bremsen.

Hinweis auf Interessenskonflikt (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenskonflikt s. auch Impressum auf S. 81).

Anzeige

METALS & MINING

Informationsnetzwerk für Edelmetalle und Rohstoffe

www.metalsandmining.de

NACHRICHTEN AUS DEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN

Von kleineren und größeren Pannen

MBB Industries: Delignit-IPO enttäuscht

Der Markt für Neuemissionen gestaltet sich weiterhin äußerst schwierig. Nur sehr selektiv treffen die Börsenneulinge auf das Interesse der Anleger. Diese Erfahrung machte auch MBB mit seiner Beteiligung Delignit. Das in der Holzverarbeitung tätige Unternehmen wollte ursprünglich über 3 Mio. Aktien ausgeben, tatsächlich konnten letztlich nur rund 800.000 Aktien am unteren Ende der Preisspanne bei 8,00 EUR platziert werden. MBB verzichtete in Folge der mangelnden Nachfrage ganz darauf, eigene MBB-



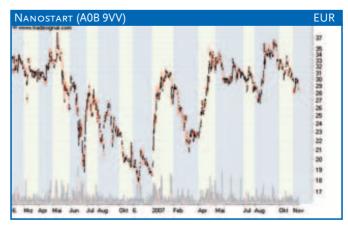
Anteile zu diesem Kurs abzugeben. Stattdessen hat man sich zu einer erweiterten Lock-up-Frist von 12 Monaten verpflichtet, um so das Vertrauen in den Wachstumskurs der Tochter zu dokumentieren. Dennoch - und das ist für MBB-Aktionäre sicherlich eine gute Nachricht - kam es in der Aktie trotz des missglückten Delignit-IPOs zu keinem größeren Verkaufsdruck. Das kann eigentlich nur einen Grund haben: MBB waren zuvor auch ohne die erhofften Sondergewinne aus dem Börsengang einfach viel zu billig.

SI-Kommentar: Sollte Delignit wie erwartet auch im nächsten Jahr deutlich bei Umsatz und Ergebnis zulegen, könnte sich die

IPO-Blamage für MBB sogar als Glücksfall erweisen. Immerhin war man nicht gezwungen, Aktien deutlich unter ihrem fairen Wert zu verscherbeln.

Nanostart: Nachrichten über Nachrichten

Bei der Nanostart AG herrscht in diesen Wochen an interessanten Nachrichten wahrlich kein Mangel. Einen Meilenstein der Unternehmensgeschichte markiert dabei der erfolgreiche Börsengang der Magforce Nanotechnologies. Die Berliner sind führend in der nanotechnologischen Krebstherapie, die ersten Studienergebnissen zufolge gegen jeden soliden Tumor eingesetzt werden kann. Wie uns Nanostart-Vorstandschef Marco Beckmann im Hintergrundgespräch erklärt, übersteigt der 80%-Anteil an Magforce bereits Nanostarts gesamte Marktkapitalisierung um fast 30 Mio. EUR. Quasi gratis erhält man als Nanostart-Aktionär die übrigen Beteiligungen, darunter die ebenfalls börsennotierte ItN Nanovation, die sich noch zu rund einem Fünftel im Besitz der Nanostart AG befindet. Mit der NanoDynamics strebt darüber hinaus ein weiteres Portofolio-Unternehmen an die Börse. Das amerikanische Unternehmen soll in den nächsten Wochen an der Nasdaq gelistet werden. Beckmann legt großen Wert auf die technologische wie



geographische Erweiterung des eigenen Portfolios. So ist in den kommenden Monaten die Eröffnung neuer Büros im Silicon Valley und in Asien geplant. Dann will man sich auch als Lead-Investor an interessanten Firmen außerhalb Deutschlands beteiligen. Bislang beschränkten sich die Engagements bspw. in den USA zumeist auf kleinere Investitionssummen. Ebenfalls will Beckmann die in der Vergangenheit eher zurückhaltende IR- und PR-Politik verbessern. Ein neuer IR-Manager soll den Kontakt zum Kapitalmarkt intensivieren, denn – so der Firmenchef – "viele wissen noch überhaupt nicht, was Nanotechnologie eigentlich ist und was wir als Nanostart machen".

SI-Kommentar: Der Magforce-Börsengang deutet an, welche Werte in dem mit den gängigen Kennziffern nur schwer greifbaren Nanostart-Portfolio schlummern. Für risikobereite Anleger erscheint das Papier kaufenswert.

Arquana: Land unter!

Die frühere Arques-Mehrheitsbeteiligung Arquana geht schweren Zeiten entgegen. Nachdem Arques bereits im Sommer ihre Beteiligung auf unter 20% reduzierte und ein Finanzinvestor das komplette Management austauschte, scheinen die Probleme in den letzten Monaten nicht weniger geworden zu sein. So musste erst kürzlich die zur Druckerei-Holding gehörende österreichische Sochor einen Antrag auf Eröffnung des Konkursverfahrens stellen, nachdem der von Arquana aufgestellte Restrukturierungsplan von den Sochor-Mitarbeitern mehrheitlich abgelehnt wurde. Bereits im September leitete der neue Vorstandschef Bodo Schmischke den Verkauf der französischen Druckbeteiligung Evry Rotatives ein. Auch die Colordruck Pforzheim gab man an einen strategischen Investor ab. Wir hätten gerne persönlich mit dem neuen Vorstandschef über die Situation gesprochen, doch leider war dieser trotz zahlreicher Anfragen nie für uns erreichbar.

SI-Kommentar: Arquana dürfte es schwer haben, angesichts der strukturellen Defizite der Druckerei-Branche (Überkapazitäten, steigende Material- und Energiepreise) am Markt langfristig zu bestehen. Der desaströse Kursverlauf scheint den "Worst Case" bereits vorweg zu nehmen.

1



MUSTERDEPOT

Nebenwerte-Ausverkauf schlägt auf Performance

Wer in diesen Tagen nur auf den DAX blickt, dem bietet sich nicht das wahre Bild über den Zustand des Aktienmarktes. So kam es in der zweiten und dritten Reihe zu teils dramatischen Kursverlusten, die auch an unserem Depot nicht spurlos vorüber gingen.

Der Blick auf unser Musterdepot bereitet uns in diesen Tagen durchaus Kopfschmerzen. Die Angst – ein an der Börse ohnehin schlechter Ratgeber – scheint vor allem bei vielen Anlegern im Nebenwertebereich wieder umzugehen und so kam es, dass bereits kleine Verkaufsorders im Einzelfall herbe Kursverluste auslösten. Unter dem Strich kosteten uns die letzten vier Wochen einen Großteil unser bis dato erreichten Jahres-Performance. Das Minus von knapp 8% ist mehr als enttäuschend. Vor allem schmerzt, wie unglücklich unsere erste Hedge-Aktion vom September verlief. Doch davon lassen wir uns nicht entmutigen. Mit dem soeben per Stop-Buy eingekauften DAX-Short wollen wir unser Depot zumindest teilweise gegen einen weiteren Einbruch absichern. Der Kauf – das möchten wir an dieser Stelle nochmals ausdrücklich betonen – ist daher nicht als eine Spekulation auf fallende Kurse zu verstehen. Er ergibt nur im Kontext unserer Ge-

samtstrategie Sinn. Diese sieht vor, im Zuge der laufenden Korrektur an den meisten Aktienpositionen festzuhalten und nicht in blinden Aktionismus zu verfallen.

Übertriebene Kursverluste

Selbst gute Quartalszahlen, die den Wachstumstrend eindeutig bestätigten, schützten Aktien wie D+S (IK), BayWa und Palfinger nicht vor weiteren Abschlägen. Ehrlich gesagt frustriert uns diese Situation ganz schön, kann man den Unternehmen doch operativ rein gar nichts vorwerfen. Scheinbar regiert besonders unter vielen institutionellen Anlegern ein neuer Konjunkturpessimismus, der die in Aussicht gestellten Ertragszuwächse per se in Frage stellt. Anders sind die wie im Fall von D+S drastischen Kursreaktionen jedenfalls nicht zu erklären. Nach Rücksprache mit den Vorständen dieser Unternehmen sind wir fester denn je davon

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR) Stichtag: 16.11.2007												
Performance: +4,4% s	eit Jahres	anfang (Dax: +15,	4%);	-7,8%	gg. Vor	rmonat (D <i>a</i>	x: -3,5%	6); +161	,0% seit [DEPOTSTAR	rт (Dax: +197	,6%)
	WKN	Branche/	SIP*	C/R*	Stück	Kauf-	Kauf	Kurs	Wert	ДЕРОТ-	Perform	ANCE
		Land				Dатим	ZU	AKT	AKT	Anteil	Vormonat	SEIT KAUF
Arques Industries [D] IK	515 600	Sanierungsspez.	С	8/6	350	27.10.2003	1,60	22,07	7.725	3,0%	-19,5%	+1.279,4%
D+S EUROPE [D] IK	533 680	Outsourcing	В	6/5	1.500	18.10.2006	6,52	10,71	16.065	6,2%	-21,2%	+64,3%
Banpu [THAI]	882 131	Kohleproduzent	В	7/5	2.000	04.04.2007	4,72	7,75	15.500	5,9%	-8,8%	+64,2%
Palfinger [ÖST]	919 964	Spezialkräne	В	6/5	600	21.06.2006	17,97	29,05	17.430	6,7%	-17,2%	+61,7%
Canadian Natural [CAN]	865 114	Öl- und Gas	С	6/6	300	28.02.2007	38,18	49,85	14.955	5,7%	-10,5%	+30,6%
Anvil Mining [AUS]	A0B 6G3	Kupfer-Produzent	С	6/6	1.000	06.12.2006	7,90	10,19	10.190	3,9%	-23,4%	+29,0%
Krones [D]	633 500	Maschinenbau	С	6/4	300	18.04.2007	48,17	56,47	16.941	6,5%	-5,9%	+17,2%
Dax Short HZ 8.500 Mar 08	CB7 VDH	Dax-Aktien	В	9/9	2.000	15.11.2007	7,45	7,89	15.780	6,0%	-	+5,9%
SILVER STANDARD [CAN]	858 840	SILBEREXPLORER	В	7/5	400	03.10.2007	25,61	27,04	10.816	4,1%	+2,6%	+5,6%
Eurofins [F]	910 251	Laboranalytik	В	7/5	150	10.10.2007	73,98	77,85	11.678	4,5%	+4,5%	+5,2%
METIS CAPITAL [ISR] IK	936 734	Finanz-Holding	Α	7/4	4.000	15.08.2007	2,49	2,59	10.360	4,0%	-5,8%	+4,0%
TUI [D]	TUA G00	Touristik/Logistik	С	7/6	700	11.04.2007	19,57	20,14	14.098	5,4%	+2,1%	+2,9%
Bunge [USA]	762 269	Agrar	Α	6/4	120	03.10.2007	74,44	73,75	8.850	3,4%	-1,8%	-0,9%
Aurelius [D] IK	A0J K2A	Sanierungsspez.	Α	8/5	250	26.10.227	38,00	37,00	9.250	3,5%	-	-2,6%
BayWa [D]	519 406	Agrar/Handel	В	6/4	300	03.10.2007	41,55	40,21	12.063	4,6%	-13,0%	-3,2%
Advanced Inflight [D] IK	126 218	MEDIEN	С	7/5	5.000	22.12.2004	1,84	1,59	7.950	3,0%	-11,7%	-13,6%
GREAT BASIN GOLD [CAN]	885 375	GOLDEXPLORER	В	6/5	3.000	31.10.2007	2,50	1,95	5.850	2,2%	-	-22,0%
DAX-Put-OS; 6.400; Dez07	GS0 JYT	Dax-Aktien	F	7/9	6.0000	1.02.2007/30.0	05.20071,	40 0,05	300	0,1%	-54,5%	-96,4%
* C/R: gibt Chance und Risiko	•	, ,	~	-	•		AKTIENE	BESTAND	205.800	78,9%		
* SIP: Das SI-Potentialometer zeigt an, in welcher Phase einer Kursbewegung sich eine Aktie befindet						Liquidi	TÄT	55.154	21,1%			
(von A="Einstieg jederzeit ratsam" bis E="Aktie wirkt angeschlagen" bzw. F="Verkauf") und welche Handlungsprämissen wir hieraus ableiten.					u weiche	GESAMT	WERT	260.954	100,0%			
Veränderungen beim C/R oder SIP gegenüber dem Vormonat werden farblich hervorgehoben. Erhöhungen sind grün und Reduzierungen rot markiert.					ben.			,	e beachter ie im Impre	n Sie den Hinw ssum!	eis am	

HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

überzeugt, dass wir es hier nur mit einem rein psychologischen und keinem fundamentalen Problem zu tun haben. Größere Dramen sollten bei den genannten Unternehmen jedenfalls nicht vor der Tür stehen.

Wir satteln um - zumindest teilweise

Bei Arques (IK) kam es erneut zu Veränderungen in der Führungsebene. Nachdem bereits Anfang des Jahres Gründer Löw seinen Rückzug ins Privatleben bekannt gab, kehrte nun auch Sanierungsvorstand Markus Zöllner dem Starnberger Unternehmen den Rücken. Da wir schon lange über einen Einstieg bei dem im nur 20 Kilometer entfernten München residierenden Sanierungsspezialisten Aurelius nachdachten, nahmen wir Zöllners Ausscheiden zum Anlass, die Hälfte unserer Arques-Position in Aurelius zu tauschen. Gewinnmitnahmen - 5 EUR ins Phrasenschwein haben schließlich noch keinen Börsianer ruiniert. Da wir also die Branche "Unternehmenssanierer" weiterhin für einen äußerst spannenden Sektor halten, legten wir den Verkaufserlös in Aurelius-Aktien an. Während Arques weiter nachgab, überraschte Aurelius prompt mit einer Anhebung ihrer erst im August veröffentlichten Jahresprognosen. Mit Aurelius-Chef Dr. Dirk Markus führten wir in diesem Monat auch den "MoneyTalk", nachzulesen auf S. 58.

Dumm gelaufen

Mit dem Kauf der Aktie von Great Basin Gold gelang uns die perfekte Aufführung des Stücks "schlechtes Timing". Bereits anderthalb Wochen nach unserem Einstieg notiert das Papier über 20%

im Minus. Da ist es nur ein schwacher Trost, dass diese Entwicklung nahezu den gesamten Edelmetall-Sektor betraf. Vom Unternehmen selbst gab es nämlich keine Nachricht, die einen solchen Kursverfall erklären könnte. Was bleibt, ist die Erkenntnis, dass ein bereits günstig bewerteter Goldexplorer durchaus noch günstiger werden kann. OK, damit wollen wir es in Sachen Sarkasmus auch bewenden lassen. Immerhin konnten wir noch rechtzeitig zumindest einen kleinen Kursgewinn bei Voestalpine sichern. Wie so viele andere Werte auch, reagierte die Aktie auf die letzten sehr soliden Zahlen mit einem regelrechten Abverkauf.

Bunge liefert Rekordergebnisse

Für unseren amerikanischen Agrarwert Bunge läuft es operativ mehr als rund. Ein starkes Geschäft mit Saatgut und Düngemitteln speziell in Europa und Südamerika sowie steigende Getreidepreise sorgten dafür, dass die Erwartungen der Analysten im dritten Quartal bei weitem übertroffen werden konnten. Während des Conference Calls gab Manager Weisser auch einen Ausblick auf 2008. Danach sollen die günstigen Rahmenbedingungen auf absehbare Zeit anhalten, obgleich ein stärkerer Real – Bunge betreibt einen Großteil seiner Geschäfte in Brasilien – und höhere Einkaufspreise für Vorprodukte und Rohmaterialen die Margen leicht unter Druck bringen könnten. Die Aussage ist vor allem als Warnung zu verstehen, die Rekordzahlen des dritten Quartals nicht einfach in die Zukunft zu extrapolieren. Wir sehen Bunge, wie im Übrigen auch eine BayWa, als Möglichkeit, an der weltweit steigenden Nachfrage nach Agrarrohstoffen langfristig zu partizipieren. So gut die Zahlen auch

Anzeig



sind, einzelne Quartale interessieren uns nicht sonderlich, solange der Trend stimmt. Dass der Aktienkurs zuletzt unter Druck geriet, lag dann auch nicht den Ergebnissen, sondern an einer umfangreichen Platzierung von Wandelschuldverschreibungen.

Anvil-Aktie mit Kurssturz

Wie ein Stein fiel die Aktie des Kupferproduzenten Anvil Mining Anfang November. Hintergrund

waren Medienberichte, wonach eine mit der Überprüfung der Minenverträge beauftragte Kommission in der Demokratischen Republik Kongo der Regierung empfohlen hätte, Anvil die Rechte an bestehenden Minen wie der in Dikulushi zu entziehen bzw. existierende Kontrakte neu zur Verhandlung auszuschreiben. Das Unternehmen selbst sah sich genötigt, auf die Berichterstattung mit einer Klarstellung zu reagieren. Demnach habe man bislang von keiner Regierungsbehörde ein entsprechendes Schreiben erhalten. Dass ein Investment in Afrika besonderen politischen Risiken unterliegt, zeigt dieses Beispiel sehr deutlich. Bevor wir uns zu einem womöglich überhasteten Verkauf hinreißen lassen, wollen wir erst eine Klärung der Situation abwarten. Allzu viel Konkretes liegt bis dato noch nicht auf dem Tisch. Die vor wenigen Tagen gemeldeten Quartalszahlen interessierten den Markt nicht sonderlich. Schade eigentlich, dokumentieren sie doch, dass Anvil nach wie vor traumhafte Netto-Margen von über 50% (!!!) erzielt.

Bei Krones stapeln sich die Aufträge

Für Krones könnte das aktuelle Branchenumfeld kaum besser sein. Wie von uns prognostiziert, gewinnt das Geschäft mit PET-Flaschen weiter an Momentum. Mit einem Rekordauftragsbestand von 940 Mio. EUR - das entspricht einem Zuwachs von über 16% gegenüber dem Vorjahresstichtag - geht der Hersteller von Getränkeabfüllanlagen in das Schlussquartal. Vorstandschef Volker Kronseder zeigte sich entsprechend zuversichtlich, die magische Marke von 2 Mrd. EUR Umsatz in diesem Jahr nachhaltig zu überwinden. Auch bei der Verbesserung der Margen kommt der Konzern planmäßig voran. So erreichte die EBT-Marge im traditionell eher umsatzschwachen dritten Quartal einen respektablen Wert von 5,7%. Zum Vergleich: Im dritten Quartal 2006 lag die Profitabilität bezogen auf das Vorsteuerergebnis bei lediglich 3,9%. Im Gesamtjahr will Kronseder eine Vorsteuerrendite von über 7% einfahren. Dieser Trend dürfte sich 2008 fortsetzen. Wir rechnen damit, dass Krones die Konsens-



Durchgeführte Käufe und Verkäufe									
Durchgeführte Käufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Kaufwert					
Aurelius	A0J K2A	38,00	250	9.500,00					
GREAT BASIN GOLD	885 375	2,50	3.000	7.500,00					
DAX SHORT HEBELZERTIFIKAT	CB7 VDH	7,45	2.000	14.900,00					

Durchgeführte Verkäufe				VERK.WERT	PERFORMANCE
ARQUES	515 600	28,250	350	9.888	+1.665,0%
Voestalpine	897 200	55,80	250	13.950	+5,8%

schätzungen der Analysten vor allem auf der Ergebnisseite auch in den nächsten Quartalen übertreffen wird.

Ölpreis lässt Gewinne sprudeln

Nachdem wir uns im Vormonat von StatoilHydro getrennt hatten, blieben wir bei einer Canadian Natural in Erwartung guter Ergebnisse und weiter steigender Ölnotierungen engagiert. In beiden Punkten sollten wir nicht enttäuscht werden. Während beim Rohöl die Marke von 100 USD in greifbare Nähe rückt, meldete der kanadische Öl- und Gasproduzent einen Gewinn von 644 Mio. USD oder 1,19 USD je Aktie. Damit konnte die durchschnittliche Analystenprognose um fast 25% übertroffen werden. Dabei entwickelte sich der für den Konzern nicht minder wichtige Gaspreis alles andere als zufrie-



den stellend, was u. a. an den viel zu hohen Temperaturen in Kanada lag. Auch der gegenüber dem US-Dollar feste kanadische Dollar wirkte sich Ergebnis dämpfend aus. Dass es Canadian Natural dennoch gelang, den Überschuss im Jahresvergleich um 37% zu steigern, spricht für ein straffes, funktionierendes Kostenmanagement. Als unser Basisinvestment im Ölsektor belassen wir den Wert auch weiterhin im Depot.

Fazit

Augen zu und durch. So oder so ähnlich lautet für uns das Motto in diesen stürmischen Tagen. Über den neu ins Depot genommenen DAX-Short versuchen wir, die Kursrückschläge bei einzelnen Aktien etwas abzufedern. Unsere Einschätzung, dass die jetzige Korrektur vorrangig psychologischer Natur ist, sehen wir nach vielen Gesprächen mit Vorständen und verantwortlichen Managern bestätigt. Daher gibt es keinen Grund, das Depot in einer Kurzschlussreaktion leer zu räumen.

Marcus Wessel

Über unseren kostenlosen e-Mail-Service Smart Investor Weekly kündigen wir unsere Musterdepot-Transaktionen an. Der Newsletter wird jeden Dienstag auf unserer Homepage www.smartinvestor.de veröffentlicht. Dort kann man sich auch für die Versendung registrieren.

HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenskonflikt s. auch Impressum auf S. 81).

1



INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

"Nicht aus dem Bauch heraus"

Smart Investor sprach mit den Fondsmanagern Peter Klose und Veit Madaus über ihr quantitatives Modell, dessen diesjährige Schwächephase und die Präferenz für Standardwerte.

Smart Investor: Herr Klose, Herr Madaus, erklären Sie uns doch bitte kurz Ihren quantitativen Ansatz.

Klose: Im Grunde genommen sind es vier bis fünf Schritte, die uns zu unserem Zielportfolio führen. Am Anfang steht eine quantitative Selektion innerhalb des globalen Aktienuniversums. Hier betrachten wir die klassischen Value-Kriterien wie KGV, KBV, Dividendenrenditen, Eigenkapitalquoten, Verschuldungsraten. Dadurch reduziert sich die Anzahl potenzieller Depotkandidaten schon mal auf etwa 1.000 Aktien – wohlgemerkt aus über 40.000 weltweit gehandelten Papieren. Hierüber wird dann eine Momentum-Strategie "gelegt", mit deren Hilfe wir Value-Titel vor der Wiederentdeckung finden. Damit stünden uns 600 bis 800 Aktien zur Verfügung. Jetzt folgt das eigentliche Herzstück des quantitativen Modells: die (Nicht)Korrelationsanalyse. Wir versuchen, Aktienpaare zu finden, die auf verschiedene Kurseinflussfaktoren möglichst unabhängig voneinander reagieren. Auf diese Weise stellen wir ein Portfolio mit 60 bis 70 Titeln zusammen. Die Nichtkorrelationsanalyse hat in der Vergangenheit zudem gewährleistet, frühzeitig auf bestimmte Themen wie Rohstoffe aufmerksam zu werden und hier einen Schwerpunkt von 20 bis 25% des Portfolios zu setzen.

Smart Investor: Wie muss sich ein Anleger die tägliche Umsetzung des Modells vorstellen? Immerhin gibt das Modell sicherlich täglich neue Signale?

Madaus: Bei der globalen Allokation gibt es keine täglichen Signale. Denn die bis zu 70 Aktien werden von uns nochmals genau überprüft, um zu vermeiden, Positionen von Unternehmen zu besitzen, die zum Beispiel in Bilanzskandale verwickelt sind oder deren Märkte reguliert werden. Ein Beispiel für letztere ist Südzucker und der Zuckermarkt, da lassen wir dann doch lieber die Finger weg. Oder Siemens.

 ${\bf Smart\ Investor:}$ Bei der Ihr Modell wahrscheinlich ein Kaufsignal gegeben hat.

Madaus: Ja, richtig, aber angesichts Unsicherheiten bezüglich der bilanziellen Bereinigung ist das eine Aktie, die wir nicht ins Portfolio aufnehmen. Vielleicht kommen wir aber noch einmal auf die tägliche Umsetzung des Modells zurück. Im Rahmen des Risikomanagements generiert das Modell in der Tat tägliche Signale. Hier berechnen wir über Durchschnittswertberechnungen Bandbreiten für jede einzelne Aktie und die Nervosität, die wir jedem Depottitel zugestehen. Auch für DAX oder EuroStoxx ermitteln wir die Nervosität und ermitteln daraus den Investitionsgrad.

Smart Investor: Könnten Sie uns dies anhand eines Beispiels veranschaulichen?





Peter G. Klose (links) sammelte u.a. bei der Allianz Dresdner Asset Management AG Erfahrungen im Portfolio-Management mit Schwerpunkt Investment-, Bank- und Börsenrecht. **Veit M. Madaus** war drei Jahre lang bei Merrill Lynch in den USA und Deutschland tätig.

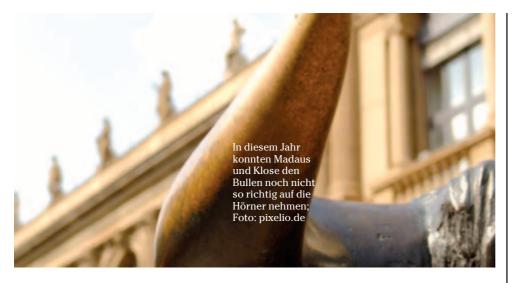
Klose: Je stärker die Volatilität anzieht, und je mehr dies mit einem Kursverfall einhergeht, desto klarere Signale bekommen wir, Aktien zu reduzieren oder neu hinzuzukaufen. Je nervöser ein Markt wird, die Indizes also beginnen zu fallen, desto eher fangen wir an, das Portfolio immer weiter abzusichern, etwa über Index-Futures.

Smart Investor: Also bis hierhin klingt Ihr Ansatz schon sehr komplex, dennoch wollen Sie das Risikomanagement noch weiter verfeinern?

Klose: Hintergrund für diesen Schritt war ein unvorhersehbares Ereignis, nämlich der 17. August dieses Jahres, an dem die US-Fed den Diskontsatz senkte, um den Banken Liquidität zur Verfügung zu stellen. Zu diesem Zeitpunkt waren wir zu 50% in Cash investiert, fast 50% des Fondsvermögens waren über Index-Futures abgesichert, so dass der Fonds praktisch marktneutral aufgestellt war. Im Vergleich zu den großen Indizes bescherte uns dies einen nur hälftigen Kursverlust. Bis zu diesem Tag hatten wir also alles richtig gemacht. Als dann aber der Diskontsatz nach unten genommen wurde, schossen die Futures binnen Sekunden massiv nach oben, durch das oft zitierte Nadelöhr kamen wir dann einfach nicht mehr aus unseren Positionen heraus. Daher sind wir jetzt dazu übergegangen, auch die einzelnen Aktien – und hier die größten Positionen – individuell abzusichern. Die Subprime-Krise war praktisch die Feuerprobe für unser Modell.

Smart Investor: Den im Prospekt versprochenen Mehrertrag konnten Sie folglich in diesem Jahr nicht liefern?

ĺ



Madaus: Eigentlich haben wir zunehmende Volatilität bereits im gesamten Jahr 2007 gesehen. Und parallel zu dieser wachsenden Nervosität fahren wir den Investitionsgrad zurück. Kehrt wieder Ruhe ein, erhöhen wir den Aktienanteil wieder. Unser Ansatz hat in diesem Jahr vor diesem Hintergrund erstmals Schwächen gezeigt, per saldo haben wir nicht viel gewonnen, aber auch nicht viel verloren.

Smart Investor: Dieses Ergebnis spielt ja eigentlich denjenigen Kritikern in die Karten, die behaupten, Mechanik und Börse passen schlichtweg nicht zusammen.

Klose: Nun ja, in meinen Augen passen Mechanik und Börse ganz gut zusammen, denn letzten Endes halten wir es für zielführend, Anlageentscheidungen nicht aus dem Bauch heraus, sondern nach einem disziplinierten mathematischen Modell zu treffen. Aber das muss jeder Anleger für sich selbst entscheiden, wenngleich die Mittelzuflüsse in quantitativ gesteuerte Fonds eigentlich für sich sprechen.

Smart Investor: Wenn wir noch mal zu Ihrem Fonds zurückkommen, dann könnte man fragen, wann Sie Ihre derzeit recht defensive Haltung aufgeben werden?

Klose: Unsere Vorgehensweise ist vom Risikomanagement bestimmt. Wenn in den Indizes die Schwankungsbreite in der Tendenz abnimmt und wieder Durchschnittsniveaus erreicht, dann fangen wir wieder an, das Portfolio aufzubauen. Solange das nicht der Fall ist, sind wir lieber defensiver aufgestellt. Allerdings müssen wir stets zu mindestens 50% in Aktien investiert sein.

Smart Investor: Inzwischen gilt Ihre Konzentration mehr den Large Caps. Woher kommt das?

Madaus: Im Fonds sind nach wie vor auch noch Small Caps enthalten, aber im Zuge der Rally bei den Nebenwerten war erkennbar, wie die Bewertungen langsam aber sicher an denen der großen Titel vorbeizogen. Unser Modell "entwickelte" sich aus diesem Grund in den vergangenen beiden Jahren Stück für Stück in die Standardaktien hinein. Unter diesen waren einfach mehr attraktiv bewertete Papiere zu finden. Die quartalsweise Adjustierung des Modells hat uns hierin zuletzt immer wieder bestätigt, so waren wir immer dort investiert, wo Value und Momentum zu finden waren. Grundsätzlich reiten wir Trends solange, bis massive Volatilitäten mit deutlichen Kursrückschlägen einhergehen.

Smart Investor: Wo glauben Sie, werden Sie Ihre Cashquote von aktuell 25% am ehesten investieren?

Madaus: Grundsätzlich glauben wir nicht, sondern vertrauen unserem Modell. Demnach sehen wir einen Drang hin zu Large Caps, ebenfalls zu den Emerging Markets. Zuletzt haben wir einige Positionen in Brasilien aufgestockt, auch in der Türkei oder Kroatien halten wir diverse Papiere.

Smart Investor: Warum gerade in den Emerging Markets?

Klose: Bei einigen Emerging Markets-Werten sehen wir noch zum Teil hervorragende Bewertungen der einzelnen Unternehmen, der Gesamtmarkt der Türkei weist zurzeit z. B. ein KGV von 11 auf. Die Rückschläge waren über den Sommer zum Teil stark ausgeprägt, etwa in Hongkong. Dort hat der Index im August massiv gelitten, die Verluste aber auch postwendend wieder aufgeholt. Einzelne Themen weisen einfach geringere Schwankungsbreiten auf, dort investieren wir dann. Wie auch zum Beispiel in die großen Technologiewerte in den USA, etwa Intel, Cisco oder auch Hewlett Packard.

Smart Investor: Herr Klose, Herr Madaus, haben Sie herzlichen Dank für Ihren detaillierten Einblick.

Interview: Tobias Karow

wachsen

Der MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC) zählt zu den größten Anlegergemeinschaften Europas und ermöglicht mit drei Depots das ertragreiche Aktien-Anleihen- und Rohstoff-Investment.

Ihre Vorteile im MIC

Die MIC-Gemeinschaftsdepots erschließen die internationalen Kapitalmärkte; riskante Termingeschäfte und kreditfinanzierte Investments sind jedoch ausgeschlossen.

- **■** Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Klare Kostenstruktur, kein Ausgabeaufschlag
- Nur 2.500 Euro Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept
- Depotwechsel kostenlos
- **■** Bundesweite Börseninfotreffen

Lernen Sie uns besser kennen: Fordern Sie weitere Informationen an, und besuchen Sie eine unserer bundesweiten Veranstaltungen – neue Freunde sind uns immer herzlich willkommen.

Eine aktuelle Terminübersicht finden Sie unter **www.mic-online.de**

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

Herterichstraße 101 81477 München

Telefon +49 (0) 89-79 08 63-54 Fax +49 (0) 89-79 08 63-59 E-Mail info@mic-online.de



LESERBRIEFE

Immobilien, Öl und Birma



Arques und Maroc Telecom

Wie viele andere SI-Abonnenten frage auch ich mich, ob bei Arques jetzt ein Einstieg Sinn macht? Wie wahrscheinlich ist aber andererseits die Wiederholung des Schicksals der Tochter Arquana? Ein Analyst kritisiert das Bewertungsmodell und die versteckten Kreditrisiken, die im Falle einer Insolvenz einer Tochter riesig sein könnten. Warum kann denn Arques pro Beteiligung Maximal-Insolvenz-Haftungsrisiko veröffentlichen? Meine Langzeitposition Maroc Telecom hält sich in der aktuellen Finanzkrise dagegen erstaunlich gut. Sie tänzelt immer noch am Alltime-High bei ganz geringen Umsätzen (es verkauft also keiner) - das ist normalerweise ein todsicherer Indikator, dass bei einer Beruhigung der Märkte ein starker Anstieg erfolgt. Teilt der SI diese Einschätzung?



Smart Investor 11/2007

Karl Schneebauer, Leingarten

Ja, Arques könnte derzeit wieder ein Kauf sein. Risiken aus der 20%igen Arquana-Beteiligung sehen wir nicht; auch nicht im Falle einer Arquana-Insolvenz, die wir für nicht ausgeschlossen halten. Skeptisch würde uns da schon eher das teils überbordende Sentiment für Arques machen, welches im Artikel auf S. 14 angesprochen wurde. Auf S. 65 finden Sie ebenfalls etwas zu Arques, zu Arquana auf S. 64. Die Stärke von Maroc Telecom ist in der Tat sehr erstaunlich. Wie unsere diesmalige Titelgeschichte aufzeigt, ist relative Stärke gegenüber dem Gesamtmarkt oder der Branche in der Regel positiv zu werten.



Geld und Ort

Ihre Zeitung ist wirklich ihr Geld wert! Mit besten Grüßen in das schöne Isartal!

Dr. Markus Wolf, Berlin

Vielen Dank für das Kompliment. So kurz Ihr Leserbrief auch ist, so fallen uns dazu jedoch gleich zwei Anmerkungen ein: Erstens müssen auch wir aufgrund der von uns immer wieder beschriebenen Inflation demnächst eine (kleine) Preiserhöhung für den Smart Investor vornehmen. Zweitens wird das schöne Isartal nur noch für wenige Wochen die Heimat unseres Verlags sein. Zum 1. Januar 2008 werden wir nämlich nach München umziehen. Alle weiteren Informationen hierzu erhalten Sie im kommenden Heft.



Zynischer Engdahl

Wie Ihr Autor Engdahl die Demonstranten in Birma als buddhistische Banden herabwürdigt, ist doch arg zynisch. Es kann ja wohl kein Zweifel daran bestehen, dass jedenfalls die große Mehrheit der Menschen auf den friedlichen und blutig niedergeschlagenen Demonstrationen sich nach nichts anderem als den Freiheiten sehnte, die wir für selbstverständlich halten und auf die auch Herr Engdahl Anspruch nimmt. Gegen den Mainstream anzuschwimmen, ist ja sehr schön, und es wäre ja eher überraschend, wenn die USA sich heraushalten würden, aber abgesehen von der moralischen Verwerflichkeit in Engdahls Ausdrucksweise ist es auch einfach falsch so zu verkennen, was die Menschen wirklich bewegt.

Michael Baldamus, Uppsala (Schweden)

Es handelt sich bei dem von Ihnen angesprochenen Beitrag um einen Gastartikel. Ihre Kritik sollten Sie also direkt an Herrn Engdahl

richten, auf seiner Homepage www.engdahl.oilgeopolitics.net finden Sie eine Kontaktmöglichkeit per e-Mail. Daneben unterstellen wir Herrn Engdahl, dass er mit seinem Birma-Beitrag sicherlich eine ganz andere Intention hatte, als Sie hineininterpretieren.

US-ImmobilienfondsWie schätzen Sie die Auswirkungen der amerikani-

schen Immobilienkrise auf offene Immobilienfonds ein? Der von mir bevorzugte KanAm-Grundivest Fond hat zwar auch in den USA Objekte, die vermutlich auf Kredit gekauft wurden. Doch aufgrund der Tatsache, dass es sich um Bürogebäude handelt, sollten meiner Meinung nach die Auswirkungen gering sein. Ist es Ihrer Meinung nach zurzeit sinnvoll, auch in Anbetracht inflätionärer Tendenzen, in offene Immobilienfonds zu investieren? Ist es in Erwartung einer Aktienbaisse ab 2010 besser, in offene Immobilienfonds weltweit zu

investieren als in REITS, die ja "nur" aus Aktien bestehen?

H. Härtl, Kulmbach

Zu Frage 1: Der KanAm Grundinvest hat in den Jahren steigender Preise recht zurückhaltend agiert, demzufolge sind die Verwerfungen durch die Subprime-Krise eher geringer als bei vergleichbaren Produkten. Anhand der Sharpe-Ratio (über 3) können Sie erkennen, dass das Verhältnis zwischen dem Ertrag und dem dafür eingegangenen Risiko deutlich positiv ist. Der derzeit noch aktive, selbst auferlegte Stopp beim Zufluss von Fremdmitteln gewährleistet, dass die Mittel nicht wahllos, sondern gezielt eingesetzt werden. Zuletzt kam der Fonds bei der regionalen Diversifizierung zum Beispiel in Riga (Lettland) voran. Zu Frage 2: Eine Investition in einen offenen Immobilienfonds ist durchaus sinnvoll, vor

allem weil hier die Korrelation zum Aktienmarkt anders als etwa bei REITs nahezu gen null tendiert. REITs müssen sicherlich aktiver gehandhabt werden als Immobilienfonds. Das Portfolio-Risiko ist aber auf jeden Fall vorhanden, die Management-Expertise also für den Anlageerfolg hauptausschlaggebend. Hier begründete Schieflagen haben ja in den vergangenen Jahren zu teilweise spektakulären Schließungen offener Immobilienfonds geführt. Wenn ein signifikanter Abschwung ab 2010 droht, dürften sich Immobilienfonds deutlich schwankungsärmer verhalten als Aktien. Gleichwohl wird es Portfolien geben, die aufgrund ihrer Zusammensetzung für eine gewisse Zeit keine positiven Renditen werden abwerfen können.

Weitere Infos zur abiotischen Ölentstehungstheorie?

Bergbaubranche, die zurzeit wieder hoch im Schwange ist, Prognosen machen musste. Auch diese Prognosen sind natürlich aus heutiger Sicht auch nicht mehr haltbar. Vor diesem meinem Hintergrund fand ich die russische Version der Öl-Genese, die William Engdahl im Heft 10/2007 beschreibt, hoch interessant. Sie hat einiges für sich. Sie ist mir vor Jahren schon begegnet, nur selbstverständlich alles auf Russisch. Gibt es Ihrem Wissen nach eine neuere Publikation zu diesem Thema, zumindest auf Englisch? Für einen Hinweis wäre ich dankbar. Können Sie mir einen Kontakt zu Herrn Engdahl herstellen?

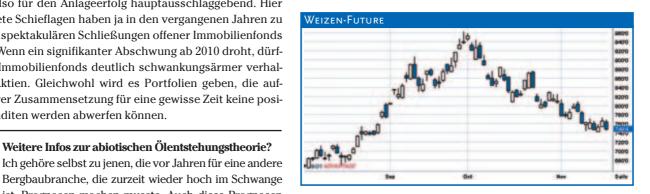
Dr. Katharina Schmid, Aarau (Schweiz)

Nein, wir kennen dazu keine Literatur und vermutlich SI werden Sie dazu auch nichts finden. Unseres Wissen nach, und einige Leser bestätigten uns darin, gibt es hierzu auch im Internet kaum Material. Aber wenden Sie sich gerne direkt an Herrn Engdahl. Auf seiner Homepage www.engdahl.oilgeopolitics.net finden Sie eine Kontaktmöglichkeit per e-Mail. Wir geben prinzipiell keine Postanschrift oder Telefonnummer unserer Gastautoren heraus.

Agrarrohstoffe

Mit Interesse haben ich ihren Artikel über Agrarrohstoffe gelesen und möchte ihnen hiermit mein Lob aussprechen. Sie haben sich wieder einmal mit ihrer verhaltenen Meinung gegen den Mainstream gestellt. Auch der Zeitpunkt der Veröffentlichung hätte nicht besser sein können.

Susanne P., Würzburg



Die Smart Investor-Redaktion ist stets bemüht, die Fakten so objektiv wie möglich darzustellen und SI sich nur wenig von der allgemeinen Stimmung beeinflussen zu lassen. Dass der Weizen-Future wenige Tage vor dem Erscheinen der 10er Ausgabe seinen Höchststand erreicht hat und seitdem um knapp 25 % nachgegeben hat, war auch für uns etwas überraschend. Allerdings hatte sich eine solche Abwärtsreaktion durch die aufkommende Agrar-Euphorie schon ein wenig angedeutet.

Die Barschel-Affäre

Die Erwähnung des sich nunmehr zum 20. Mal jährenden Falles Barschel im Editorial Ihres Chefredakteurs Ralf Flierl im Heft 10/2007 halte ich für problematisch.

In einem erstklassigen Schweizer Hotel wird der zweitklassige Ministerpräsident eines drittklassigen deutschen Bundeslandes tot aufgefunden. Hallo? Was soll eine derart nachrangige Figur der deutschen Politik gewusst haben, die zusätzlich erst kurz zuvor ihre gesamte Glaubwürdigkeit in einer "Ehrenwort"-Pressekonferenz wirksam und nachhaltig zerstört hatte? Also, selbst wenn er etwas gewusst haben sollte, Barschel war so was von erledigt, keiner hätte ihm auch nur die Beschrei-

»Das wichtigste monetäre Metall der Geschichte ist Silber, nicht Gold.« Milton Friedman, Nobelpreisträger Es ist nicht alles Gold, was glänzt Nur 12,90 € INSIDERWISSEN: David Morgan zeigt in seinem neuen Buch, dass Silber kein antiquierter Rohstoff ist und am Markt im Gegensatz zu Gold noch immer zu Unrecht stiefmütterlich behandelt wird. Sein Buch ist eine Einführung in alle Investitionsmöglichkeiten und in die Qualitäten dieses Elements. Wer sein Geld an der Börse verdienen und dem Gros der Anleger, die das ganze Potenzial von Silber-Investments immer noch nicht erkannt haben, einen Schritt voraus sein will,

Frundsbergstr. 23 • 80634 München Tel.: 089 / 65 12 85-0 • Fax: 089 / 65 20 96 E-Mail: bestellung@finanzbuchverlag.de

muss dieses Buch lesen.

David Morgan

Insiderwissen: Silber - simplified Investieren in die Zukunft 107 Seiten

bung des aktuellen Wetters unwidersprochen abgekauft. Unbenommen davon bleibt, dass die Schweizer Ermittlungsbehörden ihrer Arbeit mit einem deutlichen Verbesserungspotenzial versehen nachgegangen sind. Der Spielraum zur Legendenbildung, der sich aus diesen Nachlässigkeiten ergibt, der gehört dann aber nach Hollywood und weniger in den Grundchor eines dunklen Geraunes über die böse böse Welt. [Es handelt sich hierbei nur um einen sehr kleinen Auszug eines insgesamt 4-seitigen Leserbriefes zu verschiedenen Themen.]

Joachim Labudde, Zürich (Schweiz)

Wie zweit- oder drittklassig Herr Barschel und die dazugehörige Affäre war, können Sie schon daran erkennen, dass "DER SPIEGEL", Deutschlands führendes, um nicht zu sagen "erstklassiges" Nachrichtenmagazin, in der Ausgabe vom 8. Oktober 2007 abermals zu dieser ollen Kamelle titelt (s. Bild). Interessant ist dabei der Untertitel "Der unwahrscheinliche Selbstmord des Uwe Barschel". Ahaaa! Nachdem der SPIEGEL uns also nun 20 Jahre lang Unfug erzählt

Cross Links

und das deutsche Volk damit in die Irre geführt hat (apropos

"führendes" Nachrichtenmagazin), kommt jetzt, nachdem die In-

GoingPublic Magazin 12/2007 – die große Jubiläumsausgabe!



- ◆ Kapitalmarktentwicklung 1997-2007
- Eigentümliches & Skurriles aus 10 Jahren GoingPublic Magazin
- Vom Nischenblatt zum Kapitalmarktmagazin
- Blick in die Zukunft, Anekdoten, Kommentare u. a. von Michael Hauck, Prof. Dr. Ulrich Seibert
- und natürlich: News zu allen aktuellen Börsengängen

Weitere Informationen unter www.goingpublic.de

VentureCapital Magazin 12/2007

- Private Equity in Skandinavien
- Wachstumsmarkt Online-Spiele
- Mergers & Acquisitions im Internetsektor
- Executive Talk mit Richard Reitzner, HSE24
- Portrait: Der erste VC-Dachfonds für Privatanleger
- Sonderbeilage "Private Equity in Österreich"



Ausgewählte Beiträge und weitere Informationen unter www.vc-magazin.de

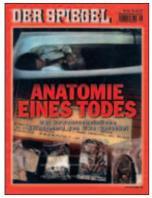
FEHLERTEUFEL

In der Ausgabe 11/2007 wurden im Gastbeitrag "Graphologie in der Anlageberatung" (Seiten 24 bis 27) von Hans-Rudolf Metzger versehentlich die im Text beschriebenen Schriftbeispiele den falschen Abbildungen zugeordnet. Dies möchten wir wie folgt richtig stellen:

- ◆ Abbildung 1 betrifft Text zu Schriftbeispiel 3: Mann, knapp 60-jährig, erfolgreicher Privatbanker und Mäzen
- ◆ Abbildung 2 betrifft Text zu Schriftbeispiel 1: Mann, 34 Jahre alt, Chefredakteur einer Zeitschrift
- ◆ Abbildung 3 betrifft Text zu Schriftbeispiel 2: Frau, 45 Jahre alt, leitende Angestellte in kultureller Organisation

Wir möchten unser Versehen vielmals entschuldigen.

dizienlage pro Mord erdrückend ist, die 180°-Kehrtwende – ohne ein Wort des Bedauerns oder des Eingestehens eines Fehlers. Sogar das Bild Barschels aus der Gerichtsmedizin, welches schon vor 20 Jahren unmissverständlich auf Tod durch Fremdeinwirkung hinwies, wurde nun abermals nicht abgedruckt. Es ging mir in meinem Editorial nicht um das Aufwärmen von alten Geschichten, sondern um das Aufzeigen, dass die Mainstream-Presse der Wahrheit oftmals – bewusst oder unbe-



"DER SPIEGEL", Nr. 41 vom 8. Oktober 2007

wusst – hinterherhinkt. Ich fühle mich im Nachhinein durch das SPIEGEL-Titelbild mehr als bestätigt.

Ralf Flierl, Chefredakteur des Smart Investor

?

Abbruch mitten im Satz

Ich möchte Sie darauf hinweisen, dass der Beitrag von William. Engdahl auf S. 31 im Heft 11/2007 ganz am Schluss mitten im Satz abbricht. Mich würde interessieren, welches das Ende dieses Artikels ist.

Dr. Gunter Carstanjen, Bad Orb

SI

Da ist uns tatsächlich ein Fehler unterlaufen. Wir bitten vielmals um Entschuldigung: Nachfolgend der letzte Satz dieses Artikels, in welchem der fehlende Teil kursiv gedruckt ist:

"Der von den USA unterstützte Regimewechsel in Myanmar spielt zusammen mit Washingtons wachsenden militärischen Vorherrschaft, die mit Hilfe Indiens und anderen Alliierten in der Region errichtet wird, offensichtlich eine Rolle in Pekings Politik gegenüber der derzeitigen Militär-Junta in Myanmar."

Die Reaktion behält sich vor, Leserbriefe zu kürzen. Je kürzer ein Leserbrief (bitte mit Namen und Ort), desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass er an dieser Stelle abgedruckt und beantwortet wird.

Leserbriefe bitte an info@smartinvestor.de oder an die im Impressum angegebene Postadresse senden.



VERANSTALTUNGEN

Turbulenter Herbst

Immer im Herbst ballen sich Veranstaltungstermine. Vor allem München und Frankfurt (s. auch Bericht zum Eigenkapitalforum auf S. 14) werden dann zu Treffpunkten von Fachtagungen und Konferenzen. Auch in diesem Jahr ließen sich für die Stimmung innerhalb einzelner Branchen interessante Erkenntnisse ableiten.

27. ITK-Messe Systems, 23.-26. Oktober 2007, München

Seit immerhin 1969 und damit vor dem Branchenprimus CeBit findet in München die Fachmesse Systems für IT, Telekommunikation und digitale Medien statt. Zuletzt im Messezentrum Riem veranstaltet, gehört sie zu den fünf größten Branchenmessen weltweit.

Rückläufige Resonanz

Die Veranstaltung wurde gegenüber dem Vorjahr um einen Tag verkürzt und um eine Halle verkleinert. Der vielerorts leere Eindruck bestätigte sich, als der Veranstalter Messe München einen Besucherrückgang um 17% gegenüber 2006 meldete. Vor dem Hintergrund vermehrt kostenfreier Eintrittskarten eine besonders schlechte Zahl. Zudem befindet sich die Wirtschaft in einer deutlichen Konjunkturaufhellung, der vorhandene IT-Investitionsstau wird allmählich aufgelöst.

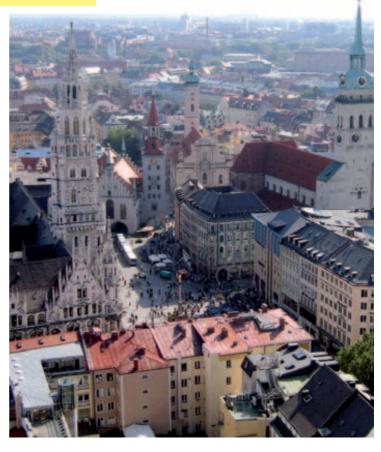
Man bleibt unter sich

Gefehlt haben viele ausländische Konzerne, wie Oracle, Apple, Qualcomm oder Yahoo. Auch einige inländische Softwarehersteller wie Atoss oder Easy Software waren nur über einen Implementierungspartner vertreten. Auffällig war aus unserer Sicht eine rege Nachfrage der IT-Sicherheitstechnik. Die Aussteller aus diesem Bereich (zusammengefasst in Halle B3) konnten sich über Interessenten nicht beschweren. Positiv aufgefallen sind uns Computerlinks und Cancom, deren Stände gut besucht waren und professionell Auskunft erteilten. Gleiches gilt für Spezialisten, wie z. B. die deutsche PSI aus dem Segment Produktionsmanagement. Der Wunsch, das "look & feel" der neuen SAP-Mittelstandssoftware Business By Design kennen zu lernen, wurde dagegen abschlägig beschieden.

Bedeutung schrumpft

Enttäuschte Aussteller bezeichneten die Messe als "Regionalveranstaltung" oder "lediglich gut, um Socializing zu betreiben". Diese Eindrücke sind für uns als langjährige Messebesucher durchaus zutreffend. An Gründen gab man uns an, dass sich offensichtlich die Entwicklungszeiträume immer weiter verkürzen und sich der Informationsfluss für die Beschaffung der ITK-Produkte und -Leistungen durch ebendiese Technologien verbessert hat, oder mit anderen Worten: Eine Messe frisst sich selbst.

Axel Schuster



7. M:access Analystenkonferenz der Börse München

Am 25. Oktober fand in den Räumlichkeiten der Börse München die 7. M:access Analystenkonferenz statt. Eingeladen waren Analysten, Journalisten und institutionelle Anleger. Das 2005 gegründete Börsensegment M:access ist das "Nachwuchssegment" der Börse München und bietet vor allem mittelständischen Familienunternehmen einen Zugang zum Kapitalmarkt. Als Zulassungsfolgepflicht muss jedes der mittlerweile über 20 notierten Unternehmen einmal im Jahr auf der Analystenkonferenz vorstellig werden. Sieben Unternehmen nahmen diesmal an der Konferenz teil: Ariston Real Estate AG, Lindner Holding KGaA, emQtec AG,

Jost AG, CCR Logistics Systems AG, S.A.G Solarstrom AG, F24 AG.



Vielfältiges Angebot

Den Anfang machte die Ariston AG. Finanzvorstand Stefan Fleissner

bemühte sich zu Beginn seines Vortrages, die momentane Skepsis des Marktes gegenüber Immobiliengesellschaften aufzufangen, und wies darauf hin, dass sein Unternehmen weder beim Aktienkurs noch beim operativen Geschäft unter den Verwerfungen der Krise in Amerika gelitten hat. Bei manchen Teilnehmern kamen schließlich leichte Kursfantasien auf, als der CFO einen Einstieg in den schnell wachsenden Markt für Seniorenwohnheime zumindest für die Zukunft nicht ausschließen wollte.

Daneben konnte F24 bei den Anwesenden mit seinem Geschäftsmodell punkten. Das Unternehmen aus München ist im Bereich Störfall- und Krisenmanagement tätig und betreibt eine Kommunikationsplattform, die es Kunden ermöglicht, im Ernstfall (z. B. Brand in Fertigungshalle) innerhalb von wenigen Minuten Gegenmaßnahmen einzuleiten.

ı



Fazit

Die Konferenz zeigte, wie innovativ der deutsche Mittelstand immer noch ist, allein bei der Kapitalmarkttauglichkeit müssen bei einigen Unternehmen Abstriche gemacht werden. Neben einem sehr geringen Streubesitz, der an der Börse oft zu unnötig hoher Volatilität führt, ist auch das Management der mehrheitlich im Familienbesitz befindlichen Unternehmen mit den Gegebenheiten des Kapitalmarktes oft wenig vertraut. Aussagen anwesender Vorstände, Kursverluste im hohen zweistelligen Prozentbereich innerhalb eines Jahres seien zwar nicht schön, aber noch lange kein Beinbruch, zeugen von einem falschen Verständnis gegenüber der Börse.

Oliver Brockmann

8. Kapitalmarktkonferenz, 31. Oktober 2007, München

Im gleichsam schicken wie dem Anlass angemessenen Münchener Lenbach lud CdC zur achten Kapitalmarktkonferenz "Seven Sins – Seven Chances". Es präsentierten sich mit Softship, D Logistics, essanelle, Dr. Hoenle, Envio, Altira und Integralis sieben Unternehmen dem interessierten Publikum.

Einmal genauer hingeschaut

Herausgreifen möchten wir essanelle, das einzige börsennotierte Friseurunternehmen Deutschlands. Was auf den ersten Blick zunächst langweilig aussieht, hat einiges zu bieten. In dem stark zer-



Mit dem Raspel-Kurzhaarschnitt liegt essanelle im Herbst 2007 voll im Trend; Foto: essanelle

splitterten Markt gibt es bundesweit nur zwei nennenswerte Filialisten, wovon die Nummer eins, die Frisör Klier GmbH, eine strategische Beteiligung von knapp 30% an essanelle hält. Der Einstieg kam zustande, so Finanzvorstand Achim Mansen, als ein US-Wettbewerber den europäischen Markt aufs Korn genommen hat und in Frankreich akquisitorisch tätig wurde. Während an dieser Front nun wieder Stille herrscht, arbeitet das Unternehmen konzentriert an der operativen Expansion. Das Filialgeschäft wächst stetig und die verschiedenen Konzepte, darunter die besonders erfolgreiche Marke Super Cut, werden weiter geschärft. Durch überdurchschnittliche Salonumsätze (ca. 200 TEUR p. a., Marktdurchschnitt ca. 90 TEUR) und gleichzeitig unterdurchschnittliche Einrichtungskosten wird ein hoher Cashflow erzeugt. Folge ist das Interesse von Fondsgesellschaften, besonders aus Großbritannien, die in Summe bereits mehr als 25% des Unternehmens besitzen. Für 2007 ist die Aufnahme einer Dividendenzahlung geplant, was die Attraktivität zusätzlich erhöhen sollte.

Fazit

In den derzeit volatilen Märkten ist der eine oder andere möglicherweise auf der Suche nach einem grundsoliden Investment. Vor diesem Hintergrund ist essanelle möglicherweise eine Überlegung wert.

Axel Schuster

Edelmetallmesse, 2./3. November, München

In der bayerischen Landeshauptstadt kamen Anfang November zudem Edelmetallinteressierte und -experten in der EventArena im Olympiapark zusammen. Praktisch pünktlich zum Ausbruch des Goldpreises über die Marke von 800 USD je Feinunze.

Im Gespräch mit den "Cracks"

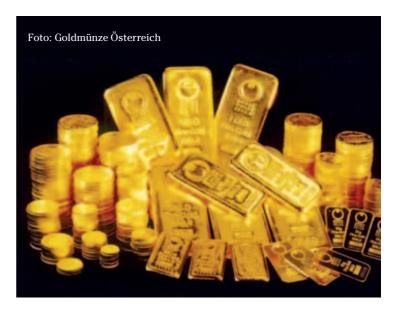
Wie so häufig waren die Vorträge beispielsweise von Johann A. Saiger, Dr. Bruno Bandulet oder Börsen-Altmeister Roland Leuschel berstend voll. Weniger stark waren die Unternehmens-

präsentationen besucht. Die Zusammenhänge über die Hintergründe der Kursbewegungen bei den Edelmetallen interessierten offensichtlich mehr als die Vorstellung der x-ten Minengesellschaft. Auf den Gängen konnten Anleger Experten wie den auch für Smart Investor hin und wieder schreibenden Dr. Dietmar Siebholz treffen. Diesmal hatte er fundierte Informationen zum Thema Seltene Erden im Gepäck, einem Metall-Segment, dem sich bislang allenfalls richtige Insider zu widmen bereit waren. Für Anleger ist die Nachrichtenlage hier recht dünn, der Markt durch die chinesische Politik undurchsichtig und das Universum an potenziellen Investments auf eine handvoll Aktien begrenzt.

Keine Goldhausse

Ein Highlight in den Augen von Smart Investor war der Vortrag des aus Südafrika stammenden Edelmetall-Experten Paul van Eeden. Dieser stellte die These auf, Gold sei der einzig reale Maßstab, um den wahren Wert von Waren zu bestimmen. Konsumenten müssen demnach immer

mehr ihrer Währung, ganz gleich ob Euro oder Dollar usw., aufwenden, um ein Gut zu kaufen. Daraus zieht er den interessanten Schluss, wir befänden uns nicht in einer Goldhausse, sondern inmitten einer breit angelegten Währungsbaisse. Ein interessanter Gedanke am Rande: Der Staat, der durch die Inflationierung die Blasen an den Asset-Märkten eigentlich erst möglich gemacht hat, schöpft über die gewinnbasierten Steuern einen erklecklichen Teil der Erträge ab und refinanziert auf diese Weise seine fiskal- und geldpolitischen Abenteuer. Wir haben es an dieser Stelle





schon häufig erwähnt: Staaten haben die geringsten Skrupel. Um hier tiefer in die Materie einzusteigen, versucht Smart Investor, Paul van Eeden für ein Interview in einer der kommenden Ausgaben zu gewinnen.

Fazit

Auch in diesem Jahr konnten Besucher mit unzähligen Begründungen für eine Fortsetzung etwa der Goldhausse und Ideen zu Investments im Edelmetallbereich nach Hause fahren. Somit waren sowohl Aussteller als auch Besucher gleichermaßen zufrieden, allein euphorisch gab sich keiner.

Tobias Karow

Tradersworld, 15.-17. November, Frankfurt

Viel bekommen die Bewohner des beschaulichen Frankfurter Stadtteils Zeilsheim nicht mit von dem täglichen Börsentrubel in der City. Einmal im Jahr jedoch macht die gesamte Trading-Szene für drei Tage Station im westlichsten Stadtteil der hessischen Börsenhauptstadt. Die Tradersworld ist Europas größte Messe und Seminarveranstaltung rund um die Welt des Trading.

Über 40 Aussteller und ebenso viele hochkarätige Referenten präsentierten den Zuschauern ein vielfältiges Bild der noch jungen Trading-Szene in Deutschland.

Vielfältiges Angebot

Den Anfang machte am Donnerstag in der Pre-Conference die Trading-Legende Joe Ross mit einem Seminar zum Thema "Spread Trading", in dem er den Zuhörern neben reichlich Fachwissen die Bewusstheit näher brachte, dass nur durch Erfahrung Erfolg an der Börse möglich ist. Am Freitag öffneten sich schließlich die Tore der Jahrhunderthalle für al-

le Besucher. Bei den Seminaren bot sich den Interessenten ein reichhaltiges Spektrum. Vorträge über mechanische Handelssysteme, Charttechnik und neue gesetzliche Rahmenbedingungen wie die Abgeltungssteuer waren gut besucht. So vielfältig wie das Angebot waren auch die Besucher. Neben einigen Privaten und Profi-Tradern fanden sich unter den Anwesenden viele interessierte Neulinge. Auf besonderes Interesse stieß am Freitagnachmittag die US Trading Night, bei der bekannte Trader wie der Italiener Emilio Tomasini in über vier Stunden realem Handel den Zuschauern so manchen Kniff und Trick verrieten.

Risiken oft unterschätzt

Bei den Ausstellern waren in diesem Jahr vor allem Devisenhandel und CFDs das große Thema. Diese Finanzkontrakte locken den privaten Trader mit Hebeln im oft dreistelligen Bereich. Ihre Seriosität untermauern die Anbieter durch die Zusammenarbeit mit bekannten Gesichtern aus dem Wirtschaftsfernsehen. Viele scheinen sich allerdings der dabei eingegangenen Risiken nicht bewusst zu sein, weshalb hier in den Augen von Smart Investor eindeutig weiterer Aufklärungsbedarf besteht.

Oliver Brockmann

Anzeige



BUCHBESPRECHUNG

"Der Weg zur Knechtschaft"

Der französische Philosoph Elie Halevy brachte es auf den Punkt: "Die Sozialisten glauben an zwei Dinge, die völlig verschieden voneinander sind und sich widersprechen: an Freiheit und Organisation." Der spätere Nobelpreisträger für Ökonomie, Friedrich A. Hayek, räumt in seinem bahnbrechenden Werk "Der Weg zur Knechtschaft" mit dem Irrglauben auf, es könnte so etwas wie einen demokratischen Sozialismus oder einen dritten, sozialeren Weg zwischen Plan- und Marktwirtschaft geben. Der Weg zur Hölle ist bekanntlich mit guten Vorsätzen gepflastert. Nicht umsonst widmet Hayek sein Buch daher "Den Sozialisten in allen Parteien". Es ist aber auch allen Anhängern der wahren Freiheit zu empfehlen, die sich mit diesem gut lesbaren Werk für eventuelle Diskussionen rüsten möchten.

Hayek, neben seinem Freund Ludwig von Mises einer der wichtigsten Vertreter der freiheitlichen sogenannten "Österreichischen Schule der Nationalökonomie" im 20. Jahrhundert, hat früh erkannt, dass die Wahl zwischen Marktwirtschaft und Sozialismus letztendlich immer auf eine Wahl zwischen Freiheit oder Befehl und Gehorsam, zwischen der Möglichkeit zur Individualität oder dem Zwang zur Gleichheit hinausläuft. Die von

Hitler und Stalin geführten sozialistischen Diktaturen ermöglichten jedem, der es sehen wollte, zu erkennen, wohin die Aufgabe der Freiheit letztendlich führt. Weitsichtig auch sein Hinweis, dass die Freiheit selbst von de-



mokratisch legitimierten Regierungen gefährdet werden könne. Nicht der Ursprung der Regierungsgewalt, so Hayek, sondern deren strikte Begrenzung sei der einzig dauerhafte Garant gegen die Gefahr einer Willkürherrschaft. 63 Jahre sind seit der Veröffentlichung dieser Erkenntnis vergangen, und sie erscheint heute wichtiger denn je.

Gerd Ewert und Daniel Haase

"Der Weg zur Knechtschaft" von Friedrich August von Hayek; Verlag OLZOG, 2007; 335 Seiten; 39,-Euro

Fünfseitige Zusammenfassungen zahlreicher Wirtschafts- und Finanzbücher finden Sie bei www.getabstract.com.

FILMBESPRECHUNG

"Michael Clayton"

Er nennt sich selber der "Ausputzer". Michael Clayton (George Clooney) ist der Mann fürs Grobe, für die besonderen Aufträge. Als Retter in letzter Not bereinigt er die gefährlichsten Brandherde einer New Yorker Anwaltskanzlei. So auch im Fall des Chemiekonzerns U/North. Dieser steht im Verdacht, wissentlich ein gesundheitsschädliches Pflanzenschutzmittel produziert zu haben. Nun drohen die Opfer mit einer Sammelklage, die das Unternehmen Milliarden kosten könnte. Eigentlich wurde Claytons Kollege Arthur Eden (Tom Wilkinson) mit der Abwendung der Klage beauftragt. Nachdem dieser bei einer Zeugenvernehmung jedoch einen Nervenzusammenbruch erleidet, sind Claytons Dienste gefragt, um im letzten Moment noch größeren Schaden von der Kanzlei und U/North abzuwenden.

Interessanterweise bleibt vieles von dem, was eigentlich zu Claytons Job gehört, im Dunkeln. Mit seinem smarten, selbstbewussten Auftreten soll er dafür sorgen, dass sich die Dinge in die aus Sicht seines Auftraggebers gewünschte Richtung entwickeln. Wie er das in Vergangenheit immer anstellte, darüber kann man als Zuschauer nur spekulieren. Fest steht, dass er in einer rechtlichen wie moralischen Grauzone operiert. Im Fall der U/North-Untersuchung muss Clayton bald feststellen, dass sein

alter Freund Arthur im Besitz eines belastenden Dokuments ist, das die Schuld des Klienten zweifelsfrei beweist.

Und auch Clooney überzeugt einmal mehr in einem politisch bri-



santen Thriller, der sich konsequent der Action-Obsession des Hollywood-Mainstreams entzieht. Spannung entsteht hier nämlich nicht über einen temporeichen Plot. Gilroy konzentriert sich ganz auf Clooneys Charakter und dessen Sinneswandel. Erst allmählich baut sich so eine beunruhigende Dynamik auf, die sich in einer mitreißenden und emphatischen letzten Viertelstunde entlädt. Nach Ansicht von Michael Clayton möchte man – soviel steht fest – lieber nicht wissen, was sich in Wahrheit tagtäglich hinter den gläsernen Fassaden der mächtigen Kanzleien abspielt.

Marcus Wessel

Michael Clayton; USA 2007; Regie & Drehbuch: Tony Gilroy; mit George Clooney, Tilda Swinton, Tom Wilkinson, Sydney Pollack, Michael O'Keefe; Kinostart: 15.11.2007; Laufzeit: 119 Minuten

Unternehmen von A-Z ADVA AG OPTICAL NETWORKING 510 300 62 500 973 63 AHLERS AG 66 ANVIL MINING LTD. A0B 6G3 678 100 ARQUANA INT. PRINT & MEDIA AG 64 14, 66 516 600 AROUES INDUSTRIES AG **AURELIUS AG** A0J K2A 58, 66 AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE LTD. 916 902 10 BUNGE LTD. 762 269 66 Burgbad AG A0E KLW 14 CHEUNG KONG HOLDINGS LTD. 862 398 6 CHINA SHENHUA ENERGY CO., LTD. A0M 4XP 6 DEMAG CRANES AG DCA G01 62 DEUTSCHE BÖRSE AG 581 005 10 DF DEUTSCHE FORFAIT AG 548 879 56 ELRINGKLINGER AG 785 602 14 FOSUN INTERNATIONAL LTD. A0M VLL 6 GRAPHIT KROPEMÜHL AG 589 600 54 HONG KONG EXCHANGE & CLEARING LTD. A0J 3E8 10 KRONES AG 633 500 66 LENOVO GROUP LTD. 6 894 983 LONDON STOCK EXCHANGE A0J EJF 10 MASTERFLEX AG 549 293 53 MBB INDUSTRIES AG A0E TBO 64 MENSCH UND MASCHINE SOFTWARE SE 658 080 63 Nanostart AG A0B 9VV 64 NASDAQ STOCK MARKET INC. 813 516 10 NYSE EURONEXT INC. A0M LCE 10 OMX AB 889 656 10 PFLEIDERER AG 676 474 53 **OSC AG** 513 700 62 SGL CARBON AG 723 530 62 SIEMENS AG 723 610 70 SINGAPORE EXCHANGE LTD. 10 590 379 14 SOFTING AG 517 800 STATOILHYDRO ASA 67 675 213 Südzucker AG 70 729 700 SWIRE PACIFIC LTD. 860 990 6 TOLL BROTHERS INC. 871 450 60 UNITED TRACTORS PT 888 037 61 USU SOFTWARE AG A0B VU2 16

Themenvorschau

bis Smart Investor 4/2008

Kapitalmarktausblick 2008
ETFs: Den Markt 1 zu 1 abbilden
Medizintechnik: Ein Branchenreport
Silber: Kontroverse Gedanken und interessante Aktien
2010: Das Jahr der großen Wende
Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden
Demographie: Sehen die Börsen bald alt aus?
Europa und Euro: Segen oder Fluch?
Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert oder eben nicht
Ölservicegesellschaften – Kinder der Ölhausse

Einer Teilauflage dieser Ausgabe liegt eine Beilage der FID Verlag GmbH sowie von boerse.de bei. Ferner liegt der Gesamtauflage eine Beilage der Schulungsgesellschaft The Trader bei.

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

5. Jahrgang 2007, Nr. 12 (Dezember)

Verlag:

Smart Investor Media GmbH Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen Tel.: 08171-4196-50, Fax: -56 eMail: info@smartinvestor.de Internet: www.smartinvestor.de

Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur), Tobias Karow (stellv.), Ralph Malisch

Redaktionsanschrift:

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

Freie Mitarbeiter:

Christian Bayer, Oliver Brockmann, Gerd Ewert, Daniel Haase, Michael Heimrich, Magdalena Lammel, Stefan Preuß, Axel Schuster, Heiko Seibel, Marcus Wessel

Gast-Autoren:

Sebastian Hein, Alexander Hirsekorn, Christian Hofmann, Norbert Keimling, Uwe Lang, Christian Michel, Jörg Scherer

Interviewpartner:

Willi Brand, Alfons Cortés, Peter G. Klose, Veit M. Madaus, Dr. Dirk Markus, Klaus Sers, Gerhard Wisnewski

Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung) Tobias Karow (Bildredaktion) Rudolf Schuppler (Cartoons) fotolia.de/Sean Gladwell (Titelbild)

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 2 vom 1. November 2006; Verantwortlich: Claudia Kerszt, Johanna Wagner, Tel.: 081714196-36, Fax: -56

Erscheinungstermine 2007:

16.12.06 (1/07), 27.1. (2/07), 24.2. (3/07), 31.3. (4/07), 28.4. (5/07), 26.5. (6/07), 30.6. (7/07), 28.7. (8/07), 25.8. (9/07), 29.9. (10/07), 27.10. (11/07), 24.11. (12/07), 15.12. (1/08)

Redaktionsschluss:

16. November 2007

Preise:

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

Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen Tel.: 08171-4196-50, Fax: -56 eMail: abo@smartinvestor.de

Charts

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

Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

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:

© 2007 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

ZKZ 61978 ISSN 1612-5479

Interessenskonflikte:

Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbeiter, die an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind, haben sich verpflichtet, etwaige Interessenskonflikte offen zu legen. Alle mit der Erstellung von Aktienanalysen und -empfehlungen betrauten Parteien haben sich verpflichtet, jeweils fünf Börsentage vor und fünf Börsentage nach dem Erscheinen dieser Publikation keine Transaktionen in der betreffenden Aktie durchzuführen. Eine Glattstellung einer bisherigen Position ist nur in dem Ausnahmefall gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums von zehn Börsentagen sehr gravierende negative Entwicklungen

im Aktienkurs, im Unternehmen oder im Gesamtmarkt ergeben, die in der zur Empfehlung führenden Analyse nicht berücksichtigt werden konnten. In dem Fall, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Smart Investor in einer zum Kauf oder Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-Positionen gehalten werden, wird dies im entsprechenden redaktionellen Artikel kenntlich gemacht. Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Geschäftsführung berät Dritte bei deren Anlageentscheidungen. Auch im Rahmen dessen umgesetzte Empfehlungen unterliegen den obigen Bestimmungen.

ZU GUTER LETZT

Nett sein – dann klappt's auch mit der Gewerkschaft

Von Stefan Preuß, Redakteur des Smart Investor

Ein großes Unternehmen erfolgreich zu führen, ist heutzutage keine einfache Sache. Analysten und Hedgefonds sitzen den Managern im Nacken, die Aktionäre verlangen Dividende und ansprechenden Kursverlauf. Umweltbewusst und nachhaltig soll sich die Firma verhalten, natürlich umfassend ausbilden und soziales Engagement zeigen. Schließlich, als Königsdisziplin, wollen die Mitarbeiter bei Laune gehalten werden.

Schwierige Sache, das. Der Arbeitnehmer als solcher hat ja ständig nur höheren Lohn im Kopf. Das kann man durchaus verstehen, denn wer soll heutzutage schon mit 2.000 Euro netto im Monat in der Großstadt die Miete bezahlen, die Ausbildung für die Kinder finanzieren, den Urlaub buchen und außerdem täglich eine warme Mahlzeit zubereiten. Aber für die Gewinnsituation der Unternehmen sind höhere Löhne nicht eben förderlich. Konfliktpotenzial pur also. Stellen beide Seiten auf stur, drohen Arbeitsniederlegungen. Was hat man nicht schon alles für Ausstände gesehen. "Samstags gehört Papa mir" lautete der Slogan zur Einführung der Fünf-Tage-Woche, die nicht ohne Streiks durchgesetzt werden konnte.

Ob die diversen Generalstreiks in Italien oder die Mutter aller politischen Auseinandersetzungen zwischen der werktätigen Bevölkerung und den Mächtigen vor gut 20 Jahren in Großbritannien mit dem Duell Margaret Thatcher vs. Arthur Scargill, bei dem es um nichts weniger ging, als die Macht der Gewerkschaf-

Standardausreden des
Unternehmers

Standardargumente der
Gewerkschaft

Schnittmenge erhält
man 'VW''...

ten im Vereinigten Königreich dauerhaft zu brechen – stets waren erhebliche Kosten zu beklagen. Dabei geht es doch auch anders.

Alle Welt zeigt aktuell wieder mit dem Finger auf die Volkswagen AG in Wolfsburg, nachdem der Prozess gegen den ehemaligen Betriebsratschef Klaus Volkert begonnen hat. Schwarze Kassen, Vorteilsannahme, Bestechung,



Bordellbesuche – kurz: der übliche Sumpf der üblichen Verdächtigen, also jener "da oben", wie der Volksmund so schön formuliert. Gemach, möchte man den Kritikern zurufen: Ständig wird an den Gewerkschaften rumgemäkelt, sie würden mit überhöhten Lohnforderungen und der Weigerung zu flexiblen Lösungen den Aufschwung in Deutschland bremsen. Quasi die Unternehmen über den Weg der Mitbestimmung in einem Akt ständiger Verbortheit an den Rand des Ruins drängen. In Wolfsburg ist es gelungen, ganz ohne krachende Rhetorik gegen Arbeitnehmervertreter zu ebenso wegweisenden wie gewinnbringenden Lösungen zu kommen. Das ist clever, das ist smart, Hut ab, Ferdinand Piëch.

Von einigen Millionen Schaden ist die Rede, die Luxusreisen mit den, ähemm, Annehmlichkeiten am Rande an Kosten verursacht haben. Schon mal ausgerechnet, was ein einziger Tag Streik kostet? Piëch, der alte Fuchs, hat sich nicht mit den Gewerkschaftern gestritten, sondern sie umgarnt und so für gewisse Vorstellungen empfänglich gemacht. Das ist zugegebenermaßen einfach in einer Stadt wie Wolfsburg, in der es entweder regnet oder die Bahnschranken unten sind, aber dennoch genial.

Die Lordsiegelbewahrer des "ein Unternehmen – ein Tarifvertrag" können so richtig was lernen: die Macht der Gewerkschaften brechen, Mitbestimmung kippen und so fort? Von wegen. In Wolfsburg lacht man nur über solche Strategien, die viel Gegendruck und Reibungsverluste erzeugen. Gut geschmiert läuft einfach, wer sollte das besser wissen als Automobilingenieure? Eine gewisse Wolfsburgerisierung der Gepflogenheiten, die Party-Komponente mal ausgeklammert, könnte da beiden Seiten helfen. Leben und leben lassen lautet das Gebot. Das rechnet sich. Der VW-Kurs erklimmt immer neuere Höhen. Da freuen sich dann auch die Aktionäre.

ı