

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



Insidern auf der Spur

Was Director's Dealings und
CoT-Daten über die Märkte sagen

ABFINDUNGSWERTE:

Ausgesuchte Chancen
abseits des Mainstream

BAUBRANCHE:

Ein Sektor gerät in das
Fadenkreuz der Anleger

BONUS-ZERTIFIKATE:

Für jeden Geschmack
die richtige Struktur

EDITORIAL

Wunder-liches

Sie brummt! Gemeint ist die Konjunktur hierzulande. Man muss schon bis in die Zeit nach der Wiedervereinigung zurückgehen, um ähnliche Wachstumszahlen zu finden wie jetzt. 2,4% Wachstum sehen die Wirtschaftsforschungsinstitute für dieses Jahr. Vor einigen Monaten waren es noch 1,7%, und wer weiß, vielleicht schrauben sie ihre Vorhersagen in einigen Monaten dann auf 2,7% oder so. DER SPIEGEL spricht in seiner aktuellen Ausgabe gar vom „Wirtschaftswunder 2.0“.

Mal ganz ehrlich. Ist es denn wirklich ein Wunder, dass die deutsche Konjunktur nun so anspringt? Um Deutschland herum brummt es doch konjunkturell schon lange, und schließlich hat sich auch Einiges hierzulande bewegt! Unter Kanzler Schröder beispielsweise wurden durch die Arbeitsmarktreformen Hartz I bis IV wichtige Weichen gestellt. Diese waren sicherlich an manchen Stellen sozial nicht ganz ausgewogen, aber insgesamt haben sie doch zu einer Entstaubung und Dynamisierung eingefahrener Sozialgefüge geführt. Im Übrigen zählt zu diesen Weichenstellungen auch die Lockerung des Kündigungsschutzes durch den Abbau der Regulierungen für die Zeitarbeitsfirmen unter Merkel.

Nun soll dies kein Hohelied auf den Neoliberalismus sein. Aber wer nun mal das kapitalistische Fenster einen Spalt weit aufmacht und ein laues marktwirtschaftliches Lüftchen durch seine stickige Bude wehen lässt, der darf sich hinterher eben nicht wundern, wenn es dann irgendwie heller und frischer wirkt. Das Ganze ist nicht verwunderlich, sondern ökonomisch zwingend. Dies ist sehr gut an unserem Nachbarn Frankreich sehen. Dort wird weiter auf Bürokratie und staatliche Gängelung gesetzt, mit dem Ergebnis, dass sich in unserem größten Nachbarstaat wirtschaftlich weit weniger bewegt als bei uns.

So schön der derzeitige Aufschwung auch ist, so sehr verdrängen unsere Politiker offensichtlich, dass dieser nur ein zeitlich befristetes Phänomen sein kann. Spätestens wenn die seit vielen Jahren auf Hochtouren laufende Weltkonjunktur ins Stocken gerät, wird der Exportweltmeister Deutschland Probleme bekommen. Dass uns unser Rentensystem spätestens mit dem Eintritt der Baby Boomer ins Rentenalter (etwa ab 2015) um die Ohren fliegen wird und dass der massenhafte Wegzug der besten



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Arbeitskräfte in das aus vielerlei Gründen attraktivere Ausland (Brain Drain) nicht mehr rückgängig zu machen ist, all das vergessen unsere sich aktuell wie die Schneekönige freuenden Politiker. Einige sinnieren momentan gar darüber, wann durch die wieder steigenden Steuereinnahmen der erste ausgeglichene Haushalt erreicht oder gar die Staatsschuld komplett abgetragen sein wird. Allein an diesen naiven Gedankenspielen lässt sich schon erkennen, wie kurzsichtig und dumm unsere Politiker sind.

Freuen Sie sich ruhig auf die kommenden Aufschwung-Jahre, aber erwarten Sie – zumindest langfristig – um Himmels Willen keine Wunder!

Es grüßt Sie herzlich

Hinweis:

Der nächste Erscheinungstermin des Smart Investor ist der 26. Mai 2007, und nicht wie fälschlicherweise im Impressum der letzten Hefte angegeben der 19. Mai 2007. Wir bitten unseren Fehler zu entschuldigen.

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



MÜNCHNER INVESTMENT CLUB



*Titelstory:
Insidern auf der Spur*

Um der Fährte der Insider zu folgen, können Anleger auf Daten zu Insider-Transaktionen zurückgreifen. Nur ist man mit den gewonnenen Daten allein nicht viel schlauer als vorher. Wie die Informationen schlussendlich richtig ausgewertet werden, erfahren Sie in der Titelstory ab Seite 15.



*Technische Analyse:
Wieland Staud erklärt seinen Weg*

Wieland Staud ist inzwischen ein alter Hase unter den vielen Analysten, die der technischen Analyse nachgehen. Dabei war es bei ihm ein einziges Schlüsselerlebnis, das ihn gewissermaßen „bekehrte“. Im Beitrag ab Seite 28 erfahren Sie mehr hierüber sowie die vier Staud'schen Grundregeln.



*Bauaktien:
Zurück aus der Versenkung*

Auf ein Comeback der Bauaktien hätte bis vor 18 Monaten kein einziger Analyst auch nur einen Pfifferling gesetzt. Die Branche lag schlichtweg am Boden. Mittlerweile hat sich das Bild grundlegend gewandelt, die Aktien stürmen förmlich von einem Hoch zum nächsten. Wie lange noch? Ab Seite 10.

3 Editorial

4 Inhaltsverzeichnis

Märkte

- 6 Aktienspekulation jenseits des Mainstream, von Dr. Martin Ahlers
- 10 Branchencheck Bau – „Mörtel“ macht mobil

Hintergrund

- 15 **Titelstory:**
Insidertransaktionen – Den Bossen auf der Spur
- 20 **Titelstory:**
Interview mit Rene Assion, BN & Partners
- 23 **Titelstory:**
Den Insidern über die Schulter geschaut, von Alexander Hirsekorn
- 28 **Technische Analyse:**
Einfach und robust muss es sein!, von Wieland Staud
- 32 **Geopolitik:**
Wie preist man das Risiko eines Dritten Weltkrieges ein?; von F. William Engdahl

36 Prinzipien des Marktes:

„Das Leben wird interessanter, wenn der Horizont breiter ist“, Interview mit dem Pokerprofi Alex Lauzon

38 Nachhaltiges Investieren:

Duell auf Augenhöhe? – Solarstrom soll Kohlestrom bald Konkurrenz machen

Instrumente

39 Derivate:

Mit Bonus-Zertifikaten in unterschiedlichen Marktphasen gewinnen

42 Fonds: Inside

Prozyklik – Logik oder Fluch?

43 Fonds: Analyse

Tiberius Exploration Fund UI, von Edgar Mitternacht, Greiff capital management AG

44 Fonds: Kolumne

Value-Strategien auch in schwierigen Zeiten hoch im Kurs, von Thorsten Schrieber, Vorstand und Partner der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG

45 Fonds: News, Facts & Figures

Auf zu neuen Ufern – Eigene Wege

Research – Märkte

46 Das große Bild:

Über Zeitschriftentitel, Zyklen und Finanzmathematik

51 Sentimenttechnik:

Positive Berater für Gold und Euro

52 Charttechnik:

Dollar und Gold

53 Commitment of Traders (CoT):

Energie – Erdölpreis zeigt spekulative Schlagseite

54 Edelmetalle:

Die Chancen der Edelmetalle und Basismetalle

56 Börsensignale:

Hausse-Signale noch ungebrochen

Research – Aktien

57 Buy or Good Bye:

SGL Carbon und Amitelo

58 Aktie im Blickpunkt:

Klassik Radio AG

60 Gastanalyse:

Northern Dynasty Minerals, von Dr. Norbert Kalliwoda, Dr. Kalliwoda International



Abfindungswerte:
Spekulation auf Sondersituationen

Spekulationen auf Sondersituationen haben immer ihren eigenen Charme. In manchen Fällen kann es beispielsweise ein in der Vergangenheit erfolgreicher Investor sein, dessen künftige Entscheidungen man über den Kauf der Aktie nachvollzieht. Konkreter werden wir in der Analyse ab Seite 6.

- 62** **MoneyTalk:**
Interview mit Dr. Hartmut Schünig, Q-Cells AG
- 64** **Turnaround:**
GFT Technologies AG
- 65** **Emerging Markets-Aktie:**
Zentiva (Tschechien)
- 66** **Nachrichten aus den Unternehmen:**
Der Aufschwung hinterlässt seine Spuren
- 71** **Musterdepot:**
Auf dem falschen Fuß erwischt

Stellenmarkt

- 74** Stellenanzeigen
In Kooperation mit
eFINANCIALCAREERS.de
Die Finanz-Jobbörse

Potpourri

- 76** **Interview mit einem Investor:**
Gespräch mit dem Fondsberater Ekkehart Schwartzkopff
- 78** **Leserbriefe:**
Über Prognosefehler, das Princeton-Modell und das Fisher-Prinzip



Interview:
Ekkehart Schwartzkopff, Fondsberater

In seinem Star Portfolio UI-Fonds gewichtet Ekkehart Schwartzkopff Aktien aus den osteuropäischen Staaten direkt und indirekt sehr stark. Der Fondsenker hat hierfür eine verblüffend einfache Erklärung. Überhaupt wirkt der Ansatz durchdacht. Überzeugen Sie sich selbst im Interview ab Seite 76.

- 80** **Buchbesprechung I:**
Das zählt an der Börse – Investieren mit Wissen, das die anderen nicht haben
 - 80** **Buchbesprechung II:**
Moneymanagement – Die Formel für Ihren Börsenerfolg
 - 82** **Zu guter Letzt:**
Mehr oder weniger eingeweiht
-
- 81** **Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 9/2007**



Northern Dynasty Minerals Ltd.

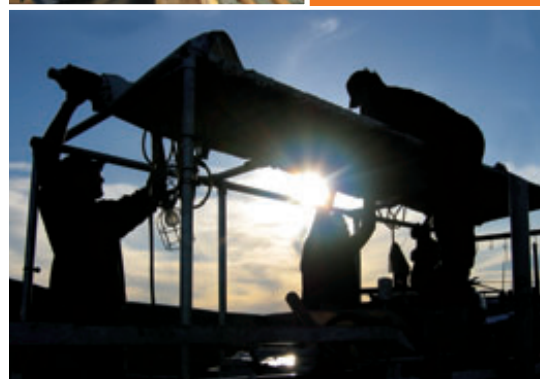
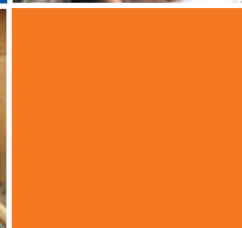
PEBBLE PROJECT

eine der weltweit
bedeutendsten Lagerstätten
für Kupfer, Gold und Molybdän

www.northerndynastyminerals.com

Deutsche Börse: ND3
WKN: 906169
TSXV: NDM
AMEX: NAK

Cu
Au
Mo



1020 - 800 West Pender Street
Vancouver, BC
Canada, V6C 2V6
Tel: +1-604-684-6365
Fax: +1-604-684-8092
Email: info@hdgold.com

Aktienspekulation jenseits des Mainstream

Für viele institutionelle Investoren zu illiquide, bieten Aktien mit geringem Free Float interessante Chancen für engagierte Privatanleger – und das bei zum Teil recht überschaubarem Risiko.

Sollte sich die Stimmung an den Aktienmärkten in den nächsten Monaten tatsächlich eintrüben, wird sich der negativen Tendenz wohl kein DAX oder MDAX-Titel entziehen können. Anders stellt sich dies bei Spezialwerten dar, deren Kursverläufe von bereits eingetretenen oder am (fernen) Horizont erkennbaren Sondersituationen geprägt sind. Im optimalen Fall garantieren bestimmte Unternehmensereignisse nämlich eine solide Absicherung nach unten, versprechen darüber hinaus aber gleichzeitig weiteres Kurspotenzial, welches sich auch gegen den Trend des Gesamtmarktes entfalten kann.

MDAX-Wert in den Fängen der Custodia Holding

Eine derartige Konstellation findet sich derzeit beispielsweise bei der in München ansässigen Custodia Holding AG (WKN 649 600). Auf dem Radarschirm eines größeren Publikums tauchte die Investmentgesellschaft, die dem Beteiligungsimperium des scheuen Multimilliardärs und Wahl-Schweizers August von Finck sowie seiner Familie zuzurechnen ist, erstmals im September 2005 auf, als sie sich mit einem 5%-Paket an der Hochtief AG beteiligte. Bis zum Februar 2006 wurde der Anteil auf 25,08% aufgestockt und Custodia damit zum größten Aktionär des Baukonzerns. Finanziert wurde der Erwerb größtenteils über Gesellschafter- und Bankdarlehen in Höhe von 540 Mio. Euro. Ursprünglich als „langfristiges Investment“ bezeichnet, wurden die insgesamt 17,556 Mio. Hochtief-Aktien inzwischen für 72 EUR je Aktie an die spanische ACS-Gruppe verkauft (Zustimmung der Kartellbehörden steht noch aus).



20.12.2006: Custodia gibt Verkaufspläne für Hochtief-Paket bekannt;
21.03.2007: Custodia nennt Käufer und Verkaufspreis.

Markanter Abschlagn zum inneren Wert

Bei 602.100 Aktien und einem aktuellen Kurs von etwa 1.000 EUR wird Custodia vom Markt mit ca. 600 Mio. EUR bewertet. Allein



Custodia hat sein komplettes Hochtief-Paket an die spanische ACS veräußert

der Verkauf der Hochtief-Anteile spült der Gesellschaft abzüglich anfallender Beratungs- und sonstiger Transaktionskosten aber bereits rund 1,25 Mrd. EUR in die Kassen. Hinzu kommen Goldbestände von 67.844 Feinunzen (ca. 34 Mio. EUR) sowie Immobilien, deren Wert sich auf geschätzte 20 Mio. EUR belaufen dürfte. Gegenzurechnen sind die aufgenommenen Darlehen (540 Mio. EUR), die aus ihnen resultierenden Finanzierungskosten von rund 25 Mio. EUR sowie die sonstigen Verbindlichkeiten, die sich bei Fortschreibung des Halbjahresberichts 2006 in einer Größenordnung von 40 Mio. EUR bewegen dürften. Bleibt summa summarum ein Wert von 1.160 EUR pro Aktie, oder, anders ausgedrückt, eine Unterbewertung von 13,8%.

Schließen der Transparenzlücke

Auch wenn sowohl das von Finck'sche Beteiligungsimperium als auch die Investmentpläne des Firmenpatriarchen äußerst intransparent sind, verleiht die aufgezeigte Differenz einer potenziellen Spekulation einen ausgeprägten Sicherheitsaspekt. Ande-

rerseits wurden hohe Investmentgewinne in der Vergangenheit bereits mehrmals zur Ausschüttung von Sonderdividenden genutzt. Möglicherweise ist dies auch in diesem Fall vorgesehen, wobei hierfür allerdings noch keine Anhaltspunkte vorliegen. So sind auch Neuengagements denkbar, wobei die Schweizer Von Roll AG, ein weiteres Investment der Familie von Finck, als ein mögliches Übernahmeziel kolportiert wird. Beide Konstellationen könnten die „Transparenzlücke“ zwischen dem aktuellen Börsenkurs und dem vermuteten „inneren Wert“ der Aktie schließen. Aber selbst wenn dies nicht geschehen sollte, bietet die Custodia Holding eine interessante Gelegenheit, mit einem gewissen Sicherheitspuffer an den – zumindest in der Vergangenheit – recht erfolgreichen Investmententscheidungen des von Finck'schen Familienkonzerns zu partizipieren.



Absicherung durch niedriges Kurs-/Buchwertverhältnis

Auch die Wüstenrot & Württembergische AG (W&W) scheint durch eigene Assets auf dem aktuellen Kursniveau von 25,40 EUR gut abgesichert zu sein. So wird der integrierte Allfinanzkonzern mit Schwergewicht im Bauspar- und Versicherungsgeschäft (WKN 805 100) ohne Berücksichtigung stiller Reserven an der Börse derzeit lediglich mit dem 0,9-fachen des Buchwertes bezahlt, während es Unternehmen wie die Allianz, die AMB Generali oder die Nürnberger Beteiligungs-AG auf Multiplikatoren von durchschnittlich 1,5 bringen. Zurückführen lässt sich dies wohl insbesondere auf die geringe Ertragskraft der Stuttgarter. Beispielsweise rechnen die Analysten der LBBW für 2007 lediglich mit einem Ergebnis pro Aktie von 1,14 EUR und für 2008 mit 1,56 EUR.

Anteilsverschiebungen sorgen für Spannung

Die Phantasie für weitere Kursgewinne ergibt sich dann auch weniger aus der wirtschaftlichen Entwicklung der W&W als vielmehr aus verschiedenen Veränderungen in der Anteilsstruktur. So ließ die wiederholte Aufstockung der Beteiligungsquote des Großaktionärs Wüstenrot Holding AG von 55% 2003 auf zuletzt 69,7% (Homepage) am Markt Spekulationen über eine denkbare Vollübernahme verbunden mit einem Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre aufkommen. Dabei ist ein solches Szenario keineswegs unrealistisch. Neben dem Großaktionär selbst hält die der „Wüstenrot-Familie“ ideell und personell nahe stehende LBBW nämlich 9,9% der Anteile. Die italienische UniCredit ist mit 7,5% beteiligt, die Swiss Re Germany AG mit 4,9%. Insbesondere diese „kleineren“ Pakete könnten zur Disposition stehen, da sie bei den genannten institutionellen Adressen weder zum unmittelbaren

telbaren Kerngeschäft gehören noch einen unternehmerischen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit der W&W ermöglichen. Sollte die Wüstenrot Holding – mit oder ohne Unterstützung der LBBW – die Anteile der UniCredit und der Swiss Re Germany tatsächlich übernehmen, würden die W&W-Aktien zu einer lupenreinen Abfindungsspekulation, was bei diversen anderen Gesellschaften mit ähnlicher Aktionärsstruktur in der kürzeren Vergangenheit zu massiven Preisaufschlägen geführt hat. So konnte sich der Kurs der AXA Konzern AG in den letzten zwei Jahren beispielsweise mehr als verdreifachen, die Papiere der DBV Winterthur legten in eineinhalb Jahren immerhin um rund 170% zu.

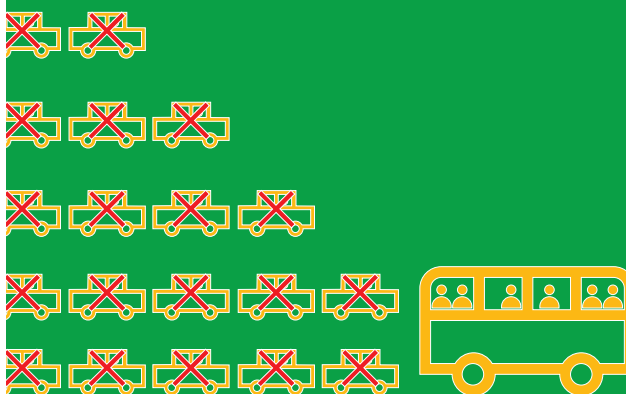
Andererseits gab es zuletzt aber auch wiederholt Berichte über eine langfristig mögliche Ausweitung des Streubesitzes, was natürlich im Widerspruch zu obigen Überlegungen steht. Bei erhöhtem Handelsvolumen würde die derzeit für viele professionelle Marktteilnehmer zu illiquide Aktie dann allerdings zu einem heißen MDAX-Kandidaten, was die Kurse ebenfalls nachhaltig beflügeln sollte. Beide Szenarien – also sowohl eine Vollübernahme als auch die Ausweitung des Streubesitzes – könnten

Sitz der Wüstenrot & Württembergischen in Stuttgart



Anzeige

→ Einer statt 80



→ Überall auf der Welt sorgen die Systeme der init innovation in traffic systems AG dafür, dass die öffentlichen Verkehrsmittel sicherer, schneller – und umweltfreundlicher ans Ziel kommen. Damit leisten wir einen aktiven Beitrag zum Klimaschutz.

Wir wollen, dass künftig noch mehr Menschen in Busse und Bahnen umsteigen. Dafür arbeiten wir auf Hochtouren – Tag für Tag.

Aktionäre der init AG investieren in eine mobile Zukunft.

www.initag.de Tel. +49.721.6100.0
ISIN: DE0005759807 Fax +49.721.6100.399

init
Innovation in traffic systems AG

somit als Katalysator für eine mittelfristige Höherbewertung der substanzstarken W&W-Aktie dienen.

Squeeze-out bei Eurohypo

Wesentlich klarer stellt sich die Lage dagegen bei der Eurohypo AG (WKN 807 600) dar. Erst im August 2002 durch die Fusion dreier Hypothekenbanken entstanden, könnte die „führende Spezialbank Europas für Immobilien und Staatsfinanzierung“ (Eurohypo AG) aufgrund ihrer Börsenkapitalisierung von über 10 Mrd. EUR den Sprung in den DAX schaffen. Allerdings fehlt es an der Liquidität und dem benötigten Free Float. Nach der Übernahme der übrigen Anteile von der Deutschen Bank (37,7%) und der Dresdner Bank/Allianz (28,5%) im November 2005 verfügt die Commerzbank inzwischen nämlich über einen Anteil von 98% an der Tochter. Auf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung (Termin steht noch nicht fest) soll nun der Squeeze-out beschlossen werden. Auch wenn die von der Commerzbank an die Minderheitsaktionäre zu zahlende „angemessene Barabfindung“ aktuell noch Gegenstand gutachterlicher Ermittlungen ist, deuten selbst auf dem inzwischen deutlich erhöhten Kursniveau von 30,50 EUR verschiedene Indikatoren auf weiteres Potenzial hin.

Phantasie durch zukünftige Erträge

So konnte die Eurohypo das um Sondereffekte bereinigte Ergebnis vor Steuern im vergangenen Jahr um fast 25% auf knapp 752 Mio. EUR steigern. Bei einer geschätzten Steuerquote von 30% errechnet sich daraus ein (bereinigtes) Ergebnis nach Steuern von 526 Mio. EUR oder 1,50 EUR je Aktie. Zwar erscheint der Wert mit einem KGV von ca. 20 nicht eben günstig, der Reiz liegt aber – wie so oft – im Verborgenen.

Die Eurohypo definiert ihre interne Zielmarke für die Eigenkapitalrendite vor Steuern mit 15%. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hatte sich diese Kennzahl bereits von 11,9% auf 13,6% verbessert. Die Realisierung des avisierten Ziels unterstellt, könnte das operative Vorsteuerergebnis unter Berücksichtigung der soliden Eigenkapitalausstattung beim Ausbleiben etwaiger Sonderaus-



Die britische Botschaft in Berlin: ein Referenzobjekt der Eurohypo

schüttungen in den kommenden Jahren auf über 1 Mrd. EUR ansteigen. Das Nachsteuerergebnis betrüge dann etwa 2 EUR je Aktie. Nimmt man diesen Wert als Basis von Simulationsrechnungen, die auch das aktuelle Zinsniveau sowie weitere Kapitalisierungsparameter (Marktrisiko, Inflation etc.) berücksichtigen, ermittelt sich ein Unternehmenswert, der über den derzeit gezahlten Marktpreisen liegt. Weitere Phantasie ergibt sich daraus, dass der Börsenkurs nach Ankündigung des Abfindungspreises mehr oder weniger deutlich über diesem liegen wird.

Absicherung durch BaFin-Kurs

Fehlt noch der Blick auf das Risiko: Der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ermittelte gewichtete 3-Monats-Durchschnittspreis, der in aller Regel die mindestens zu zahlende Abfindung bestimmt, lag am Tag vor Bekanntmachung der Squeeze-out-Absichten bei der Eurohypo bei 24,32 EUR. Das maximale Kursrisiko beträgt aus heutiger Sicht somit 20%. Verschiedene Gerichte sehen allerdings den Tag der Hauptversammlung als maßgeblichen Termin für die

SQUEEZE-OUTS

SQUEEZE-OUT-WERT	WKN	HAUPTAKTIONÄR	BEKANNTG.	BaFin-Preis	BaFin-Preis	BÖRSENKURS
				VOR ANK.	AM 10.4.07	
EUROHYPO	807 600	COMMERZBANK	21.03.07	24,32 EUR	27,08 EUR	30,50 EUR
HYPOVEREINSBANK*	802 200	UNICREDIT	24.01.07	33,88 EUR	37,39 EUR	39,94 EUR
KOLBENSCHMIDT PIERBURG	703 790	RHEINMETALL	13.02.07	34,83 EUR	40,96 EUR	43,50 EUR

*) Lediglich Pressemitteilung, keine rechtsverbindliche Ankündigung

Festsetzung des Mindestpreises an. Und bis dahin wird sich der relevante „BaFin-Preis“, der momentan (10.4.2007) bei 27,08 EUR liegt, dem derzeitigen Kurs noch weiter annähern.

Ein ähnliches Sicherheitsnetz besteht übrigens auch bei den Aktien der HypoVereinsbank sowie denen von Kolbenschmidt Pierburg (siehe Tabelle). In beiden Fällen ist die Höhe der Abfindung ebenfalls noch nicht bekannt gegeben worden.

Fazit

Auch wenn die vorgestellten Investmentideen prinzipiell grundverschieden sind, haben sie doch eines gemeinsam: In allen Fällen steht der Risikoaspekt im Vordergrund der Überlegungen. Denn gerade nach den fulminanten Kurszuwächsen der vergangenen Jahre sowie der gestiegenen Gefahr eines Rückschlags könnte es genau ein im Vergleich zum Gesamtmarkt deutlich reduziertes Down-Side-Risk sein, welches über den Depotserfolg der kommenden Monate entscheidet. Dies soll natürlich keinesfalls bedeuten, dass die aufgeführten Werte nicht auch die Chance auf weitere attraktive Zugewinne bieten würden.

Dr. Martin Ahlers



21.03.2007: Einleitung des Squeeze-out-Verfahrens.

HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT

Der Autor besitzt Aktien verschiedener der hier aufgeführten Unternehmen (zum Thema Interessenskonflikt siehe auch Impressum auf S. 81).



Quellen: Bilderbox,
Bilfinger Berger,
Eiffage S.A., Holcim,
Skanska, Sto AG

Branchencheck Bau

„Mörtel“ macht mobil

Noch bis vor knapp zwei Jahren wurden Bauaktien in Europa, vor allem aber in Deutschland geradezu mit einem Bannstrahl von der Investorengemeinde belegt. Dies wunderte auch keinen, immerhin konnte die Branche praktisch ausnahmslos nur wenig „Erbauliches“ berichten.

Wackeliges Fundament

Bis in die Mitte der 90er Jahre hinein profitierte die deutsche Bauindustrie vom vereinigungsbedingten Bauboom im Osten Deutschlands. Staatlich finanzierte und bezuschusste Projekte der öffentlichen Infrastruktur sowie etliche Vorzeigeobjekte wurden straff durchgezogen, die Branche wählte sich am Beginn einer länger anhaltenden Boom-Phase. In der Folge wurden Überkapazitäten aufgebaut, der Umbau hin zu Servicegesellschaften sowie die Auslandsexpansion verschleppt. Als dann plötzlich die staatlichen Ausgabenprogramme nicht mehr durchzuhalten waren – Bundeshaushalte sind nicht zum Spaß nicht verfassungskonform – und auch die Konjunktur in Europa einen Gang zurückschaltete, schlitterten Baukonzerne, Zulieferer und Segmentspezialisten geradewegs in die Krise. Eine leicht anziehende Baukonjunktur um die Jahrtausendwende herum konnte nur kurz Hoffnung machen, zumal Baukonzerne wie Holzmann oder Walterbau zum damaligen Zeitpunkt bereits heftig um ihr Überleben kämpften. Als Alt-Kanzler Gerhard

Schröder am 26. November 1999 mit den heute legendären Worten „Liebe Freunde, wir haben's geschafft“ die vorläufige Rettung von Holzmann buchstäblich bejubelte, war dies nicht weniger als der Startschuss für die finale Bereinigung innerhalb des deutschen Bausektors.

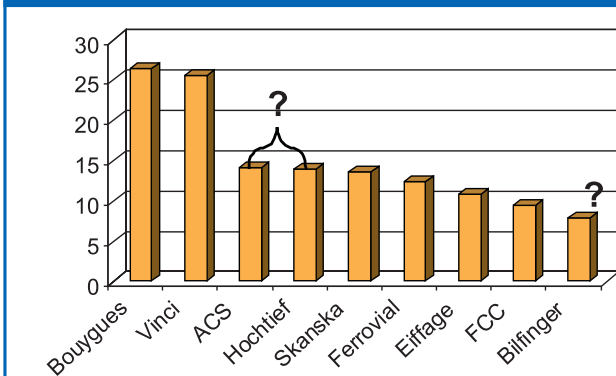
Keine europäische Krankheit

Anders als in Deutschland war die Baubranche europaweit allerdings nie ganz am Boden. Beispielsweise wurde in Spanien ein wahrer Bauboom angefangen, in Frankreich immer wieder in prestigeträchtige Infrastrukturprojekte investiert. Osteuropa hatte sich gar gänzlich von der deutschen Schrumpfungskur abgekoppelt, Skandinavien ebenso. Für die deutschen Konzerne wurde damit die Auslandsexpansion sowie die Erweiterung der Aktivitäten praktisch zum Heilsbringer. Inzwischen wird nicht mehr nur „klassisch“ gebaut, sondern auch entwickelt, finanziert und bisweilen sogar betrieben. Die deutschen Großkonzerne wie Hochtief oder Bilfinger erbringen ihre Leistungen über Tochtergesellschaften vor allem in Osteuropa, Australien und den USA. Den Zulieferern und Anbietern spezialisierter Produkte spielte dies auch in die Hände, weil auch sie damit gezwungen wurden, ihre Expansion ins Ausland zu forcieren. Mit dieser Rückendeckung konnte die hiesige Krise überhaupt erst bewältigt werden. Im Zuge dessen wurde im Inland Personal abgebaut und damit Kapazitäten gekappt. Konsequenterweise geschah dies vor dem Hintergrund einer 12 Jahre andauernden Phase mit stets fallenden Bauinvestitionen. Dies galt sowohl für den Wohnungs- und Wirtschafts- als auch den Öffentlichen Bau.

Plötzlich passt's

Jetzt, da die Branche in Deutschland für 2006 das erste Mal seit 1994 (eine kleine Ausnahme war auch 1999) wieder Zuwächse bei den Bauinvestitionen in Höhe von stattlichen 4,2% vermelden

ABB. 1: EUROPAS BAUMULTIS NACH UMSATZ IN MRD. EUR



Quelle: Handelsblatt, eigene Recherchen



det, könnte man geneigt sein zu fragen, woher der Aufschwung kommt.

Natürlich trägt die deutsche Konjunktur, die sich robust und widerstandsfähig gegen nahezu jegliches politisches Störfeuer zeigt, ihren Teil zum Bauboom bei. Wenn jahrelang nur marginal zugebaut wird, dann wird es eben irgendwann mal Zeit. Gleichzeitig trifft diese im Verhältnis deutliche Nachfragebelebung am Bau auf (im übertragenen Sinn) ausgetrocknete Kapazitäten bei Personal und Material. Für die Unternehmen ist dies im ersten Moment unangenehm, weil neue Aufträge zunächst womöglich an Konkurrenten vergeben werden. Jedoch bedeuten knappe Kapazitäten auch steigende Margen, was sowohl bei Baumultis als auch Zulieferern zu ordentlichen Gewinnverbesserungen führt. Schon soll die nächste, für Mai anberaumte Tarifrunde die deutschen Lohntüten etwas üppiger füllen als während der Dürre.

PPP als Zauberformel

Aber nicht nur der reguläre Neubau scheint sich gefangen zu haben, auch aufgestaute Investitionen, vor allem des Staates im Bereich der öffentlichen Infrastruktur, rücken jetzt auf der Agenda nach oben. Der Nachholbedarf entlädt sich förmlich. Allerdings dürfte die Privatwirtschaft künftig noch weitaus stärker als bisher in die Errichtung, die Wartung und den Betrieb neuer Projekte eingebunden werden. Public Private Partnerships, PPP-Projekte, sind das Zauberwort. Für den Staat sind derartige Kooperationen eine elegante Lösung, um Investitionsaufgaben zu delegieren und protegieren. Die Branche dankt es und rückt auch damit wieder verstärkt in den Fokus, nachdem sie jahrelang sträflich, aber eben zu Recht vernachlässigt worden war. Bei jenen Portfolioenkern, die Bauaktien bisher nicht berücksichtigten, findet ein Umdenken statt. Kann

eine Branche wieder mit positiven Meldungen aufwarten und die damit geschürten Erwartungen abermals erfüllen, steht der Wiederentdeckung des Segments eigentlich nichts im Wege. Die anziehenden Notierungen in den vergangenen 18 Monaten belegen dies ganz deutlich. Nur dauert so ein Umdenkprozess häufig länger, als der Konsens glaubt. Wenn es der Branche gelingt, nachhaltig Vertrauen zu schaffen, dann sollten Bautitel wieder prominent in vielen Depots vertreten sein. In den meisten Fonds sind Bauaktien gar nicht oder nur sehr geringfügig enthalten.

Das Rad dreht sich schneller

Mit der aufkommenden Übernahmephantasie spricht ein weiteres Moment für steigende Aktienkurse. Im Fadenkreuz könnten auch deutsche Unternehmen stehen. An Hochtief hat sich erst kürzlich die spanische ACS mit 25% beteiligt. Zusammen würden sie, gemessen am Umsatz in Höhe von jeweils etwa 14 Mrd. EUR, den größten Baukonzern Europas bilden, noch vor den

französischen Platzhirschen Bouygues und Vinci. ACS hatte die Anteile von Custodia erworben (Seite 6). Immer wieder wird zudem über eine Beteiligung durch die australische Investmentbank Macquarie spekuliert, deren Ziel eine Zerschlagung von Hochtief sein soll. Bei Eiffage wiederum, Frankreichs Nummer

drei, bahnt sich eine feindliche Übernahme durch die vor Finanzkraft strotzende Sacyr aus Spanien an. Diese hält bereits gut ein Drittel an Eiffage, ist jedoch nur knapp halb so groß wie der Konkurrent. Der Eiffage-Kurs jedenfalls machte am Tag der Bekanntgabe der Übernahmepläne (Mitte März) einen wahren Freudensprung und notiert damit 50% über dem Jahresanfangsstand. Beim Baustoffkonzern Lafarge ist daneben der belgische Großinvestor Albert Frère über seine Groupe Bruxelles Lambert, besser bekannt als GBL, engagiert. Frère gilt als jemand, der Potenziale vor vielen anderen erkennt, daher waren seine ersten Käufe in dem Papier vor eineinhalb Jahren eine gute Indikation für die gesamte Branche. Auch bei Eiffage mischte Frère im Übrigen mit.



Ferrovial Arco de Los Tilos: Spaniens Baukonzerne streben nach mehr; Quelle: Ferrovial

Anzeige

BayWa Aktiengesellschaft



Einladung zur 84. ordentlichen Hauptversammlung

Wir laden hiermit unsere Aktionäre zu der am **Donnerstag, den 31. Mai 2007, um 10:00 Uhr**, stattfindenden 84. ordentlichen Hauptversammlung ein.

Tagungsort:

ICM Internationales Congress Center München
Saal 14b
Messegelände
81823 München

TAGESORDNUNG (Kurzfassung)

1. Vorlage des festgestellten Jahresabschlusses und des Lageberichts der BayWa Aktiengesellschaft für das Geschäftsjahr 2006 mit dem Bericht des Aufsichtsrats sowie des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts für das Geschäftsjahr 2006
2. Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns 2006
3. Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Vorstands für das Geschäftsjahr 2006
4. Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2006
5. Beschlussfassung über eine Satzungsänderung zur Umsetzung des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes
6. Änderung der fixen Vergütung für den Aufsichtsrat
7. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2007

Die vollständige Tagesordnung mit den Vorschlägen der Verwaltung zur Beschlussfassung ist im elektronischen Bundesanzeiger vom 20. April 2007 veröffentlicht. Wir bitten die Einzelheiten über die Tagesordnung dieser Bekanntmachung zu entnehmen. Diese steht auch unter

Internet: www.baywa.de

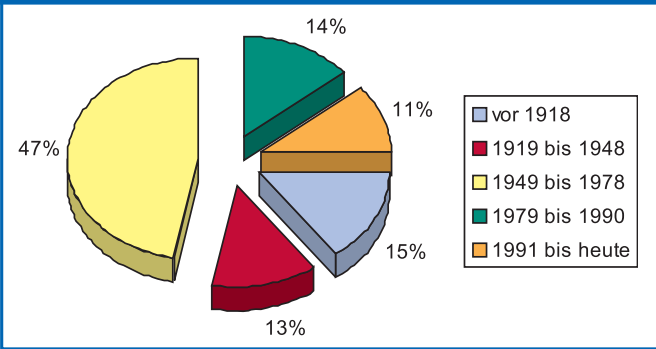
zur Verfügung.

Zum Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung 2007 hat die BayWa AG 33 853 457 Aktien ausgegeben, die jeweils eine Stimme gewähren. Die Gesellschaft hält zum Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung 19 500 eigene Aktien. Hieraus stehen ihr keine Stimmrechte zu. Die Gesamtzahl der stimmberechtigten Aktien der BayWa Aktiengesellschaft zum Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung beläuft sich daher auf 33 833 957.

München, im April 2007

BayWa Aktiengesellschaft
Der Vorstand

ABB. 2: ALTER DES WOHNUNGSBESTANDES IN DEUTSCHLAND



Quelle: Deutsche Steinzeug



Facility Management ist für Baumultis wie Hochtief zu einem starken Standbein geworden, der öffentliche Straßenbau ebenso;
Quelle: Hochtief, Bilfinger Berger

Jetzt noch einsteigen?

Zugegeben: Nach den Kursavancen der letzten Wochen und Monate schreien viele Bautitel geradezu nach einer Konsolidierung. Da die Gewinne der Konzerne aber immer noch schneller steigen als die Kurse, Übernahme- und Bauaktivitäten zunehmen, kann die Rallye durchaus noch weitergehen. Gleichwohl könnten sich Bauwerte einer Korrektur am Gesamtmarkt nicht entziehen, dürften sie aufgrund der vorangegangenen Kurssprünge womöglich sogar anführen. Generell sind die „Großen“ wie Hochtief, Bilfinger, Strabag, Vinci oder Skanska aus Schweden Basiswetten im Bausektor. Allen gemeinsam sind die globale Ausrichtung sowie das breite Spektrum ihrer Aktivitäten. Die deutschen Anbieter profitieren zudem von einer anziehenden Binnenbaunachfrage überproportional. Vielleicht sollte man die USA und deren Probleme auf dem Immobilienmarkt im Hinterkopf behalten, dann ist ein Heimatmarkt mit eigenem, unter Umständen losgelöstem Nachholpotenzial eine anteilige Rückversicherung. An der schwedischen Skanska hingegen finden vielleicht Anhänger von Value In-

vestments eher Gefallen, denn die stattliche Dividendenrendite (knapp 4% zuzüglich einer einmaligen Sonderausschüttung in Höhe von 2,5%) gepaart mit akzeptabler Gewinnbewertung (KGV für 2007 bei 17) erwecken Vertrauen. Dagegen lassen die im vierten Quartal verfehlten Gewinn- und Umsatzziele doch einige Fragen bezüglich der weiteren fundamentalen Entwicklung des Konzerns offen.

Zulieferer mit vollen Auftragsbüchern

Wenn es den Baumultis gut geht, dann haben auch die Baustoff- bzw. Zuliefererkonzerne gut Lachen. Konzerne wie Lafarge stehen dann auf den Kauflisten der Investoren ganz oben. Mit knapp 17 Mrd. EUR Umsatz und etwa 1,6 Mrd. EUR Nettogewinn strotzen die Franzosen vor Stärke. Für das laufende Jahr wird von einer Gewinnsteigerung jenseits der ursprünglich anvisierten 10%-Marke ausgegangen. Weitere Einsparungen im Volumen von gut 300 Mio. EUR bis 2008 und ein 500 Mio. EUR schweres Aktienrückkaufprogramm könnten die Verbesserungen der Bilanzzahlen noch forcieren. Bei der Schweizerischen Holcim sind es vor allem Volumeneffekte, insbesondere durch Investi-

ABB. 4: STO Vz. (727 413)

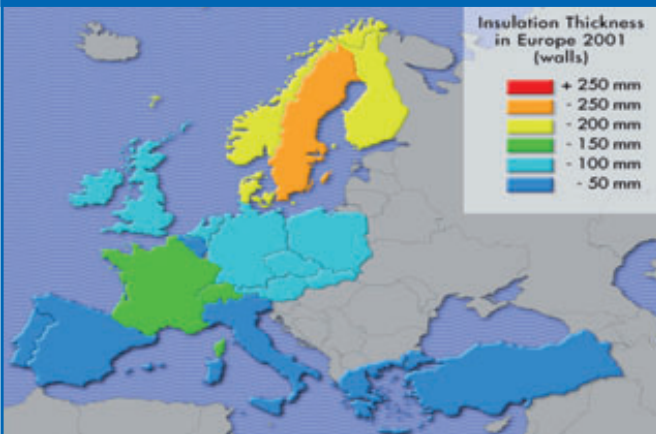


tionen in Indien, Preisanpassungen sowie weitere Effizienzverbesserungen, die zu Gewinnsteigerungen beitragen und die gestiegenen Aufwendungen für Energie und Rohmaterialien überkompensieren. Im Vergleich zu Lafarge wird das Holcim-Papier gemessen am KGV mit einem Abschlag von 15% gehandelt. Ausschlag gebend hierfür könnte unter Umständen die rasche Expansion nach Indien und China sein, deren Geschwindigkeit die Finanzgemeinde vielleicht zur Vorsicht anhält.

Energieeffizienz im Blickpunkt

Neben den großen Playern im Bausektor sind es viele kleinere Gesellschaften, die einen Blick wert sein sollten. Ein Beispiel ist die Sto AG (IK) aus dem schwäbischen Stühlingen. In den Augen von Smart Investor ist das Unternehmen einer der Gewinner des Programms der Bundesregierung, pro Jahr 5% des Wohnungsbestandes auf den neuesten Stand bezüglich der Energieeffizienz zu bringen. Insgesamt geht es dabei um 1,2 Mio. Wohnungen jährlich, die durch bessere Dämmungen energetisch effizienter gemacht werden sollen. Angesichts des in die Jahre gekommenen Wohnungsbestandes, vorwiegend in den 70ern mit „hübscher“ Asbesteinschalung und Stahlbetonaußenhaut entstanden, schlummert hier ein enormes Potenzial für in diesem Bereich tätige Unternehmen. Sto ist eigenen Angaben zufolge weltweit führend bei Fassadendämmsystemen, de-

ABB. 3: DÄMMWANDSTÄRKE IM EUROPÄISCHEN VERGLEICH



Quelle: Studie „Chance Energiepass für Bauindustrie und Handwerk“

nen bei Modernisierungsvorhaben eine zentrale Rolle zukommen dürfte. Die Anteilsscheine konnten ihren Aufwärtstrend zuletzt beschleunigen, weil das Wachstum im vergangenen Geschäftsjahr sukzessive zulegte. Mit 15% Umsatzzuwachs 2006 ließ Sto die Kritiker verstummen. Aufmerksam konnte man auf die Aktie vor zwei Jahren werden, als die Gründerfamilie die Vorzugsaktionäre mit 21 EUR je Aktie abfinden wollte. Der wahre Wert des Unternehmens musste höher liegen, zumal der beträchtliche Immobilienbesitz stille Reserven vermuten ließ.

Verlässlich und dynamisch

Ein weiterer Profiteur anziehender Bauaktivität ist der österreichische Dachziegelkonzern Wienerberger. Mit Umsätzen von über 2,2 Mrd. EUR ist der Konzern kein Hoffnungswert, dafür aber eine verlässliche Größe. Umsatz und Gewinn legen seit Jahren kontinuierlich zweistellig zu, vordergründig getrieben durch die Expansion nach Osteuropa. Auch in die USA liefert Wienerberger seine Ziegelsysteme, jedoch wirkt das US-Geschäft durch die dortige Immobilienkrise nach wie vor belastend. Bestenfalls im zweiten Halbjahr 2007 wird eine Erholung erwartet. Beim Spezialisten für Holzverschalungen, Laminatfußböden und Sperrholz, Westag & Getalit (IK), macht sich die

ABB. 5: WIENERBERGER (852 894)



Baukonjunktur ebenfalls in den Auftragsbüchern bemerkbar. Das Unternehmen kann stärker als die Branche wachsen, geschuldet ist dies unter anderem einem geradezu pulsierenden Exportgeschäft: Um etwa ein Drittel konnten die Ausfuhren im vergangenen Jahr gesteigert werden. Vor allem Spielräume auf der Kostenseite, etwa durch Vereinbarungen über verlängerte Arbeitszeiten im Personalbereich, machen die Aktie interessant. Solange die Margen ausgeweitet, Steigerungen der Rohmaterialpreise also durch Kosteneinsparungen überkompensiert werden können, ist die Aktie ein klarer Kauf. Und das trotz der Kursverdoppelung in den vergangenen neun Monaten. Auch Hornbach könnte dem Depot beige-mischt werden. Hier sind Auslandsexpansion sowie die im Vergleich zu den Vorjahren sehr dynamische Gewinnentwicklung die Kurstreiber. Baumarkt-Papiere dürften also nicht nur aufgrund der bunten und auffälligen Werbekampagnen für Aufmerksamkeit sorgen.

AUSGESUCHTE EUROPÄISCHE BAUAKTIEN

UNTERNEHMEN	WKN	KURS*	MCAP**	KUV***	DIV.-REND.***
BILFINGER BERGER [D]	590 900	70,61	4.942,70	0,31	1,6
HOCHTIEF [D]	607 000	81,14	3.018,41	0,36	1,5
HOLCIM [CH]	869 898	78,38	18.442,81	0,67	3,4
HORNACH [D]	608 440	53,96	22.587,66	1,69	1,3
LAFARGE [F]	850 646	117,41	8.606,15	3,49	1,1
SKANSKA [S]	863 784	15,94	4.069,48	0,25	7,8
STO. VZ [D] IK	727 413	47,61	120,83	0,16	0,8
VINCI [F]	867 475	120,04	686,63	3,27	0,9
WESTAG & GETALIT [D] IK	777 523	21,48	3.796,59	0,20	14,0
WIENERBERGER [AUT]	852 894	50,42	771,43	0,32	2,1

*) in EUR, **) in Mrd. EUR,

***)) Basisdaten geschätzt für 2007

Quellen: Unternehmen, German Business Concepts, eigene Recherchen

Hornbach-Markt in München;
Quelle: Hornbach Baumarkt AG



Fazit

Während die Baubranche den Mörtel anrührt, decken sich Investoren mit Bauaktien ein. Im Bausektor hat sich in der Tat Vieles zum Guten gewendet, der Konjunktur sei Dank. Nach Jahren der Tristesse ist eine gewisse Dynamik nicht von der Hand zu weisen. Wie lange sich der Aufschwung trägt, hängt nicht zuletzt von der Robustheit der Wirtschaft gegen externe Schocks ab. Eine Rezession in den USA, ein Ende des Baubooms in China, all das könnte sich spätestens zum Ende dieses Jahrzehnts ereignen. Ob dann das Binnengeschäft ausreicht, um die „Exportlöcher“ zu stopfen – für die Multis ist es kaum zu erwarten, für die Zuliefererspezialisten zu hoffen.

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).

Das für seine kühne Konstruktion weltbekannte Millau-Viadukt in Südwestfrankreich wurde von Eiffage miterrichtet, Quelle: Eiffage

TITELSTORY

Insider-Transaktionen: Den Bossen auf der Spur

Seit auch in Deutschland die Meldepflicht für Insidergeschäfte gilt, kann das Verhalten der Firmenlenker einer kritischen Prüfung unterzogen werden. Nicht selten lassen sich aus den Deals nützliche Informationen für die eigene Anlageentscheidung gewinnen.

Der Insider und seine Information

Insider, allein der Begriff klingt geheimnisvoll. Es muss sich um jemanden handeln, der aus der Masse der Anteilseigner und Personen, die in einem börsennotierten Unternehmen arbeiten, heraus sticht, sei es aufgrund seiner Position oder anderer Umstände, die ihm einen Informationsvorsprung einräumen. Tatsächlich orientiert sich der Gesetzgeber an dieser intuitiven Definition. So beschreibt das deutsche Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) einen Insider als eine Person, die aufgrund ihrer Arbeit oder ihres Berufs Zugang zu Insiderinformationen eingeräumt bekommt. Letztere sind nach §13 WpHG Informationen über nicht öffentlich bekannte Tatsachen, die bei ihrem Bekanntwerden den Börsenkurs des jeweiligen Unternehmens erheblich beeinflussen können. Beispiele hierfür wären eine Anhebung oder Absenkung der Gewinnprognose, ein Übernahmeangebot oder im schlimmsten Fall ein zu stellender Insolvenzantrag. Reine Werturteile oder Meinungen erfüllen dagegen nicht das Merkmal einer Insiderinformation. Unter die Insider-Definition des WpHG fallen alle Personen in leitenden Funktionen, sprich das Management, Vorstand und Aufsichtsrat, aber auch Großaktionäre und Wirtschaftsprüfer, Notare und Unternehmensberater gehören zumindest zeitweilig der Gruppe der Insider an. Darüber hinaus unterliegen Familienangehörige von Insidern besonderen gesetzlichen Restriktionen, welche den Handel in den eigenen Aktien bzw. abgeleiteten Finanzinstrumenten wie Optionen reglementieren.



Auch Insider hinterlassen ihre Spuren

Insider Trading vs. Director's Dealings

Neben den gesetzlich verbotenen Insidertransaktionen existiert jedoch auch ein legaler, unter bestimmten Bedingungen zulässiger Handel mit den Aktien des eigenen Unternehmens. Diese Transaktionen werden als „Director's Dealings“ bezeichnet. Gemäß dem WpHG müssen Insider hierzulande ihre Geschäfte innerhalb von fünf Werktagen bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (kurz: BaFin) melden, sofern der Transaktionswert die Grenze von 5.000 EUR überschreitet. Voraussetzung ist in jedem Fall, dass die Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen zustande kamen, womit sie sich von verbotenem Insidertrading unterscheiden. Trotzdem – und darauf beruht letztlich unser Interesse an den Insiderdeals – fließen zu einem gewissen Grad die Meinungen der Insider über das eigene Unternehmen in die Entscheidungen mit ein.

Abgesehen von natürlichen Personen haben sich auch juristische Personen den Bestimmungen der Director's Dealings zu unterwerfen,

die in vergleichbarer Form in den USA bereits kurz nach dem Börsencrash von 1929 implementiert wurden. Bis dahin war es nicht strafbar, private Informationen zu seinem eigenen Vorteil zu nutzen. Es wurde sogar als legitim erachtet, dass Vorstände einen Teil ihres Einkommens auf diese Weise erzielten.

Kauf ist nicht gleich Kauf

Um aus den Daten zu den Director's Dealings keine falschen und vorschnellen Rückschlüsse zu ziehen, ist es wichtig, einige



Nicht immer eindeutig: Das Verhalten der Insider

grundlegende Parameter bei jeder Transaktion zu überprüfen. Bei einem Kauf durch einen Insider lässt sich bereits aus dem Ordervolumen relativ verlässlich erkennen, ob die Transaktion tatsächlich der eigenen Überzeugung entspricht oder lediglich als PR-Maßnahme einzuordnen ist. Dazu sollte die Kaufsumme mit dem Wert des Altbestands des Insiders in ein Verhältnis gesetzt werden. In diesem Zusammenhang sind vor allem Personen von Interesse, die vor ihrem Kauf noch keine Anteile hielten. Die Transaktion signalisiert, dass sie bereit sind, sich erstmals direkt von der Kursentwicklung und Einschätzung des Kapitalmarktes „abhängig“ zu machen. Auch empfiehlt es sich, das Transaktionsvolumen mit der Marktkapitalisierung des jeweiligen Unternehmens abzugleichen. Bei einer Microsoft fällt im Gegensatz zu einem deutschen Small Cap ein Insiderkauf über eine halbe Mio. EUR nicht ins Gewicht. Treten zudem mehrere Insider als Käufer bzw. Verkäufer nahezu synchron auf den Plan, so erhöht dies ebenfalls die Aussagekraft der Director's Dealings.

Verkäufe nicht überbewerten

Bei der Interpretation der Insidertransaktionen sind vor allem Verkäufe aus diversen Gründen ungleich schwerer als Käufe zu beurteilen. Während letztere i. d. R. als Indiz für eine positive Meinung des Insiders gewertet werden können, muss der Ver-

kauf einer Aktienposition noch lange nicht das Gegenteil anzeigen. Gerade wenn ein Insider sich von einem nur geringen Teil seines Bestandes trennt, kann dies auch routinemäßig geschehen, falls er die hieraus erzielten Erlöse als Teil seiner Kompensation versteht und im Gegenzug auf ein höheres Gehalt verzichtet. Es ist zudem notwendig, die Summe der Verkäufe in ein Verhältnis zum weiterhin gehaltenen Aktienbestand zu setzen. Beabsichtigt ein Vorstand das Unternehmen demnächst zu verlassen, so lässt ein Aktienverkauf ebenfalls a priori keinen Rückschluss auf eine Verschlechterung der fundamentalen Situation zu. Es erscheint vielmehr plausibel, dass er mit dem Fortgang lediglich auch sein finanzielles Engagement beenden will, um bei einem neuen Arbeitgeber nicht mit Interessenskonflikten konfrontiert zu werden oder die Meriten für ein langjähriges persönliches Engagement zu ernten. Größere Pakete werden in einem solchen Fall meist Kurs schonend außerbörslich bei institutionellen Anlegern platziert. Bestanden im Markt bereits längere Zeit Gerüchte über das Ausscheiden eines Insiders, kann die Nachricht über den Verkauf eines Aktienpaketes sogar in Kurssteigerungen resultieren, wie das Beispiel des Software-Distributors ComputerLinks (IK) beweist. Der niederländische Großaktionär Fayrewood trennte sich Ende März von seinem gesamten Bestand an ComputerLinks-Papieren – immerhin rund ein Viertel des Grundkapitals – die u. a. in Fonds der Deutschen Bank und der Commerzbank wanderten. Nach dem Wegfall dieses Belastungsfaktors nahm die Aktie die alten Jahreshochs wieder ins Visier. Auf einen weiteren wichtigen Aspekt bei der Analyse von Insider-Sales weist Dr. Bernd Meyer, Aktienstrategie der Deutschen Bank, hin: „Gerade steuerliche Gründe können Aktienverkäufe nach sich ziehen. Erhält ein Insider beispielsweise einen Bonus in Form von Aktien, dann wird dieser nach der Einbuchung steuerpflichtig. So kann es sein, dass er gezwungen ist, einen Teil seiner Aktien wieder zu verkaufen, um seine Steuerschuld zu begleichen.“ Problematisch ist das deshalb, weil die Verkaufsmeldung anders als bei der Ausübung von Optionsgeschäften zumeist keine Erläuterung des Sachverhalts enthält. Es besteht die Gefahr, dass ein Anleger die Transaktion fälschlicherweise als eine negative Meinung des Insiders über sein Unternehmen auslegt.

Empirische Ergebnisse

Aufgrund der längeren Historie und Meldepflichtigkeit von Director's Dealings beziehen sich die meisten wissenschaftlichen

Anzeige

Arbeiten auf den amerikanischen Aktienmarkt. Das Gros der Studien belegt, dass Insider statistisch signifikante Überrenditen (Abnormal Returns) – sprich Renditen, die nicht mit der allgemeinen Marktentwicklung erklärt werden können – mit ihren Transaktionen erzielen. Seit einigen Jahren deuten Studien Vergleichbares auch für den deutschen Markt an. In ihrer 2005 erschienenen Arbeit weisen Prof. Erik Theissen und André Betzer in den ersten 20 Tagen nach einem Insiderkauf statistisch signifikante, positive Abnormal Returns nach. Vice versa führten Verkäufe zu negativen Überrenditen. Der Effekt war dabei unter Aktiengesellschaften mit einem hohen Streubesitzanteil und entsprechend vielen Nicht-Insidern besonders ausgeprägt. Uneinheitlich zeigt sich die Literatur in der Frage, ob die Hierarchie des Insiders eine Relevanz für die erzielbare Rendite besitzt. Während eine Untersuchung von Seyhun aus dem Jahr 2002 einen Zusammenhang zwischen der Position des Insiders innerhalb des Unternehmens und der realisierten Rendite herstellt – demnach erzielten CEOs und andere Vorstände bei ihren Transaktionen im Unterschied zu Aufsichtsräten und anderen nicht direkt in das Tagesgeschäft eingebundenen Personen höhere Abnormal Returns –, können Theissen und Betzer einen solchen Effekt auf Basis der deutschen Daten nicht bestätigen. „Entgegen dem, was man unter Informationsaspekten vermuten könnte, hatten Geschäfte von CEOs sogar einen geringeren Einfluss auf die Kursentwicklung“, erklärt Theissen einen weiteren Befund der Studie.

Für den Anleger, der gemäß den Director's Dealings handeln möchte, ist es letztlich entscheidend, ob sich Überrenditen auch ab dem Tag der Veröffentlichung des Insidergeschäfts realisieren lassen. Eine Untersuchung der Deutschen Bank in Zusammenarbeit der Hochschule für Bankwirtschaft aus dem Jahr 2004 bejaht diesen Punkt zumindest für ein Portfolio, das aus Unternehmen mit registrierten Insiderkäufen zusammengestellt wurde. Die Outperformance war über einen Zeitraum von drei Monaten nachweisbar. Weniger klar gestalteten sich die Ergebnisse dagegen in Bezug auf Insiderverkäufe. Dort bestand eine statistisch signifikante Outperformance lediglich während eines deutlich kleineren Zeitfensters, was eine daran angelehnte



Im (Wind)schatten der Insider wird man zum Antizykliker

te Handelsstrategie nicht lohnenswert erscheinen lässt. Dieser empirische Befund deckt sich im Übrigen mit dem zuvor beschriebenen Punkt, dass die Gründe für einen Verkauf weitaus vielschichtiger sein dürften und ein direkter Rückschluss auf eine negative Unternehmensentwicklung zu kurz greift.

Insider handeln antizyklisch

Anhand verschiedener markanter Ereignisse der Börsenhistorie zeigt sich, dass Insider vor allem Antizykliker sind, die nach einem vorausgegangenen Kursanstieg dazu tendieren, ihre Bestände abzubauen bzw. nach Kursrückgängen tendenziell zu kaufen. Im Vorfeld des Börsencrash vom Oktober 1987 verkauften Insider allein in den USA 170 Mio. Aktien. Dagegen kauften sie in den ersten vier Monaten nach dem Einbruch 70 Mio. Aktien zurück. Ein ähnliches Muster findet sich um das Datum des 11. September 2001. Das Kaufvolumen stieg nach den Anschlägen sprunghaft von 70 Mio. USD im Juli auf 183 Mio. USD im September an. Vice versa gingen die Verkäufe um über 70% zurück. Als die Börsen im Jahr 2000 scheinbar nur noch eine Richtung kannten, stieg das Volumen der Insiderverkäufe im Nasdaq100 auf mehr als das Doppelte des langjährigen Durchschnitts an. Was dann folgte, ist bekannt.

DAX-Vorstände bleiben auf der Kaufseite

Doch die Antizyklik gilt auch bei Betrachtung der jüngsten Vergangenheit. Das Verhältnis von Insiderkäufen zu Insiderverkäufen

erreichte nach einer Erhebung der Deutschen Bank im März den höchsten Stand seit der letztjährigen Juni-Korrektur. „Wir sehen auch über kürzere Zeitfenster die negative Korrelation zwischen dem von uns ermittelten Buy/Sell-Ratio und der Entwicklung des Gesamtmarktes bestätigt. Die zuletzt zahlreichen Insiderkäufe waren ein sehr gutes Indiz dafür, dass sich der Markt recht schnell erholen sollte“, so Meyer. Insbesondere bei DAX-Unternehmen scheinen demnach die Geschäfte weiter rund zu laufen. Allein seit Anfang März haben Manager von RWE, E.ON, Bayer, TUI und Münchener Rück ihren Aktienbestand substanziell – d. h. im Gegenwert von jeweils mindestens 100.000 EUR – erhöht. So nutzten beispielsweise bei der Münchener Rück Vorstandschef Jörg Schnei-

ABB. 1: BUY/SELL RATIO GESAMTMARKT VS. PERFORMANCE RUSSELL 3000 SEIT MÄRZ 2000



Linke Skala: Russell 3000-Index, rechte Skala: Verhältnis von Käufen zu Verkäufen bezogen auf den Gesamtmarkt; Quelle: BN & Partner

der, vier seiner Kollegen und Aufsichtsratschef Hans-Jürgen Schinzler den Rückgang des Aktienkurses zum Kauf eigener Anteile. Die kräftig erhöhte Dividende – der Rückversicherer will 4,50 EUR pro Anteilschein an seine Aktionäre ausschütten – sollte darüber hin-

wegtrösten, dass der Rekordgewinn aus dem Vorjahr 2007 aufgrund bereits eingetretener Großschäden (Stichwort: „Kyrrill“) vermutlich nicht erreicht werden dürfte. Dass Insider gerade in Schwächephasen Aktien zukaufen, um auf diese Weise auch ein Signal des Zutrauens in Richtung des Kapitalmarktes zu setzen, ist bekannt und wird von der Wissenschaft bestätigt. Rarer sind die Fälle gesät, in denen Vorstände und Aufsichtsräte in steigenden Notierungen ihre Position vergrößern. Im DAX fällt diesbezüglich Bayer-Technologievorstand Dr. Wolfgang Plischke auf. Erst Ende März orderte der Top-Manager 5.300 Papiere zu einem Kurs von 47,70 EUR. Zu diesem Zeitpunkt notierte die Bayer-Aktie auf einem neuen Mehrjahreshoch.

Eindeutige Signale – Zwei Fallbeispiele

Ein Musterbeispiel, wenn es darum geht, wie sich mit der Analyse von Insiderdaten gutes Geld verdienen lässt, stellt die Aktie von Air Berlin dar. Nach einem mehr als holprigen Börsendebüt im Mai vergangenen Jahres kauften Insider in mehreren Transaktionen Aktien im Gegenwert von knapp 1,7 Mio. EUR. Nahe den Tiefständen sicherte sich bspw. Aufsichtsratschef Johannes Zurnieden Anfang Juli über



100.000 Anteile. Nicht einmal ein Jahr später sitzt er bereits auf einem Buchgewinn von knapp 100%.

Weniger erfreulich entwickelte sich die EADS-Aktie. Die verzögerte Auslieferung des Großraumflugzeugs A380 und die politischen Querelen um das vom Vorstand aufgelegte Sanierungsprogramm gingen durch sämtliche Medien. Interessant ist, dass zahlreiche Insider – darunter der kurz darauf geschasste Vorstandssprecher Noël Forgeard – im Vorfeld der Meldungen größere Aktienpakete verkauften, was ihnen ein Ermittlungsverfahren der Pariser Staatsanwaltschaft einbrachte. Auch wenn sich ein Großteil der Verkäufe auf die Ausübung von Optionen zurückführen lässt, ist die Synchronizität der Ereignisse doch bemerkenswert.

Alternative zum Stock-Picking

Wer sich nicht die Mühe machen möchte, die Datenlisten der Insiderdeals und meldepflichtigen Transaktionen nach aussichtsreichen Einzeltiteln zu filtern, kann mittlerweile auf eine breite Palette an vorgeschnürten Anlagepaketen zurückgreifen. Der BN & Partner US-Insight (WKN A0J EKW), der von den Investment-Managern von Brem Neff & Partner betreut wird (siehe Interview), investiert basierend auf Insider-Daten ausschließlich in klein- und mittelkapitalisierte US-Aktien. Das zumeist 25 bis 60 Werte umfassende Portfolio stellen die Fonds-Berater Volker Dietrich und René Assion (s. auch Interview) so-



Jetzt Durchstarten

- 24 Freetrades im ersten Jahr
- 5.000 Realtime-Kurse
- Top-Handelssoftware kostenlos
- keine Kontoführungsgebühren

Alle Informationen
zum Trader Paket
unter:

www.fimatex.de

und

069/ 7107 - 500



Ausgezeichnet
bei
der Brokerwahl
2007



wohl nach quantitativen als auch nach qualitativen Gesichtspunkten (KGV, KCV etc.) zusammen. So müssen über die letzten zwei Jahre mindestens zwei Insidergeschäfte mit einem aggregierten Transaktionsvolumen von 25.000 USD vorliegen, damit sich eine Aktie für den Fonds qualifiziert. Zudem sollte die Marktkapitalisierung der Firmen oberhalb von 30 Mio. USD lie-

gen, damit jederzeit eine ausreichende Handelsliquidität gesichert ist. Finden keine weiteren Insider-Käufe statt, wird ein Titel nach einem Jahr auch wieder verkauft.

Mit dieser Investmentstrategie haben Dietrich und Assion bereits den VCH Insight USA (WKN 694 653) erfolgreich gemanagt.

„Insider identifizieren, die über besondere Timing-Qualitäten verfügen“

Smart Investor sprach mit Rene Assion, Investment Director bei BN & Partners, über das Interesse an Insidergeschäften in Deutschland und den USA, regulatorische Unterschiede und das eigene Fondskonzept.

Smart Investor: Wie kamen Sie darauf, sich mit Director's Dealings näher zu beschäftigen?

Assion: Die Hintergründe dafür liegen größtenteils in der empirischen Forschung, die sich in den USA bereits seit den 70er Jahren intensiv mit dem Thema der Insidertransaktionen und deren Auswirkungen befasst hat. Insbesondere die Analysen von Seyhun sowie Lakonishok und Lee, die Director's Dealings-Aktivitäten über einen Zeitraum von 20 Jahren beobachten, zeigen den Informationsvorsprung der Corporate Insider. Hinzu kam ein privater Kontakt zu einem Unternehmen, bei dem Insider kurz vor dem Platzen der Tech-Blase im größeren Stil Aktien verkauft hatten. Das war ein weiteres Aha-Erlebnis.

Smart Investor: In Deutschland sind solche Insidertransaktionen bislang eher noch ein Randthema. Haben Sie dafür eine Erklärung?

Assion: Das mag damit zusammenhängen, dass sich die Masse der Forschung auf den US-Markt bezieht. Erst seit wenigen Jahren gibt es auch aus Deutschland geeignetes Datenmaterial. Zuvor waren Insider hierzulande keiner Meldepflicht unterworfen. In den USA ist das Thema dagegen schon Jahrzehnte im Bewusstsein der Investoren fest verankert. Immerhin beginnen sich auch in Deutschland die Dinge zu verändern. Mit der Einführung der EU-Direktive 2004 wurde die Basis für eine Umsetzung der Director's Dealings-Richtlinien auf Länderebene gelegt. Dadurch erweitert sich die Datenbasis ständig. Dennoch liegt die Anzahl der Transaktionen mit 3.069 Trades 2006 deutlich unter den Insideraktivitäten in den USA. Hier kommt es jährlich zu etwa 250.000 neuen Transaktionen. Dennoch werden mittlerweile auch einige Fonds und Zertifikate angeboten, die auf Basis von Insidertransaktionen den deutschen Aktienmarkt abdecken.

Smart Investor: Worin sehen Sie darüber hinaus die wichtigsten Unterschiede zwischen Deutschland und den USA?

Assion: Das gesamte regulatorische Umfeld ist in den USA weit aus restriktiver. Insbesondere der Sarbanes Oxley Act aus dem Jahr 2002 führte hier nochmals zu einer deutlichen Verbesserung der Kapitalmarkttransparenz. Die Strafen bei einem Ver-

stoß gegen die Insidergesetze sehen hohe Geld- und Gefängnisstrafen vor, die dann – und das ist entscheidend – auch zur Anwendung kommen. In Deutschland finden sich nur wenige Präzedenzfälle. Zumeist bleiben die Untersuchungen der BaFin ergebnislos. Zudem ist es Insidern in den USA untersagt, im Vorfeld von Quartalszahlen eigene Aktien zu handeln. Der heimische Gesetzgeber kennt eine vergleichbare Regelung nicht. Dass Director's Dealings in den USA vermutlich eine stärkere Aussagekraft besitzen, liegt nicht zuletzt daran, dass die Insider verpflichtet werden, ihre erworbenen Anteile für mindestens sechs Monate zu halten (short-swing-rule). Andernfalls müssen sie den erzielten Gewinn komplett dem Unternehmen zuführen, was natürlich aus ihrer Sicht keinen Sinn macht.

Smart Investor: Wie gehen Sie bei der Aktienauswahl für den von Ihnen gemanagten BN & Partner US-Investment vor?

Assion: In unserer Datenbank werden die jährlich ca. 300.000 Insidertransaktionen nach 26 Kriterien gefiltert. Zu den wichtigsten zählt das Transaktionsvolumen. Uns interessiert, wie viel Geld der Insider in die Hand nimmt, auch im Verhältnis zu seinem Altbestand und zu dem, was er früher angelegt hat. Wir wollen dabei jene Insider identifizieren, die über besondere Timing-Qualitäten verfügen und bspw. auch in der Baisse mittels selektiver Käufe eine Outperformance erzielt haben.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch!

Interview: Marcus Wessel



Rene Assion

ged. Seit ihrem Weggang hat dieser in der Performance aber merklich nachgelassen. Gleichzeitig ging das verwaltete Fondsvermögen auf rund 3 Mio. EUR zurück. Aber nicht nur aus US-Werten werden mittlerweile Anlagevehikel nach dem „Insider“-Ansatz konstruiert. Das von der Deutschen Bank herausgegebene S-Box Insider Index-Zertifikat (WKN DB6 GWD) beschränkt sich auf 15 Titel vornehmlich aus DAX, MDAX bis SDAX, in denen auffallende Insiderkäufe beobachtet wurden. „Dabei ist das Ordervolumen der Corporate Insider ein wichtiges Selektionskriterium. Aber auch das Verhältnis von Kaufsumme zur Marktkapitalisierung und der Anteilsbestand des Käufers spielen bei der Auswahl der Werte eine entscheidende Rolle“, so D&D Capital-Manager Reyke Schult, der mit seinem Team unter anderem für die Titelauswahl verantwortlich zeichnet und darüber hinaus den Börsenbrief „INSIDE BRIEFING“ publiziert. Die Commerzbank wieder-

um gibt in Kooperation mit dem Forschungsinstitut für Asset Management an der RWTH Aachen ein Insider-Zertifikat (WKN CK1 598) heraus, das ausschließlich auf den DAX-30 setzt. Jeweils zur Monatsmitte wird die Zusammensetzung des Baskets unter Berücksichtigung der letzten Insider-Käufe angepasst.

INSIDER-KÄUFE UND -VERKÄUFE SEIT 1.1.2007		
KÄUFE IN TEUR	WKN	
DOUGLAS HOLDING AG	609 900	6.365
SGL CARBON AG	723 530	610
RWE AG	703 112	586
FUCHS PETROLUB AG	579 040	6.411
KRONES AG	633 500	655
CeWe COLOR AG	540 390	1.077
VERKÄUFE IN TEUR		
ADIDAS AG	500 340	3.440
Q-CELLS AG	555 866	10.985
SINO AG	576 550	6.275

Quelle: Insiderdaten.de, INSIDE BRIEFING

Informationsmöglichkeiten für Jedermann

Nach Einführung der Veröffentlichungspflicht von Director's Dealings können die einzelnen Geschäfte auf diversen Internetseiten sortiert nach Käufen/Verkäufen, Unternehmen und Volumen der Transaktion abgerufen werden. Zu den übersichtlichsten zählt die auf Insidergeschäfte spezialisierte Webseite www.insiderdaten.de. Hier lassen sich Director's Dealings über unterschiedliche Filterfunktionen wie das Transaktionsvolumen und die Indexzugehörigkeit des jeweiligen Unternehmens identifizieren. Die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (kurz: DGAP) listet auf www.dgap.de unter dem Menüpunkt „Director's Dealings“ chronologisch die letzten gemeldeten Insidergeschäfte auf. Wer eine darüber hinaus gehende Einordnung und Interpretation der Transaktionen wünscht, kann auf den Börsenbrief „INSIDE BRIEFING“ zurückgreifen, der zudem auf Basis der Insiderdaten ein eigenes Musterdepot führt. Bezogen auf den amerikanischen Markt und die an den US-Börsen gelisteten Unternehmen empfiehlt es sich, direkt auf die Homepage der Börsenaufsicht SEC (www.sec.gov) zuzugreifen, wo alle Geschäfte innerhalb von zwei Arbeitstagen von den Unternehmen hin gemeldet werden müssen.

Fazit

Ein smarter Investor scheint gut beraten, bei seiner Anlageentscheidung die mit Einführung der Meldepflicht verfügbaren Insiderdaten auch zu nutzen. Wenngleich sich nicht in jedem Fall hieraus eine direkte Kursprognose ableiten lässt, liefern sie ein weiteres Mosaiksteinchen, das andere Analysesysteme wie die Charttechnik sinnvoll ergänzen kann. Bei den auf Basis der Director's Dealings angebotenen Produkten wie Fonds und Zertifikaten sollte kritisch evaluiert werden, ob eine Outperformance langfristig aufrechterhalten werden kann. Je mehr Geld aufgrund von Insiderdaten insbesondere in den Bereich der Small Caps fließt, desto schwieriger dürfte es werden, tatsächlich auch einen Renditevorsprung zu erzielen.

Marcus Wessel

HINWEIS

Smart Investor wird innerhalb der kommenden drei Monate mit einer eigenen Rubrik zum Thema „Insider-Transaktionen“ starten.



Commercials tummeln sich auf praktisch allen Märkten

TITELSTORY

Den Insidern über die Schulter geschaut

Neue Erkenntnisse zur Interpretation der Commitment of Traders-Daten

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

Die aktuelle Ausgabe des Smart Investor legt den Schwerpunkt auf das Verhalten von Insidern (s. auch Analyse zu Firmeninsidern ab Seite 15). Mit den Commercials beleuchten wir eine weitere Gruppe von Marktteilnehmern, deren Verhalten gut als Indikator für die weitere Entwicklung einzelner Märkte herangezogen werden kann. Das Werkzeug hierzu ist der wöchentlich erscheinende CoT (Commitment of Traders)-Report, anhand dessen die Verhaltensweisen der Commercials recht gut nachvollzogen werden können. Der CoT-Report kann auf globaler Ebene als die größte Stoffsammlung zum Insiderverhalten angesehen werden.

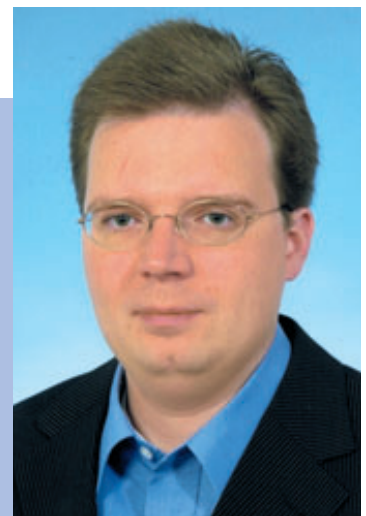
Die entscheidenden Merkmale der Commercials

Als Insider gelten bei den CoT-Daten der Definition nach nur die Commercials. Neben der größten Kapitalausstattung der drei definierten Marktteilnehmer (Commercials, Non-Commercials, Non Reportable Positions) besteht die Einstufung als Commercial vor allem darin, als kommerzieller Marktteilnehmer mit dem zugrunde liegenden Basiswert zur Sicherung seines originären Geschäftsbetriebs zu handeln. Commercials werden dabei sowohl in Anbieter als auch Nachfrager eingeteilt. Gerade im Rohstoffbereich (z. B. Mais, Weizen, Zucker, Kaffee) lässt sich dies durch Beispiele gut illustrieren. Dem Anbieter geht es darum, die Preisschwankungen durch Hedging (Absicherungsgeschäfte) zu reduzieren und somit sein zu erwartendes (Ernte-) Angebot sukzessive zu verkaufen. Wie groß das Ernteangebot im Laufe der Saison ausfallen wird, dürfte der kommerzielle Marktteilnehmer von allen Marktteilnehmern am besten wissen, da er Einsicht in die Daten über Ernteauffälle durch Weterschäden hat. Zudem verfügt er über die besten Kenntnisse beim Einsatz der Ressourcen (z. B. benötigter Düngermiteinsatz), so dass er seine Produktionskosten kennt. Sobald die Produktionskosten überschritten sind, wird der Rohstoffproduzent bereit sein, einen Teil seines Angebotes zu verkaufen. Je höher der Preis des Rohstoffes, umso stärker wird seine Neigung sein, die komplette Produktion zu verkaufen und ggf. auch Teile der zukünftigen Produktion.

Starbucks oder Coca-Cola sind Commercials

Auf der Nachfrageseite befinden sich große US-Unternehmen wie Starbucks (Kaffee), Coca-Cola (Zucker) oder Kelloggs (Mais), um hier nur einige wenige bekannte Unternehmen zu nennen. Die US-Kaffeehauskette Starbucks kann die Nachfrage nach Kaffee in ihren Geschäften sehr gut einschätzen, diese dürfte weitestge-

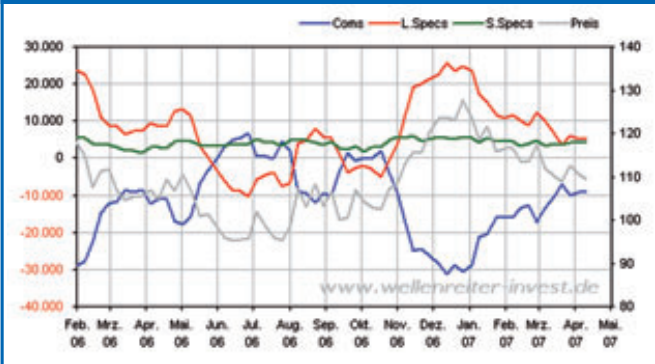
hend unelastisch auf Preisschwankungen reagieren. Dieser Nachfrager hat jedoch das Interesse an möglichst niedrigen Preisen und wird umso mehr kaufen, je billiger der Preis ist. Aufgrund der weitestgehend unelastischen Nachfragesituation in seinen Geschäften bedeutet ein niedrigerer Preis im Einkauf eine höhere Gewinnmarge des Unternehmens. Insofern kann man am Terminmarkt sehr gut beobachten, wann das Interesse an einem Markt ansteigt und ob die Commercials hier verstärkt auf der Kauf- oder Verkaufsseite tätig sind. Dies ist eine wertvolle fundamentale Zusatzinformation, die der Beobachter nutzen kann, wenn er zudem die Basisprinzipien der technischen Analyse (Feststellung des Status Quo in der Trendanalyse) berücksichtigt. Als Praxisbeispiel sollen die Entwicklung des Kaffeepreises und das Verhalten der Commercials dienen.



Alexander Hirsekorn, Jahrgang 1973, studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität des Saarlandes. Der Diplom-Kaufmann lebt als unabhängiger Trader vom aktiven Börsenhandel auf eigene Rechnung. Eine Auswertung der CoT-Daten nimmt er jede Woche montags in der Frühausgabe des Wellenreiters vor und verknüpft dabei charttechnische Merkmale mit dem Verhalten der Commercials. Gastbeiträge über die CoT-Daten erscheinen im Smart Investor und im Tradersjournal (www.tradersjournal.de). E-Mail: ahirsekorn@wellenreiter-invest.de

In Abb. 1 ist die Netto-Positionierung der einzelnen Marktteilnehmer dargestellt, die beiden wichtigsten Akteure sind dabei die Commercials (Coms) und die Non-Commercials (L. Specs). Anhand der Grafik ist das antizyklisch geprägte Verhalten der Commercials sehr gut erkennbar – Commercials agieren als homo oe-

ABB. 1: KAFFEE UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS



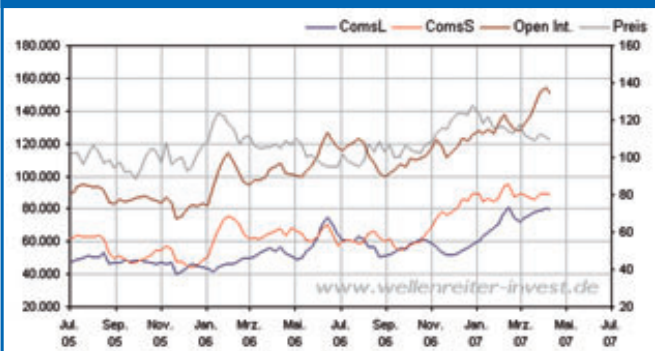
conomicus –, während die Non-Commercials prozyklisch auf Preisentwicklungen reagieren. In der Analyse des Trendverhaltens lassen sich somit anhand von Positionierungen der Commercials auf Sicht von einem oder drei Jahren Preisspitzen und damit Wendepunkte identifizieren.

Veränderungen im Open Interest verraten Verhalten der Commercials

Wenn man wissen möchte, wann die Commercials stärker auf der Kauf- oder Verkaufsseite anzutreffen sind, dann ist es notwendig, die Veränderungen des Open Interest und die jeweiligen Veränderungen bei den reinen Long- bzw. Short-Positionen der Commercials zu berücksichtigen. Üblicherweise verhält sich das Open Interest (Anzahl aller offenen Positionen und damit das Interesse an einem Markt) prozyklisch zum Preis, d. h. bei steigenden Preisen nimmt das Interesse an dem jeweiligen Markt zu, bei fallenden Preisen nimmt es ab.

In Abb. 2 kann man sehen, dass bei fallenden Preisen das Interesse 2005 abnahm und während des Preisanstiegs bei Kaffee im Dezember 2005/Januar 2006 deutlich zulegte. Die Commercials nutzten den Preisanstieg überwiegend zum Aufbau von Short-Positionen (Anstieg von ComsS), sie waren demnach als Verkäufer der Aufwärtsbewegung tätig. Eine Divergenz zwischen Preisentwicklung und Entwicklung des Open Interest konnte im Mai/Juni 2006 beobachtet werden, als das Interesse am Markt bei fallenden Preisen ungewöhnlicherweise zunahm. Die Commercials waren dabei als Käufer bei Preisschwäche aktiv (Anstieg von ComsL). Beim später erfolgten Preisanstieg bis in den Dezember 2006 hinein nahm das Interesse am Kaffeemarkt weiterhin zu, die Commercials waren dabei überwiegend als Verkäufer (Anstieg von ComsS) tätig. Seit-

ABB. 2: KAFFEE, OPEN INTEREST UND LONG- BZW. SHORTPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS

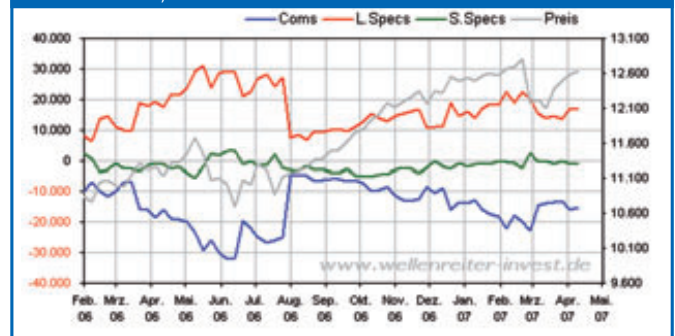


dem fallen zwar die Preise, jedoch ist ein gerade jüngst stark gestiegenes Interesse am Kaffeemarkt zu erkennen. Im Gegensatz zu den vorherigen Beispielen ist der Anstieg allerdings nicht eindeutig den Commercials zuzurechnen, sondern es haben sich bei allen Marktteilnehmern die Positionen gleichmäßig erhöht, so dass lediglich das Interesse am Markt zugenommen hat.

Insgesamt sind die CoT-Daten damit ein wertvolles Analysewerkzeug für Investoren, die einen Blick hinter die reine Preisentwicklung tätigen möchten.

Zu der grundsätzlichen Herangehensweise zur Analyse der CoT-Daten existiert seit dem ersten Artikel (s. Smart Investor 12/2004) nur wenig Ergänzungsbedarf. Gleichwohl gibt es zahlreiche durchaus erwähnenswerte Entwicklungen. Nachfolgend möchte ich fünf Aspekte hervorheben:

ABB. 3: DOW JONES INDEX UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS



1. Interpretationsproblem bei einer unterschiedlichen Positionierung der Commercials in einem Segment

Was tut man als Betrachter, wenn man sieht, dass die Commercials per Saldo im Dow Jones Industrial Average (Abb. 3) relativ betrachtet stark short positioniert sind, im S&P 500 (Abb. 4) dagegen vergleichsweise gering? Zudem liegen im Technologieindex Nasdaq 100 (Abb. 5) sowie im Nebenwerteindex Russell 2000 relativ hohe Netto-Long-Positionierungen der Commercials vor.

Eine ähnliche divergente Netto-Positionierung der Commercials lässt sich momentan zudem am US-Anleihemarkt beobachten. Warum die Commercials so positioniert sind, ist eine berechtigte Frage, aber sie lässt sich nicht beantworten, da man die Beteiligten nicht fragen kann. Für den Betrachter zählt alleine die Frage: Welchen Future benutze ich für meine Analyse und warum entscheide ich mich so?

Keine einfache Antwort

Wenn man es sich sehr einfach machen würde, dann würde man bei der Beurteilung des US-Aktienmarktes zunächst annehmen, dass bei jeweils zwei Netto-Long- bzw. Netto-Short-Positionierungen der Commercials der Markt neutral zu bewerten ist, da sich die Commercials ihrer Sache anscheinend auch nicht sicher sind. Da aber weniger die absolute Positionierung, sondern die relative Positionierung von entscheidender Bedeutung ist, steht es damit bereits 3:1 für die Bullen, da die momentane Netto-Short-Positionierung der Commercials nur marginal ausfällt und auf dem niedrigsten Niveau seit Ende Oktober 2005 notiert. Welchen Chart man nun am sinnvollsten verwendet, lässt sich anhand der Korre-



Für eine faire Zukunft

Mit nur einem Euro Beitrag pro Reisendem lässt sich das Leben der Menschen in der Dritten Welt bereits verbessern.



Die Idee ist ebenso einfach wie wirksam: „Schützen Sie die Welt, in der Sie reisen“, lautet das Motto von Fair Travel. Dieser Appell richtet sich sowohl an die Tourismusbranche wie auch an jeden Einzelreisenden. Mit einem Beitrag von nur einem Euro pro Kopf, so das Konzept, lassen sich in Ländern der Dritten Welt sprichwörtlich Berge versetzen.

Michoacán im Westen Mexikos. Unter den Landbewohnern dieses Bundesstaates südwestlich von Mexiko City herrscht drückende Armut. Die Purépecha-Indianer, die oft nicht Spanisch sprechen, sehen sich häufig gezwungen ihr Glück in der 25-Millionen-Metropole zu versuchen – oft mit prekären Folgen: Aufgrund mangelnder Bildung landen viele von ihnen in den Slums der Mega-City, während in ihrer angestammten Heimat weite Flächen des Landes veröden.

Mit einem sozialen Aufforstungsprogramm startete die im Januar 2006 gegründete gemeinnützige Initiative Fair Travel hier nach halbjähriger Vor-

arbeit ihr erstes Projekt: Zwischen den Purépecha-Gemeinden Cocucho und Urapichu werden auf insgesamt 1000 Hektar Grund 150.000 Bäume gepflanzt. Damit sollen langfristige Arbeitsplätze für die Einheimischen geschaffen, ihre soziale und ökologische Verantwortung gestärkt sowie Abwanderung vermieden werden.

Erklärtes Ziel von Fair Travel ist es, so viele Reiseveranstalter wie möglich als Partner zu gewinnen. Gründungsmitglied und Touristiker Jürgen Bluhm arbeitete 16 Jahre in Mexiko und Lateinamerika und kennt die Probleme der Menschen vor Ort. Er unterhält wichtige Kontakte zu den Entscheidungsträgern der Branche. Dr. Oliver John Krueck war schon während seines Betriebswirtschaftsstudiums in der Entwicklungszusammenarbeit tätig – u. a. für die GTZ (Gesellschaft für technische Zusammenarbeit) – und ist seit über 15 Jahren als Managementberater und Trainer in mehr als 50 Ländern tätig.

Bereits zwei weitere Hilfsprojekte kamen im ersten Jahr dazu: ein Auf-

forstungsprogramm in Peru und eines in Mozambique. Und was ist die Zukunftsvision von Fair Travel? „Nach Definition des United Nations Development Programs gibt es weltweit 160 Entwicklungsländer. In der einen Hälfte verdienen Menschen weniger als einen Dollar pro Tag, in der anderen zwei“, so Dr. Krueck. „Unsere Vision wäre es, in zehn Jahren in jedem dieser Länder wenigstens ein Entwicklungsprojekt zu starten.“ Ihr bisheriger Erfolg gibt den beiden Männern recht: Bislang flossen 97 Cent pro Euro in ihre Entwicklungsprogramme – auch dank zahlreicher ehrenamtlicher Mitarbeiter.

Info: www.fair-travel.net.

E-Mail: info@fair-travel.net



ABB. 4: S&P500 INDEX UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS

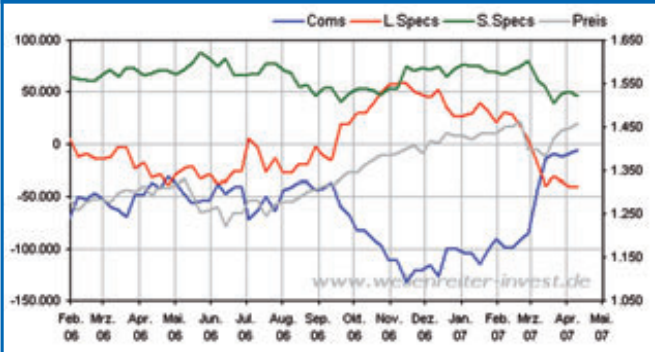
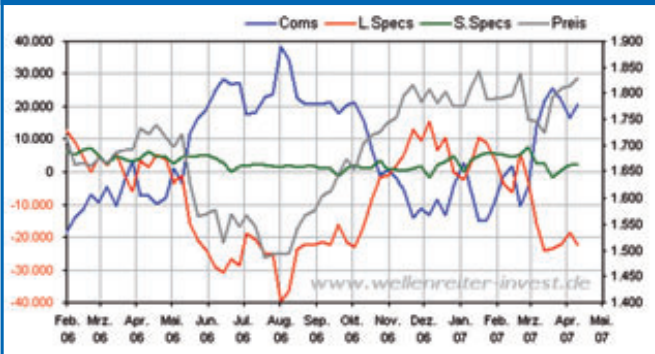


ABB. 5: NASDAQ 100 INDEX UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS



lation zwischen dem Positionierungsverhalten der Commercials und der Preisentwicklung analysieren. Hier ist erkennbar, dass die Korrelation zwischen Preis- und Positionsverhalten der Commercials im Dow Jones Industrial Average nicht so stark ausgeprägt ist wie im Nasdaq 100 oder auch im S&P 500. Folglich ist das bullische Gesamtbild deutlich zu bevorzugen.

2. Aggregierung der Daten sinnvoller denn je, oder: 1+1 = 2

Im Artikel in Ausgabe 12/2004 konnte man sehen, dass die Bedeutung der Mini Futures im Verhältnis zu den normalen Futures auf die US-Aktienindizes bereits sukzessive an Bedeutung zulegen konnte.

Da dem so ist und der Einfluss der Mini Futures auch weiterhin zulegen dürfte, ist nur eine Analyse des „gesamten“ Futures sinnvoll. Eine rein singuläre Betrachtung des normalen Futures gibt dagegen kein ganzheitliches Bild mehr ab.

3. Neue Mini Futures und Zweitlisting von Futures als neuer Trend beobachtenswert

Ein Mini Future existiert im Rohstoffbereich mittlerweile auch bereits bei Sojabohnen, in den kommenden Jahren ist mit weiteren Mini Futures zu rechnen. Bei den Sojabohnen beträgt der Anteil der Mini Futures am normalen Future aber weniger als 1%, so dass es hier

noch nicht notwendig ist, die Daten zu addieren.

Bei Gold und Silber kann man beobach-

ANTEILE DER MINI FUTURES

FUTURE	ANTEIL MINI	
	FUTURE 11/2004	FUTURE 04/2007
DOW JONES (DJIA)	71%	91%
S&P 500	25%	60%
NASDAQ 100	88%	156%
RUSSELL 2000	74%	254%

ten, dass diese beiden Rohstoffe nicht mehr nur an der CMX (Commodity Exchange Inc.) notiert sind, sondern zusätzlich seit 2006 auch am CBoT (Chicago Board of Trade) mit einem identischen Future gehandelt werden. Daten für Gold werden seit dem 11.04.2006 ermittelt, für Silber seit dem 19.09.2006. Bei Gold ist eine Zusammenführung der beiden Futures von der CMX mit der CBoT sinnvoll, da ein Reporting über das Positionsverhalten der einzelnen Marktteilnehmer im Goldfuture seit dem 11.04.2006 lückenlos jede Woche erfolgt, während dies bei Silber noch nicht der Fall ist. Bei Silber wurden in den vergangenen fünf Wochen keine Daten von der CBoT gemeldet. Somit wäre es hier verfrüht, die Daten bereits jetzt zusammenzuführen.

Um eine sinnvolle Aggregierung der Daten zu erreichen, sollten demnach zwei Aspekte erfüllt sein. Zum einen sollten die Daten jede Woche gemeldet werden, und zum anderen sollte der Anteil des Mini Futures gegenüber dem normalen Future bereits ein Niveau von etwa 10% ausmachen.

4. Das Interesse an Einzelmärkten hat sich deutlich gewandelt

Generell besteht ein Trend zu einem steigenden Interesse an beinahe jedem Einzelmarkt.

Das Interesse an den zehnjährigen Anleihen (Abb. 6) hat sich in den vergangenen fünf Jahren in etwa verfünffacht. Sowohl bei der Anzahl der absoluten Kontrakte (Abb. 7) als auch beim Gesamtwert aller offenen Positionen stehen die zehnjährigen Anleihen auf dem ersten Platz.

ABB. 6: 10-YEAR-U.S. TREASURY NOTE UND OPEN INTEREST IN DEN VERGANGENEN FÜNF JAHREN

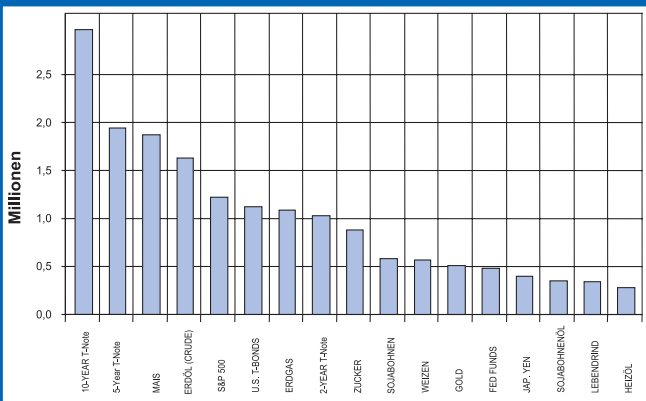


Die Rohstoffhausse der letzten Jahre hat jedoch dazu geführt, dass Erdöl oder erdöläffine Rohstoffe wie Mais (Ethanolherzeugung als Benzinsubstitut geschieht in den USA hauptsächlich durch Mais) sich im Ranking deutlich verbessert haben.

Als Exotenmarkt mit einem relativ geringen Interesse können momentan Bauholz oder Platin und Palladium im Edelmetallsektor angesehen werden.

Für den Anleger ist es bei seinen Investitionsentscheidungen wichtig, das Interesse an einem Markt bei seinen Dispositionen zu berücksichtigen, da ein größeres Interesse an einem Markt letztlich eine größere Liquidität und damit geringere Spreads sowie eine geringere Volatilität bedeutet. Dies hilft dabei, das Anlagerisiko zu reduzieren.

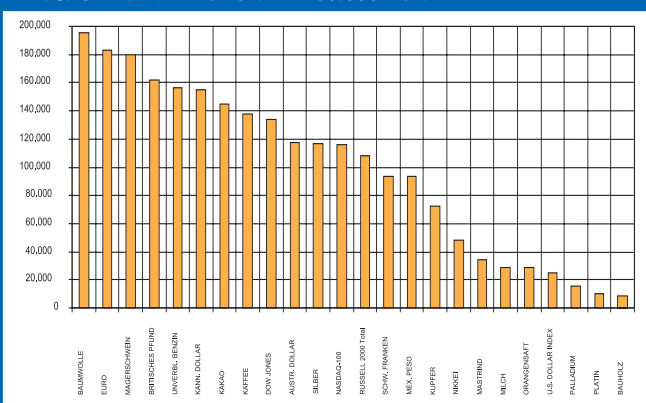
ABB. 7: OPEN INTEREST ÜBER 200.000 KONTRAKTE



5. Die neueste Form des CoT-Report

Die CFTC publiziert seit dem 05.01.2007 wöchentlich einen neuen CoT-Report, der für das Segment Futures und Optionen den Titel „CoT-Supplemental“ trägt. In diesem neuen Report werden für den Agrarsektor 12 Futures (Mais, Sojabohnen, Weizen (Chicago) und Sojabohnenöl, Weizen (Kansas), Baumwolle, Kaffee, Zucker, Kakao, Lebendrind, Magerschwein und Mastrind) ermittelt, die eine Untergliederung in Non-Commercial, Commercial, Nonreportable Positions und zusätzlich in Index Traders besitzen. Bei den Index Traders liegt momentan beinahe komplett eine Long-Positionierung vor. Index Trader kann man als passives Geld ansehen, es wird durch die Mittelzuflüsse (bzw. -abflüsse) in Indexprodukte definiert. Der Unterschied in der Positionierung der Marktteilnehmer Commercials und Non-Commercials ist dadurch erheblich. Ob diese Daten einen zusätzlichen Nutzen für die Beobachter stiften, ist momentan noch nicht zu beurteilen, da die Historie der Daten noch zu jung ist.

ABB. 8: OPEN INTEREST UNTER 200.000 KONTRAKTE



Fazit

Bei der Analyse der CoT-Daten ist es wichtig, hinter die Kulissen zu blicken und zu beobachten, wann die Commercials stärker auf der Kauf- oder Verkaufsseite tätig sind. Nur dann können Wendepunkte rechtzeitig antizipiert werden. Da sich der CoT-Report dynamisch weiterentwickelt, ist es notwendig, auf Neuerungen zu achten und diese in die Betrachtungsweise zu integrieren, wenn sich dies als sinnvoll herausstellt. Dessen ungeachtet bleiben die CoT-Daten auf Sicht der nächsten Jahre das umfangreichste Analysewerkzeug, um dem „smarten Geld“ auf der Spur zu sein. Im Smart Investor findet eine regelmäßige Besprechung der CoT-Daten in der Rubrik „Commitments of Traders“ statt (in diesem Heft auf S. 53).

Analysten- und Investorenkonferenz

27. Juni 2007 in Zürich, ConventionPoint,
SWX Swiss Exchange, Selnastrasse 30
www.ksmc.ch

Die Kirchhoff Small- and MidCap Conference ist ein bankenunabhängiges Forum.

Im Mittelpunkt der Veranstaltung stehen die Präsentationen der Equity Story der Unternehmen. Der Dialog mit dem Management kann in Einzelgesprächen vertieft werden.

Teilnehmende Unternehmen (vorläufig)



Medienpartner



Kirchhoff Consult (Schweiz) AG
Lidostrasse 6
CH-6006 Luzern
T +41.41.375 01.20
F +41.41.375 01.28
schweiz@kirchhoff-consult.ch



TECHNISCHE ANALYSE

Einfach und robust muss es sein!

Vier Grundregeln für jeden Markt

Gastbeitrag von Wieland Staud, Staud Research GmbH

Im Herbst 1987 war ich mit dem Fahrrad unterwegs von Bamberg nach Athen. Als mehr oder weniger guter Student der Betriebswirtschaftslehre war auch ich wie so viele meiner Kommilitonen reichlich in Aktien investiert. Es sah ja auch alles gut aus. Echte Krisensignale gab es keine. Die warnenden Stimmen waren entweder nicht mehr zu hören oder es handelte sich um die üblichen Verdächtigen, die bereits in den Jahren zuvor ihren Kredit komplett verspielt hatten. Die Fahrradtour war mir also wichtiger als meine Aktien, und dementsprechend kümmerte ich mich reinen Herzens keinen einzigen Tag um meine Positionen.

Vom 87er Crash überrumpelt

Was war das für ein übles Erwachen, als ich Ende Oktober 1987 nach meiner Rückkehr noch am Zeitungskiosk die Schlagzeile der FAZ las: „Aktiencrash setzt sich fort.“ Ich wollte es zunächst nicht glauben und wählte allen Ernstes Scherzbolde am Werk. Das konnte nicht sein. Nach langen Minuten aber war ich bereit zu begreifen, dass sich etwas geändert hatte. Auf meinem Konto und damit auch in meinem Leben. Es machte damals einen richtig großen Unterschied, ob ich mein Studium mit 30.000 DM Rücklage aus meiner 2-jährigen Bundeswehrzeit gestalten konnte oder ob ich mit der Hälfte zu recht kommen musste. Ich hatte keine Wahl: Bevor es noch schlimmer werden konnte, musste verkauft werden. Besser ein Studium auf Sparflamme als gar keines. Es war das vorläufige Ende meiner Porscheträume, aber auch der Anfang von Wieland Staud, dem Technischen Analysten.

Ein einziger Bleistiftstrich

Warum diese kleine Geschichte aus meinem Leben? Es steht schon oben: Diese Erfahrung war die entscheidende Wende-

marke in meinem Analystenleben. Wenn ich mit der bis dahin verfolgten Analysemethode, der Fundamentalanalyse, nicht in der Lage war, ein solches, mein Leben radikal betreffendes Ereignis zu antizipieren, dann konnte es so nicht weitergehen. Entweder galt es, die Sache mit der Börse ein Leben lang an den Nagel zu hängen oder sich neuen Ansätzen zu widmen. Damals hatte ich das Glück, an einen Kommilitonen zu geraten, der sich der Technischen Analyse bereits sehr erfolgreich verschrieben hat, der, das sei am Rand erwähnt, es auch heute noch tut und der mich nach langen Diskussionsabenden mehr oder weniger mit einem



*Der studierte Betriebswirt **Wieland Staud** arbeitete zwischen 1993 und 1996 als Technischer Analyst bei der Dresdner Bank und war anschließend bis 1998 Chefstrategie der Yamaichi Bank Deutschland. Im Jahr 1998 machte er sich schließlich mit seiner Staud Research GmbH selbständig, die seit 2002 das Daily Market Fax herausgibt. Zwischen 1998 und 2000 war er zudem 1. Vorsitzender des VTAD. Wieland Staud ist gern gesehener Gast unter anderem der n-tv Telebörse oder bei Bloomberg.*

VIER GRUNDREGELN FÜR JEDEN MARKT

- ◆ **Grundregel 1:** Nichts ist wichtiger als der Trend. Solange dieser intakt ist, wird er sich auch fortsetzen. Nichts ist unwahrscheinlicher als eine Trendwende. Nichts ist wahrscheinlicher als seine Fortsetzung. Und das selbst dann noch, wenn sich die Kurse bereits durch die Decke geschraubt oder dem Erdkern genähert haben sollten.
- ◆ **Grundregel 2:** Der Markt macht selten das, was die Mehrheit will. Wenn im Aufwärtstrend alle bullish sind, dann kann man sich auf unangenehme Überraschungen einstellen. Wenn im Abwärtstrend alle bearish sind, dann ist sein Ende nahe. Perfekt ist eine Kombination beispielsweise aus bullischen Marktteilnehmern sowie einem intakten Abwärtstrend. Der wird sich dann erst recht fortsetzen. Oder umgekehrt: rabenschwarze Stimmung im Markt und ein perfekter Aufwärtstrend. Auch der wird sich fortsetzen.
- ◆ **Grundregel 3:** Solange sich z. B. der MACD nicht vehement gegen den herrschenden Trend stemmt, ist dieser intakt und eine Trendwende nicht in Reichweite. Die Umkehrung gilt dementsprechend auch.
- ◆ **Grundregel 4:** Solange die Elliott Waves nicht das Ende z. B. einer Impulswelle durch eine sich dem Abschluss nähernde „Fünf“ signalisieren, wird ebenfalls am herrschenden Trend nicht gezweifelt.

einzigsten mit Bleistiftstrich von der Technischen Analyse überzeugte. Der entscheidende Strich – im unten abgebildeten Chart ist er zu sehen: der gebrochene langfristige Aufwärtstrend vom Herbst 1987 (s. Abb.1).

Nicht hilflos ausgeliefert

Diese Erfahrung hat mich bislang in meinem Analystenleben begleitet, und sie wird es mit einiger Sicherheit auch weiterhin tun. Prägend war damals einmal die Erfahrung, dass man solchen Zusammenbrüchen nicht hilflos ausgeliefert sein muss. Es war ein Kraut dagegen gewachsen. Aber viel wichtiger ist heute – rückblickend betrachtet – die Einfachheit, mit der diese Erkenntnis zu gewinnen war. Es brauchte nicht das Abarbeiten von meterlangen Regalwänden, voll gestopft mit Quartals-

ABB 1: DAX 1987: GEBROCHENER LANGFR. AUFWÄRTSTREND



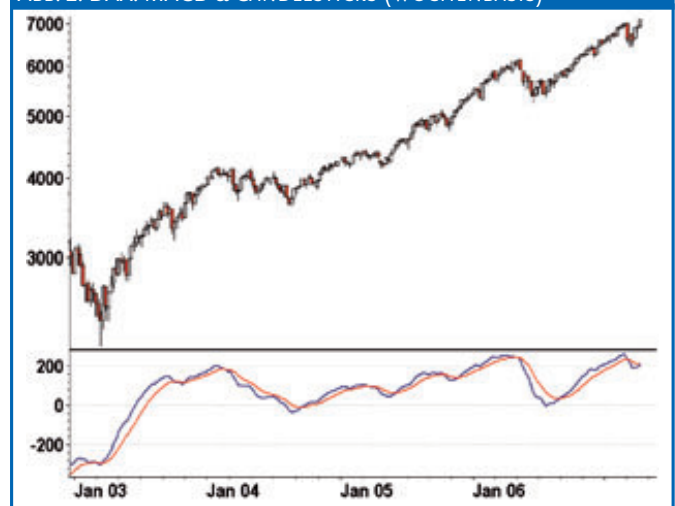
berichten, Bilanzen und Psychogrammen von Staats- und Unternehmenskernen. Keine komplexe Intermarktanalyse von der Entwicklung der Zinslandschaft bis hin zu den Währungsrelationen war nötig und keine großen quantitativen Computersimulationen. Alles, was es damals gebraucht hätte, wäre ein Lineal gewesen, ein Chart und ein Bleistift. Und die Bereitschaft, nach diesen Erkenntnissen zu handeln.

Gebrochener Trend sagt alles

Eigentlich ist es völlig unglaublich: Der Bruch des langfristigen Aufwärtstrends erfolgte bei 1.310 Punkten. Berücksichtigt man den vorausgegangenen Hochpunkt von 1.560 Punkten und den nachfolgenden Tiefpunkt bei 930 Zählern (Schlusskurse; gerundet), dann hätte man mit einer supereinfachen ermittel- und anwendbaren Strategie rund 60% aller insgesamt damals angefallenen Kursverluste vermeiden können. Und genau das ist es, was

Wieland Staud plädiert für „einfache“ Hilfsmittel

ABB. 2: DAX: MACD & CANDLESTICKS (WOCHENBASIS)



Technische Analyse so faszinierend macht. Es braucht keinen akademischen Grad, um sie zu erlernen. Nur die Bereitschaft zu akzeptieren, dass die Frage nach dem „Warum?“ von ihr nur höchst selten beantwortet werden kann. Bricht ein Trend, dann ändern sich die Vorzeichen. Und zwar von heute auf morgen. Dann gilt es ebenso rasch und unerbittlich Konsequenzen zu ziehen, ohne eine Antwort darauf zu haben, warum das alles geschieht. Die wird im Regelfall genau dann nachgeliefert, wenn es viel zu spät ist. Wenn es überhaupt eine gibt.

Grundregeln eisern anwenden

Es kann nicht anders sein: Dieser Beitrag ist also erstens ein Plädoyer eines Technischen Analysten für die Technische Analyse. Aber vor allem – und das ist entscheidend – auch ein Plädoyer für das Einfache, das Wiederholbare, das Robuste. In den vergangenen 20 Jahren habe ich oft genug, anfänglich bewundernd und später verwundert, die Werke so manches Technischen Analysten beobachtet. Da wurden aus Charts Schnittmusterbögen gemacht. Linien, soweit das

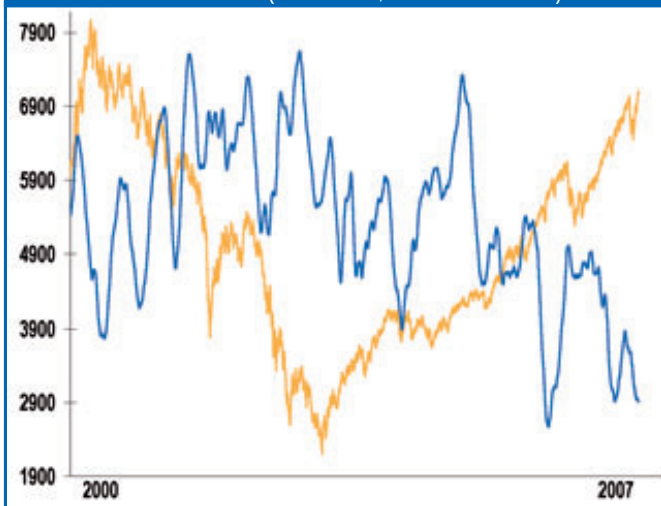


Auge reichte, bis hin zur völligen Unentdeckbarkeit des ursprünglichen Charts. Da wurden dem Chart Indikatoren in solcher Zahl unterlegt, dass selbst das wohlmeinende Auge nicht mehr ein noch aus wusste. Und so mancher Vortrag eines Technischen Analysten war eine Chartshow der Sonderklasse. Aber nichts war konsistent, wenig wirklich durchdacht, vieles mehr „Technische Analyse“ um ihrer selbst willen. Auf gar keinen Fall aber das, was Technische Analyse zu aller erst fordert: die eiserne Anwendung von ein paar wenigen, aber ehernen Grundregeln.

Beliebig anwendbares Instrumentarium

Das schöne an diesen vier Regeln ist, dass sie beliebig anwendbar sind. Auf jeder Zeitskala, auf jeden Markt und von so gut wie jedermann. Wer sie stoisch anwendet, der wird einfach eine

ABB. 3 : DAX : SENTIMENT (DAX: BLAU, INDIKATOR: GELB)

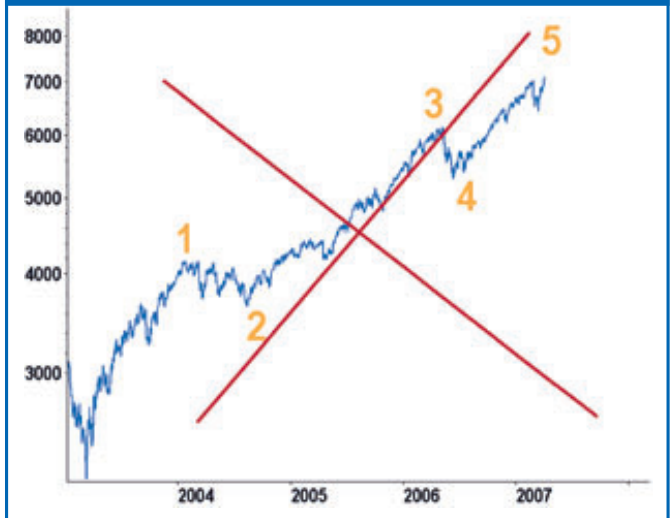


Trefferquote jenseits der 50% haben müssen. Das mag sich erst einmal nicht allzu ambitioniert anhören. Aber in den Jahren 2000 bis 2003, in den Zeiten der großen abendländischen Aktienbaisse, wären wohl die meisten Analysten für eine solche Prognosequalität ziemlich dankbar gewesen. Damit zu den abgebildeten Charts des DAX: Der Trend ist klippklar nach oben gerichtet. Eine Trendwende schon deshalb erst einmal sehr unwahrscheinlich. Das Sentiment ist beeindruckend schlecht. Der abgebildete Indikator von Staud Research signalisiert eine Bärenquote beinahe auf Alltime Low. Schlechter war die Stimmung so gut wie noch nie! Das Ende einer Elliott-Impulswelle ist momentan vor allem nach den neuen Jahreshochs seit Anfang April extrem unwahrscheinlich, und auch der MACD darf nie und nimmer negativ interpretiert werden.

Fazit

Summa summarum: Der DAX wird weiter steigen. Wohin genau, das wissen allein die Götter. Aber die gegebene Konstellation des vorgestellten Modells ist ungewöhnlich gut, und damit dürften das auch die wahrscheinlich in den nächsten rund 12 Monaten anstehenden Kurszuwächse sein. Es bedarf

ABB. 4 : DAX: TRENDS & ELLIOTT WAVES



keiner besonderen Erwähnung, dass diese Prognose auch falsch sein kann. Aber in rund 70% der Fälle wird sie es nicht sein. So wie in den letzten 10 Jahren hier bei Staud Research. Weil immer alles auch ganz anders kommen und es schlicht kein Fehler sein kann, sich hin und wieder der Grenzen des eigenen Tuns bewusst zu werden, hier noch mein analytische Stop Loss: Sollte der DAX unter rund 6.200 Punkte zurückfallen, dann habe ich mit Zitronen gehandelt, und fortan gelten dann völlig neue Regeln.

Anzeige

Einladung zur Hauptversammlung

Wir laden alle Aktionärinnen und Aktionäre der Funkwerk AG ein zur ordentlichen Hauptversammlung 2007.

Die Hauptversammlung findet statt am 22. Mai 2007 in

Frankfurt am Main
Auditorium der Commerzbank AG
Große Gallusstraße 19

Wir freuen uns auf Ihr Kommen.

Relevante Unterlagen zur Hauptversammlung und zu den einzelnen Tagesordnungspunkten sowie mögliche Gegenanträge finden Sie rechtzeitig auf der Unternehmensseite www.funkwerk.com.

Funkwerk AG, Kölleda
ir@funkwerk.com
Tel. +49 (0)3635 600 346
Fax +49 (0)3635 600 507

ISIN: DE 0005753149

funkwerk
aktiengesellschaft



GEOPOLITIK

Wie preist man das Risiko eines Dritten Weltkriegs ein?

Von F. William Engdahl, Engdahl Strategic Risk Consulting

In den letzten Monaten haben sich Banken, Hedgefonds und Derivatehändler mit der Frage beschäftigt, welche Preise für das Risiko eines möglichen neuen Kriegs am Persischen Golf gegen den Iran in Anschlag zu bringen wären. Dieses ist aber im Vergleich zu dem Risiko, auf das Präsident Putin in seiner Rede vor dem Münchner Wehrkunde Forum im Februar das Schlaglicht geworfen hat, die kleinere Übung.

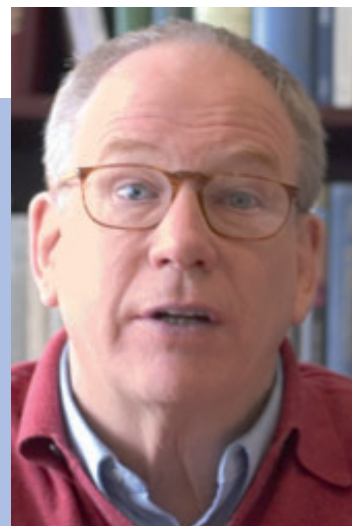
Diplomatisches Sperrfeuer

Nur Wenige in der Finanzwelt haben die leiseste Ahnung, was an dem, was Putin mit seinen Äußerungen angesprochen hat, so gefährlich ist. Hörte man auf US-Verteidigungsminister Gates oder den offiziellen Kommentar des US-Außenministeriums, würde man glauben, Putin leide an paranoiden Illusionen. Putins freimütige Äußerung über die offenkundigen militärischen Hegemoniepläne Washingtons war eine Übung in diplomatischer Zurückhaltung. Deutschland, Polen – alle Länder Westeuropas, sogar die Vereinigten Staaten – stehen entweder beabsichtigt oder aber aufgrund von Fehleinschätzungen vor dem Risiko eines präventiven Nuklearkrieges. Wenn die Angelegenheit nicht so real wäre, würde sie sich wie das Drehbuch eines

Hollywoodfilms der schlechten B-Klasse lesen. Hier nur einige entscheidende Elemente. Zuerst zu Polen und der US-Raketenabwehr: Putin verwies in München auf die Absurdität der US-amerikanischen und polnischen Argumente, nicht nur hoch entwickelte Radarstationen, sondern auch Silos mit Raketen gegen ballistische Raketen unter US-Kontrolle auf polnischem Territorium zu errichten. Wenn man den offiziellen Erklärungen glauben wollte, „soll“ sich die Raketenabwehr in Polen gegen eine „Bedrohung aus dem Iran“ richten.

Was Putin wirklich sagte

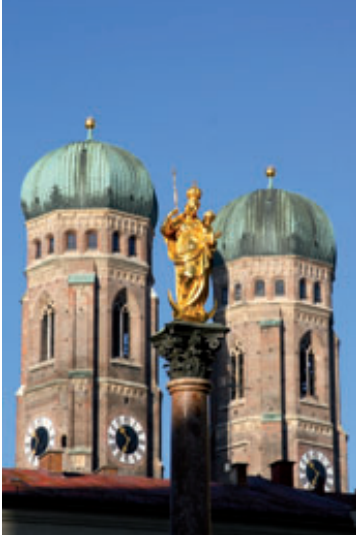
Man muss nachlesen, was Putin in München tatsächlich gesagt und womit er solche Schockwellen ausgelöst hat (Ich empfehle dem Leser sehr, sich die vollständige, offizielle Übersetzung der Rede Putins anzusehen, www.securityconference.de). Putin kritisierte Washingtons Vorstellung von einer „unipolaren“ Welt. Er stellte fest: „Heute erleben wir einen fast schrankenlos übertriebenen Einsatz der Gewalt – militärischer Gewalt – in den internationalen Beziehungen, einer Gewalt, die die Welt in einen Abgrund ständiger Konflikte stürzt.“ Putin warnte sodann vor den destabilisierenden Auswirkungen der US-Pläne für Weltraumwaffen. „Weltraumwaffen – das Auftreten neuer, destabilisierender Hightech-Waffen ... ein neues Gebiet der Konfrontation, besonders im Weltraum, kann unmöglich geduldet werden. Kriege der Sterne sind nicht mehr Phantasiegebilde – sie sind Realität ... Aus russischer Sicht könnte die Militarisierung des äußeren Weltraums unvorhersagbare Konsequenzen für die internationale Gemeinschaft haben und würde nichts anderes als den Beginn einer neuen Nuklearen Ära (des Wettrüstens - f. w. e.) auslösen.“ Er führte weiter aus, „Pläne, gewisse Elemente des Anti-Ra-



Der Amerikaner **F. William Engdahl**, Jahrgang 1944, ist Verfasser des Buches „Mit der Ölwanne zur Weltmacht“ (Kopp Verlag, 2006). Mit seiner Firma Engdahl Strategic Risk Consultants berät er institutionelle Kunden im Hinblick auf die Berücksichtigung geostrategischer Aspekte. Mehr Infos unter: www.engdahl.oilgeopolitics.net



*) „Saat der Zerstörung“, Kopp Verlag, 280 Seiten, 19,90 EUR



In München fand Putin deutliche Worte

tender Direktor der Raketenabwehr-Agentur im Pentagon, US-Pläne an, bis 2011 in Europa Elemente der antibalistischen Raketenverteidigung in Dienst zu stellen. Von ihnen behauptet das Pentagon, sie würden amerikanische und NATO-Einrichtungen vor feindlichen, aus dem Nahen Osten und nicht aus Russland stammenden Bedrohungen schützen. Im Anschluss an Putins Bemerkungen in München gab das US-Außenministerium einen formellen Kommentar heraus, in dem es heißt, die Bush-Regierung sei „erstaunt über die wiederholten, ätzenden Äußerungen Moskaus gegen das geplante System“. Hoppla. Man sollte diese Presseerklärung lieber an Pentagons Büro für Täuschungspropaganda zur Neuformulierung zurückschicken. Die iranische Bedrohung der NATO-Einrichtungen in Polen durch Raketen ist wohl nicht so ganz überzeugend. Warum fragt man nicht das alte NATO-Mitglied Türkei, ob die USA ihre Raketenabwehr dort aufstellen können; das wäre viel näher am Iran? Oder vielleicht Kuwait? Oder sogar Israel?

Rumsfelds Traum: Raketenverteidigung und Erstschat

Zunächst einmal: Die Anti-Raketen-„Verteidigung“ ist überhaupt nicht defensiv. Sie ist die Voraussetzung dafür, dass die Vereinigten Staaten einen nuklearen Erstschat gegen Ziele in Russland führen können, ohne Angst vor einem vernichtenden Gegenschlag aus Russland mit nuklearem Arsenal haben zu müssen. Es handelt sich um die äußerste Angriffstechnologie schon mit nur einem dürftigen, unvollkommenen Raketenabwehrsystem. Russland mit einem solchen Raketenverteidigungsnetz zu umgeben, war schon vor 2001 der Plan gewisser Kriegstreiberkreise in Washington und im Pentagon selbst im Umfeld von Ex-Verteidigungsminister Rumsfeld. Die US-Politik forderte seit 1999 trotz der Beendigung des Kalten Kriegs und der Bedrohung durch sowjetische Raketen den Ausbau der aktiven Raketenverteidigung. Das „Nationale Raketen-Verteidigungsgesetz“ von 1999 besagt: „Es ist die Politik der Vereinigten Staaten, sobald wie technologisch möglich ein wirksames Nationales Raketenabwehrsystem in Dienst zu nehmen, das in der Lage ist, das Territorium der Vereinigten Staaten gegen einen begrenzten Raketenangriff (einen unbeabsichtigten, unbefugten oder absichtlichen) zu verteidigen...“ Raketenverteidigung war eine von Donald Rumsfelds Zwangsvorstellungen als Verteidigungsminister.

Latente Bedrohung?

Raketenverteidigung klingt plausibel, wenn man glaubt, die Vereinigten Staaten wären bei einem Angriff durch eine kleine Bande von Terroristen verwundbar. Das einzige Problem ist nur, die Raketenabwehr richtet sich nicht gegen terroristische Schurken wie

keten-Verteidigungssystems nach Europa vorzuverlegen, können uns nur beunruhigen. Wer braucht nun den nächsten Schritt, was in diesem Fall ein unvermeidliches Wettrüsten wäre?“

Polen? Raketenabwehr?

Worum geht es?

Am 29. Januar kündigte US-Armee-Brigadegeneral Patrick J. O'Reilly, Stellvertre-

ter Bin Laden, Al Qaida, oder Staaten wie Nordkorea beziehungsweise den Iran. Die Bedrohung des Territoriums der Vereinigten Staaten oder sogar Westeuropas durch einen vernichtenden nuklearen Schlag des Iran oder Nordkoreas gibt es nicht. Vielmehr steht die Bomberflotte der US-Marine und Luftwaffe heute in voller Bereitschaft, um den Iran in die Steinzeit zurück zu bombardieren, und dies sogar mit Atomwaffen. Die Bush-Regierung hat im Dezember 2001 einseitig den amerikanisch-russischen ABM-Vertrag gekündigt. Sie vervollständigt ihr globales Netz der Raketenverteidigung als Schlüssel zur nuklearen Vorherrschaft der USA. Sogar mit nur einem primitiven Raketenabwehrschild könnten die USA die russischen Raketenilos und U-Bootflotten ohne Angst vor wirksamen Vergeltungsmaßnahmen angreifen. Die wenigen noch erhalten gebliebenen russischen Atomraketen wären nicht in der Lage, eine ausreichend überzeugende Antwort zu geben, um einen US-Erstschat abzuschrecken.

Das Gegengewicht fehlt

Die Fähigkeit beider Seiten – sowohl des Warschauer Pakts als auch der NATO – während des Kalten Kriegs, sich gegenseitig zu vernichten, hatte zu einem nuklearen Patt geführt, das die Militärstrategen MAD = Gesicherte gegenseitige Zerstörung genannt hatten. MAD war unheimlich, aber in einem bizarren Sinn sicherer als das, was wir heute haben, wenn die USA einseitig die nukleare Vorherrschaft anstreben. Die Aussicht auf eine gegenseitige nukleare Vernichtung machte den Atomkrieg „unvorstellbar“. Jetzt halten die USA einen Atomkrieg für „denkbar“. Und das ist nun wirklich verrückt. Die Nation, die als erste einen Schild gegen Atomraketen besitzt, verfügt de facto über die „Fähigkeit zum Erstschat“. Oberstleutnant Robert Bowman, Direktor des Raketenabwehrprogramms der US-Luftwaffe, hat kürzlich völlig zu Recht die Raketenabwehr „das fehlende Verbindungsglied für den Erstschat“ genannt. Es rief sofort das Programm „Amerikas Verteidigung wiederaufbauen!“ in Erinnerung. Dieses Programm veröffentlichte im September 2000 das kriegstreiberische „Projekt für ein Neues Amerikanisches Jahrhundert“, bei dem Dick Cheney und Don Rumsfeld Mitglieder sind. Dort heißt es, „die Vereinigten Staaten müssen ein globales Raketenverteidigungssystem entwickeln und einsetzen, um das amerikanische Vaterland und die amerikanischen Verbündeten zu verteidigen und **um eine sichere Grundlage für den US-Machtvorsprung rundum in der Welt zu schaffen.**“ (Hervorhebung vom Verfasser)



Noch soll ein Teil zur Vollendung des Erstschatapparates fehlen

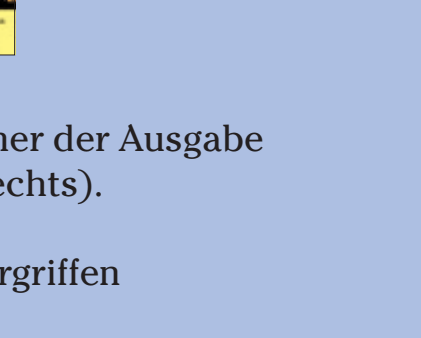
Fazit

Die Folge der offensiven Politik Washingtons werden ein neuer Kalter Krieg und ein neues fürchterliches Wettrüsten sein. Das ist ein sehr großes Risiko, um es einzupreisen. Es ist kein Wunder, dass so viele Fachleute der deutschen Außenpolitik wegen Washingtons Plänen beunruhigt sind. Die einzige Frage ist nur: Warum gibt sich die deutsche Kanzlerin in dieser Sache so nichts sagend?

Smart Investor-Ausgaben

Ausgaben
5/03 - 12/03

jetzt
nachbestellen!





Ja, ich bestelle folgende Ausgabe/n zu je 5 Euro zzgl. 1,80 Euro Versandkosten

Coupon bitte einsenden an: Smart Investor Media GmbH · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen
 Telefon: 08171-419650; Fax-Order: 08171-419656 oder unter info@smartinvestor.de

Name, Vorname:

Postfach/Straße:

PLZ, Ort:

Telefon: Ort und Datum:

Unterschrift:



PRINZIPIEN DES MARKTES

„Das Leben wird interessanter, wenn der Horizont breiter ist.“

Smart Investor im Gespräch mit dem Pokerprofi Alex Lauzon anlässlich der Vorstellung seines neuen Buches „Texas Hold 'em – Pokern wie die Profis“, riva, 2007

Spätestens mit dem neuen James Bond-Film „Casino Royale“ ist auch hierzulande das Pokerfieber ausgebrochen. Was das mit Börse zu tun hat? Vielleicht mehr, als man auf den ersten Blick denken mag. MoneyManagement ist beispielsweise in beiden Umgebungen ein zentrales Thema. Dennoch, es gibt auch gravierende Unterschiede: So wird ein Bluff an der Börse kaum jemanden beeindrucken.

Smart Investor: Wie sind Sie zum Pokerspiel gekommen?

Lauzon: Der Anfang war in meiner Jugend, als ich das Pokerspiel erlernt habe, um Zugang zum Taschengeld meiner Mitschüler zu bekommen [lacht]. 1996 bin ich nach Kanada gezogen, und es hat sich ergeben, dass ich zu Pokerspielen eingeladen wurde. Im Laufe der Jahre habe ich damit immer mehr Einkommen erzielt und bin schließlich zum Vollprofi geworden.

Smart Investor: Sie haben Philosophie studiert...

Lauzon: Ich habe Philosophie studiert, ich habe Geschichte studiert, ich bin durch verschiedene Berufe gegangen. Ich habe in Indien Yoga erlernt. Das Leben wird interessanter, wenn der Horizont breiter ist.

Smart Investor: Als Anlegermagazin haben wir einen eher langfristigen Horizont. Gibt es dennoch Gemeinsamkeiten zwischen beiden „Spielen“?

Lauzon: Grundsätzlich würde ich sagen, dass der dem Pokerspieler am nächsten stehende Beruf der des Börsenspekulanten ist. In beiden Fällen geht es eigentlich nur darum, Gelder zu verschieben und durch das optimale Auswerten verfügbarer Informationen einen Profit zu ziehen.

Smart Investor: Gibt es Dinge, die man am Pokertisch immer beachten sollte?

Lauzon: Auf alle Fälle das Bankroll-Management: Das verfügbare Budget muss so eingeteilt werden, dass auch eine vorübergehende Pechsträhne nicht Existenz gefährdend wird. Der gute Pokerspieler

arbeitet mit einem Vorteil von nur wenigen Prozent, ähnlich dem Betreiber eines Casinos. Würde jemand ein Casino mit zu wenig Kapital aufmachen, dann könnte er trotz seines mathematischen Vorteils von einem glücklichen Gewinner ruiniert werden.

Smart Investor: Weil das „Gesetz der großen Zahl“ nicht wirken kann?

Lauzon: Richtig. Der mathematische Vorteil führt nur dann zu sicheren Gewinnen, wenn man genügend Kapital hat, um lange genug zu spielen. Als Pokerspieler kann man mit einer konservativen Taktik etwa 50% seines Kapitals in einem Jahr verdienen. Das klingt für einen Spieler wohl extrem bescheiden, wenn man aber sein Kapital erhalten will, muss man seinen Einsatz für den einzelnen Spieltag entsprechend begrenzen.

Smart Investor: Wie viel würde man da an einem Abend riskieren?



Alex Lauzon, Jahrgang 1957, studierte Philosophie und Geschichte. Nach Aufenthalt in verschiedenen Ländern Südamerikas zog es den gebürtigen Wiener 1996 nach Kanada, wo er mit seiner Frau sesshaft wurde. Mittlerweile ist Lauzon in die Profiligen gewechselt und lebt heute vom Pokerspiel. Sein zweites Buch „Texas Hold 'em - Pokern wie die Profis“ richtet sich vor allem an fortgeschrittene Spieler.

Lauzon: Grundsätzlich nie mehr als 10% der Bankroll. Für einen Profi ist aber selbst das schon zu hoch, da sollten es nicht mehr als 5% sein. Es kann passieren, dass man drei oder vier Tage hintereinander verliert, was bei 10% schon einen sehr negativen Einfluss auf die Psyche hätte.

Smart Investor: Der Druck, die Verluste aufzuholen...

Lauzon: ...wäre enorm. Man muss nach Verlusten aber mit geringeren Einsätzen spielen, weil man ja sein Spielkapital nicht zur Gänze gefährden will.

Smart Investor: Wie groß ist der Einfluss der Karten?

Lauzon: Der Einfluss der Karten ist sehr gering, denn der Zufall gleicht sich auf lange Sicht aus. Es kommt darauf an, wie gut man die guten Karten ausnutzt und wie zurückhaltend man die schwachen Karten spielt. Das Instrument im Pokerspiel sind die Chips. Da treffe ich meine Entscheidungen. Die Karten kann ich nicht beeinflussen, die werden mir zugeteilt.

Smart Investor: Ist es Erfolg versprechender, „tight“ (zurückhaltend) oder „loose“ (locker) zu spielen?

Lauzon: Selbstverständlich ist es grundsätzlich ein Vorteil, eher zurückhaltend zu spielen, weil man sich mehr an die mathematischen Berechnungen hält. Trotzdem muss man immer wieder lockere Phasen einbauen, um den Gegner zu verwirren oder zu täuschen. Das ist Teil der Spielstrategie. Aggressivität zeigt man selektiv, also zum richtigen Zeitpunkt.

Smart Investor: Gibt es Eigenschaften, die für den Spieler besonders hilfreich sind?

Lauzon: Es gibt sehr viele Eigenschaften, die der gute Pokerspieler braucht. Die erste ist ein Gefühl für Mathematik und Berechnungen, weil im Kopf manchmal rasch recht komplizierte Berechnungen durchgeführt werden müssen. Gute Menschen-



Lauzon gibt Tipps für Anfänger und Fortgeschrittene

kenntnis ist sicher auch eine Voraussetzung, und ein gewisses Talent zum Schauspielen ist ebenfalls nicht schlecht. Besonders wichtig ist es, seine Emotionen unter Kontrolle zu halten.

Smart Investor: Disziplin ist auch an der Börse ein immer wieder genannter Erfolgsfaktor...

Lauzon: Ein emotionaler Spieler macht Fehler; egal, ob aus Furcht oder Ärger. Ich habe übrigens eine ganz interessante Parallele zu den drei Gs von André Kostolany gefunden, die für Geld, Geduld und Gedan-

ken stehen. Im Poker ist es das Gleiche: Geld: Eine Bankroll, die hoch genug ist, damit man nicht jedes Mal um sein Geld zittert, wenn man einsetzt. Geduld: Einerseits, um das Spiel auch wirklich fundiert zu erlernen, dann aber auch am Pokertisch selbst, um auf die richtige Situation warten zu können. Schließlich die Gedanken, die man sich bei jeder Hand und über jedes Detail, das passiert, macht.

Smart Investor: Glück gehört ja interessanterweise nicht zu den drei Gs...

Lauzon: Glück gehört absolut nicht dazu, denn der Zufall gleicht sich über das Jahr aus, und kein Pokerspieler kann regelmäßig durch Glück gewinnen.

Smart Investor: Wie sieht es denn mit dem Bluff aus? Das ist ja das, was der Laie ganz stark mit dem Pokerspiel assoziiert...

Lauzon: Der Bluff wird von Anfängern meist sehr ungeschickt und zu häufig eingesetzt. Es gibt Berechnungen, wie oft ein Bluff angebracht ist. Die gehen zurück auf Janos von Neumanns Spieltheorie, die ja auch im Wirtschaftsbereich anwendbar ist. Der Bluff hat eigentlich in erster Linie nicht den Zweck, einen „Pot zu stehlen“, wie man im Jargon sagt, sondern den Gegner ständig in Verwirrung zu halten, der selbst natürlich das Gleiche mit Ihnen versucht.



Ein äußerst seltenes Blatt: vier Asse

Smart Investor: Zurzeit gibt es ja recht viele Pokerübertragungen im Fernsehen. Können die Zuschauer dort etwas lernen?

Lauzon: Dass man wirklich etwas daraus lernt, bezweifle ich, weil diese Sendungen ja in erster Linie unterhalten sollen. Es werden nicht ganze Turniere übertragen, sondern nur selektiv die interessantesten Konfrontationen. Aber die Kommentare, die dazu gegeben werden – sehr oft von Pokerprofis –, erlauben doch einen gewissen Einblick in die Gedankenwelt des Spielers.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch.
Interview: Ralph Malisch

NACHHALTIGES INVESTIEREN

Duell auf Augenhöhe?

Solarstrom soll Kohlestrom bald Konkurrenz machen

Anfang April erregte eine Studie von PHOTON Consulting Aufsehen. Demnach könnte bereits im Jahr 2010 Solarstrom ähnlich günstig wie Strom aus Braunkohle, also für 10 Cent je Kilowattstunde, hergestellt werden. Dieses durchaus erfreuliche Ergebnis blendet jedoch einige Tatsachen aus.



Solar- und Kohlestrom im Duell auf Augenhöhe? – Man wird es sehen!
Quelle: Bilderbox (links), RAG (rechts)



Punkt eins: Steinkohle

Der Vergleich zwischen Solarstrom und Braunkohle mag für Deutschland stimmen, im globalen Maßstab gibt jedoch Steinkohle den Takt vor. Sie dominiert die endlichen, in der Erde vorhandenen Energiereserven mit knapp 50%. Der Braunkohle-Anteil nimmt sich mit 7% dagegen doch bescheiden aus. Braunkohle hat zwar für Deutschland tatsächlich energiestrategische Bedeutung, aber insofern wir mit unserer Solartechnologie auf dem Weltmarkt wetteifern wollen, müssen wir uns den Prämissen des Weltmarktes stellen. Die da lauten: Strom aus Steinkohle wird um mindestens 20% billiger hergestellt als Braunkohlestrom, also für 5 bis 8 Cent je KWh. Wären sämtliche Kraftwerke auf dem neuesten technischen Stand, läge der Aufwand eher bei 5 als 8 Cent.

Punkt zwei: CO₂-Vermeidungskosten

Angenommen, an der Theorie rund um die durch CO₂-Emissionen ausgelöste Erderwärmung wäre faktisch etwas richtig, dann müsste man die Vermeidungskosten für eine Tonne Kohlendioxid mit in die Kalkulation mit einrechnen. Denn über die reine betriebswirtschaftliche Betrachtung hinaus muss die volkswirtschaftliche Dimension berücksichtigt werden. Somit sollten sämtliche Kosten erfasst werden, die aufgrund des Standortes, der Ressourcenbasis oder der Auswahl an alternativen Energiebasen anfallen. In diesem Kontext steht die Solarenergie nur mäßig strahlend da. Im Solarbereich müssen zwischen 250 und 500 EUR zur Vermeidung einer Tonne CO₂ aufgewendet werden. Unter Einrechnung jeglicher technischen Aufrüstung derzeit in Betrieb befindlicher Kohlekraftwerke summierte sich der Wert der Vermeidungskosten bei der Braunkohle auf etwa 50 EUR. So betrachtet erscheinen Kosteneinsparungen bei der Solarstromproduktion in einem doch etwas anderen Licht.

Punkt drei: Regionalität

Im Anschluss an Punkt 2 muss die Frage erlaubt sein, ob Solarenergie in Deutschland überhaupt flächendeckend installiert werden sollte. Selbst wenn die Vermeidungskosten in den Griff zu bekommen wären, ist Deutschland immer noch kein Land mit einem Übermaß an Sonnenstunden. Braun-

kohlekraftwerke hingegen können überall gebaut und betrieben werden. Insofern verlieren die Kosteneinsparungen schnell ihren Charme. Nicht umsonst werden derzeit massiv neue Braunkohlekraftwerke geplant und errichtet, um von den Privilegien aus dem Allokationsplan für Emissionsrechte seitens der Bundesregierung zu profitieren.

Punkt vier: Kapital

Bisher war die Solarbranche ein gut genährter Sprössling. Reichlich mit staatlichen Einspeisungsvergütungen ausgestattet, konnten die Unternehmen rasant wachsen. Sie entwickelten, auch bedingt durch die erhöhte Aufmerksamkeit im Zuge der Höhenflüge an der Börse, eine starke Anziehungskraft für Kapital. Die jetzt im Rahmen der Studie für die Jahre 2007 bis 2010 in Aussicht gestellten Margenausweitungen – „überraschenderweise“ von den Vorständen großer Solarunternehmen bestätigt – sollten eine weitere Triebfeder für die Aktiennotierungen sein. Werden nun künftig die jetzt prognostizierten Erwartungen einmal enttäuscht, dann könnte das Kapital wie ein scheues Reh schnell andere Futterstellen suchen. Aktien von Technologielieferanten für modernste Braunkohlekraftwerke wären dann vielleicht eine Alternative.

Fazit

Einerseits macht die zitierte Studie zu Recht Hoffnung, Deutschland könnte beim Thema Solarenergie weiterhin eine der ersten Geigen im globalen Photovoltaikmarkt spielen. Auf der anderen Seite gäbe es genügend Argumente, die genannten Zahlen kritisch zu hinterfragen. Es bleibt abzuwarten, ob es zum jetzigen Zeitpunkt sinnvoll ist, zusätzliche Hoffnungen für die Solarbranche zu entfachen.

Tobias Karow

DERIVATE

Mit Bonus-Zertifikaten in unterschiedlichen Marktphasen gewinnen

Bonusstrukturen lassen sich in ihrer unterschiedlichen Ausgestaltung vielfältig einsetzen

Nach oben unbegrenzt und dabei nach unten mit Barriere vor Kursverlusten geschützt – so lautet die Zauberformel, die den meisten Marktsituationen gerecht werden soll. Ob Bonus-Zertifikate auf Aktien die besseren Aktien sind, lässt sich nicht ohne weiteres beantworten.

Bonus-Zertifikate – Die Lösung für alle Marktphasen?

Zumindest zeigt ein Blick in die Statistik, dass Bonus-Zertifikate Anlegers Liebling sind: 28,09% der Umsätze im Bereich der Anlagezertifikate im Februar 2007 entfielen laut Deutschem Derivate Institut auf diese Produkte. Ob der Anleger die begehrten Papiere über die Börse oder direkt beim Emittenten kauft, steht ihm frei. „Bonus-Zertifikate eignen sich hervorragend zur mittel- und langfristigen Geldanlage. Viele Bonus-Zertifikate werden sogar vor- und auch nachbörslich bei den Emittenten außerbörslich gehandelt, so dass der Anleger sehr flexibel seine Investmentideen umsetzen kann, unabhängig von den Börsenöffnungszeiten. Zudem ist der außerbörsliche Direkthandel in den meisten Fällen günstiger als der börsliche Handel“, so René Sondermann, Head of Brokerage beim Online-Broker fimatex. Doch auch bei Bonus-Zertifikaten gilt die alte Börsianerweisheit „There is no free lunch“. Die Vorteile für den Anleger müssen finanziert werden. Auch wenn die Werbung der Emittenten manchmal den Eindruck vermittelt, der Anleger bekäme den Bonus geschenkt, sind mit der Konstruktion der Bonusstruktur Kosten verbunden, die zu Lasten des Anlegers gehen.

Die Kombination macht's

Meist wird die den Bonus-Zertifikaten zugrunde liegende Terminmarktkonstruktion – eine Kombination aus Zero-Strike-Call mit Down-and-out-Put – über die Einbehaltung der Dividenden finanziert. Hinter dem Begriff Zero-Strike-Call verbirgt sich eine Kaufoption mit dem Basispreis Null. Mit dem Kauf eines Zero-Strike-Calls auf eine Aktie nimmt der Käufer an der Wertentwicklung der Aktie teil, ohne weitere Rechte eines Aktionärs wie z. B. das Recht auf Dividendenausschüttung oder das Stimmrecht zu haben. Der

Down-and-Out-Put ist eine exotische Option, die einen Basispreis und eine Barriere aufweist. Unterschreitet der Basiswert diese Barriere, wird die Option sofort wertlos. Der Bonuslevel eines Bonus-Zertifikates entspricht dem Basispreis des Down-and-out-Puts, die Schwelle, an der die Option wertlos verfällt, entspricht der Barriere des Bonus-Zertifikates. Die Basiswerte der Bonus-Zertifikate erstrecken sich nicht nur auf Aktien und Aktienindizes, auch Rohstoff- oder Währungsinvestments sind in Bonuskonstruktionen möglich.

Label-Wirrwarr

Bei Rohstoff-Bonus-Zertifikaten wie z. B. auf Gold kann die Struktur allerdings nicht über Dividendenzahlungen finanziert werden. „Hier behilft sich der Emittent mit der Leihe, d. h. beim Beispiel Gold wird entsprechend Gold gekauft und gleichzeitig wieder verliehen, um einen Zinsertrag zu generieren“, so Funda Tarhan, Zertifikate-Expertin bei ABN Amro. Trotz der leicht nachzuvollziehenden Bonusstruktur sollte der Anleger die genauen Emissionsbedingungen prüfen, da mittlerweile verschiedene Ausgestaltungen am Markt angeboten werden. Leider hat die Société Générale mit den Leveraged Bonus-Zertifikaten ein Knock-out-Produkt mit dem Label Bonus-Zertifikat etikettiert, das dem Anleger den Marktüberblick nicht gerade erleichtert. Hier kann es im Gegensatz zu richtigen Bonus-Zertifikaten zu einem Knock-out während der Laufzeit und damit zu einer bösen Überraschung für den Anleger kommen.



Funda Tarhan, Zertifikate-Expertin bei ABN Amro

Leider hat die Société Générale mit den Leveraged Bonus-Zertifikaten ein Knock-out-Produkt mit dem Label Bonus-Zertifikat etikettiert, das dem Anleger den Marktüberblick nicht gerade erleichtert. Hier kann es im Gegensatz zu richtigen Bonus-Zertifikaten zu einem Knock-out während der Laufzeit und damit zu einer bösen Überraschung für den Anleger kommen.

Unterschiedliche Konstruktionen

Die ursprüngliche Variante der Bonus-Zertifikate beinhaltet eine Barriere unterhalb und einen Bonuslevel oberhalb des aktuellen Kursniveaus. „Als Inhaber eines Bonus-Zertifikates profitiert der Anleger in vollem Umfang von steigenden Kursen. Gleichzeitig erhält er aber auch bei seitwärts laufenden und leicht fallenden Kursen eine positive Rendite“, erläutert Funda Tarhan. Grundsätzlich gibt es unterschiedliche Möglichkeiten von Kursverläufen des Basiswerts mit Auswirkungen auf die Auszahlung eines Bonus-Zertifikats. Beispielsweise kann der Basiswert (z. B. eine Aktie) zur Fälligkeit des Zertifikats über den Bonuslevel steigen. In diesem Fall erfolgt die Einbuchung der Aktie bzw. die Auszahlung des Gegenwertes (siehe Grafik 1). Wird die Barriere während der Laufzeit nie berührt und die Aktie schließt unter-

ABB. 1: AUSZAHLUNGSPROFIL, WENN AKTIE STEIGT UND ÜBER DEM BONUSLEVEL BLEIBT



Quelle: ABN Amro

halb des Bonuslevels, erfolgt die Rückzahlung in Höhe des Bonuslevels (siehe Grafik 2). Falls die Barriere während der Laufzeit hingegen berührt wird, erhält der Anleger bei Laufzeitende die Aktie eingebucht bzw. den Gegenwert ausgezahlt (siehe Grafik 3). Durch die Terminmarktkomponenten und den Einfluss der Volatilität ist die Preisbildung im Verhältnis zum Basiswert während der Laufzeit für den Anleger nicht immer transparent. Zum Laufzeitende weiß der Anleger allerdings genau, was er bekommt. Beispielsweise lässt sich mit einem Bonus-Zertifikat der ABN Amro auf den Euro Stoxx 50 (WKN: AA0 FCD; Fälligkeit am 18.12.2009) bei einem aktuellen (16.04.) Kurs von 43,68 EUR eine Bonusrendite von 21,34% erwirtschaften. Wenn der Index während der Laufzeit nie die Marke von 3.150 Punkten berührt, winkt dem Anleger eine Bonuszahlung von 53,00 EUR. Falls der Index zum Laufzeitende den Sprung über 5.300 Punkte schafft, dann bekommt er ein Hundertstel des Indexstandes ausbezahlt, d. h. er partizipiert weiter an den Kurssteigerungen.

Gedeckelter Bonus

Aber nicht bei allen Bonus-Zertifikaten ist eine unbeschränkte Partizipation gegeben. Mittlerweile finden sich auch Bonus-Zertifikate mit einem Cap. Dafür, dass der Anleger auf eine unbeschränkte Partizipation verzichtet, ist beispielsweise eine tiefere Barriere möglich. Allerdings muss sich der Investor darüber im Klaren sein, dass er damit einen Vorteil der herkömmlichen Konstruktion, nämlich die unbeschränkte Partizipation über den Bonuslevel hinaus, aufgibt. Das DAX-Bonus-Zertifikat der Société Générale (WKN: SG3 RP4) mit Fälligkeit am 19.09.2008 weist eine Barriere bei 5.700 DAX-Punkten auf. Nach oben ist die Performance allerdings bei 8.188,30 Punkten gedeckelt. Die maximale Auszahlung ist in diesem Fall auf ein Hundertstel der Obergrenze limitiert, selbst wenn der Index darüber hinaus steigen würde. Neben Bonus-Zertifikaten mit Cap sind auch Bonus-Zertifikate erhältlich, bei denen innerhalb der Laufzeit die Barriere nur beispielsweise die letzten drei Monate aktiviert ist, d. h. es ist unerheblich für das Auszahlungsprofil, wenn die Barriere vor dieser Aktivierungsphase unterschritten wird.

Bonus nicht gleich Bonus

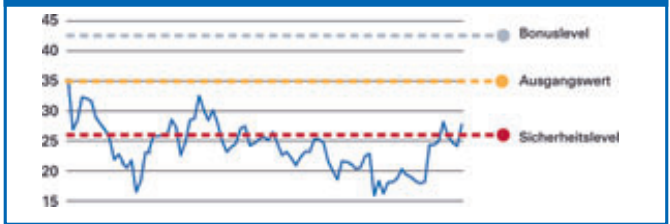
Gerade bei Reverse-Bonus-Zertifikaten ist der Blick in die Emissionsbedingungen wichtig. Ein herkömmliches Bonus-Zertifikat auf den DAX würde bei Fälligkeit nur dann wertlos verfallen, wenn

ABB. 2: AUSZAHLUNGSPROFIL, WENN AKTIE BEI FÄLLIGKEIT ZWISCHEN BONUS- UND SICHERHEITSELEVEL NOTIERT



Quelle: ABN Amro

ABB. 3: AUSZAHLUNGSPROFIL, WENN AKTIE WÄHREND DER LAUFZEIT UNTER DAS SICHERHEITSELEVEL FÄLLT



Quelle: ABN Amro

der DAX bei 0 Punkten stehen würde. Bei Reverse-Bonus-Zertifikaten kann bei starken Kurssteigerungen, die aber in den meisten Fällen unwahrscheinlich sind, zum Laufzeitende ein Totalverlust eintreten. Beim Reverse-Bonus-Zertifikat der Commerzbank auf den DAX (WKN: CB4 DVE) setzt der Anleger darauf, dass der DAX bis zum Bewertungstag am 18.12.2008 die Barriere von 9.000 Punkten nicht berührt. In diesem Fall bekommt er mindestens eine Bonuszahlung von 14 EUR auf den Emissionskurs von 100 EUR. Wichtig für die Auszahlung bei Reverse-Bonus-Zertifikaten ist das in den Emissionsbedingungen angegebene Emissionsniveau des DAX, das in unserem Beispiel bei 6.600 Punkten liegt. Wenn der DAX zum Laufzeitende bei 4.500 Punkten läge, würde dieser Punktestand durch das Emissionsniveau, nämlich 6.600, dividiert. Das Ergebnis wird von 2 abgezogen und dann mit 100 multipliziert. Somit ergibt sich bei einem DAX-Stand von 4.500 Punkten zur Fälligkeit eine Auszahlung von 131,82 EUR. Bei einem Schlussstand des DAX von 13.200 Punkten würde das Zertifikat zum Laufzeitende allerdings wertlos verfallen.

Bonuschancen im Korridor

Neben Bonus-Zertifikaten und Reverse-Bonus-Zertifikaten für stagnierende und fallende Kurse gibt es auch eine Korridor-Variante. Das währungsgeschützte Korridor-Bonus-Zertifikat auf den Goldpreis (WKN: SG0 GV7) ist mit einem Basispreis von 625 USD sowie einer unteren Barriere bei 437,50 USD und einer oberen Barriere bei 812,50 USD ausgestattet. Beide Barrieren definieren den Korridor. Wird dieser Korridor während der Laufzeit nicht durchbrochen, winkt dem Anleger eine Bonuszahlung von 39 EUR auf den Ausgabepreis von 100 EUR. Kritisch kann es für den Anleger werden, wenn eine Barriere nachhaltig durchstoßen wird und der Basiswert in eine Richtung stark durchstartet. Falls die untere Barriere zuerst durchstoßen wird, reagiert das Produkt analog der prozentualen Wertentwicklung des Goldpreises ausgehend von 625 USD. Fällt zuerst die obere Barriere, wandelt sich das Produkt in ein Short-Zertifikat auf Gold mit Basispreis 1.250 USD. In diesem Fall würde z. B. bei einem Goldpreis von 800 USD zur Fälligkeit des Zertifikats eine Auszahlung von 72 EUR erfolgen. Der Betrag von 450 USD (1.250 USD - 800 USD) wird mit dem Bezugsverhältnis 0,16 (100 : Basispreis 625 USD) multipliziert. Die maximale Auszahlung ist in jedem Fall auf 139 EUR begrenzt. Das Beispiel zeigt, dass Anleger gerade bei Korridor-Bonus-Zertifikaten die entsprechenden Barrieren auch während der Laufzeit überwachen sollten, um bei geänderten Marktbedingungen rechtzeitig Verluste zu vermeiden.

Bonus ohne Ende – die bessere Wahl?

Auch Rolling-Bonus-Zertifikate ohne Laufzeitbegrenzung hat die Société Générale im Angebot. Das Rolling Bonus Europe Defensive Index-Zertifikat (WKN: SG3 4RB) enthält vier Bonus-Zertifikate desselben Emittenten auf den Euro Stoxx 50, die anfangs mit je 25% gewichtet sind. Neben der üblichen Finanzierung durch die Dividenden fällt eine jährliche Gebühr von 0,75% an. Erstmals wird im Juni 2007 und dann in Folge alle Quartale ein Bonus-Zertifikat ausgetauscht. Der Bonuslevel ist vorgegeben, die Barriere wird aufgrund der aktuellen Marktsituation berechnet. Daraus ergibt sich ein Nachteil für den Anleger, da er die Barrieren der neuen Bonus-Zertifikate nicht kennt. In bestimmten Marktsituationen kann es auch zu Rollverlusten kommen. Leider liegt der Bonus bei diesem Produkt nur beim jeweiligen Ausgangsniveau des Euro Stoxx 50 und nicht darüber. Eine Bonusrendite in Seitwärtsmärkten ist somit nicht möglich.

Express, Multi-Bonus oder Lock-In

Express-Bonus-Zertifikate verbinden Expressvarianten, bei denen Zertifikate vorzeitig fällig und mit einer zusätzlichen Zahlung ausbezahlt werden, mit Bonuskonstruktionen. „Express-Bonus-Zertifikate bieten dem Anleger zusätzlich die Chance auf vorzeitige Rückzahlung mit attraktiven Erträgen. Konkret bedeutet dies, dass der Anleger in den ersten Jahren vom klassischen Expressmechanismus profitiert. Sollte dieser nicht funktionieren, greift am Laufzeitende der bewährte Bonusmechanismus mit Cap“, erklärt Birgit Lutzenberger, Zertifikate-Expertin der HVB. Notiert der Euro Stoxx 50 beim Express-Bonus-Zertifikat der HVB (WKN: HV2 AV1) am 22.02.2008 mindestens bei 4.173,07 Punkten, wird das Zertifikat zu 109 EUR zurückgezahlt. Falls nicht, wird der Indexstand in den folgenden Jahren weiter überprüft. Die Auszahlung erhöht sich dabei um jeweils 9 EUR. Falls bis spätestens 2010 keine Auszahlung erfolgte, kommt im letzten Beobachtungsjahr der Bonusmechanismus zum Tragen. Die höchstmögliche Auszahlung, nämlich 136 EUR, erhält der Anleger im Februar 2011 auch unterhalb des Niveaus von 4.173,07 Punkten, wenn der Index während der Laufzeit die Barriere von 2.712,50 Punkten nicht erreicht.

Zwei neue Protect-Multi-Bonus-Zertifikate von Sal. Oppenheim kombinieren drei Basiswerte in einem Bonus-Zertifikat. Zum einen bilden drei DAX-Titel die Underlyings, ein weiteres Zertifikat wurde auf die Indizes S&P 500, den Euro Stoxx 50 und den Nikkei 225 begeben (WKN: SCL 8E1). Da die Bonuschance bereits verloren geht, wenn ein Basiswert die Barriere berührt, ist die Indexversion für Anleger attraktiver, da er damit das Risiko eines starken

Einbruchs einer Aktie vermeidet. „Zum einen können durch die dem Zertifikate-Typ zugrunde liegende Struktur oft bessere Konditionen als bei vergleichbaren klassischen Bonus-Zertifikaten bezogen auf die jeweiligen Einzelwerte gezeigt werden, d. h. höhere Bonuslevel bzw. tiefere Protectlevel. Zweitens kann durch die Auswahl der drei zugrunde liegenden Basiswerte ein hohes Maß an Diversifikation erreicht werden“, erläutert Christopher Maaß, Zertifikate-Experte bei Sal. Oppenheim.



Christopher Maaß, Zertifikate-Experte bei Sal. Oppenheim

Lock-In-Bonus-Zertifikate bieten Anlegern einen besonderen Nutzen. Bei Erreichen des Bonuslevels wird der Bonus eingefroren und kann dann nicht mehr verloren gehen, selbst wenn während der Laufzeit des Zertifikats die Barriere unterschritten wird. Das währungsgeschützte Lock-In-Zertifikat auf den japanischen Nikkei mit einem Bonus-Niveau und Lock-In-Level bei 20.575,85 Indexpunkten bleibt bei Erreichen erhalten, auch wenn der Nikkei während der Laufzeit auf 11.522,48 Punkte fallen sollte (WKN: SBL 3CW). Eine gute Lösung für alle, die ihren Bonus nach Erreichen nicht mehr hergeben möchten.

Christian Bayer

Anzeige

Ihr Portfoliobaustein im Bereich Gold und Ressourcen

Performance: **147%** STAB – G+R (17% XAU-Index (€))

per 23.04.2007 (seit Gründung 17.10.2005)

STABILITAS – GOLD+RESSOURCEN:

WPK (Privat) 'P': A0F6BP ISIN 'P': LU0229009351

STABILITAS – SILBER+WEISSMETALLE:

WPK (Privat) 'P': A0KFA1 ISIN 'P': LU0265803667

STABILITAS – URAN+ENERGIE:

WPK (Privat) 'P': A0LFPC ISIN 'P': LU0278437511

STABILITAS – SOFT COMMODITIES:

WPK (Privat) 'P': A0LFPD ISIN 'P': LU0278436117

Für Informationen zu unseren weiteren Fonds und unserem I-Tranchen-Angebot stehen wir Ihnen gerne zu Verfügung.

Die Berater-Profis:

Werner J. Ullmann (li.) Dtschl. bestperformender Goldfonds-Manager 2003 (DJE Gold & Ressourcen-Fonds), Buchautor: „Profit mit Rohstoffen“.

Eckart Keil (re.) Absicherungs-Strategie, Hedging-Spezialist; gearbeitet u.a. mit André Kostolany, Gottfried Heller, Dr. Jens Ehrhardt. Über 12 Jahre Fonds-Management Erfahrung.

ERA Resources GmbH
Am Silbermannpark 1B
86161 Augsburg
Tel: +49 (0) 821/450 956-0
www.era-resources.com
info@era-resources.com



FONDS: INSIDE

Prozyklik

Logik oder Fluch?

Immer dann, wenn beispielsweise eine Branche oder eine Region über einen längeren Zeitraum durch eine besonders gute Wertentwicklung auffällt, werden häufig im bereits fortgeschrittenen Stadium der Aufwärtsbewegung Fonds für besagte Themenbereiche aufgelegt. Man spricht hier vom prozyklischen Auflegen von Fonds.

Stets das gleiche Spiel

Bereits in der Vergangenheit konnte man dieses „Phänomen“ beobachten. Vielen deutschen Privatanlegern wurde dies augenscheinlich in den Jahren der IT-Blase um die Jahrtausendwende herum. Über die Hälfte der damals 40 Mrd. EUR frisch zufließenden Mittel waren für IT-, Technologie-, Medien- oder TMT-Fonds bestimmt. Diese in der Mehrzahl 1999 und 2000 aufgelegten Fonds wurden bis zum Jahr 2005 zum größten Teil wieder geschlossen oder aber aufgrund weggebrochenen Volumens mit anderen, thematisch ähnlichen Fonds fusioniert. In den vergangenen Jahren wiederholte sich dieses Spiel vor allem in Bereichen der regionalen Investments: BRIC, Emerging Markets oder auch Indien waren und sind noch heute in aller Munde, die Welle an Garantie- bzw. Inflation-Linked-Anleihenfonds während der Seitwärtsphase im Jahr 2004 ebenso.

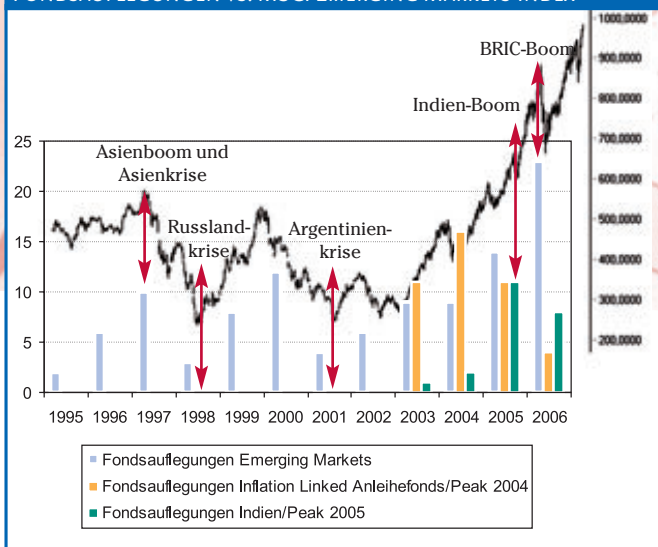


Der Klimawandel ist derzeit omnipräsent; Quelle: „Das Investment“, Ausgabe Mai 2007

Die „Klima-Sau“

Seit neuestem sieht es so aus, als sollte die Prozyklik beim Thema Klimaschutz zuschlagen. Entweder werden Nachhaltigkeitsfonds mit bisher mäßigem Anlage- und Vertriebsverfolg in Klimaschutzprodukte umgetauft, oder der Emittent legt ein gänzlich neues Produkt auf wie kürzlich die DWS. Insgesamt wurden in den vergangenen sechs Monaten fünf Klimafonds aufgelegt, praktisch parallel zur immer hitziger geführten Diskussion um die Erwärmung der Erde und die möglichen Ver-

FONDAUFLEGUNGEN VS. MSCI EMERGING MARKETS-INDEX



Quelle: e-fundresearch.com, Morningstar, eigene Recherchen

änderungen des Klimas. Gegenwärtig hat das Anlagethema Klimaschutz jedoch noch nicht jene Durchdringung erreicht wie etwa Indien oder Emerging Markets, aber die Anzeichen deuten doch auf eine Klimafondswelle hin.

Was steckt dahinter?

Hinter der Prozyklik in der Fondsauflegung steckt der Mechanismus, über ein möglichst breites Produktspektrum nahezu sämtliche Anlegerbedürfnisse befriedigen zu können. Untersuchungen aus den 70er und 80er Jahren zeigten, wie einfach Anleger in den USA durch überproportionale Performancezahlen zu ködern waren. Je besser also ein Fonds oder eine bestimmte Thematik zuletzt – meist im gerade abgelaufenen Jahr – abgeschnitten hat, desto leichter ließen sich hier mit entsprechenden Produkten Anlegergelder einsammeln. Während sich deutsche Anleger aber noch bis vor wenigen Jahren vor allem den Produkten aus den Fondsfamilien ihrer Hausbank verbunden fühlten, löst sich diese enge Bindung mehr und mehr auf. Dem Vertrieb werden somit mehr Möglichkeiten gegeben, Anleger mit neuen Produkten zu versorgen. Hierzu braucht es aber auch eine breitere Produktpalette, die die Branche „gerne“ anbietet.

Fazit

Anleger sollten bei prozyklisch aufgelegten Fonds wachsam sein. Nicht selten markiert die erhöhte Konzentration auf ein Thema einen Wendepunkt. Beim Klimaschutz lassen sich erste „Kräuselungen“ bereits erkennen, die Welle baut sich also langsam auf. Bis sie bricht, dürfte sie noch ein Weilchen geritten werden.

Tobias Karow

Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:



www.dje.de



www.loys.de



www.marketcontrol.de



www.fivv.de



www.madauscip.de



www.universal-investment.de

Mit freundlicher Unterstützung von:



Verband unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland e.V.
www.vuv.de

FONDS: ANALYSE

Tiberius Exploration Fund UI

Gastbeitrag von Edgar Mitternacht, Vorstand der Greiff capital management AG

Mit steigenden Rohstoffpreisen lohnt sich die aufwendige Suche nach neuen Rohstoffvorkommen und deren Erschließung (Exploration) wieder. Allerdings schaffen es gerade 10% aller Explorationsunternehmen, nach Entdeckung neuer Rohstoffvorkommen in Produktion zu gehen und damit steigende Umsätze und Gewinne zu verbuchen. Kurzum, es ist ein Markt für Spezialisten.

Spezielles Know-how ist erforderlich!

Der promovierte Geologe Dr. Joachim Berlenbach, der den Tiberius Exploration Fund UI von Johannesburg aus managt, wurde bereits mehrfach als bester Goldanalyst ausgezeichnet. Bevor er zum Tiberius-Team stieß, hat er zudem bereits als Co-Manager des sehr erfolgreichen Edelmetallfonds Craton Capital Precious Metal Fund seine exzellenten Fähigkeiten bewiesen. Unterstützt wird er durch ein Team von erstklassigen Geologen und Fachleuten für Rohstoff-Lagerstätten. Das Team konzentriert sich auf Unternehmen, die nach fossilen Energie-, (Edel-) Metall-, Uran- und Diamantvorkommen suchen und diese erschließen. Ein umfangreiches weltweites Netzwerk von Geologen, Explorationsexperten und Brokern, die in den Rohstoffhochburgen Kanada, Australien, Russland und Afrika sitzen, sollen eine frühzeitige und qualitativ hochwertige Bewertung ermöglichen. Neben der Analyse von Bilanzen und Gesprächen mit dem Management kommt es bei Explorationsunternehmen maßgeblich darauf an, die Qualität und die Größe der Rohstoffvorkommen richtig einzuschätzen. Nicht selten sind Berlenbach und Kollegen daher unter Tage zu finden, um sich ein detailliertes Bild über den Zustand der Minen oder Ölfelder zu machen.

Bewertung auf quantitativer Basis

Dabei durchlaufen interessante Unternehmen ein detailliertes Bewertungssystem, das äußerst zeitnah Lagerstättenanalysen und Produktionsratenberechnungen liefert. Daraus resultiert eine Unternehmensbewertung, die ausschließlich auf diesem quantitativen Prozess basiert. Durch das Hervorheben von Risikoparametern, Kostenanalysen und Ertragschancen kristallisieren sich in einem weiteren Schritt die Erfolg versprechenden Firmen heraus. Der anfänglichen Kurs-Hysterie über die Entdeckung neuer Vorkommen folgt an der Börse allzu häufig eine ernüchternde Korrektur. Nicht die Entdeckung einer neuen Lagerstätte lässt die Aktienkurse nachhaltig steigen, sondern die Möglichkeiten, daraus eine gewinnbringende Rendite zu erwirtschaften. Der sehr komplexe, aber gut strukturierte Auswahlprozess von Dr. Berlenbach und seinem Team schafft dabei die notwendige Sicherheit. Dr. Berlenbach verfolgt einen

klaren Value-Ansatz mit dem Ziel, in Gesellschaften mit hohem Potenzial und günstiger Bewertung zu investieren. Nur wenn die Explorationsunternehmen auch bei schwächeren Rohstoffpreisen noch lukrativ weiterarbeiten können, sind sie gegenüber „Preisschocks“ unabhängig.

Konsequente Selektion

Dieser Ansatz spiegelt sich auch im Risikomanagement wider. Sobald eine Aktie ihren Risikopuffer aufgebraucht hat, trennt sich Dr. Berlenbach von diesem Unternehmen. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn neue Erkenntnisse zu Unternehmen oder Explorationsvorkommen eine Neuberechnung des fairen Wertes ergeben und dieser deutlich unter dem aktuellen Kurs liegt. Die Allokation des Fonds resultiert aus der Auswahl der Einzelaktien. Das Management verfolgt keinerlei Benchmarkorientierung. Der Fonds konzentriert sich auf ca. 30 Titel mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung von 300 bis 500 Mio. USD. Darüber hinaus bilden nicht nur Edelmetalle, sondern insbesondere auch Öl- und Gasvorkommen den Schwerpunkt.

Fazit

Mit dem Tiberius Exploration Fund UI setzt Dr. Berlenbach seine bereits zuvor sehr erfolgreiche Arbeit als einer der besten Rohstoffspezialisten fort. Der Fonds bietet Anlegern die Möglichkeit, vom hohen Kurspotenzial noch junger Rohstoffunternehmen zu profitieren. Die hohen Risiken bei Explorationstiteln mahnen jedoch eine verantwortungsbewusste Depotgewichtung an.



Edgar Mitternacht, Dipl. Finanzwirt, Betriebswirt VWA, ist Mitgründer und Vorstand der Greiff capital management AG mit Sitz in Freiburg. Seit rund 20 Jahren gehören Analyse und Auswahl geeigneter Fondsmanager zur täglichen Arbeit des Dachfondsmanagers. Zudem ist er Autor des von ihm vor sechs Jahren ins Leben gerufenen Börsenbriefes „Der Fonds Analyst“.

FONDS: KOLUMNE

Value-Strategie auch in schwierigen Zeiten hoch im Kurs

Gastkommentar von Thorsten Schrieber,
Vorstand und Partner der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG

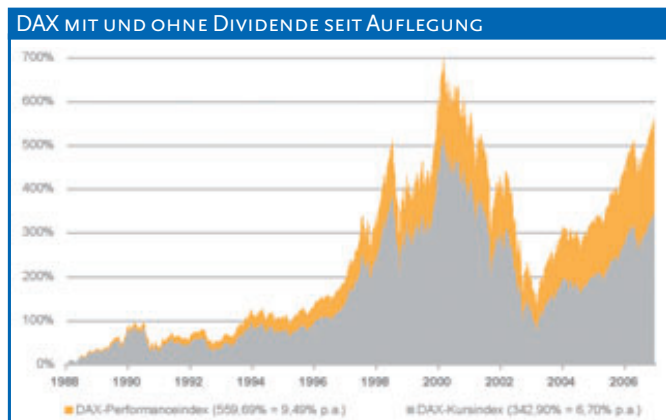
Angesichts der derzeit volatilen Aktienmärkte sind Value Strategien momentan sehr gefragt, denn sie setzen auf Substanz. Value-Investoren bevorzugen im Vergleich zum Gesamtmarkt unterbewertete Aktien mit hoher Ertragsqualität. Gerade in unsicheren Zeiten ein gutes Rezept, so das Credo, wenn Aktien neben bestimmten Kennzahlen wie z. B. günstiges Kurs/Gewinn- oder Kurs/Buchwert-Verhältnis vor allem hohe, nachhaltige Dividendenrenditen vorweisen können.

Bedeutender Beitrag

Kein Wunder, denn im langfristigen Vergleich stammt rund die Hälfte der durchschnittlichen Gesamtverzinsung einer Aktienanlage aus der Dividendenzahlung. Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass dividendenstarke Werte insbesondere in schwierigen Marktphasen eine wesentlich sicherere Anlageform waren als dividendenschwache Papiere. Außerdem ist die Dividendenpolitik ein exzellenter Gradmesser für die künftige Entwicklung des Aktienkurses. Je höher die Dividendenrendite, desto höher ist (oftmals) die Wahrscheinlichkeit steigender Kurse. Gleichzeitig zeigen Titel mit hohen Ausschüttungen eine geringere Anfälligkeit für Kursschwankungen. Auch trägt die Dividende selbst oft einen bedeutenden Teil zur Gesamtrendite bei.

Augenscheinlich bessere Wertentwicklung

Der Vergleich zwischen dem DAX-Index mit thesaurierten Dividenden und dem reinen Kursindex verdeutlicht den Einfluss der Dividende. Seit dem Bestehen des DAX-Index vor 19 Jahren errechnet sich ein Unterschied von 169%. Dieser Vorteil der Dividende, der zugleich einen gewissen Schutz gegen fallende Kurse bietet, kann durch gezielte Selektion renditestarker Titel noch gesteigert werden.



Quelle: DJE Gruppe 2007

In aus unserer Sicht unsicheren Zeiten – wie momentan – ist es ratsam, eine Strategie einzusetzen, die zur Reduzierung der Portfoliovolatilität beiträgt. Dividentitel, deren Cashflow und Erträge weitestgehend prognostizierbar sind, eignen sich hierfür am besten. So sinkt die Gefahr negativer Überraschungen. Darüber hinaus werden diese Titel häufig als langfristige Anlage mit dem Ziel der Generierung von stabilem Wachstum und Erträgen angesehen. In von Volatilität geprägten Börsenphasen, wenn spekulative Titel durch den Einsatz von Handelsstrategien starken Schwankungen unterliegen, ist die Wahrscheinlichkeit des Verkaufs von Dividentiteln geringer.

Augenmerk auf Hongkong

Es macht somit auch langfristig Sinn, auf Substanzwerte zu setzen und Stabilität ins Portfolio zu bringen. Mit dieser Erkenntnis hat die DJE-Gruppe nun seit dreißig Jahren auf eine Value-orientierte Anlagepolitik gesetzt. Eine Reihe unserer Investmentfonds bietet Anlagemöglichkeiten in gut diversifizierte Renditetitel weltweit oder in Asien und den USA. Ein besonderes Augenmerk legen wir hierbei aktuell insbesondere auf Europa, mit Schwerpunkt Deutschland, sowie Asien mit starker Ausrichtung auf dividendenstarke Titel in Hongkong. Vergleicht man die Aktien des amerikanischen S&P 500 Index mit dem japanischen Nikkei und dem europäischen STOXX 600, wird deutlich, dass die Dividendenrenditen zum Teil weit auseinander liegen. Während die Gesellschaften in den USA und in Japan gerade einmal eine Dividendenrendite von 1,8 bzw. 1,0% ausschütten, rentieren europäische Unternehmen aktuell mit gut 3,0%.

In steigenden Märkten hohe Erträge zu erwirtschaften und gleichzeitig eine relative Stabilität in schwierigen Zeiten zu bieten – wer das erreichen will, kommt am Value-Ansatz nicht vorbei.



Thorsten Schrieber ist Vorstand und Partner der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG. Das Unternehmen arbeitet seit dreißig Jahren in der Vermögensverwaltung und ist heute mit einem verwalteten Volumen von über 8 Mrd. EUR einer der größten bankenunabhängigen Finanzdienstleister im deutschsprachigen Raum.

Auf zu neuen Ufern

Eigene Wege

Ab nach Afrika

Das britische Investmenthaus Charlemagne hat ihren Magna EMEA Fonds, der in Afrika, Osteuropa und dem mittleren Osten investierte, in den Magna Africa umbenannt. Im Hintergrund hatte ein niederländischer Großanleger, der 90% des EMEA-Volumens auf sich vereinte, nach einem exklusiven Spezialfonds verlangt. Im Zuge dessen legte Charlemagne einen „echten“ Afrika-Fonds auf, der direkt jedoch nur Institutionellen vorbehalten ist. Privatanlegern wird ein in Kooperation mit der Landesbank Berlin aufgelegtes Afrika Opportunity-Zertifikat offeriert, dessen Basiswert der eng an den Fonds angelehnte Afrika Opportunity-Index ist. Der Fonds selbst investiert nicht lediglich in die Standardmärkte Afrikas, also Südafrika und Ägypten, sondern sucht Chancen unter anderem auch in Ghana, Kenia und Nigeria.

Carmignac goes Hedgefonds

Die französische Investment-Boutique Carmignac hat ihren ersten Hedgefonds „Carmignac Market Neutral“ aufgelegt. Als Startkapital werden den Fondsmanagern Maxime Carmignac und Keith Ney 50 Mio. EUR zur Verfügung gestellt. Anlegern steht das Vehikel ab 125.000 EUR offen, die Gebühren (jährlich) Verwaltungsgebühr 2%, Performancegebühr von 20% sind Hedgefonds-typisch üppig.

Trennung

Rüdiger Brauel (sh. Interview SI 3/2007) ist ab sofort nicht mehr für den StarCapital Bondvalue zuständig. Arbeitsrechtli-

VERANSTALTUNGEN

9. Mai 2007, 4. Frankfurter Investmenttag: In der Alten Börse (Börsenplatz 4) trifft sich die Finanzbranche zum „Stell-dich-in“. In vier verschiedenen Foren beleuchten Fachvorträge einzelne Schwerpunktthemen. So werden im Investment-Forum unter anderem das Erfolgsgeheimnis von Fondsboutiquen und Private Label Fonds (Markus Hill, MH Services) sowie die Auswirkungen der MIFID-Bestimmungen auf Banken und Vermögensverwalter unter die Lupe genommen (Markus Miller, geopolitical).

22./23. Mai 2007, MOVENTUM Kongress 2007: Abermals ein dichtes Programm hat die in Baden-Baden abgehaltene Veranstaltung zu bieten. Unter anderem ist unser Rubrik-Partner Universal mit einem Vortrag zum Thema Kundenbindung durch Private Label-Fonds (Markus Hill, MH Services) vertreten. In anderen Präsentationen werden beispielsweise der Klimawandel thematisiert (Thomas J. Frey, FORTUNE Fund Services), und neue Ansätze im Risikomanagement diskutiert Amanda Goodfellow, M&G.

25. Mai 2007, ACATIS-Value-Konferenz 2007: Mit der Acatis Anlageberatung für Investmentfonds GmbH lädt eine der renommiertesten Investmentboutiquen Deutschlands zu ihrer vierten Veranstaltung dieser Art in den Gartensaal des Frankfurter Städelmuseums. Auf der auf institutionelle Investoren ausgerichteten Tagung wird unter anderem der Frage nachgegangen, ob Sicherheit im modernen Kapitalmarktumfeld überhaupt noch eine Relevanz hat.

che Ungereimtheiten mit dem Ex-Arbeitgeber hatten zur Trennung geführt. Fortan kümmert sich Brauel mit seiner Rentenfonds-Boutique StarPortfolio Vermögensmanagement um den RB Masterbond, hat aber eigenen Angaben zufolge weitere Produkte in der Pipeline.

Tobias Karow

Anzeige

PARTNER DES  VERBAND UNABHÄNGIGER VERMÖGENSVERWALTER DEUTSCHLAND E.V.

Sie wollen ein Fonds-konzept verwirklichen, das Ihren Namen trägt?

Dann sind wir Ihr Partner. Sie konzentrieren sich auf Ihre Stärken. Wir kümmern uns mit einem Team aus erfahrenen Relationship-Managern, Marketing-Spezialisten und Vertriebsprofis um den Rest!

Unsere Kompetenz = Ihr Erfolg!

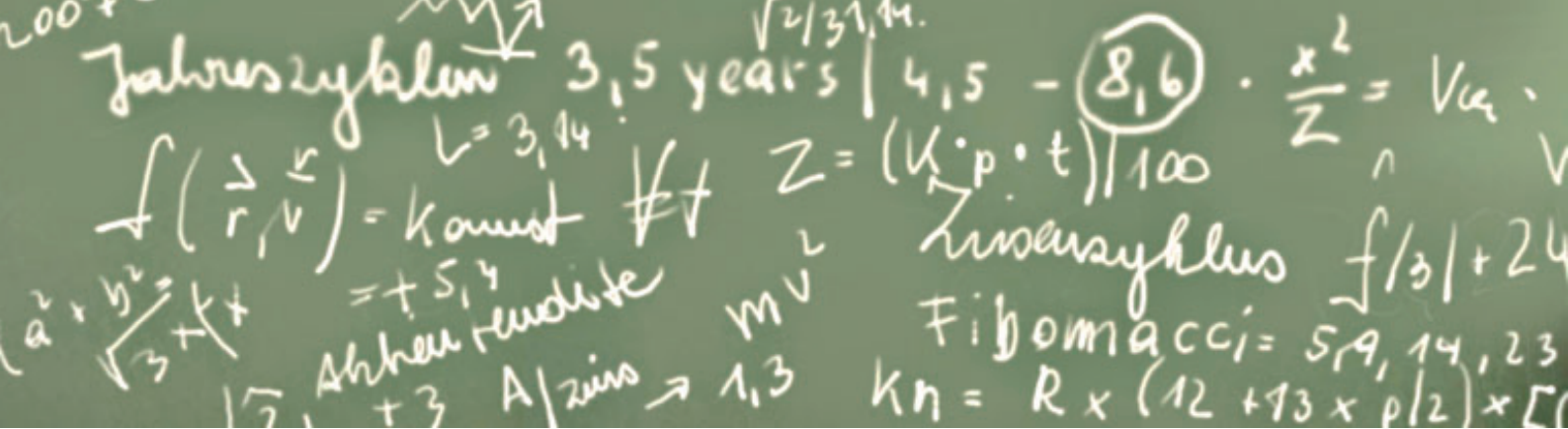
Universal-Investment ist Marktführer für Private-Label-Fonds in Deutschland. Seit Jahrzehnten legen wir erstklassige Investmentfonds gemeinsam mit renommierten Vermögensverwaltern, Privatbanken, Investment-Boutiquen und Asset Managern auf.

Mehr Infos unter 069/71043-900 oder
www.universal-investment.de

 Universal-Investment-Gesellschaft mbH

Universal-Investment ist eine Tochter renommierter Bankhäuser: Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG • Bankhaus Lampe KG • HAUCK & AUFHÄUSER PRIVATBANKIERS KGaA • Landesbank Baden-Württemberg • Merck Finck & Co

Grand Prix
Eurofond 2007:
Beste Fondsgesellschaft
Deutschlands
(Kategorie: Private Label-Fonds)



DAS GROSSE BILD

Über Zeitschriftentitel, Zyklen und Finanzmathematik

Die Bären haben derzeit schweres Spiel. Müssen wir unsere bisher skeptische Haltung nun aufgeben?

Die Stärke der Weltaktienmärkte kommt nicht nur für uns überraschend. Nach dem heftigen Einbruch Anfang März kannten die Aktienindizes mit wenigen Ausnahmen nur noch die Richtung nach oben. Ja, teilweise zeigen die Kursavancen schon Züge von Kaufpanik. Mit unserem vor zwei Monaten ausgegebenen Baisse-Motto jedenfalls ist die derzeitige Situation nur noch schwer zu vereinen.



„FOCUS MONEY“ Nr. 16 vom 11. April 2007



Kenneth Fisher

Fishers These

In der letzten Smart Investor-Ausgabe war ein Interview mit dem US-Vermögensverwalter Kenneth Fisher (siehe auch Buchbesprechung auf S.

80) abgedruckt, welches für reges Interesse innerhalb unserer Leserschaft sorgte, und das auch zu Recht. Fisher geht von einem von den Märkten angestrebten Gleichgewicht aus, welches sich folgendermaßen darstellt: Die Anleihenrendite entspricht in etwa der Aktienrendite (= inverses KGV). Allerdings ist dieses Gleichgewicht derzeit fast weltweit nicht zu erkennen, und am wenigsten in Europa und hier wiederum in Deutschland. Die Rendite der Aktien hierzulande liegt ausgehend von einem KGV von 14 bei etwa 7% (= 1/14), die der Anleihen – selbst nach dem Anstieg der letzten Wochen – bei etwa 4,2%. Demnach könnten deutsche Aktien im Durchschnitt um

ca. 65% zulegen (auf ein KGV von etwa 23), und sie wären aus finanzmathematischer Sicht immer noch nicht zu hoch bewertet¹. Dieses Ergebnis brachte die Zeitschrift „FOCUS-MONEY“, welche ebenfalls ein Interview mit Fisher führte, in ihrer Ausgabe vom 11. April 2007 ganz prominent auf ihrer Titelseite.

Das Rauschen im Blätterwald

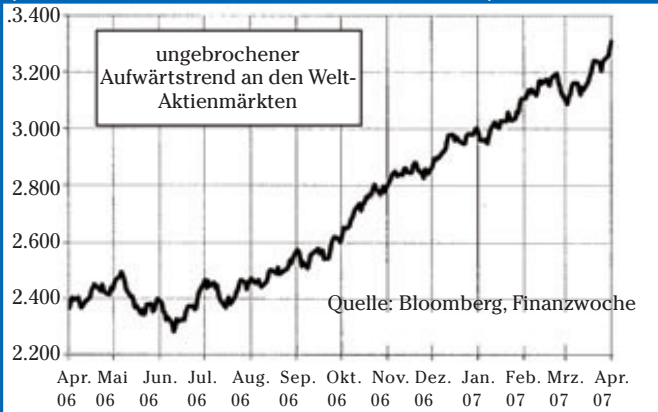
Beim Blick auf das FOCUS-MONEY-Titelbild ist zweierlei zu erwähnen. Erstens ist es das aggressivste börsenbezogene Cover dieser Zeitschrift seit langem. Und zweitens wird mit der Aufmachung irgendwie der Anschein erweckt, dass das genannte Kurspotenzial sich relativ schnell erfüllen könnte, z. B. innerhalb der nächsten 12 Monate. Tatsächlich meint aber



„DER AKTIONÄR“ Nr. 17 vom 18. April 2007

Fisher, dass dieses Potenzial irgendwann in den kommenden Jahren erreicht werden kann. Und bezüglich dieses Punktes stimmen wir mit ihm vollkommen überein. Nicht weniger reißerisch titelte zuletzt das Börsenmagazin „DER AKTIONÄR“ in seiner Ausgabe vom 18. April. Die Headline lautet schlicht: „Bullen-Markt“, abgebildet ist eine Bullenschnauze vor schwarzem Hintergrund. Und rechts unten wird der deutsche Fondsmanager Hans-Peter Schupp mit „DAX 10.000“ zitiert. Nun zählt DER AKTIONÄR innerhalb der deutschen Börsenblatt-Landschaft hinsichtlich seiner Titelblatt-

1) Bei dieser Überlegung wird natürlich davon ausgegangen, dass die Zinsen und die Unternehmensgewinne stabil bleiben.

Abb. 1: GLOBALER A/D-INDIKATOR
(GESTIEGENE INDIZES MINUS GEFALLENE INDIZES)


gestaltung nicht unbedingt zu den Mauerblümchen, allerdings erschienen solche super-aggressiven Covers dieses Magazins nicht selten in der Nähe eines peripheren Markthochs, wie z. B. exakt vor dem Mini-Crash im Mai/Juni 2006.

Charttechnik sendet keine Warnsignale, im Gegenteil

So sehr uns solche reißerischen Botschaften auf Heft-Covers auch vorsichtig werden lassen, so wenig sollten wir dabei andere Indikatoren aus den Augen verlieren. Aus dem Blickwinkel der

technischen Analyse ist derzeit nämlich inzwischen wieder alles im Lot. Das Momentum der weltweiten Aktienmärkte ist überzeugend aufwärts gerichtet, und zwar auf breiter Front, wie Abb. 1 verdeutlicht. Sie zeigt die Advanced/Decline-Linie² für alle weltweiten Indizes. Der ungebrochene Aufwärtstrend ist hier unverkennbar. Unter normalen Umständen würde sich ein Kurseinbruch oder eine Baisse an den Aktienmärkten in einer vorangehenden Schwäche dieses Indikators anzeigen. Das ist jedoch nicht der Fall. Fast alle Trend- und Marktstruktur-Indikatoren sind nach dem kurzen „Aussetzer“ im März wieder auf Hausse eingestellt. Und so befindet sich der MSCI Welt-Index als globales Aktienbarometer nach wie vor im Aufwärtsmodus (Abb. 2), was einerseits an der unverletzten Trendlinie (rot) und andererseits an der aufwärts gerichteten 200-Tage-Durchschnittslinie (blau) zu erkennen ist. Sollte es zu Brüchen dieser Linien kommen, so wäre dies dann als Warnsignal zu verstehen.

US-Immobilienblase

Die Börsenskeptiker führen zurzeit als Argument an, dass die USA mit hoher Wahrscheinlichkeit vor einer Rezession stehen, welche nicht zuletzt durch den dortigen labilen Immobilienmarkt ausgelöst werden dürfte. Aufgrund des hohen Gewichts der USA in der Weltwirtschaft wären demgemäß auch deutlich spürbare Auswirkungen auf die Weltkonjunktur und damit wiederum auf die Aktienmärkte zu befürchten. Aber ist eine solche Sichtweise realistisch? Zumindest die US-Immobilienkrise ist an vielen – auch im Smart Investor immer wieder – aufgezeigten Punkten sichtbar und dürfte unserer Ansicht nach noch nicht vorüber sein. Robert Rethfeld von Wellenreiter-Invest hat hierzu eine interessante Überlegung angestellt. Wie historische Studien zeigen, benötigen Finanzblasen verblüffend genau etwa 2,5 Jahre für den Vorgang des Platzens (vom Top bis zum ersten markanten Tiefpunkt)³. Dies war z. B. beim Nikkei-Index ab 1990 und beim Nasdaq ab 2000 so (Abb. 3). Unterstellt man nun, dass dies auch für die momen-

² errechnet sich durch Aufsummierung der Anzahl der gestiegenen Indizes minus der gefallen Indizes

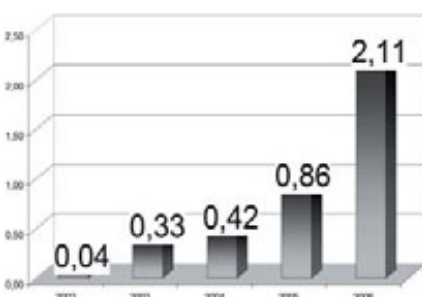
³ siehe hierzu auch Smart Investor 9/2004: „Die Anatomie der Spekulationsblase“

Abb. 2: MSCI-WELT-INDEX

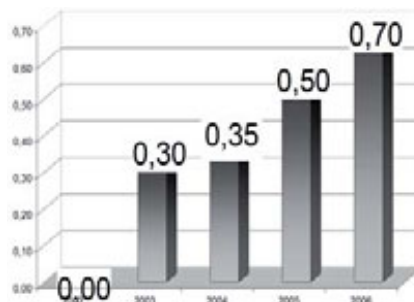

Anzeige

DLB-Anlageservice AG

Ertrag je Aktie



Dividende je Aktie

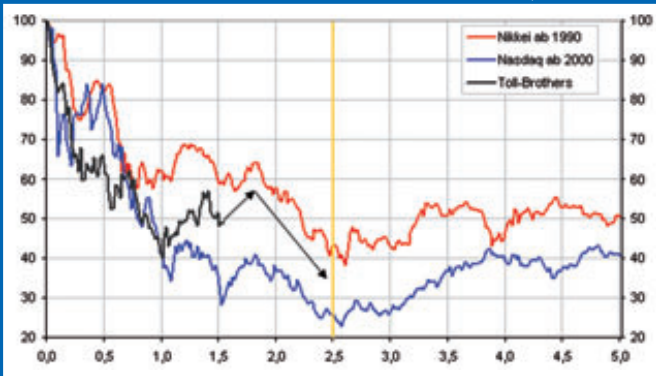


Beteiligungen

Dienstleistungen
Portfoliomanagement

Kontinuität im Erfolg
Ertragswachstum
hohe Dividendenrendite

ABB. 3: BLASENVERLÄUFE SOWIE „TOLL BROTHERS“ AB JULI 2005



Quelle: Wellenreiter-Invest

tan im Platzen begriffene US-Immobilienblase gelten wird, und nimmt die Aktie von Toll Brothers (eine der größten US-Immobilienaktien) ebenso wie Rethfeld als Stellvertreter für den gesamten US-Häusermarkt, so wäre der „Platz-Vorgang“ vermutlich erst im Frühjahr 2008 abgeschlossen.

Eine positive Nachricht

So sehr Befürchtungen bezüglich des US-Häusermarktes auch berechtigt sind, so zeigt doch obige Überlegung, dass zeitlich gesehen ein Großteil der Krise bereits überstanden sein dürfte. Die Tatsache, dass die amerikanischen Aktienmärkte den bisherigen Einbruch am Immobilienmarkt gut wegstecken konnten, lässt in der Tat Hoffnung aufkommen, dass auch der Rest des „Platz-Vorganges“ bei den großen Indizes keinen elementaren Schaden anrichten wird. Folgendes Szenario könnte sich in den nächsten Monaten entwickeln: Der US-Häusermarkt vollzieht bis etwa Mitte 2008 seinen letzten und durchaus sehr heftigen Abwärtsschub. Dieser führt dann zu der sich bereits jetzt andeutenden Rezession in den USA. Allerdings steuert die Fed sofort dagegen, ihr Chef Bernanke gibt sich ja ohnehin in letzter Zeit eher von der vorsichtigen und warnenden Seite. Dabei steht der Fed jede Menge Zinssenkungsspielraum zur Verfügung

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indizes und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors						
Index	Land	RS 20.04.	RS 23.03.	RS 16.02.	RS 19.01.	RS 08.12.
Shenzhen A	China	1	1	1	1	6
Merval	Arg	2	3	3	5	1
TecDAX	D	3	2	2	3	11
MDAX	D	4	4	5	6	9
All Ord.	Aus	5	5	6	9	13
DAX	D	6	6	8	10	10
PTX	Polen	7	7	19	8	4
H Shares	China	8	8	4	2	2
CAC 40	F	9	11	13	14	15
IBEX 35	E	10	10	9	11	5
KOSPI	Korea	11	19	23	21	16
SMI	CH	12	12	12	13	17
Sensex	Indien	13	25	7	4	3
Gold		14	13	16	20	25
HUI *	USA	15	14	17	25	19
FTSE 100	GB	16	18	18	15	20
S.E.T.	Thai	17	9	14	24	12
Silber		18	15	10	18	7
Rohöl		19	16	26	26	26
Hang Seng	HK	20	22	11	7	18
S&P 500	USA	21	23	22	17	21
DJIA 30	USA	22	26	21	16	22
RTX	Rus	23	20	24	22	8
NASDAQ 100	USA	24	24	20	12	14
REXP 10 *	D	25	21	25	23	23
Nikkei 225	J	26	17	15	19	24

grün: Verbesserung rot: Verschlechterung schwarz: unverändert
* REXP 10: Index der 10jährigen Anleihen; HUI: Goldminen-Index

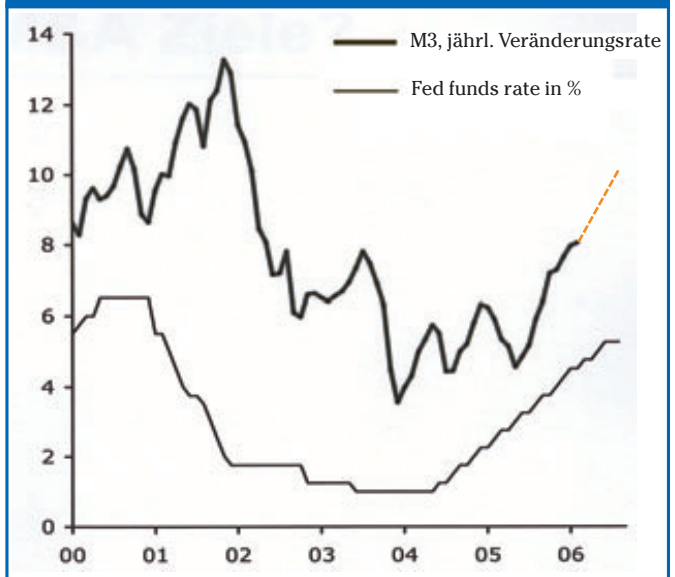
Der Einführungsartikel „Prinzipien des Marktes - Relative Stärke“ kann unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/ nachgelesen werden (vom 4.6.03)

gung (Abb. 4). Die US-Notenbank würde bei einer Zuspitzung sicherlich in dramatischer Weise die Fed Fund Rate von derzeit 5,25% deutlich senken, so wie sie dies auch im Jahre 2001 angesichts der damals platzenden Technologieblase tat. Voraussetzung dafür wäre jedoch, dass die Fed die Dollarstabilität aufgibt.

Reichlich Geld vorhanden

Zudem ist die Fed seit spätestens Mitte 2005 wieder tunlichst darauf bedacht, die Wirtschaft überreichlich mit Geld zu versorgen. Denn die US-Geldmenge M3 legt seit über die Maßen stark zu, ihr Wachstum dürfte derzeit wieder bei etwa 10% p. a. liegen, also fast um den Faktor drei höher als das BIP-Wachstum. Mit knapp 10% wachsen auch die Geldmengen in Kern-Europa und in den Emerging Markets gar mit bis zu 15%, teilweise sogar mit 20% p. a. Das bedeutet also, dass einerseits an den weltweiten Finanzmärkten genügend Liquidität vorhanden ist und andererseits der Notenbank der größten Volkswirtschaft in Sachen Zinssenkung genügend Spielraum offen steht, um gefährlichen Entwicklungen entgegen zu wirken. Wenn aber die Märkte in Geld schwimmen und zudem die Anreize in vielen Volkswirtschaften so gestellt sind, dass Aktien deutlich höher rentieren

ABB. 4: FED-SATZ UND AMERIKANISCHE M3



Der gestrichelte Teil der M3 am rechten Chartrand besagt, dass diese Werte nur geschätzt sind (aufgrund der Entwicklung anderer Geldmengenaggregate). Diese Schätzung wurde notwendig, da die Fed im März 2006 die Berechnung von M3 einstellte;

als Anleihen, dann spricht dies eher für die Fortsetzung des Bullenmarktes und nicht wie von uns vor zwei Monaten proklamiert für eine (wenn auch nur kurze) Baisse. Allenfalls eine ausgeprägte Korrektur wäre dann fundamental noch zu rechtfertigen.

Apropos Zinsen

Wer hätte das gedacht, die deutsche Konjunktur steht unter Dampf. Sie wächst mittlerweile schon vier Quartale hintereinander mit einer annualisierten Rate von über 3,2%. Die inzwischen sprudelnden Steuereinnahmen veranlassen unsere Politiker gar wieder, von einem baldigen ausgeglichenen Staatshaushalt und von einer Rückführung der Staatsschulden zu sprechen. Mag sein, dass dies in einem Jahr mal gelingen könn-

Abb. 5: UMLAUFRENDITE DEUTSCHLAND


te (bei optimalen Rahmenbedingungen), ein nachhaltiger Schuldenabbau ist aber nicht mehr möglich. Das sollten auch unsere Politiker wissen. Allerdings ist natürlich die derzeitige konjunkturelle Situation belastend für den Anleihenmarkt. Die Umlaufrendite hat bereits ihren über 10jährigen Abwärtstrend gebrochen. Wir würden diese Entwicklung nicht überbewerten (die US-Zinsen befinden sich nach wie vor im Abwärtstrend), aber verharmlosen sollte man sie auch nicht.

Sentiment

Vor dem Hintergrund hoch liquide gehaltener Finanzmärkte verliert die Sentimentanalyse in gewisser Weise ihre Aussage-

kraft. Titelbilder wie sie eingangs gezeigt wurden, müssen demnach nicht zwangsläufig schon Zeichen eines überhitzten Marktes sein. Man denke nur an die Zeit 1999, Anfang 2000, in welchem über weite Strecken die Börsen-Presse sehr positiv gestimmt und trotzdem die endgültige Wende noch weit entfernt war. Darüber hinaus sendet auch eine Reihe anderer Indikatoren, welche im Hinblick auf das vorherrschende Sentiment gedeutet werden können, derzeit eher positive Signale. So schnellten die Insiderkäufe im Zuge des März-Einbruchs nach oben, und ebenso nutzten die Commercials an den Futures-Märkten den Kurssturz zum Abbau ihrer Short-Positionen (siehe Artikel auf S. 15 und S. 19). Die Put/Call-Ratios oder die

Abb. 6: DOW JONES INDEX – DURCHSCHNITTSVERLAUF 7ER-JAHRE, DIE GLEICHZEITIG VORWAHLJAHRE SIND: 1907, 1927, 1947, 1967, 1987


Quelle: Wellenreiter-Invest

Anzeige

Einladung zur Anlegermesse Frankfurt

Die Messe für private und institutionelle Investoren

Anlegermesse Frankfurt 2007

5. und 6. Mai 2007
im Congress Center Messe Frankfurt

Bei Vorabregistrierung unter
www.anlegermesse-frankfurt.de
freier Eintritt für Besucher!

- Effektive Finanzkommunikation durch direkten Kontakt zu den Vertretern von über 100 ausstellenden Unternehmen!
- Informations- und Verkaufsstände
- Abwechslungsreiches und informatives Rahmenprogramm
- Finanzexperten und Fachleute vermitteln News und Hintergrundinformationen
- Nutzen Sie die Anlegermesse Frankfurt!

☐ **Ja**, ich melde mich als Gast der Value Relations GmbH zur Anlegermesse in Frankfurt am Main an.

☐ **Ja**, ich interessiere mich als Aussteller für die Anlegermesse. Bitte senden Sie mir Informationen zu.

Name*, Vorname*: _____

Straße, Nr.: _____

PLZ, Ort: _____

Tel. **: _____

E-Mail*: _____

* Angaben erforderlich ** Für Aussteller Angabe erforderlich

**value
relations**

Value Relations GmbH · Sternstraße 15 · 60318 Frankfurt
Tel. +49 (69) 95 92 46-0 · Fax +49 (69) 95 92 46-20
info@anlegermesse-frankfurt.de · www.value-relations.de



Die zwei Börsenjahreszeiten

Zyklen

Die von uns verfolgten Zyklen und Chartanalogien scheinen in diesem Jahr nicht gut zu funktionieren. Zu-

mindest sprechen die starken Kursschübe im April dagegen. Dennoch wollen wir die Zyklusanalyse für dieses Jahr nicht gänzlich aus den Augen lassen, da zwei markante Entwicklungen früherer Jahre auch 2007 in der einen oder anderen Weise wieder auftreten könnten. Um dies zu verdeutlichen, verwenden wir einen Chart von Wellenreiter-Invest, in welchem der durchschnittliche Verlauf von Jahren wiedergegeben wurde, welche zugleich US-Vorwahljahre (Wahlzyklus) und 7er Jahre (Dekadenzyklus) waren (Abb. 6). Hierbei lässt sich eine markante Aufwärtsbewegung im Sommer und eine noch markantere Abwärtsbewegung im Herbst erkennen. Eine recht frappierende Ähnlichkeit der Dow Jones-Entwicklung seit dem Tief im Jahre 2002 weist der Dekadenvergleich mit den 40er Jahren auf, wobei hier um ein Jahr zeitversetzt wurde. Gemäß dieser Analogie wäre bereits ab Juli mit deutlich schwächeren Kursen zu rechnen. Ohne nun all diese Muster zu sehr strapazieren zu wollen, sollte man sie doch im Hinterkopf behalten. Zusätzlich steht natürlich mit dem Beginn des Mai die „schlechtere“ Börsenjahreszeit an.

Was könnte im zweiten Halbjahr belasten?

Wie sehr Erwartungshaltungen an den Börsen eine Rolle spielen, konnte am Beispiel des Dramas um die 15 britischen Seeleute in iranischer Gefangenschaft beobachtet werden. Die Gefangennahme fand am 23. März statt, die Befreiung am 5. April. Und während dieser Zeit, in welcher doch die Befürchtungen im Hinblick auf einen möglichen Krieg sehr groß waren, tendierten die Aktien nach oben. Vermutlich handelte es sich beim Thema Iran um diese viel zitierte „Wall of Worry“, an der entlang die Kurse nach oben klettern. Das Thema steht mittlerweile nicht mehr oben auf der Agenda, allerdings hält es die Presse noch latent im Blickfeld. Dies geht aus dem Themenindex „Iran“ hervor (Abb. 8), welchen die CONQUEST Investment Ad-

Stimmungslage unter den Börsenbriefen sind derzeit allenfalls leicht optimistisch zu werten, von Extremniveaus sind sie meist noch ein gutes Stück entfernt.

ABB. 8: THEMENINDEX „IRAN“

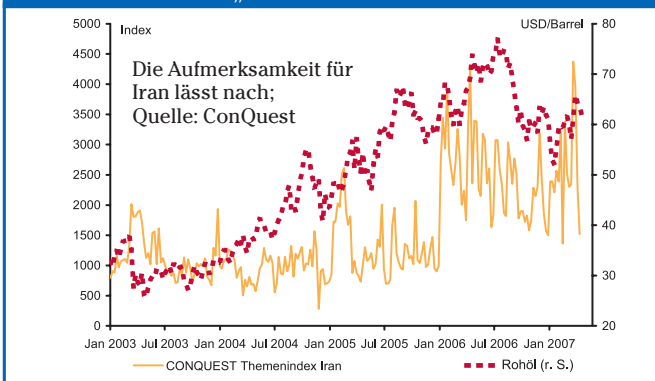


ABB. 9: THEMENINDEX „TERROR“

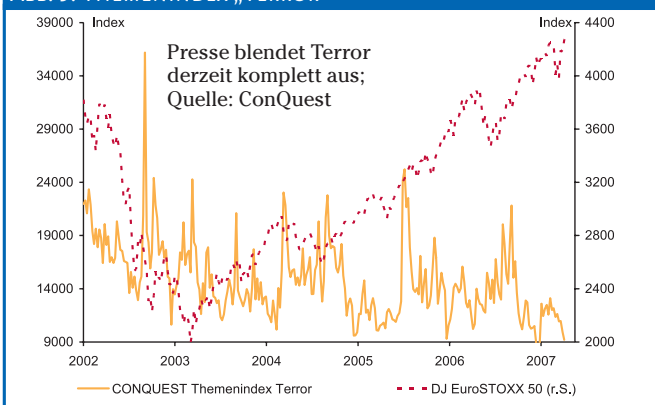
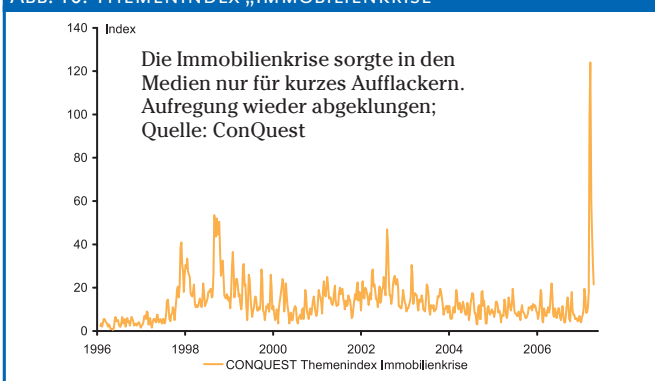


ABB. 10: THEMENINDEX „IMMOBILIENKRISE“



visory AG für die deutschsprachige Presse ermittelt.⁴ Bemerkenswerter erscheint uns derzeit der Themenindex „Terror“ (Abb. 9), welcher sich momentan auf einem absoluten Tiefpunkt bewegt. Das heißt konkret: „Terror“ ist momentan kein Thema in den Medien. Und dies ist als Hinweis darauf zu verstehen, dass ein Terroranschlag derzeit die Märkte „unvorbereitet“ treffen könnte. Die Hauptgefahr für die Finanzmärkte wird allerdings vielfach in der US-Immobilienkrise gesehen. Aber auch hier zeigt der Themenindex (Abb. 10) wieder relative Gelassenheit. Nachdem die Pleite der US-Hypothekenfinanziers New Century wieder aus der Presse verschwunden ist, wird der Begriff Immobilienkrise kaum noch genannt. Allerdings kommen solche Themen meist in Wellen wieder, und es steht daher zu befürchten, dass die nächste Facette der Immobilienkrise

4) Bei der Ermittlung eines Themenindex werden alle Nennungen des jeweiligen Begriffes in Presseartikeln berücksichtigt. Je mehr der Themenindex nach oben ausschlägt, desto präsenter ist das Thema in der Presse und damit in der Bevölkerung; Quelle: ConQuest

ABB. 7: DOW JONES INDEX 40ER JAHRE ZU AKTUELLEM VERLAUF



demnächst irgendwo sichtbar und entsprechend in der Presse Wiederklang finden wird.

Fazit

Die Bullen haben das Ruder nur kurzzeitig aus der Hand gegeben und es nun wieder fest im Griff. Es erscheint uns momentan opportun, an den Aktienmärkten mit leicht angezogener Handbremse mitzuspielen, aber mit Absicherungen zu reagieren, falls sich konkrete Gefahren ergeben. Diesen Weg versuchen wir auch im Musterdepot zu gehen (S. 71). Gefahren würden sich andeuten, wenn charttechnische Trends gebrochen werden. Im Augenblick ist dies jedoch noch nicht zu erkennen. Langfristig orientierte Anleger können unseres Erachtens ohnehin in guten Aktien engagiert bleiben, sofern sie kurze und heftige Rückschläge, wie vielleicht im Herbst einer ansteht, ertragen können. Die langfristigen Perspektiven (bis zum Jahrzehntwechsel) für die Aktienmärkte und Rohstoffmärkte sehen wir positiv. Unser vor zwei Monaten beschriebenes Baisse-Szenario halten wir in der beschriebe-

VORANKÜNDIGUNG

Der **Konstanzer Kreis** behandelt in seiner Veranstaltung **ZUKUNFTSSTRATEGIEN** die Themen Geldwert, Mittelstand, Renten, Technologien, Edelmetalle

Zeit: 16.06.07; **Ort:** Hattingen; **Referenten:** Claus Vogt, Eike Hamer, Prof. Hans Bocker, Johann A. Saiger, Dietmar Siebholz u. a.
Infos unter: www.konstanzer-kreis.de

nen Härte und Dauer kaum noch für möglich. Jedoch sehen wir aufgrund von Zyklen-Überlegungen und dem dann vielleicht überdrehten Sentiment in der zweiten Jahreshälfte die Gefahr einer ausgeprägten Korrektur oder gar eines kurzen, aber heftigen Crashes. Die dann tieferen Kurse wären entsprechend unseres positiven Langfrist-Ausblicks als Anstiegskurse zu sehen.

Ralf Flierl

SENTIMENTTECHNIK

Positive Berater für Gold und Euro

Viel Optimismus

Durch regelmäßige Befragungen werden in den USA die Meinungen von Advisors (Börsenbriefverfasser, Berater usw.) eingeholt, und zwar getrennt für die wichtigsten Märkte. Die positiv gestimmten Berater werden dabei als Prozentsatz an der Gesamtheit der Befragten als Wert veröffentlicht. Im Zeitablauf lassen sich hier sehr schöne Konstellationen erkennen. An Markthochs sind meist auch die Optimistenzahlen recht hoch und umgekehrt.

Momentan können sowohl beim Gold als auch beim Euro Optimistenzahlen von 80% ausgemacht werden. Dies sind Extrem-

ABB. 1: USD IN EUR (OBEN), POS. BERATER FÜR EUR (UNTEN)
– „KAUFSIGNAL“ FÜR USD

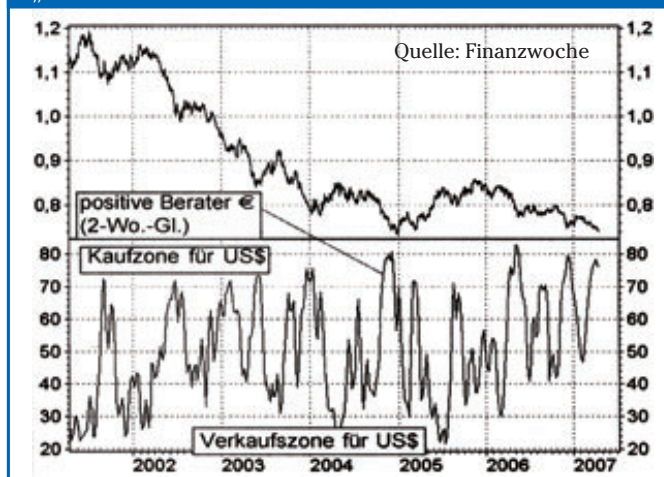
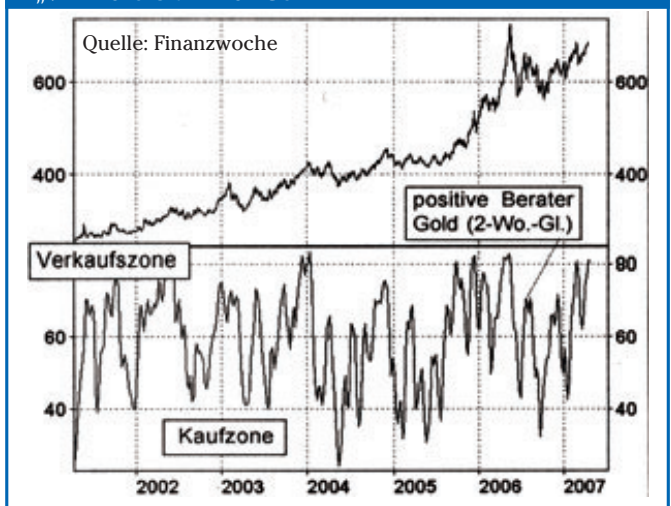


ABB. 2: GOLD IN USD (OBEN), POS. BERATER FÜR GOLD (UNTEN)
– „VERKAUFSIGNAL“ FÜR GOLD



werte, die in Regel nicht bzw. nicht sehr weit überschritten werden. Insofern geben diese Indikatorwerte doch so etwas wie Optimismus für das Gold und den Euro (entspricht Pessimismus für den Dollar) wieder, was gemäß Behavioral Finance bremsend für das Gold und für den Euro wirken sollte. Dies erscheint insbesondere vor dem Hintergrund der auf der nächsten Seite aufgezeigten jeweiligen charttechnischen Besonderheiten interessant.

Ralf Flierl

CHARTTECHNIK

Dollar und Gold

Zwischen dem Dollar und dem Goldpreis existiert einer alten Binsenweisheit zufolge ein gegenläufiger Zusammenhang.

Und dies kommt auch nicht von ungefähr, wird doch das Gold ganz offiziell in US-Dollar gehandelt und notiert. Auch fundamental lässt sich natürlich ein Zusammenhang erklären, z. B. so: Ein schwacher Dollar deutet auf inflationäre Tendenzen in der größten Volkswirtschaft der Welt hin, und der beste Schutz gegen Inflation wiederum besteht eben im Kaufen und Halten des gelben Metalls.

Aktuell sollten die Entwicklungen von Dollar und Gold mit besonderer Aufmerksamkeit verfolgt werden, denn charttechnisch sind beide an wichtigen Marken angelangt. Der Dollar (in EUR) notiert nämlich soeben auf dem Niveau vom Dezember 2004 bei ca. 0,74 EUR/USD. Damals bildete sich hier ein Tief aus, von welchem aus die amerikanische Währung innerhalb eines Jahres um fast 20% anzog. Und vier Cents tiefer bei knapp 0,70 EUR/USD



liegt das Allzeit-Tief des Dollar aus dem Jahre 1995. Es handelt sich also beide Male um sehr wichtige charttechnische Unterstützungen, an welchen sich der bisherige Abwärtstrend der US-Währung umkehren könnte oder doch zumindest der Abwärtstrend für eine gewisse Zeit gestoppt werden könnte.

Gold dagegen hat seine Hochpunkte aus den Jahren 2004 und 1995 bereits längst überschritten. Allerdings notiert das Edelmetall fast schon wieder auf dem Hoch-Niveau von Mitte 2006. Ein Ausbruch nach oben wäre sicherlich positiv zu werten. Allerdings erscheint aus charttechnischen Gründen doch ein weiteres Verharren in der blau eingezeichneten Seitwärtsrange wahrscheinlicher. Langfristig führt aus charttechnischen wie auch aus fundamnetalen Gründen jedoch kein Weg daran vorbei, dass Gold und andere Edelmetalle ihren Weg nach oben weiter gehen.

Ralf Flierl

Anzeige

METALS & MINING

Informationsnetzwerk für Edelmetalle und Rohstoffe

www.metalsandmining.de

COMMITMENT OF TRADERS (COT)

Energie: Erdölpreis zeigt spekulative Schlagseite

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

Nachdem in der letzten Dezemberausgabe auf die Chancen bei Erdöl hingewiesen wurde und der Erdölpreis nach einem Sell-off in der ersten Januarhälfte seitdem dynamisch angestiegen ist, stellt sich die Frage, ob der Erdölpreis die Kraft besitzen wird, die Preishochs vom Mai und August des Vorjahres zu erreichen.

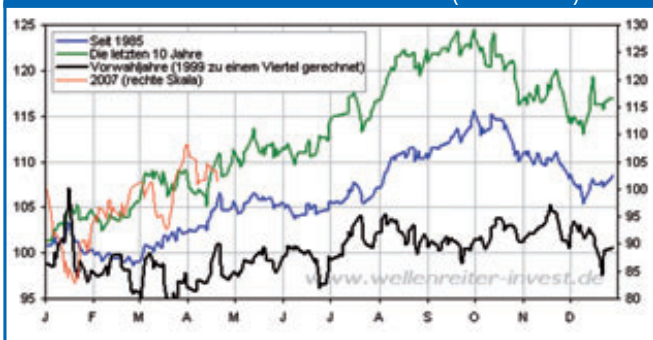
Im CoT-Report vom 17.04.2007 ist eine Netto-Short-Positionierung der Commercials in Höhe von 76.100 Kontrakten erkennbar. Praktisch spiegelbildlich besitzen die Großspekulanten eine ähnlich große Netto-Long-Positionierung. Damit erreicht die momentane Netto-Short-Positionierung der Commercials beinahe wieder das Niveau der beiden Preisspitzen aus dem Vorjahr. Insofern kann man anhand der Positionierung der einzelnen Marktteilnehmer von einer deutlichen spekulativen Schlagseite sprechen, so dass der Ölpreis auf der Oberseite kaum über weiteres Potenzial verfügen dürfte. Daraus resultiert bestenfalls ein fairer Wert für den Erdölpreis im Bereich von etwa 58 bis 60 USD. Rein fundamental dürfte sich das in Kürze wieder zunehmende Angebot belastend auswirken. In Nigeria sollen die Ölfelder wieder in Betrieb genommen werden, nachdem sie aufgrund gewaltsamer Ausschreitungen von Rebellen vor etwa einem Jahr geschlossen worden waren.



In Nigeria soll die Produktion in Kürze wieder hochgefahren werden; Quelle: Amenam-Kpono Projekt/Nigeria, Total S.A.

Aus saisonaler Sicht ist der Ölpreis üblicherweise bis in den Sommer hinein positiv unterstützt, allerdings erscheint aufgrund der spekulativen Schlagseite ein zeitiges saisonales Preishoch wie im Mai des Vorjahres gut möglich. In US-Vorwahl-

Abb. 2: SAISONALER VERLAUF ERDÖL SEIT 1985 (IN PROZENT)



jahren neigt der Erdölpreis üblicherweise zu einem sehr unspektakulären Verlauf, er oszilliert überwiegend in einer Handelsspanne. Die Öllaktien (XOI) haben absolut betrachtet neue Allzeithochs erreicht, die relative Outperformance gegenüber dem Index hat jedoch bereits deutlich nachgelassen. Da anzunehmen ist, dass der Erdölpreis 2007 keine neuen Bewegungshochs erreichen wird, sondern eher in einer Handelsspanne zwischen ca. 50 und 70 USD handeln wird, wird sich dieser Faktor nicht als „Störenfried“ für den US-Aktienmarkt entpuppen. Die Hausse am US-Aktienmarkt wird zunächst weiterlaufen, da die Commercials im S&P 500 trotz steigender Preise weiterhin keinen Anlass zum Aufbau von Short-Positionen sehen. Dies ist sehr positiv zu werten.

Fazit

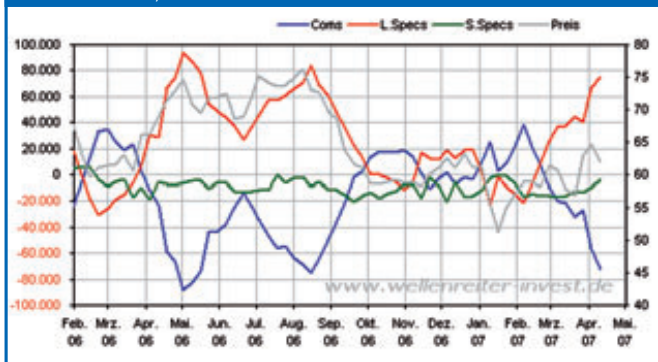
Der Erdölpreis wird 2007 nicht wie in den Vorjahren im Rampenlicht bei den Investoren stehen, ein frühzeitiger saisonaler Hochpunkt erscheint wahrscheinlich, da in den aktuellen Preisen bereits zuviel Spekulation enthalten ist.

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)

Abb. 1: ERDÖL UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS



Die Chancen der Edel- und Basismetalle

Das wichtigste Argument für die Hausse der Metalle findet kaum Erwähnung

Gastbeitrag von Hans Peter Schmidlin, Precious Capital AG in Zürich

Kennen Sie die Geschichte des Unternehmens Bre-X Minerals? Mitte des vorigen Jahrzehnts behauptete ein junges Explorationsunternehmen aus Kanada, dass es den größten Goldfund der Geschichte in Indonesien verbuchen konnte. Die Aktien stiegen von ein paar Cents innerhalb weniger Monate auf über 300 USD. Die Marktkapitalisierung des Unternehmens erreichte einen Wert von über 6 Mrd. USD, die Aufnahme in diverse Marktindizes war nur die logische Folge. Im Frühjahr 1997 sickerte dann nach und nach durch, dass alles nur Lug und Trug war. In der Folge wurde nicht nur der Handel mit der Aktie bald eingestellt, sondern es baute sich auch ein enormes Misstrauen seitens der Investoren gegenüber dem gesamten Sektor auf – insbesondere bezüglich der Explorationswerte. Während der folgenden fünf Jahre wurden dann weitgehend weder bestehende noch gänzlich neue Explorationsprojekte weiter finanziert. Die logische Folge: Wenn in fünf Jahren nicht mehr nach neuen Vorkommen gesucht wird, kann künftig, also 10 bis 15 Jahre später, auch kein neues Vorkommen mehr abgebaut werden. Dass China und Indien seit ungefähr fünf Jahren die weltweit bestehenden Lagerbestände an Metallen leer kaufen, kann somit nur als Turbo-Effekt einer bestehenden Situation bezeichnet werden. Zudem: Fachkräfte sind heute bei Bergbauunternehmen Mangelware.

Knappheit dürfte anhalten

Die Folgen dieser Jahre der Nicht-Exploration können wir mit den obigen Vorgaben heute und somit auch noch in den kommenden Jahren spüren. Nur wenige Produktionsaufnahmen von neuen, großen Metallvorkommen stehen in den nächsten zwei bis drei Jahren an – währenddessen neigen sich alte Minen ihrem Lebensende zu. Die Knappheit an Metallen dürfte im Laufe der nächsten Jahre also weiter anhalten, auch wenn die USA in eine Rezession schlittern könnten. China muss seine Infrastruktur weiter ausbauen, um ihre größte Sorge umgehen zu können: Wachsende soziale Unruhen aufgrund der immer weiter auseinander klaffenden Schere zwischen Arm und Reich. Gut 200 Städte mit über einer Mio. Einwohnern werden und müssen somit weiter ausgebaut werden. Edelmetalle dürften insbesondere von der günstigen demographischen Struktur in Indien sowie dem Konsumhunger der Chinesen profitieren. In

Indien ist mehr als die Hälfte der Bevölkerung jünger als 25 Jahre und wird in absehbarer Zeit den Bund fürs Leben schließen. Traditionsgemäß passiert dies, indem eine Mitgift mit reichlich Goldschmuck mitgegeben wird. Und dem Wunsch nach Luxusprodukten (Schmuck!) wird vor allem in China verstärkt nachgegangen. Sollten die Chinesen Gold im selben Ausmaß konsumieren wie ihre Nachbarn in Südostasien, würden sie das gesamte jährliche weltweite Angebot an Gold beanspruchen!

Interesse an Edelmetallen steigt

Gold gewinnt zudem vor dem Hintergrund der Abwertung des US-Dollars sowie der Unsicherheiten rund um den Euro als Alternativ-Währung wieder zunehmend an Bedeutung. Besonders in den aufstrebenden Ländern steigt der Argwohn gegenüber dem Dollar. Im selben Maße steigt aber auch das Interesse an den Edelmetallen. All diese Gründe haben dazu geführt, dass vorsichtige Analytiker Gold für ein sogenanntes Sicherheitsportfolio gegen politische Risiken oder als Absicherung gegen die Dollarschwäche empfehlen. Progressivere Analytiker sehen in den Edelmetallen sogar einen geheimen Favoriten für das Jahr 2007.

Junge Generation der Vermögensverwalter kennt den Markt nicht

Schweizerische Vermögensverwalter und Asset Manager der älteren Garde erinnern sich: Noch in den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts gab es ein ungeschriebenes Gesetz, nach dem 5 bis 10% eines jeden Kundenportfolios in Goldminenaktien angelegt werden. Die jüngere Garde, die inzwischen am „Drücker“ ist, kennt



Hans Peter Schmidlin ist CEO und Fondsmanager bei der Precious Capital AG in Zürich. Er verfügt über mehr als 20 Jahre Handelserfahrung und ist seit 10 Jahren stark im Edelmetallsegment engagiert. Schmidlin zeichnet verantwortlich für den auf Precious Capital Global Mining & Metals Fund, der in der Schweiz domiziliert ist, gleichzeitig aber auch den deutschen Transparenzgesetzen unterstellt ist. Informationen unter: www.preciouscap.com.

DIE EDELMETALLE IM VIERWOCHEN-VERGLEICH

	23.03.07	20.04.07	VERÄND.
GOLD (IN USD)	656,25	691,40	+5,36%
SILBER (IN USD)	13,37	13,87	+3,74%
PLATIN (IN USD)	1.232,00	1.317,00	+6,90%
PALLADIUM (IN USD)	354,00	382,00	+7,91%
XAU-GOLDMINENINDEX	137,78	143,66	+4,27%

diese Regel nicht mehr. Im Gegenteil: Das Gros der Vermögensverwalter, die die ersten 40 Lebensjahre noch nicht vollendet haben, kann noch immer keine schlüssigen Argumente für einen Aufwärtstrend beim Gold herleiten. Schon gar nicht wissen sie, wie man Aktien bewertet. Die 5-10%-Regel könnte heute auch nicht mehr angewendet werden: Nur sieben Banken – Merrill Lynch, JP Morgan Chase, UBS, Credit Suisse, Smith Barney, ABN Amro und Dt. Bank – verwalten Kundenvermögen im Volumen in Höhe von 10 Trillionen USD. Nur 5% dieser 10 Trillionen USD ergeben einen Gegenwert von 500 Mrd. USD. Die weltweite Marktkapitalisierung aller Gold- und Silberwerte beträgt allerdings nur ca. 170 Mrd. USD. Würde diese alte Regel am Markt umgesetzt, bräcche dies größere Avancen beim Goldpreis mit sich, als wir dies noch vor ein paar Jahren bei den Internetwerten erlebt haben.

Stiefmütterlich vernachlässigt

Der Marktanteil der Aktien an der Wall Street beträgt heute nur noch knapp 3%. 1980 lag dieser Anteil noch bei 29%! In den Hintergrund geraten sind die Aktien nicht nur wegen der langjährigen Baisse der Edelmetalle, sondern auch durch den gleichzeitigen Aufschwung der Finanz- und Technologiewerte. Minentitel werden heute vielfach wegen eines hohen Kurs/Gewinn-Verhältnisses (KGV) als überteuert abgetan. Diesen Sektor mit einem KGV zu bewerten, ist aber ein absolut falscher Ansatz: Bis eine Mine in Betrieb genommen werden kann, vergehen gut und gerne sieben Jahre, die wiederum von sehr hohen Investitionen geprägt sind. Erst mit der Aufnahme

der Produktion wirft die Lagerstätte für eine gewisse Lebensdauer einen Cashflow ab. Kurz vor der Aufnahme der Produktion kann die Aktie also ein KGV von weit über 200 erreichen. Mit dem einsetzenden Cashflow kann es aber wiederum innerhalb kurzer Zeit auf einen sehr tiefen Wert fallen.

Fehleinschätzungen

Minenwerte kurz vor und während der Produktion sollten mit dem Bewertungsansatz des abdiskontierten Cashflow-Verfahrens beurteilt werden. Und genau hier zeigt sich ein weiteres, großes Plus der Aktien gegenüber einem Investment in physischem Metall: Während zu diesem abdiskontierten Wert noch in den 80er Jahren eine Prämie von etwa 50% aufgeschlagen wurde, fiel diese Prämie seit 2005 auf einen durchschnittlichen Wert von 18%. Aktuell werden die Aktien gar ohne Prämie gehandelt. Minenunternehmen sind also historisch gesehen extrem unterbewertet. Hintergrund ist wiederum fehlendes Wissen der jungen Generation. Sie betrachtet den Minensektor als einen von vielen im Gesamtmarkt (deshalb die erhöhte Korrelation zum Gesamtmarkt) und unterliegt dabei falschen Einschätzungen. Eine dieser Fehlkalkulationen sind die erhöhten Kosten (Dieselkosten sowie erhöhte Ausgaben für Fahrzeugparks und Arbeitnehmer). Durchschnittlich stiegen diese Aufwendungen während der letzten Jahre um ca. ein Fünftel. Jedoch stiegen die Preise der Metalle weitaus stärker. Dies führt somit trotz erhöhtem Kostendruck zu einer positiven Geschäftsentwicklung!

Anzeige

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

www.smartinvestor.de



- kritisch
 - unvoreingenommen
 - unabhängig
 - antizyklisch
 - sophisticated
 - non-Mainstream
- kurz: smart**

KENNENLERN-ABONNEMENT

☐ Ja, ich möchte den Smart Investor gerne testen und nehme Ihr kostenloses Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden zwei Ausgaben an die unten stehende Adresse zu. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich den Smart Investor anschließend zum Preis von 48,- Euro* pro Jahr (12 Ausgaben). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keine 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
oder online unter www.smartinvestor.de/abo

BÖRSENSIGNALE

Hausse-Signale noch ungebrochen

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale

Zwar haben sich die Bären inzwischen wieder zurückgezogen. Auch Technische Analysten räumen inzwischen ein, dass die kurze und scharfe Korrektur Ende Februar und Anfang März nur ein kleiner Ausrutscher war, der mittlerweile überholt ist. Denn die Aktienindizes liegen ja bereits wieder auf neuen Höchstkursen.



Die Bären sind doch noch einmal in Deckung gegangen

Sorglosigkeit unangebracht

Die Bullen sollten sich allerdings nicht zu sehr in Sicherheit wiegen. Die Erfahrung lehrt, dass höchste Vorsicht geboten ist,

- a) wenn die Aktienmärkte vier Jahre und mehr hintereinander gestiegen sind,
- b) wenn sich Übernahmen und Neuemissionen an den Börsen häufen,
- c) wenn Zeitungen und Zeitschriften, die sonst mit Aktien wenig anzufangen wissen, plötzlich positive Artikel über sie schreiben,
- d) wenn Zinsen, Ölpreis und Rohstoffpreise beschleunigt nach oben gehen,
- e) wenn der US-Dollar auffallend schwach wird,
- f) wenn angebliche Wachstumsunternehmen, sichtbar etwa im Nasdaq Composite-Index der USA, plötzlich im Kurs deutlich nachgeben,
- g) wenn die Anzahl der Aktienindizes, die über ihrem 200-Tage-Durchschnitt liegen, schon seit Monaten 100% oder nur knapp darunter beträgt (siehe Grafik),
- h) wenn das in der Regel fast immer freundliche Winterhalbjahr (November bis April) vorbei ist.

Noch keine Baisse angezeigt

Mehrere dieser Warnzeichen (a, b, e, g, h) sind bereits erfüllt. Allerdings sollte man auch jetzt nicht vorschnell und auf Verdacht komplett aussteigen. Daneben gibt es die von mir stets betrachteten

fünf Indikatoren, die man genau im Auge behalten sollte. Erst wenn die Mehrheit von ihnen Warnsignale aussendet, ist es an der Zeit zu verkaufen. Diese Indikatoren sind die Anleihezinsen, der amerikanische Dollar, der Ölpreis, das Saisonsignal und die Frühindikatoren unter den Aktienindizes (das sind Dow Jones Utility und Nasdaq Composite). Schon seit Monaten geben sowohl der hohe Ölpreis und als auch der US-Dollar Warnsignale; die übrigen Indikatoren sind noch in Hausse-Stimmung. Also wie bisher steht es 3 zu 2 für die Hausse-Signale. Das Saisonsignal wird freilich ab Juni negativ sein.

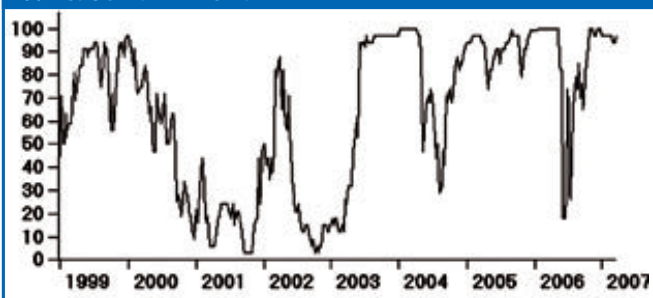
Fazit

Es ist durchaus möglich, dass wir demnächst beim DAX noch die 8.000er Marke sehen. Aber die Wahrscheinlichkeit einer scharfen Korrektur in diesem Sommer ist groß. Also noch Gewinne laufen lassen, aber keine neuen größeren Risiken mehr eingehen!



Uwe Lang ist Herausgeber der „Börsensignale“, eines zweiwöchentlich erscheinenden Börsenbriefs (www.boersensignale.de), in welchem einfache von Lang entwickelte Handelssystematiken zur Anwendung kommen. Ein Artikel zu seiner Person und seinem Wirken findet sich in Ausgabe 8/2005. Sein jüngstes Buch „Die besten Aktien-Strategien“ ist im Finanz-Buch Verlag erschienen.

ANZAHL DER AKTIENINDIZES (%), DIE ÜBER IHREM 200 TG.-SCHNITT LIEGEN



BUY OR GOOD BYE

Buy: SGL Carbon

Investoren greifen derzeit vor allem bei Unternehmen zu, die neben einem gut laufenden operativen Geschäft über eine attraktive Langfrist-Story verfügen. Bei der im MDAX enthaltenen SGL Carbon – in den letzten Jahren u. a. aufgrund eines Kartellverfahrens mit schlechter Presse bedacht – könnten sie fündig werden. Der Hersteller von Graphitelektroden gab einen ehrgeizigen Investitions- und Wachstumsfahrplan heraus, der auf einer klaren Lösung basiert: Mit Carbon lässt sich Energie einsparen. So soll das Geschäft mit Carbonfasern und Verbundwerkstoffen massiv ausgebaut werden. Die Produktionskapazität will das Management in diesem Bereich auf 6.000 Tonnen verdreifachen. Für die von SGL angebotenen Produkte aus dem neu formierten Geschäftsbereich „Advanced Materials“ eröffnen sich gerade im Zuge der Klimadiskussion vielfältige Anwendungen. Während Carbonfasern bspw. im Automobilbau und bei der Herstellung von Windrädern zum Einsatz kommen, lassen sich mit Hilfe eines neuartigen Graphitbaustoffes umweltfreundliche Klimaanlage entwickeln.

Auch dank weiterer Preiserhöhungen im Stammgeschäft mit Graphitelektroden blickt Vorstandschef Robert Koehler optimistisch in die Zukunft. Für 2007 rechnet er mit einem Umsatzplus von bis zu 10%, das EBIT werde sich dabei überproportional verbessern. Dazu passt, dass SGL die Zielvorgaben

für die mittelfristige Umsatzrendite auf 12 bis 16% von zuvor 10 bis 15% anheb. Innerhalb von fünf Jahren will Koehler den Konzernumsatz gegenüber 2006 um rund die Hälfte auf 1,8 Mrd. EUR ausweiten. Ein Kauf bietet sich vor allem unter kürzerfristigen Momentum-Aspekten an. Es erscheint recht wahrscheinlich, dass SGL bereits sehr bald mit weiteren positiven Schlagzeilen auf sich aufmerksam machen wird!



GoodBye: Amitelo

Ein Bericht des ZDF-Nachrichtenmagazins „Frontal 21“ brachte die Lawine ins Rollen. Die Schweizer Telekommunikationsfirma Amitelo, deren Aktien im wenig regulierten Entry Standard gelistet sind, solle Umsätze und Aufträge fingiert, falsche Pressemitteilungen herausgegeben und damit die eigenen Anleger massiv getäuscht haben. Das „Frontal 21“-Team war u. a. nach Marokko gereist, wo Amitelo angeblich einen Großteil seiner Geschäfte abwickelt. Dort stießen die Reporter jedoch nur auf einen Briefkasten. Das Szenario erinnert an die dunkelsten Kapitel des Neuen Marktes, und tatsächlich wecken Bilder von Firmenadressen, die nicht viel mehr als ein Namensschild am Eingang zu bieten haben, ungute Assoziationen an Betrugsfälle wie ComRoad oder Infomatec. Dabei dürfte es eigentlich nicht verwundern, dass gerade im Entry Standard eine solche Geschichte publik wird. Das von der Deutschen Börse als ein Teilbereich des Freiverkehrs ins Leben gerufene Börsensegment für junge Unternehmen ist ganz bewusst nur mit rudimentären Transparenz- und Publizitätsanforderungen ausgestattet worden. In der Zukunft wird es mit Sicherheit weitere vergleichbare Aufreger geben.

Ganz gleich, ob sich die Vorwürfe gegen Amitelo letztlich als zutreffend oder haltlos erweisen – wobei das ZDF und speziell „Frontal 21“ nicht gerade für Sensationsjournalismus bekannt ist –, sollten Anleger in jedem Fall Unternehmen mit nur schwer

nachvollziehbaren Geschäftsmodellen, die dann auch noch in exotischen Ländern tätig sind, stets mit einer gewissen Skepsis betrachten. Vor allem wenn sich die Erfolgsmeldungen überschlagen und der Aktienkurs dennoch nicht anspringen will. Die Amitelo-Aktie bleibt nach dem Einbruch ein Spielball für hartgesottene Zocker, die wohl als einzige an den schwindelerregenden Intraday-Volatilitäten Gefallen finden dürften.



Klassik Radio AG

Wer gehört werden will, muss werben

Die Klassik Radio AG (Augsburg) besitzt ein einmaliges Businessmodell in Deutschland, denn es ist das einzige börsennotierte Privatrado der Republik. Mit 11 Mio. EUR Umsatz im Geschäftsjahr 2005/06 (GJ-Ende zum 30.9.) steckt das Geschäft noch eher am Anfang, ist operativ aber bereits breit aufgestellt. Zukünftiges Umsatz- und Ergebniswachstum soll gleich aus verschiedenen Quellen gespeist werden.

Holdingstruktur mit operativen Töchtern

Unter dem Dach der Klassik Radio AG sind fünf Gesellschaften vereint. Die Klassik Radio GmbH & Co. KG (Hamburg) bietet „intelligentes Radio der nächsten Generation.“ Klassik Radio ist der größte bundesweite Privatsender mit mehr als 30 UKW-Lizenzen in den Ballungsräumen sowie einer bundesweiten Kabelnetzvollabdeckung. Die Reichweite beträgt aktuell täglich 1,23 Mio. Hörer, Tendenz steigend. Im vergangenen Geschäftsjahr erzielte die Klassik Radio GmbH 5,1 Mio. EUR Umsatz (Vorjahr 4,1).

Die FM Radio Network GmbH wurde 1989 als erstes Radio-Syndication-Unternehmen in Deutschland gegründet. FM Radio Network ist Marktführer und beliefert täglich mehr als 120 Radiostationen mit hochwertigen und sendefertigen Radioprogrammen. FM-Programme erzielen durch die vielen ausstrahlenden Stationen hohe Reichweiten und über das einheitliche Programmelement eine bundesweit ganz exakte Zielgruppenansprache, betont das Unternehmen. Dieser Bereich hat 05/06 einen leichten Umsatzrückgang auf 3,1 Mio. EUR hinnehmen müssen.

Merchandising mit hohen Zuwachsraten

Die Euro Klassik GmbH ist die Vermarktungsgesellschaft von Klassik Radio. Über die Euro Klassik wird der Klassik Radio



Shop betrieben, in dem es z.B. spezielle Compilations aus der Playlist des Senders zu kaufen gibt. Unterstützt durch die Einführung von speziellen Filmmusik-Events wuchs der Umsatz dieses Bereiches sehr stark um knapp 50% auf 2,1 Mio. EUR. Ferner wurde 1993 die FIRST NEWS Nachrichten GmbH gegründet, um aus einer Hand und in verlässlicher Qualität den immer größer werdenden Bedarf vieler Radiostationen und Medienhäuser an Unterhaltungsmeldungen zu decken. Alle Meldungen sind über ein onlinebasiertes Redaktions-Tool für lizenzierte Abonnenten verfügbar. Dieser Bereich wuchs um 12% auf 0,2 Mio. EUR. Schließlich gehört die Protone Promotion Werbeagentur GmbH zum Konsolidierungskreis der Holding. Die Agentur wurde 2006 akquiriert; um den Kaufpreis zu bezahlen, begab die Klassik Radio AG eine 6,5%-Wandelschuldverschreibung, die bis 2010 läuft.

Positiven Ausblick gegeben

Vorstandschef Ulrich Kubak, der 66,97% der Aktien hält, rechnet damit, für das laufende und die kommenden Geschäftsjahre das Wachstumstempo mindestens zu halten. Derzeit beträgt die Auslastung an Werbezeiten weniger als 20%. Spitzenstationen im Ausland erreichen bis zu 80% Auslastung. Im Bereich Syndikation erwartet Sabine Reinhard, CFO, wieder steigende Umsätze, da eine Kooperationsvereinbarung mit ProSiebenSAT1 viel Potenzial verspreche. Außerdem habe man Boris Becker unter Vertrag nehmen können und dafür mit dem Weltbild-Verlag einen renommierten Titel-Presenter gewonnen. Derzeit haben 70 Stationen in Deutschland das Yellow-Angebot von First Media abonniert – insgesamt gibt es 350 Radiosender in der Bundesrepublik. Potenzial gibt es daneben in Österreich und



Events wie mit den Hamburgern Symphonikern erfreuen sich wachsender Beliebtheit

der Schweiz sowie deutschsprachigen Sendern im Ausland. Vor allem die Akquisition der Agentur Protone mit deren Bestandskunden-geschäft soll die Vertriebspower einen entscheidenden Schritt nach vorne bringen.

Verschiedene

Wachstumspotenziale

Besondere Phantasie birgt das Vermarktungs- und Merchandisingkonzept des Senders. Derzeit werden im Prinzip CDs und Eintrittskarten für Klassik-Radio-Events vermarktet. Dieses Segment ist ausbaubar, denn der kaufkräftigen Klientel sind auch Reisen, Weine und andere Dinge des gehobenen Lebensstils, unter Umständen mit Partnern, gut schmackhaft zu machen. Alles in allem besitzt Klassik Radio AG also verschiedene Wachstumschancen, die die Abhängigkeit vom traditionell volatilen Werbemarkt senken können. Der Werbung wiederum wohnt ein besonderer Hebel inne, da steigenden Einnahmen in diesem Bereich nur geringere Kostensteigerungen gegenüber stehen, was entsprechend positiv aufs Ergebnis durchschlägt.

Reinhard sieht Klassik Radio in einer komfortablen „Doppel-Vermarktungsposition“: Einerseits habe man Erfolg bei Unternehmen, die ohnehin auf Radiowerbung setzen, „aber andererseits können wir ein enormes Potenzial an Werbekunden akquirieren, die herkömmlichen Dudenfunk nie buchen würden.“ Bereits heute

KLASSIK RADIO AG

BRANCHE	MEDIEN		
WKN	785 747	AKTIENZAHL (MIO.)	4,50
GJ-ENDE	30.09.	KURS AM 17.4.07 (EUR)	6,30
MITARBEITER	85	MCAP (MIO. EUR)	28,4

	2006/07E	2007/08E	2008/09E
UMSATZ (MIO. EUR)	14,3	20,2	28,0
% GGÜ. VJ.	+30,0%	+41,3%	+38,6%
EPS (EUR)	0,27	0,45	0,75
% GGÜ. VJ.	+170,0%	+66,7%	+66,7%
KUV	2,58	1,40	1,01
KGV	23,3	14,0	8,4

seien viele der größten Kunden keine üblichen Radiokunden. „Dort gelingt es uns klar, Werbeetats aus ganz anderen Werbemärkten wie dem Print- oder TV-Bereich umzuschichten. Solange kaufkräftige und genussfreudige Zielgruppen in der Werbung gesucht werden, hat Klassik Radio ein unglaubliches Wachstumspotenzial, losgelöst vom übrigen Radiowerbemarkt. Da stehen wir erst ganz am Anfang.“

Fazit

Nach 4 und 10 Cent Gewinn pro Aktie in den vergangenen beiden Jahren plant Klassik Radio im laufenden Geschäftsjahr den großen Gewinnsprung. Investoren haben schon früh das große Potenzial des Geschäftsmodells erkannt, weshalb der Aktienkurs auch bereits ziemlich entleert ist und für das abgelaufene GJ ein KGV von 80 errechnete. Es ist also schon viel gute Zukunft eingepreist. Dem steht die Chance gegenüber, dass die Klassik Radio AG von der guten Konjunktur, die zumeist mit steigenden Werbeausgaben der Unternehmen einhergeht, besonders profitiert. Schon

wenige Millionen Euro zusätzliche Werbeeinnahmen würden das Ergebnis so beflügeln, dass das KGV in den einstelligen Bereich sinkt. Dieser Hebel, es gibt nur 4,5 Mio. Aktien, macht ein Investment attraktiv. Hinzu kommt eine vom Unternehmen für das kommende Jahr in Aussicht gestellte Dividendenzahlung, einen guten Geschäftsverlauf vorausgesetzt.

Stefan Preuß



Ulrich Kubak, Großaktionär und Vorstandschef, vor der Frankfurter Börse



NEU: Die Finanzmesse in Augsburg

Alles zum Thema Geldanlage

- über 40 Aussteller
- zahlreiche Fachvorträge
- Experten geben Tipps
- Prominente Gäste wie Gottfried Heller, Hermann Kutzer und Holger Scholze (Börsenjournalist, bekannt aus n-tv) halten Vorträge und geben Tipps.

Medienpartner

augsbuurg.tv

Augsburger Allgemeine
Alles was uns bewegt

BÖRSE

Onvista

Mit freundlicher Unterstützung von

BÖRSE FRANKFURT
SMART TRADING

BA
Börsenforum Augsburg e.V.

COMMERZBANK
Ideen nach vorn

Deutsche Bank

Weitere Informationen und Programm unter

www.rendite-messe.de

GASTANALYSE

Northern Dynasty Minerals Ltd.

Alaska-Projekt mit hohem Substanzwert

Gastbeitrag von Dr. Norbert Kalliowoda (CEFA), Inhaber von Dr. Kalliowoda International

Mit einer derzeitigen Marktkapitalisierung von 1,1 Mrd. USD erscheint uns Northern Dynasty Minerals (WKN: 906 169, TSX.V: NDM) unterbewertet. Das Unternehmen verfügt nicht nur über eines der weltweit bedeutendsten Kupfer-, Gold- und Molybdänvorkommen, sondern hat zudem gut 73 Mio. USD Bargeld in der Kasse. Die Gesellschaft entwickelt im rohstoffreichen Alaska/USA das „Pebble Projekt“, das in die 3,4 Mrd. Tonnen große unterirdische Erzlagerstätte „Pebble East“ und das sich anschließende 4,1 Mrd. Tonnen große oberflächennahe „Pebble West“ unterteilt ist.

Rio Tinto hat sich mit 19,8% beteiligt

Das Pebble-Projekt hat solche hohen Mengen an Kupfer-, Gold- und Molybdän beziehungsweise liegt aus geographischer und genehmigungsrechtlicher Sicht so günstig im südwestlichen Alaska, dass sich der Rohstoff-Konzern Rio Tinto (MCap ca. 24 Mrd. EUR, Gewinn 2006 bei 6,6 Mrd. EUR) mit 19,8% am Unternehmen beteiligt hat. Basierend auf den Bohrungen und Mineral-Ressourcenschätzungen 2006 haben sich die „abgeleiteten“ Mineralressourcen der Pebble East Kupfer-Gold-Molybdän-Lagerstätte in nur einem Jahr um fast 90% von 1,8 Mrd. auf 3,4 Mrd. Tonnen vergrößert. Addiert man die angrenzende 4,1 Mrd. Tonnen große Pebble West-Lagerstätte hinzu, indizieren die geschätzten abgeleiteten Mineralressourcen über 67 Mrd. Pfund Kupfer, 82 Mio. Unzen Gold und 4 Mrd. Pfund Molybdän (bei 0,3% bzw. 0,6% Kupferäquivalent-Abgrenzung bei Pebble West bzw. Pebble East).

Niedrige Produktionskosten

Ein entscheidender Vorteil für Northern Dynasty ist, dass sich ihr Vorkommen Pebble West durch einen höher gradigen, erdoberflächennahen 569 Mio. Tonnen großen Teilbereich der Erzlagerstätte auszeichnet. Die Edel- und Industriemetalle in Pebble West können im Tagebau gefördert werden. Durch den

recht hohen Erzgehalt in diesem Teilbereich ist in unseren Augen eine rasche Rückzahlung des einzusetzenden Kapitals realistisch. Pebble East soll im Untertagebau (sog. Blockbruchbau) abgebaut werden. Im Übrigen verfährt Rio Tinto auch bei ihren zahlreichen anderen Beteiligungsprojekten oft nach diesem Verfahren. Northern Dynasty konnte die Vorkommen in Pebble West durch 377 Kernbohrungen bestätigen. Das Credo der anerkannten Bergbauingenieure lautet: Die Errichtung und der Betrieb einer modernen und langlebigen Mine (über 50 Jahre) bei niedrigen Produktionskosten kann durchgeführt werden.

Geeigneter Standort und hohe Produktionspotenziale erwecken Interesse

Die Pebble-Lagerstätten repräsentieren eines der größten Metallvorkommen der Welt. Für die Bewältigung der Produktion erwarten wir die Bildung eines Projektkonsortiums, denn es haben bereits zahlreiche Minenkonzerne Vertraulichkeitsvereinbarungen unterschrieben, um Zugang zu technischen Detailinformationen zu erhalten. Anzumerken sei, dass Rio Tinto durch die Beteiligung an Northern Minerals keine Vorrechte hat. Die Lokalität des Pebble Projektes im Südwesten von Alaska bietet strategisch vorteilhafte Rahmenbedingungen. Es bestehen zwar strenge, dafür aber gesetzlich eindeutig verankerte Genehmigungskriterien. Zusätzlich liegt das Pebble Projekt günstig hinsichtlich der erforderlichen Stromversorgung und eines Zugangs zu einem möglichen Tiefseehafen.

Erfahrenes Management mit 1,8 Mrd. EUR Verantwortung

Northern Dynasty Minerals gehört zu den von der Hunter Dickinson Unternehmensgruppe gemanagten Unternehmen. Die Gruppe führt neben dem privaten Unternehmen Hunter Dickinson Inc. (HDI) derzeit neun rechtlich selbständige, börsennotierte Minenentwicklungs- und Betreibergesellschaften (gesamte Marktkapitalisierung von etwa 1,8 Mrd. EUR, Stand: Ende März 2007). Das Management hat bisher nachhaltig gute Erfolge erzielt.



Dr. Norbert Kalliowoda



Das Projektgebiet in Alaska; Quelle: Northern Dynasty Minerals



Bewertung nach dem Discount-Cashflow-Verfahren

Derzeit erscheint die Bewertung von Northern Dynasty am Kapitalmarkt auf Grundlage der „abgeleiteten“ Mineralressourcen im Vergleich zu anderen Projekten sehr gering. In unserer Einschätzung gehen wir von einer Produktionskapazität von 90 Mio. Tonnen pro Jahr aus, die nach den Anfangsjahren zu gleichen Teilen Erz von Pebble East und Pebble West verarbeiten soll.

Gestartet wird mit Pebble West, weil der hochgradige Teilbereich ein Volumen von 569 Mio. Tonnen beherbergt und bei der gegebenen Kapazität dort alleine schon eine 13-16-jährige Lebensdauer veranschlagt werden kann. Dennoch hat uns das Management mitgeteilt, dass ab dem zweiten Jahr bereits auf Pebble East die Produktion hochgefahren wird, weil dort die Rohstoffgrade und vor allem auch die Gewinnungsraten (Recovery-Rates) für Kupfer noch höher sind als in Pebble West. Siehe hierzu folgende Abbildung:

ABB. 2: METALLGEWINNUNG

Minen	Kupfer (%)	Gold (%)	Molybdän (%)
Peergroup Durchschnitt	87	78	60
Pebble West	88	60-75	65
Pebble East	95	55-80	75

Bei 3,4 Mrd. Tonnen einprozentigem Kupferäquivalent in Pebble East, die 42,6 Mrd. Pfund Kupfer, 39,6 Mio. Unzen Gold und 2,7 Mrd. Pfund Molybdän enthalten, führt dies bei einer jährlichen Abbaukapazität von 45 Mio. Tonnen zu einer Lebensdauer von mindestens $3.400/45 = 75$ Jahren für Pebble East. Die jährlichen prognostizierten Umsätze beziehen wir auf folgende Metallproduktion (laut Vorstufenuntersuchungen einer Machbarkeitsstudie und geotechnischen Analysen für Pebble West, die die Erfordernisse des National Instrument 43-101 wahren und einem Vergleich mit dem Oyu Tolgoi Projekt in der Mongolei, das bei einer dem Pebble East sehr ähnlichen Erzlagerstätte eine Machbarkeitsstudie bereits abgeschlossen hat).

ABB. 3: PRODUKTIONSSCHÄTZUNGEN

	Jährliche Metallproduktion Pebble West	Schätzung DR. KALLIWODA INTERNATIONAL Pebble East & West
Kupfer	580 Mio. Pfund	900 Mio. Pfund
Gold	680.000 Unzen	720.000 Unzen
Molybdän	20 Mio. Pfund	35 Mio. Pfund

Unserem Modell liegen konservativ kalkulierte Rohstoffpreise zugrunde: Gold 400 USD (Unze), Kupfer 1 USD (Pfund), Molybdän 6

USD (Pfund). Die Produktionskosten sind wegen des hohen Goldanteils, dessen Erträge zusammen mit Molybdän zur Stückkostenminderung der Kupferproduktion verwendet werden, mit ca. 0,30 USD je Pfund Kupfer recht niedrig. Der Marktpreis von einem Pfund Kupfer liegt derzeit bei 3,58 USD. In unserem Basis-Szenario legen wir nur einen sehr konservativen Kupferpreis von 1,00 USD zugrunde. Trotzdem erhalten wir einen Net Present Value von etwas über 2,7 Mrd. USD. Auf Grundlage der 95 Mio. ausstehenden Aktien entspräche dies einer fairen Bewertung von ca. 28,4 USD je Anteilsschein. Diese Eckdaten könnten sich noch erheblich verbessern, wenn die jährlichen Produktionskapazitäten ausgebaut, die Rohstoffpreise anziehen oder noch mehr Ressourcen entdeckt würden.

Bewertung nach dem In-Situ-Value

Die Marktkapitalisierung eines zukünftigen Produzenten lässt sich als Gegenwert zu den im Boden existierenden Rohstoffen definieren. Im Rahmen einer Peergroupanalyse können Unternehmen in ähnlichen Entwicklungsstadien miteinander verglichen werden, indem die Marktkapitalisierung ins Verhältnis zur verifizierten Anzahl an Unzen Gold oder Kupferäquivalent gesetzt wird. Je näher der Zeitpunkt der Produktion rückt, umso stärker steigt die Bewertung. Diesen Bewertungsansatz nennt man In-Situ-Ansatz. Der Branchendurchschnitt für nordamerikanische Entwicklungsgesellschaften liegt derzeit bei 82 USD je Unze Gold, 0,05 USD je Pfund Kupfer und 0,027 USD für ein Kupferäquivalent (hier wurde der Goldwert in ein Kupferwertäquivalent umgerechnet). Vergleichsweise liegt Northern Dynasty bei 13,00 USD je Unze Gold (MCap 1,1 Mrd. USD geteilt durch 82 Mio. Unzen Gold) oder 0,015 USD bei Kupfer – und erscheint somit erheblich unterbewertet.

Fazit

Wenn Machbarkeitsstudien abgeschlossen wurden, liegen die Bewertungen durchschnittlich bei über 190 USD pro Unze Gold. Ein Beispiel hierzu ist Ivanhoe Mines mit ihrem Projekt Oyu Tolgoi in der Mongolei. Obwohl Oyu Tolgoi nur ein Kupferäquivalent von 85 im Vergleich zu 124 bei Pebble hat, liegt die Marktkapitalisierung bei derzeit 4,67 Mrd. USD. Dies zeigt das enorme Potenzial von Northern Dynasty.

DISCLAIMER

DR. KALLIWODA | INTERNATIONAL hat diesen Beitrag/Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Dieser Beitrag/Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Dieser Beitrag/Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in diesem Beitrag/Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR. KALLIWODA | INTERNATIONAL, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

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!

MONEYTALK

„Prognose lässt Spielraum für positive Überraschungen“

Smart Investor sprach mit Dr. Hartmut Schüning, Finanzvorstand der Q-Cells AG, über den Zankapfel der Solarförderung, die langfristigen Unternehmensziele und neue Herausforderungen für die Branche.

Smart Investor: Neue Studien konstatieren eine Überförderung der Solarenergie. Der Vorwurf: Die Produzenten fahren hohe Renditen auf Kosten des Steuerzahlers ein.

Dr. Schüning: Um diesen Vorwurf zu entkräften, genügt ein Blick in unsere Bilanz. 2006 haben wir 39 Mio. EUR an Steuern gezahlt, nach Abzug von Vorauszahlungen für Silizium hatten wir einen Cashflow von netto 24 Mio. EUR. Diese Zahlen stellen Sie bitte in ein Verhältnis zu den 400 Mio. EUR an Investitionen in unseren heimischen Standort allein im laufenden Jahr. Wir benötigen jeden Cent, um den Kapazitätsaufbau voranzutreiben, Arbeitsplätze zu schaffen und in F&E zu investieren.

Smart Investor: Was würde es für Ihr Geschäft bedeuten, wenn die Vergütung für eine Kilowattstunde Solarstrom – derzeit wird diese nach dem Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) mit 50 Cent entlohnt – zukünftig stärker als um 5% p. a. absinken würde?

Dr. Schüning: Die Degression der Förderung um 5 bis 6,5% p. a. war zu Beginn aufgrund von Economies of Scale relativ leicht für uns auf der Kostenseite zu kompensieren. Doch das wird mit jedem Jahr etwas schwieriger. Für uns wäre es wichtig, dass sich die Technik vor dem Hintergrund der jetzigen Förderpra-

xis weitere vier bis fünf Jahre entwickeln könnte, dass wir auf verlässliche Rahmenbedingungen bauen können. Im Jahr 2011 oder 2012 werden wir sehr wahrscheinlich in der Lage sein – zumindest in einzelnen Ländern mit einer hohen Sonneneinstrahlung – konkurrenzfähig im Wettbewerb mit anderen Energieträgern bestehen zu können. Danach wäre gegen eine Degressionsanhebung sicherlich nichts einzuwenden.



Dr. Hartmut Schüning

Smart Investor: Wie verläuft der bereits gestartete Ausbau der Produktionskapazitäten?

Dr. Schüning: Nachdem wir Anfang Februar einen Liefervertrag mit der Elkem-Gruppe über metallurgisches Silizium abschließen konnten, bauen wir unsere Kapazitäten schneller als

Q-CELLS

Die Historie der Q-Cells AG liest sich wie eine Erfolgsgeschichte aus dem Lehrbuch. Nach der Gründung im Jahr 1999 nahm das Unternehmen Ende 2001 mit 19 Mitarbeitern die Produktion von Silizium-Solarzellen auf. Mittlerweile ist Q-Cells mit einem Jahresumsatz von 540 Mio. EUR und über 900 Mitarbeitern der weltweit mit weitem Abstand führende konzernunabhängige Hersteller von mono- und multikristallinen Solarzellen. Nur noch der japanische Sharp-Konzern kann auf eine höhere Produktion verweisen. Im Unterschied zu anderen Solarunternehmen konzentriert sich Q-Cells dabei allein auf die Fabrikation der Zellen, was die höchsten Margen verspricht. Neben der Zentrale in Thalheim verfügt das TecDAX-Schwergewicht über weitere Niederlassungen in China und Hongkong.

So rasant das Unternehmen in der Vergangenheit bei Umsatz und Ergebnis gewachsen ist, so rasant soll es in Zukunft auch weitergehen. Mit Bekanntgabe der Bilanz 2006 wagte der Vorstand eine ungewöhnlich weitreichende Prognose bis in das Jahr 2009. Dann will der Konzern 1,4 Mrd. EUR umsetzen. 2008 soll es 1 Mrd. EUR sein. Um sich langfristig den für die Produkti-

on immens wichtigen Rohstoff Silizium zu sichern, ging man eine Beteiligung über knapp 18% an der norwegischen REC ein, von der Q-Cells bereits heute Silizium bezieht. Zum weiteren Ausbau der Produktionskapazitäten konnte zuletzt eine Wandelanleihe im Volumen von rund 400 Mio. EUR erfolgreich platziert werden.



ursprünglich geplant aus. Bereits zur Jahresmitte wird die Linie V ihre Produktion aufnehmen können. Damit erreichen wir eine kumulierte Produktionskapazität von 516 Megawatt. Weitere 240 Megawatt werden mit der Linie VI hinzukommen, deren Planung schon jetzt begonnen hat. Hier rechnen wir mit einer Fertigstellung 2008.

Smart Investor: Sie haben sich – was sehr ungewöhnlich ist – bereits zu den Zielen bis zum Jahr 2009 geäußert. Das lässt die Schlussfolgerung zu, dass Sie sich sehr sicher sein müssen, diese Planzahlen auch zu erreichen.

Dr. Schüning: Die Prognose lässt sicherlich Spielraum für positive Überraschungen. Uns ist nämlich auch bewusst, dass das Verfehlen einer Guidance viel Vertrauen zerstört. Wir gehen daher nur mit Zielen an die Öffentlichkeit, die wir nach der Gesamtchau aller Einflussfaktoren auch verlässlich erreichen können.

Smart Investor: Sie haben für die Jahre 2007 und 2008 eine Umsatzrendite von 13% in Aussicht gestellt. Damit würde Ihre Profitabilität gegenüber 2006 trotz steigender Umsätze zurückgehen. Was sind die Gründe hierfür?

Dr. Schüning: Zu Beginn des Jahres sehen wir uns mit fallenden Verkaufspreisen konfrontiert. Gleichzeitig haben wir



Q-Cells-Firmensitz im sächsischen Thalheim

höhere Einkaufspreise zu schultern und Vorlaufkosten für unsere neuen Produktionslinien sowie neue Technologien wie die Dünnschichttechnik zu tragen. Vieles, aber nicht alles können wir über eine Optimierung der Produktionsprozesse und eine Steigerung des Wirkungsgrades ausgleichen. Außerdem haben wir schon zum IPO 2005 gesagt, dass wir für die kommenden Jahre eine Umsatzrendite von 13% sowie eine EBIT-Marge von 20% anstreben. Insofern befinden wir uns – auch was die Profitabilität angeht – voll auf Kurs.

Smart Investor: Der Finanzinvestor Good Energies hat seinen Anteil zuletzt auf knapp unter 50% aufgestockt. Welche Ziele verfolgt nach Ihren Eindrücken Good Energies?

Dr. Schüning: Hinter Good Energies stehen die Eigentümer der Bekleidungskette C&A. Wir wissen, dass dieser Investor keinerlei strategisches Interesse an Q-Cells hat, sondern die Anlage in unsere Aktie als langfristige Finanzbeteiligung ansieht.

Smart Investor: Besten Dank für das Gespräch.

Interview: Marcus Wessel

Anzeige

feel estate Der aktuelle Geschäftsbericht 2006

der Deutsche EuroShop ist jetzt abrufbar unter:
www.deutsche-euroshop.de/ir



DES
Deutsche EuroShop

TURNAROUND

GFT Technologies AG

*eBusiness reloaded**Ehemaliger Neuer Markt-Highflyer startet nochmals durch*

Die St. Georgener GFT – Gesellschaft für Technologietransfer – gehört zu den großen Internet- und eBusiness-Dienstleistern in Deutschland. Bereits 1987 gegründet, kennzeichnete lange Jahre über eine stete Aufwärtsentwicklung den Geschäftsverlauf – bis das Unternehmen 2001 voll von der IT-Krise getroffen wurde. Im abgelaufenen Geschäftsjahr schwenkte GFT wieder auf den Wachstumspfad ein. Offizielles Ziel: Bis 2011 soll der Umsatz auf 350 Mio. EUR verdoppelt werden.

Imposante Kundenliste

Die Leistungen von GFT reichen von Beratung, Systemintegration, Anwendungsentwicklung und -betrieb bis hin zu Outsourcing von IT-Einkaufsprozessen. Leistungsschwerpunkte liegen im Bereich der Finanzdienstleistungs-IT sowie Post&Logistik, auf Portal-lösungen zur Unterstützung von Marketing, Vertriebs- und Serviceprozessen und Software beziehungsweise Lösungen für Dokumenten-Prozessmanagement. Die Kundenliste reicht von der Allianz bis zu Merrill Lynch, von verschiedenen großen Post- und Logistikunternehmen bis zur Deutschen Bank und von Neckermann bis zu DaimlerChrysler. Etwa 1.050 Mitarbeiter betreuen an 20 Standorten in Deutschland, Brasilien, England, Frankreich, Indien, Österreich, der Schweiz, Spanien und den USA die Kunden.

1999 ging GFT an den Neuen Markt und entwickelte sich zum absoluten Highflyer. Der Kurs verzweifachte sich binnen acht Monaten auf knapp 92 EUR (splitbereinigt), um in der Folge bis auf 0,95 Cent förmlich zusammenzubrechen. Einen Kursverlauf wie den von GFT dürfte Altmeister Kostolany im Sinn gehabt haben, als er das Gleichnis vom Herrchen und dem Hund schuf. Bei 92 EUR pro Aktie war der Hund gewissermaßen außer Sichtweite

GFT TECHNOLOGIES			
BRANCHE	INFORMATIONSTECHNOLOGIE		
WKN	580 060	AKTIENZAHL (Mio.)	26,33
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 20.04.07 (EUR)	3,38
MITARBEITER	1.050	MCAP (Mio. EUR)	90,0

	2007E	2008E	2009E
UMSATZ (Mio. EUR)	210,5	245,0	285,0
% GGÜ. VJ.	+21,0%	+16,4%	+16,3%
EPS (EUR)	0,27	0,37	0,48
% GGÜ. VJ.	+42,0%	+37,0%	+29,7%
KUV	0,43	0,37	0,32
KGv	13,0	9,1	7,0

(Smartinvestor-Schätzungen)



vorausgeleitet. Heute ist das Herrchen, also das Unternehmen, ein gutes Stück vorangekommen, während der Hund bei Kursen um 3,40 EUR noch irgendwo im Dickicht verharret.

Turnaround vollzogen

Von 2001 bis 2004 machte GFT zusammengerechnet 2 EUR Minus pro Aktie, erst 2005 gelang hauchdünn der Sprung in die schwarzen Zahlen, allerdings unter leichten Umsatzverlusten auf 120 Mio. EUR. Das erste echte Wachstumsjahr seit langem war nun 2006: Der Umsatz kletterte um 44% auf 173,9 Mio. EUR, der Gewinn stieg auf 0,19 EUR je Anteilsschein. Für die Zukunft ist Unternehmensgründer und Vorstandsvorsitzender Ulrich Dietz ausgesprochen positiv gestimmt: Es sei eine deutlich gestiegene Investitionsbereitschaft zu spüren, die sich unter anderem in langfristigen Aufträgen niedergeschlagen habe. Diese Langfristigkeit dürfte es auch sein, die Dietz zu den für seine Verhältnisse ausgesprochen forschen Zukunftsaussagen ermuntert hat.

Gearbeitet wird an der weiteren Internationalisierung der Geschäfte, denn 63% des Umsatzes stammen noch aus Deutschland. Großbritannien (9%) und Spanien (8%) sind dagegen die wichtigsten Auslandsmärkte. Besonderes Wachstum erwartet GFT vom Bereich Outsourcing, da immer mehr Unternehmen IT-Leistungen lieber einkaufen als die eigenen IT-Abteilungen wieder auszuweiten.

Fazit

GFT war stets ein bodenständiges, solide geführtes Unternehmen aus dem Schwarzwald, das durch die frühe Beschäftigung mit dem Internet und die seinerzeitige Beteiligung des Großkunden Deutsche Post am Neuen Markt extrem gepusht worden war. Mit zwei Kapitalerhöhungen 2000 und 2002 sammelte GFT das Geld ein, um den Konsolidierungsprozess als Chance wahrnehmen zu können. Mit 24 Mio. EUR Cash in der Bilanz werde man weiter sinnvoll akquirieren, kündigte Dietz an. Für das laufende Jahr ergibt sich ein KGV von 13, das für 2008 bei Erreichen der Wachstumsziele sogar in den einstelligen Bereich rutscht – und dabei sind die 0,90 EUR pro Aktie liquide Mittel nicht eingerechnet. GFT wurde als Internet- und eBusiness-Unternehmen von der Börse über Gebühr abgestraft, jetzt hinkt der Kurs dem Geschäftsverlauf und den -aussichten hinterher, so dass die Gefahr größerer Enttäuschungen und damit Rücksetzer bei Kursen um 3,40 EUR eher gering erscheint.

Stefan Preuß

Zentiva N.V. (Tschechien)

Gesundes Wachstum

Die Investition in Pharma-Titel gleicht heutzutage oft einer Wette auf Zulassung und Erfolg von Wirkstoffen. Das Geschäft von Generika-Herstellern kann diese Fantasie nicht bieten, dafür aber höhere Verlässlichkeit des Geschäftsverlaufs. Die tschechische Zentiva hat in den vergangenen vier Geschäftsjahren 2003 bis 2006 ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 16,6% erzielt und den Gewinn pro Jahr um 25% gesteigert. Der Umsatz 2006 betrug 619 Mio. USD.

Akquisition in der Türkei

Dieses Wachstum wurde durch erfolgreiche Akquisitionen in Tschechien, der Slowakei sowie in Rumänien realisiert. Das organische Wachstum für das laufende Jahr und für 2008 beziffert das Management mit jeweils 10% bei stabilen Margen. Dabei dürfte der Markt in Tschechien stagnieren, das Wachstum wird in den baltischen Staaten, Russland, Polen, der Ukraine und Bulgarien gesehen. Nun wurde der Generika-Hersteller Eczacibasi akquiriert. Die Nummer drei in der Türkei verbuchte 2006 einen Umsatz von 251 Mio. USD bei einem Reingewinn von 21 Mio. USD. Damit steigt der Umsatzanteil, der außerhalb Tschechiens generiert wird, auf etwa zwei Drittel.

Positive Reaktion

Die Börse hat diese Akquisition begrüßt und die Zentiva-Aktie um etwa 25% auf mehr als 50 EUR steigen lassen, was bei den aktuellen Gewinnschätzungen einem KGV 07e von 19 entspricht. Damit ist viel an guter Zukunft eingepreist, unter anderem die erfolgreiche Eingliederung des Neuerwerbs im Konzern. Dennoch: Die Wachstumsstory von Zentiva könnte nach wie vor erst am Anfang stehen, denn das Unternehmen ist in vielen Ländern, deren Gesundheitsmarkt noch sehr stark wächst, bestens positioniert oder Marktführer im Generika-Bereich. So betragen die durchschnittlichen Ausgaben für Medikamente in Russland pro Kopf

und Jahr derzeit etwa 50 USD mit steigender Tendenz. In vielen ehemaligen GUS-Staaten wie der Ukraine liegen die Ausgaben deutlich darunter, in Rumänien bei etwa 60 USD. Der Durchschnitt in Westeuropa liegt bei etwa 370 USD. Von steigender Kaufkraft in diesen Ländern würde Zentiva besonders profitieren, da erfahrungsgemäß ein großer Teil zukünftig verfügbarer Budgets in Gesundheit investiert wird.

Breite Produktpalette

Zentiva hat nicht zuletzt durch die Akquisitionen die Produktpalette qualitativ und quantitativ erheblich ausweiten können. Neben den üblichen Generika wie Schmerzmitteln haben die Tschechen auch anspruchsvolle Medikamente etwa aus der Urologie, Frauenheilkunde oder Epilepsiebehandlung im Sortiment. Mehr als 100 Medikamente stehen noch vor der Zulassung in den einzelnen Ländern, so dass auch durch die weitere Diversifizierung des Angebotes Wachstumsimpulse zu erwarten sind. Der Preis für das große Sortiment ist eine noch akzeptable, aber mittlerweile ansehnliche Schuldenlast, die vor der Eczacibasi-Akquisition bei 20% des Umsatzes lag. Die Zinszahlungen lassen dem Unternehmen Raum für eine lediglich kosmetische Dividendenpolitik. Etwa 15% der Gewinne sollen zukünftig ausgeschüttet werden, was für die Zahlung im laufenden Jahr auf eine Dividendenrendite von lediglich 0,9% hinausläuft.

Fazit

Das Zentiva-Management hat in den vergangenen Jahren erfolgreich gearbeitet, indem nicht nur strategisch wertvolle Akquisitionen zu vernünftigen Preisen getätigt, sondern auch die jeweilige Integration und die Realisierung der Synergieeffekte offenbar vorbildlich umgesetzt wurden. Anders ist die Bruttogewinnmarge von 64% für 2006 nicht zu erklären. Allerdings ist die Aktie im Gegenzug nicht billig. Wer auf kontinuierliches Wachstum in Osteuropa setzt, kann an schwachen Tagen dennoch einsteigen, denn als Zyklischer wird Zentiva vom allgemeinen Aufschwung profitieren. Entsprechend verhält es sich mit dem Risiko: Kommen die osteuropäischen Staaten wirtschaftlich nicht wie erhofft voran, sind die Wachstumsziele nicht zu erreichen. Angesichts des hohen Kursniveaus drohten dann herbe Rücksetzer.

Stefan Preuß



Für die Expansion in den osteuropäischen Raum ist Zentiva hervorragend aufgestellt





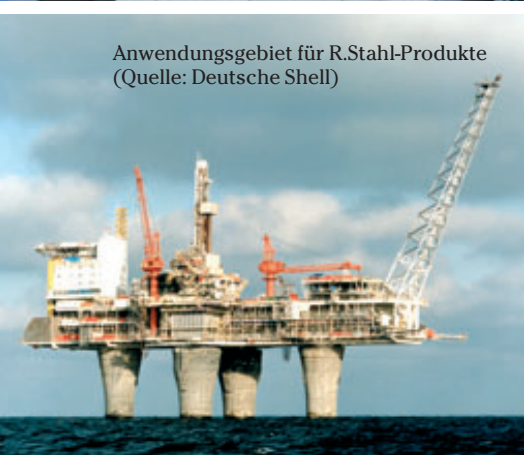
Zylinderkopfdichtung von ElringKlinger
(Quelle: ElringKlinger)



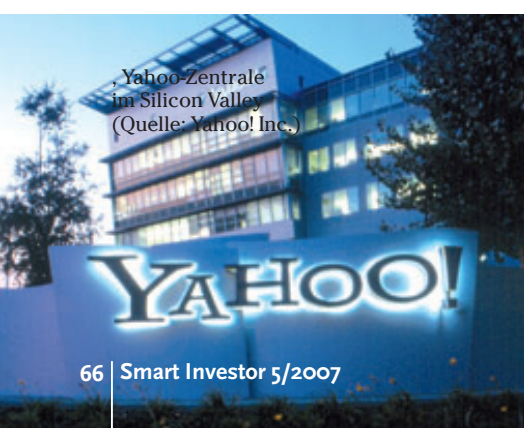
Heizungsthermostat
von Techem
(Quelle: Techem)



GoYellow-Firmensitz
in München
(Quelle: GoYellow)



Anwendungsgebiet für R.Stahl-Produkte
(Quelle: Deutsche Shell)



Yahoo-Zentrale
im Silicon Valley
(Quelle: Yahoo! Inc.)

NACHRICHTEN AUS DEN UNTERNEHMEN

Der Aufschwung hinterlässt seine Spuren

Ausblicke zumeist positiv

Yahoo!: Enttäuschendes Quartal

Für Missstimmung im Tech-Sektor sorgte die Bilanz des Internetkonzerns Yahoo! Während Konkurrent Google weiterhin mit hohen zweistelligen Wachstumsraten glänzt, verbuchte der einstige Primus unter den Suchmaschinenbetreibern im ersten Quartal sogar einen Gewinnrückgang. Der Überschuss sank um 11% auf 142 Mio. USD oder 10 Cent je Aktie. Analysten gingen im Konsens von 11 Cent aus, was auch nicht wirklich berauschend gewesen wäre. Auch das Umsatzwachstum konnte die Marktschätzungen nicht erreichen. Es deutet immer mehr darauf hin, dass dem Konzern eine klare Strategie fehlt. Der Druck, den Google ausübt, zeigt sich auch in den Marktanteilen. Google erreicht im ersten Quartal bei den in den USA genutzten Suchmaschinen einen Marktanteil von 48%, Yahoo! musste sich dagegen mit einem Wert von 27,5% begnügen.

SI-Kommentar: Der Kurssturz nach den Zahlen deutet an, dass die Wachstumsstory vorerst auch an der Börse ihr Ende gefunden hat. Wer unbedingt in das Internet investieren will, sollte eine Google-Aktie präferieren.

Techem: Spürt die Macht der Hedgefonds

Der Fall CeWe Color hat in den letzten Wochen für reichlich Schlagzeilen gesorgt. Auch bei der Techem AG kauften sich zuletzt mehrere Hedgefonds ein, die den Vorstand auf der Hauptversammlung u. a. zur Ausschüttung von rund 80% des Jahresüberschusses in Form einer Dividende drängten und eine Begrenzung des genehmigten Kapitals vornahmen. Zudem entsandten sie ihre Vertreter in den Aufsichtsrat. Erst vergangenes Jahr entbrannte um das Unternehmen zwischen der australischen Macquarie und BC Partners ein Übernahmewettstreit, im Zuge dessen sich verschiedene Finanzinvestoren wie

Elliott International und The Liverpool Limited Partnership Anteile sicherten. Aktuell dürften diese knapp 40% an Techem halten. Wie es nach der gescheiterten Übernahme weitergeht und ob die „Heuschrecken“ erneut ihrem hierzulande wenig vorteilhaften Image gerecht werden, dürfte spannend zu beobachten sein.

SI-Kommentar: Die Marke von 55 EUR hat sich als stabile Unterstützung herausgebildet. Investierte Anleger sollten zur Absicherung ihrer Gewinne einen Stop Loss knapp unterhalb dieses Niveaus setzen.

GfK: Akquisitionen bleiben ein Thema

Nachdem dem Nürnberger Marktforscher GfK (Gesellschaft für Konsumforschung) 2006 der Sprung über die Umsatzmilliarde gelungen ist, will Vorstandschef Klaus Wübbenhorst sein Unternehmen auch weiterhin auf Wachstumskurs halten. Auf der Bilanz-PK äußerte er sich dahingehend, in den nächsten Jahren beim Umsatz die Marke von 1,5 Mrd. EUR anzupeilen. Dazu könnten wie schon in der Vergangenheit erneut Akquisitionen beitragen, zumal die Übernahme der NOP World-Gruppe mittlerweile verdaut ist. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet Wübbenhorst zunächst einmal mit einem organischen Wachstum von mehr als 5%.

SI-Kommentar: Die Börse reagierte enttäuscht auf das Zahlenwerk und den Ausblick, eigentlich unverständlich. Insbesondere von dem gegenwärtigen konjunkturellen Aufschwung sollten Marktforscher wie GfK profitieren.

ElringKlinger: Einzigartige EBIT-Marge

Trotz weiterhin hoher Belastungen aus den Rohstoff- und Energiepreisen gelang es ElringKlinger 2006, die ohnehin bereits für die Automobilzulieferer-Branche hohe operative Marge von 16,3% auf 17,7% zu verbessern. In absoluten Zahlen entspricht das einem EBIT von 93,3 Mio. EUR (2005:



77,2 Mio. EUR). Die Erlöse legten in der Gruppe um 11,3% auf 528 Mio. EUR zu. Besonders das Erstausrüstergeschäft und die Region Asien konnten positiv überraschen. Auch der Trend zu schärferen Emissionsgrenzwerten und Dieselmotoren kam dem Unternehmen zugute. Pro Aktie verdiente Elring-Klinger 3,01 EUR (2005: 2,21 EUR). Mit Blick auf das laufende Geschäftsjahr stellt der Vorstand ein 5 bis 7%iges Umsatzplus in Aussicht. Für das Ergebnis sieht das Unternehmen eine Steigerung um 10% als realistisch an.

SI-Kommentar: Die Ausnahmestellung hinsichtlich der Profitabilität reflektiert auch die aktuelle Börsenbewertung von rund 1 Mrd. EUR. Damit ist das Papier in jedem Fall kein Geheimtipp mehr.

Kontron: Optimistisch für 2007

Es war ein außerordentlich erfolgreiches Jahr für unseren ehemaligen Musterdepot-Wert Kontron. Der Echinger Hersteller von sogenannten „Mini“-Computern, die als Schaltgehirn in zahlreichen Applikationen wie das Handy, Laptops und Geldautomaten zum Einsatz kommen, erwirtschaftete im zurückliegenden Geschäftsjahr einen neuen Rekordüberschuss von 25,7 Mio. EUR. 2005 belief sich der Reingewinn noch auf 16,5 Mio. EUR. Bei den Umsätzen übersprang der Konzern die Marke von 400 Mio. EUR (2005: 300,4 Mio. EUR). Vorstandschef Hannes Niederhauser prognostiziert für das laufende Jahr ein währungsbereinigtes zweistelliges Umsatzwachstum bei einer abermals überproportionalen Ergebnissteigerung. Ein Überschuss von knapp 40 Mio. EUR scheint angesichts des bereits im vierten Quartal erreichten Margenniveaus von über 10% eine realistische Zielmarke zu sein.

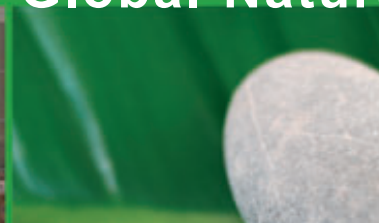
SI-Kommentar: Kontron hat die Erwartungen der Analysten mit dem vorgelegten Zahlenwerk übertreffen können. Vor dem Hintergrund des hohen Wachstumstempos lässt ein KGV von 17 weiteren Spielraum für Kurssteigerungen.

Baader: Hausse-Profiteur!

Die Wertpapierhandelsbank Baader kann mit dem bisherigen Verlauf des Geschäftsjahres zufrieden sein. Das turbulente erste Quartal an den Aktienmärkten hat keine Schleifspuren in der Bilanz hinterlassen, im Gegenteil. So weisen die Münchener für den Zeitraum Januar bis März ein Vorsteuerergebnis von

Anzeige

Global Natural Resources 2007



5. IRC Investor Relations Conference

Robert Friedland am 24. Mai 2007 in Zürich

Die AXINO AG, Stuttgart, organisiert in Zusammenarbeit mit FREI PARTNERS, Zürich, die 5. IRC Investor Relations Conference und präsentiert gemeinsam mit **Robert M. Friedland**, dem Chairman von **Ivanhoe Mines Ltd** und einer der bekanntesten Persönlichkeiten aus der Minenindustrie, elf börsennotierte Unternehmen aus dem Rohstoffsektor. Darunter finden sich Unternehmen wie **Kirkland Lake Gold Inc.** (TSX: KGI), **sxr Uranium One** (TSX: SXR), **Silvercorp Metals Inc.** (TSX: SVM), **Agnico-Eagle Mines Ltd** (TSX: AEM) sowie dem aktuellen Highflyer **Commerce Resources Corp.** (TSX-V: CCE) und weitere mehr.

Robert M. Friedland, Ivanhoe Mines Ltd.

Robert M. Friedland ist Gründer und Vorsitzender der Ivanhoe Mines Ltd., einem Milliardenunternehmen deren beachtliche Kupfer- und Goldentdeckungen in der Mongolei während der letzten vier Jahre einen regelrechten Goldrausch ausgelöst hat.

Als einer der bekanntesten Persönlichkeiten der Minenindustrie wurde Herr Friedland von der Mongolischen Regierung für seine Verdienste im Ressourcensektor mehrfach mit dem fortlaufenden "Investor Envoy of the Year" ausgezeichnet.

1996 wurde er von dem Prospectors und Developers Association of Canada, PDAC, zum „Developer of the Year“ für seine Arbeit im Bereich Aufbau und Finanzierung von Explorationsgesellschaften auf der ganzen Welt ernannt.

Interessenten können sich telefonisch unter **+49 (711) 253592-30**, per E-Mail unter **service@ir-conference.com** oder über **www.ir-conference.com** registrieren.

Veranstalter	Veranstaltungsort	Datum / Uhrzeit
AXINO AG Königstraße 26 70173 Stuttgart www.ir-conference.com	Hotel Baur au Lac Talstrasse 1 CH-8001 Zürich www.bauraulac.ch	24. Mai 2007 8.30 bis 17.00 Uhr Empfang: Salon I Präsentation: Le Petit Palais

11,8 Mio. EUR bzw. einen Überschuss von 8,7 Mio. EUR aus. Damit konnte das hohe um Einmalerträge bereinigte Vorjahresergebnis nahezu wieder erreicht werden. Mit Blick auf die Neuverteilung der Skontren an der Börse Frankfurt muss einem um Baader nicht bange sein. Diese bezog sich ohnehin nur auf den Regelten Markt. Baader ist und bleibt dagegen vor allem bei Auslandswerten stark.

SI-Kommentar: Wer an haussierende Börsen glaubt, der muss Makler-Aktien wie eine Baader in seinem Depot haben. Das Unternehmen gehört zu den Platzhirschen im Wertpapierhandel.

Funkwerk: Endlich wieder positive Schlagzeilen!

Der thüringische Telematik- und Telekommunikationskonzern Funkwerk scheint das Tal der Tränen hinter sich gelassen zu haben. Nach mehreren Prognoseverfehlungen und einem enttäuschenden Jahr 2006 konnte das Unternehmen zuletzt seine Planzahlen für 2007 nach oben anpassen. Statt der ursprünglich anvisierten 255 Mio. EUR Umsatz erwartet der Vorstand nunmehr Erlöse von 300 Mio. EUR bei einem EBIT von 15 Mio. EUR (zuvor: 13 Mio. EUR). Dazu sollen Produktneuheiten und Akquisitionen gleichermaßen beitragen. Vor allem der restrukturierte Geschäftsbereich Traffic & Control Communication soll von der steigenden Nachfrage nach Videoüberwachungs- und Informationssystemen profitieren. Da passt es

ins Bild, dass Funkwerk Mitte April einen Großauftrag über 40 Mio. EUR bekannt geben konnte. Demnach liefern die Thüringer explosions- und staubgeschützte Kommunikationssysteme an einen namentlich nicht genannten Öl- und Gasproduzenten.

SI-Kommentar: Mit Funkwerk ist wieder zu rechnen. Schneller als von uns erwartet kehrt das Unternehmen auf den Wachstumspfad der Vergangenheit zurück.

Auch auf dem erhöhten Kursniveau bleibt das Papier eine aussichtsreiche Depotbeimischung.

R. Stahl: Konzentration auf Explosionsschutz

Nach dem Verkauf der Fördertechnik und der Informationstechnik konzentriert sich der R. Stahl-Konzern ganz auf das renditestarke Geschäft im Bereich Explosionsschutz. Eine Strategie, die auch in 2006 aufgegangen ist. Die rege Nachfrage seitens der wichtigsten Abnehmerbranchen – dazu zählen die Öl- und Gaswirtschaft, die chemische und pharmazeutische Industrie – ließ den Umsatz um 11% auf 167 Mio. EUR ansteigen. Noch besser lief es auf der Ergebnisseite. Das EBT (Ergebnis vor Steuern) kletterte von 13,0 Mio. EUR in 2005 um 27% auf 16,5 Mio. EUR. Bislang deutet alles daraufhin, dass der Aufwärtstrend auch im laufenden Geschäftsjahr anhalten wird. Längerfristig – d. h. in drei bis fünf Jahren – strebt Vorstand Martin Schomaker eine Ausweitung der Umsätze auf 250 bis 300 Mio. EUR an. Hierzu sollen auch gezielte Akquisitionen beitragen.

SI-Kommentar: R. Stahl eignet sich als indirekte Rohstoffspekulation. Bei anhaltend hohen Energiepreisen dürfte die Auftragsituation ein neues Rekordergebnis zulassen.



Bavaria Industriekapital: Turbulente Wochen

Gerüchte über die Insolvenz einer Beteiligung sowie eine bedrohliche finanzielle Schieflage bei einem weiteren Unternehmen brachten den Aktienkurs der Bavaria Industriekapital entgegen dem freundlichen Marktumfeld unter Druck. Schließlich sah sich der Vorstand zu einer Stellungnahme gezwungen, in der er die Insolvenz der französischen Steeltech bestätigte, gleichzeitig aber erklärte, der Insolvenzantrag sei ohne Abstimmung mit Bavaria von dem ehemaligen Geschäftsführer gestellt worden. Man habe bereits Berufung gegen den Insolvenzantrag eingelegt, da Steeltech weder überschuldet noch zahlungsunfähig sei. Die Gerüchte um eine drohende Pleite betreffen den Automobilzulieferer Paulmann & Crone. Hier würden derzeit intensive Gespräche über eine Refinanzierungslösung geführt. Auch werde über weitere Großaufträge verhandelt. Abseits dieser beiden Fälle sorgte das plötzliche Ausscheiden von Vorstand Jan Pyttel für Verunsicherung bei den Anlegern. Angeblich aus „gesundheitlichen Gründen“ wolle sich Pyttel eine Auszeit nehmen. Dass wenige Wochen zuvor Aktien u. a. auch aus Pyttels Besitz zu Kursen von über 60 EUR umplatziert wurden, hat einen etwas bitteren Beigeschmack. Angesichts dieser Gemengelage wundert es nicht, dass die Zahlen und die sehr solide bilanzielle Situation – die Nettoliquidität stieg im Jahresvergleich von 22 auf 52 Mio. EUR an – weitestgehend ignoriert wurden.

SI-Kommentar: Wir relativieren unsere positive Einschätzung, da uns die Art der Kommunikationspolitik nicht gefällt. Schwierige Sanierungen gehören zum Geschäftsmodell einfach dazu, deshalb hätte Bavaria offensiver darüber berichten müssen.

DEAG: Gewinnverdopplung 2007?

Beim Konzertveranstalter DEAG hat sich nach vielen Enttäuschungen der Vergangenheit der Turnaround im abgelaufenen Geschäftsjahr bestätigt. Trotz hoher im vierten Quartal verbuchter Werbekosten für kommende Veranstaltungen gelang es dem Unternehmen, das operative Ergebnis nach vorläufigen Zahlen um rund 50% auf mindestens 3,0 Mio. EUR zu verbessern. Fortschritte wurden u. a. bei den Finanzierungskosten erzielt. So konnten alle Bankverbindlichkeiten zurückgeführt und die ausstehende Wandelschuldverschreibung zu 99% gewandelt werden. Dank der gut gefüllten Pipeline an Konzerten und Tourneen (Justin Timberlake, Anna Netrebko und Rolando Villazón, Beyoncé) rechnet DEAG für 2007 mit einer EBIT-Verdopplung auf 6,0 Mio. EUR. Die Umsätze sollen rein organisch auf über 100 Mio. EUR steigen. Daneben teilte DEAG mit, dass der Jahresabschluss 2005 im Rahmen einer routinemäßigen Untersuchung von der



Malerisch gelegen: Die Firmenzentrale von Funkwerk in Köllda

Deutschen Prüfstelle für das Rechnungswesen begutachtet wird. Die Ergebnisse werden aber keine nennenswerten Auswirkungen auf das gemeldete Zahlenwerk haben.

SI-Kommentar: Das Vertrauen in die Aussagen des Vorstands nimmt nach zahlreichen Enttäuschungen der Vergangenheit merklich zu. Die DEAG-Aktie eignet sich als spekulative Depotbeimischung im Mediensektor.



GoYellow: Gelbe Kooperation beflügelt Aktienkurs

Seit dem Einstieg des Gelbe Seiten-Managers Eberhard Tackenberg im vergangenen Dezember hat sich die Aktie des Internet-Auskunftsportals GoYellow im Wert mehr als verdoppeln können. Für einen weiteren Kurssprung um über 15% sorgte die Meldung, wonach 16 Gelbe Seiten-Verlage eine 10%ige Beteiligung an GoYellows gleichnamigem Auskunftportal eingegangen sind. Dafür zahlten sie 1 Mio. EUR an GoYellow. Daneben haben sich die Verlage verpflichtet, eine einmalige Lizenzgebühr über 5 Mio. EUR zu entrichten, die ihnen ein exklusives Vertriebsrecht einräumt. Mit dem starken Partner wächst die Hoffnung, dass es GoYellow gelingen kann, neue Werbekunden für den eigenen Internetdienst zu gewinnen. Für einen garantierten Mindestumsatz von 6 Mio. EUR wird der neue Anteils-eigner bis Ende 2008 bereits sorgen.

SI-Kommentar: Viele hatten GoYellow bereits tot geglaubt angesichts des massiven Kapitalverzehr der letzten Jahre. Mit diesem Deal ist die Gesellschaft um CEO Peter Harisch nun wieder mit von der Partie im Auskunftsgeschäft.

SoftM: Wichtige Weichenstellung

Die Münchener Softwareschmiede SoftM AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr den Umsatz leicht auf 83 Mio. Euro (Vj.: 80,6 Mio. EUR) steigern können. Beim Ergebnis vor Steuern (EBT) gab es dagegen einen starken Einbruch auf 0,1 Mio. EUR (Vj.: 2,1 Mio. EUR). Trotzdem soll für das abgelaufene Geschäftsjahr eine Dividende von 0,05 Euro je Anteilsschein gezahlt werden. Der Rückgang beim Ergebnis ist laut Vorstandsvorsitzenden Dr. Merten überwiegend auf die Übernahme der ERP-Software „Semiramis“ und schwächer als erwartete Lizenzverkäufe bei der Markteinführung des neuen ERP-Systems „Greenax“ zurückzuführen. Von „Semiramis“ erhofft sich das Unternehmen eine Ausweitung ihrer Aktivitäten auf den stark wachsenden Bereich für Java-basierte ERP-Systeme. ERP-Systeme verbinden die verschiedenen Wertschöpfungsaktivitäten eines Unternehmens wie Produktion, Einkauf und Vertrieb.

SI-Kommentar: Mit „Semiramis“ ist SoftM eine vielversprechende Erweiterung des Produktportfolios geglückt. Es bleibt abzuwarten, inwieweit es gelingt, die sich ergebenden Synergiepotenziale zu nutzen und Kannibalisierungseffekten mit den eigenen Produkten vorzubeugen. Bis jetzt hat die Börse die Übernahme noch nicht honoriert. Seit Dezember hat die Aktie über 20% an Wert eingebüßt.

IBS: Siemens bietet 5,00 EUR!

Die Nachricht, wonach der Siemens-Konzern den Aktionären der IBS AG ein Übernahmeangebot über 5,00 EUR pro IBS-Papier unterbreiten will, dürfte für die meisten Beobachter mehr als überraschend gekommen sein. Denn der Aktienkurs befand sich nach den eher verhaltenen Q4-Zahlen vielmehr auf dem geordneten Rückzug. Vielleicht hat Siemens auch nur auf eine solche Kurschwäche gewartet. Die Münchener wollen die IBS-Lösungen zum Qualitäts- und Produktionsmanagement in ihren Geschäftsbereich Automation & Drives (A&D) integrieren und auf diesem Wege das eigene Software-Portfolio um einen weiteren Mosaikstein ergänzen. Die Familie des IBS-Gründers und Vorstandsvorsitzenden Dr. Klaus-Jürgen Schröder, die in Summe rund 43% der Anteile kontrolliert, hat bereits eine verbindliche Zusage zur Annahme des Angebots abgegeben. Die Transaktion steht unter dem Vorbehalt, dass Siemens mindestens 75% der Aktien angedient werden.

SI-Kommentar: Auf eine Kursschwäche zu warten und erst dann die Katze aus dem Sack zu lassen, zeugt von Cleverness. Da sich der Schröder-Clan schon positiv zu der Offerte geäußert hat, dürfte die Spekulation auf eine Nachbesserung in den kommenden Wochen eher auf Sparflamme kochen.



IBS-Sitz in Höhr-Grenzhausen

BayWa: Handelskonzern mit Potenzial

Der BayWa-Konzern erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006 bei einem Umsatzanstieg von 11,7% auf 7,3 Mrd. EUR ein Plus beim Jahresüberschuss von knapp 48% auf 57,4 Mio. EUR. Dabei trugen alle drei BayWa-Segmente (Agrar, Baustoffe, Energie) zu diesem erfreulichen Ergebnis bei. Insbesondere der milde Winter 2006, die deutlich anziehende Baukonjunktur und die höheren Heizölpreise sorgten für Auftrieb beim Münchner Handelskonzern. Auch für 2007 geht Vorstand Wolfgang Deml von einer weiter positiven Entwicklung auf Konzernebene aus. Laut Aussagen des Managements auf der Bilanzpressekonferenz haben mittlerweile auch angelsächsische Fonds an BayWa Anteile erworben.

SI-Kommentar: BayWa ist ein extrem gut und zugleich konservativ geführter Handelskonzern, der noch sehr viel Entwicklungspotenzial in sich birgt, was auch der Einstieg der angelsächsischen Fonds belegt. Unseren Ausstieg im Musterdepot bereuen wir inzwischen sehr und denken daher über einen Wiedereinstieg nach.

MUSTERDEPOT

Auf dem falschen Fuß erwischt

So plötzlich die Korrektur einsetzte, so plötzlich war sie dann auch wieder vorbei. Mittlerweile notieren viele Indizes sogar auf neuen Mehrjahres- oder Allzeithochs. Mit diesem Tempo konnte unser Musterdepot zuletzt nicht Schritt halten.

Es gilt, konsequent zu sein

Die Rasanze der Erholung hat uns – das müssen wir klar zugeben – überrascht. Der Anfang des Jahres gestartete Liquiditätsaufbau durch den Verkauf mehrerer Titel (BayWa, Kontron, Stratec, BB Medtech), von deren fundamentalen Aussichten wir nach wie vor überzeugt waren und sind, kostete uns über die letzten Wochen einige Prozentpunkte an Performance. Hinzu kam, dass die als Absicherung eingekauften Derivate und in etwas abgeschwächter Weise auch die USD-Anleihe ihre Kursverluste zum Teil deutlich ausweiteten. Um einen Totalverlust zu verhindern, haben wir das gehebelte DAX-Short-Zertifikat mittlerweile verkauft. Der Markt zwang uns förmlich dazu. Das Minus von 65% schmerzt besonders, weil wir zwischenzeitlich mit unserem Schein bereits ein Kursplus in vergleichbarer Größenordnung auf dem Papier verbuchen konnten. Noch teurer käme es jedoch, wenn wir die Realitäten ausblenden und stur auf unserer Marktmeinung beharren würden. In Zukunft werden wir versuchen, ein von uns prognostiziertes Gesamtmarktrisiko vollständig über Derivate abzubilden und im Gegenzug auf einen Verkauf von Einzelwerten zu verzichten. Denn obwohl wir mit Aktien wie BayWa und Stratec respektable Gewinne einfuhren, haben wir den Großteil der Kursperfor-

mance aufgrund unseres vorzeitigen Ausstiegs verpasst. Dass uns an einer konsequenten und nachvollziehbaren Handlungsweise gelegen ist, zeigt auch der Verkauf der in US-Dollar ausgestellten Bundesanleihe. Nachdem sich die Entwicklungen sowohl beim Dollar als auch bei den Zinsen gegen uns wandten, machte es keinen Sinn mehr, noch länger an dieser Position festzuhalten.

Zahlreiche Neuzugänge

Dafür bestückten wir das Musterdepot mit Aktien, die wie TUI und Krones zunehmend Aufwärts-Momentum entwickeln und wie die österreichische Voestalpine eine interessante Story aufzuweisen haben. Der Industriekonzern will den ebenfalls österreichischen Edelstahlproduzenten Böhler-Uddeholm übernehmen. Ein erstes Aktienpaket über knapp 21% konnte sich Voestalpine bereits von der Fries-Gruppe zu einem Preis von 69 EUR je Anteil sichern. Da die Böhler-Aktie bereits bei 72 EUR notiert, scheint die Börse auf eine Erhöhung des Angebots zu spekulieren. Mit TUI setzen wir auf den Hunger von Private Equity-Investoren, die immer stärker den deutschen Aktienmarkt für sich entdecken. Die Zerschlagungsfantasie liegt förmlich auf der Hand. Zuletzt profitierte der Wert von Spekulationen um einen Einstieg der Geschwister Herz. Diese

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EUR)

STICHTAG: 20.4.2007

PERFORMANCE: +7,3% SEIT JAHRESANFANG (DAX: +11,3%); +2,9% GG. VORMONAT (DAX: +6,4%); +168,1% SEIT DEPOTSTART (DAX: +187,1%)

	WKN	BRANCHE/ LAND	SIP* C/R*	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT	WERT AKT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	SEIT KAUF
ARQUES INDUSTRIES [D]	515 600	SANIERUNGSSPEZ.	C 6/6	700	27.10.2003	1,60	20,60	14.420	5,4%	+15,7%	+1187,5%
PALFINGER [ÖST]	919 964	SPEZIALKRÄNE	C 5/5	150	21.06.2006	71,87	129,81	19.472	7,3%	+12,9%	+80,6%
D+S EUROPE [D] IK	533 680	OUTSOURCING	C 6/5	1.500	18.10.2006	6,52	10,85	16.275	6,1%	+18,2%	+66,4%
ANVIL MINING [AUS]	A0B 6G3	KUPFER-PRODUZENT	C 6/6	1.000	06.12.2006	7,90	11,24	11.240	4,2%	+11,8%	+42,3%
ADVANCED MEDIEN [D] IK	126 218	MEDIEN	C 7/5	5.000	22.12.2004	1,84	2,43	12.150	4,5%	+27,9%	+32,1%
CANADIAN NATURAL [CAN]	865 114	ÖL- UND GAS	A 6/4	300	28.02.2007	38,18	43,58	13.074	4,9%	+9,2%	+14,1%
CHINA HAIDA [CHN]	A0D 80N	BAU-ZULIEFERER	A 6/4	50.000	11.04.2007	0,169	0,189	9.450	3,5%	-	+11,8%
BANPU [THAI]	882 131	KOHLEPRODUZENT	A 7/5	2.000	04.04.2007	4,72	5,00	10.000	3,7%	-	+5,9%
KRONES [D]	633 500	MASCHINENBAU	A 5/4	100	18.04.2007	144,50	152,73	15.273	5,7%	-	+5,7%
STATOIL [NOR]	675 213	ÖL- UND GAS	A 5/4	500	28.02.2007	19,60	20,58	10.290	3,8%	+1,5%	+5,0%
TUI [D]	TUA G00	TOURISTIK/LOGISTIK	A 7/6	700	11.04.2007	19,57	20,15	14.105	5,3%	-	+3,0%
GOLD FIELDS [SA]	862 484	GOLDPRODUZENT	B 6/5	800	08.11.2006	13,96	14,20	11.360	4,2%	+4,6%	+1,7%
VOESTALPINE [ÖST]	897 200	INDUSTRIEKONZERN	A 5/4	250	11.04.2007	52,75	51,40	12.850	4,8%	-	-2,6%
APPLIED DIG. SOL. [USA] IK	A0B MY0	NETZWERKTECHNIK	D 8/6	3.000	22.11.2006	1,69	1,11	3.330	1,2%	-3,5%	-34,3%
DAX-PUT 6.400 (GS)	GS0 JYT	DAX-AKTIE	B 9/8	3.000	01.02.2007	2,12	1,19	3.570	1,3%	-33,9%	-43,9%

* C/R: gibt Chance und Risiko jeweils auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 9 (hoch) an.

* SIP: Das SI-Potentialometer zeigt an, in welcher Phase einer Kursbewegung sich eine Aktie befindet (von A=„Einstieg jederzeit ratsam“ bis E=„Aktie wirkt angeschlagen“ bzw. F=„Verkauf“) und welche Handlungsprämissen wir hieraus ableiten.

Veränderungen beim C/R oder SIP gegenüber dem Vormonat werden farblich hervorgehoben.

Erhöhungen sind grün und Reduzierungen rot markiert.

** HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

AKTIENSTAND 176.859 66,0%

LIQUIDITÄT 91.240 34,0%

GESAMTWERT 268.099 100,0%

IK: Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum!

dürften nach dem Verkauf ihres Puma-Anteils an die französische PPR den einen oder anderen Euro übrig haben. Bei Krones überzeugte uns die Gesamtschau aus fundamentaler Stärke – der in seinen Aussagen gewohnt konservative Vorstand kündigte für das erste Halbjahr bereits eine deutliche Verbesserung der Gewinnmargen an –, der charttechnischen Konstellation und dem Insiderverhalten. Vorstandschef Volker Kronseder orderte Mitte März Aktien im Gesamtwert von über 660.000 EUR.

Wir setzen auf das Reich der Mitte

Mit dem thailändischen Kohleproduzenten Banpu verstärken wir unser Engagement im Rohstoffbereich, dem mittlerweile fünf Werte unseres Musterdepots angehören. Banpu profitiert insbesondere vom Kohlehungers der Chinesen, wohin der Großteil der geförderten Jahresproduktion von 21 Mio. Tonnen exportiert wird. Um für die Zukunft und das Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft gerüstet zu sein, investiert der Konzern allein 2007 rund 100 Mio. USD in den Ausbau der indonesischen Indomineco-Bontang-Mine. Wir haben 2.000 Aktien zu einem Kurs von 4,72 EUR aufgenommen, nachdem das Papier kraftvoll die alten Jahreshochs überwunden hatte und zuvor auch aus einer mehrjährigen Konsolidierung ausgebrochen war. Für die Aktie spricht neben der Charttechnik auch die latente Übernahmefantasie. Die großen Spieler der Branche wie eine Peabody oder Consol Energy könnten sich Banpu eher früher als später einverleiben wollen.



Auch über China Haida wollen wir am Wachstumshunger der größten asiatischen Volkswirtschaft teilhaben. Der Bauzulieferer produziert Verbundplatten aus Aluminium. Neben den in Aussicht gestellten Umsatz- und Gewinnsteigerungen von jeweils über 20% in den kommenden Jahren lockt das Papier mit einer attraktiven Dividendenrendite von aktuell rund 6%.

Advanced Medien (IK) legt überzeugende Zahlen vor

Bereits seit Ende 2004 fristet die Aktie der Advanced Medien AG zu Unrecht ein Schattendasein in unserem Depot. Weil wir aber von den fundamentalen Aussichten und der Neuausrichtung auf den profitablen Bereich des „Inflight Entertainment“ stets überzeugt waren, haben wir dem Wert über die lange Zeit die Treue gehalten. Das scheint sich nun auszuzahlen. Nach Bekanntgabe der vorläufigen Zahlen zum Geschäftsjahr 2006, das nach der Konsolidierung der übernommenen Inflight Productions zum ersten

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE UND VERKÄUFE

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE	WKN	KURS	STÜCKZAHL	KAUFWERT
BANPU	882 131	4,72	2.000	9.440,00
TUI	TUA G00	19,57	700	13.699,00
VOESTALPINE	897 200	52,75	200	10.550,00
CHINA HAIDA	A0D 80N	0,17	50.000	8.450,00
KRONES	633 500	144,50	100	14.450,00

DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE				VERK.WERT	PERFORMANCE
DAX HEBEL SHORT	CD4 DHP	1,35	1.500	2.025	-65,2%
USD-BUNDESANLEIHE (2010)	103010	71,69	1.000	71.690	-2,5%

Mal annähernd die tatsächliche Ertragskraft des Geschäftsmodells widerspiegelt, setzte die Aktie zu einem Kurssprung um rund 20% an. Advanced erzielte bei einem Rekordumsatz von 64 Mio. EUR (2005: 25,8 Mio. EUR) einen Überschuss von 3,7 Mio. EUR (2005: 1,5 Mio. EUR) oder 24 Cent pro Aktie. Hierbei gilt es zu berücksichtigen, dass die Zahlen der Tochter Inflight nur für neun Monate in die Bilanz einfließen. Allein daraus lässt sich für das laufende Jahr ein weiterer Gewinnanstieg ableiten. Zudem sollte Advanced aufgrund bestehender Verlustvorträge abermals eine nur sehr geringe Steuerquote ausweisen.

Arques wieder im Fadenkreuz

Es scheint, als werde manch alte Geschichte im Fall von Arques nur allzu gerne wieder aufgewärmt. Rund eineinhalb Jahre nachdem der frühere Finanzvorstand Dr. Stefan Gros Ende 2005 das Unternehmen u. a. aufgrund eines umstrittenen Aktienverkaufs verlassen musste, ermittelt seit dem Eingang einer Anzeige Anfang März die Staatsanwaltschaft München wegen des Verdachts des verbotenen Insiderhandels. Arques selbst konnte zu dem Vorgang keine Stellungnahme abgeben, da bislang niemand – auch nicht die Staatsanwaltschaft – an das Unternehmen herangetreten ist. Legal war in jedem Fall der Kauf eines größeren Aktienpakets seitens des designierten Vorstandsvorsitzenden Dr. Martin Vorderwülbecke. Der zukünftige Arques-Chef orderte 80.000 Anteile zu einem Kurs von 18,88 EUR. Von Peanuts kann da keine Rede sein.

Übernahme-Wirrwarr bei Gold Fields

Endlich kam auch in die Gold Fields-Notierung etwas Bewegung. Auslöser waren Spekulationen, der südafrikanische Goldproduzent könne übernommen werden. Bieter soll ein am Markt unbekannter US-Investor mit Namen Edward Pastorini sein, der angeblich bereits im Juni ein Übernahmeangebot vorlegen will. Das Unternehmen selbst dementierte, dass es einen Interessenten gäbe, worauf die Aktie auch einen Teil ihrer Kursgewinne wieder abgeben musste. Niemand sei an den Vorstand bislang herangetreten, hieß es von Seiten Gold Fields. Stattdessen sieht man sich selbst als Jäger und nicht als Gejagten. So konnte die Akquisition des Explorers Western Areas Ende März mit dem Delisting von der Börse Johannesburg erfolgreich abgeschlossen werden.

D+S europe (IK) meldet Vollzug

Die angekündigte Großübernahme beim Outsourcing-Dienstleister D+S europe kam dann doch schneller, als von uns erwartet. Vorstandschef Achim Plate scheint weiterhin einen exzellenten Job zu machen, da auf Ankündigungen auch die entsprechenden Taten folgen. Plate hat mit den Anteilseignern der im e-Commerce-Geschäft tätigen Heycom-Gruppe den Kauf der Gesellschaft zur



Jahresmitte vereinbart. Damit soll der Bereich e-Commerce und die elektronische Transaktionsabwicklung als viertes Standbein im D+S-Konzern aufgebaut werden. Die Signifikanz der Akquisition wird bei einem Blick auf die Planzahlen für die nächsten beiden Jahre ersichtlich. Der Vorstand erwartet für 2007 statt eines EBIT-Anstiegs um 40% nun ein Plus von 75% auf 33 Mio. EUR. Den Umsatz beziffert Plate hierbei auf ca. 240 Mio. EUR (2006: 164,8 Mio. EUR). Für 2008 sieht die Guidance ein EBIT von 50 Mio. EUR bei Umsätzen von über 320 Mio. EUR vor. Das Ergebnis pro Aktie sollte sich über diesen Zeitraum trotz einer Kapitalerhöhung auf 70 bis 75 Cent im Vergleich zu 2006 mehr als verdoppeln. Vor dem Hintergrund dieser Aussichten war der Sprung der D+S-Aktie in zweifelnde Kursregionen nur die logische Konsequenz. Positiv ist auch,

dass das Heycom-Management dem Unternehmen erhalten bleibt. Unternehmensgründer Sven Heyrowsky wird darüber hinaus zum 1. Juli in den Vorstand der D+S berufen.

Fazit

Wie im letzten Monat bereits angedeutet, haben wir unsere Aktiengewichtung prozyklisch erhöht und im Gegenzug unsere Absicherung teilweise verkauft. Dass letztere schlichtweg Geld kostet, drückt die Underperformance zum DAX aus, auch wenn wir in absoluten Zahlen den Depotwert verbessern konnten. Aus der Entwicklung der vergangenen Wochen haben wir für uns die Lehre gezogen, zukünftig Markt- und Einzelrisiken zu trennen und keine Aktienverkäufe mehr zu tätigen, die ausschließlich aus einer negativen Gesamtmarkteinschätzung resultieren.

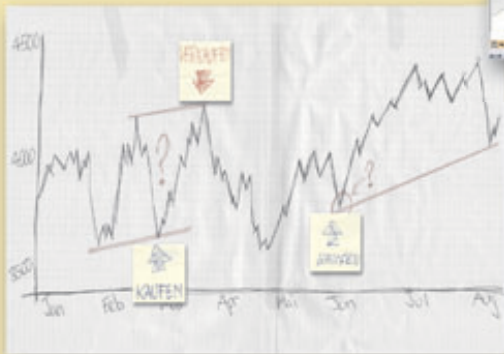
Über unseren kostenlosen e-Mail-Service Smart Investor Weekly kündigen wir unsere Musterdepot-Transaktionen an. Der Newsletter wird jeden Dienstag auf unserer Homepage www.smartinvestor.de veröffentlicht. Dort kann man sich auch für die Versendung registrieren.

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).

Anzeige

Signale
missverstanden?



besser
charten mit ...

tradesignal

überlegen handeln

- Aufbauend auf den genialen Tradesignal Chartsystem
- NEU! Dem Markt immer einen Schritt voraus durch Real-Push-Kurse
- Backtesten und optimieren Sie Ihre Handelssysteme auf bis zu 3 Jahren Intradaykursen und 10 Jahren auf Tagesbasis
- Beliebige Indikatoren in Ihren Kurslisten: Drag, Drop, Fertig!
- Märkte automatisch nach jeder Bedingung scannen und filtern
- Profitieren Sie vom automatischen Orderrouting

www.tradesignal.com Alles für € 49,- pro Monat zzgl. Börsengebühren

INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

„Star-Region Neu-Habsburg“

Interview mit Ekkehart Schwartzkopff, Berater des Star Portfolio-UI-Fonds, über seinen dramatischen Strategiewechsel vor drei Jahren und die nun regional sehr fokussierte Ausrichtung seines Fonds.

Smart Investor: Herr Schwartzkopff, der von Ihnen beratene Fonds heißt Star Portfolio. Wie kam es zu diesem Namen?

Schwartzkopff: Die Idee dabei war, dass wir in diesem Fonds in Star-Unternehmen investieren wollten, also solchen mit hohen Gewinnmargen, starkem Gewinnwachstum und ausgezeichnete Marktstellung. Ursprünglich kamen bei diesem Suchprozess Unternehmen wie Microsoft, Cisco, General Electric, Allianz, SAP usw. heraus. Allerdings stürzten genau diese Titel seit dem Jahr 2000 sehr stark ab, und zwar ohne Ansehen der Unternehmensqualität.

Smart Investor: Mit der Wende am Aktienmarkt im Jahre 2003 kam es aber dann auch in Ihrem Fonds zu einer völligen Neuausrichtung, im Zuge derer der Star Portfolio zu einem Outperformer unter den Mischfonds wurde. Was war geschehen?

Schwartzkopff: Wir haben das Wort „Star“ damals nicht mehr in erster Linie auf Unternehmen, sondern auf Länder umgemünzt. Wir hatten festgestellt, dass es Länder gibt, die von den Anlegern stärker gemieden werden, wie z. B. die USA seit dem 11. September 2001. Seit diesem Zeitpunkt haben die Araber etwa 800 Mrd. USD ihrer Anlagen aus den USA abgezogen, und die sind bis heute nicht wieder zurückgekommen. Und auf der anderen Seite haben wir damals „Star“-Länder identifiziert, in die immer mehr Geld hineinfließt bzw. die noch nicht überinvestiert sind. Das waren und sind immer noch aus unserer Sicht Länder wie Österreich, Ungarn, Tschechien, Polen – ich nenne die gerne „Neu-Habsburg“ –, aber auch Estland, Irland usw. Diese Länder zeichnen sich durch ein überdurchschnittliches Wachstum aus, und kaum ein Westeuropäer hatte damals Aktien aus dieser Region.

Smart Investor: Woran machen Sie diese Aussage fest?

Schwartzkopff: Schauen Sie, ich war vor zwei Jahren auf einem Investoren-Kongress zum Thema osteuropäische Aktienmärkte

in Brüssel. Da waren etwa 100 Teilnehmer, aber außer mir nur zwei Deutsche. Und da hab ich mir gedacht: „Hier bist du richtig!“

Smart Investor: Es war also weniger die Güte der Unternehmen, die Sie ab 2003 eine Strategiewende für Ihren Fonds hat vornehmen lassen, sondern die Anlagepräferenz der Investoren?

Schwartzkopff: So ist es. Microsoft und General Electric sind ja nach wie vor exzellente Unternehmen, aber es fließt eben kein Geld mehr in diese Aktien. Das Ganze hat also etwas mit Kapitalflüssen und mit Marktpsychologie zu tun.

Smart Investor: Nun gehört der Star Portfolio der Kategorie „Mischfonds“ an, das heißt, Sie könnten auch sehr stark in festverzinsliche Wertpa-

piere investieren. Das tun Sie aber derzeit nicht, warum?

Schwartzkopff: Wir haben im Augenblick null Anleihen, denn in einer Phase des weltweiten Konjunkturaufschwungs ist natürlich ein festverzinsliches Wertpapier fehl am Platze. Erstens sind heute Anleihen gemessen an der Rendite sehr viel teurer als Aktien und zweitens drücken die Notenbanken immer mehr auf die Bremse und erhöhen die Basiszinsen, womit die Anleihenurse mittelfristig unter Druck kommen dürften. Außerdem hat ja jeder Anleihen, insbesondere die deutschen Anleger, die ja besonders ängstlich sind und in Finanzangelegenheiten immer gerne das Falsche tun. Also wenn das alle machen, dann kann's das wohl nicht sein. Fol-



Ekkehart Schwartzkopff war nach seinem Studium der Betriebswirtschaft in mehreren Banken und Vermögensverwaltungen als Aktienstrategie tätig, u. a. bei Sal. Oppenheim, Merck Finck & Co und bei der Matuschka Gruppe. 1987 gründete er seine eigene Firma, die heute Market Control GmbH heißt. Diese berät Family Offices und Privatkunden und seit 1998 auch den Star Portfolio-UI-Fonds (KAG: Universal Investment; WKN: 978195), welcher in den letzten beiden Jahren regelmäßig ganz oben in den Ranglisten der Mischfonds platziert ist. Weitere Infos unter: www.marketcontrol.de

Fischer-Bastille in Budapest (Ungarn)



lich muss man das Gegenteil tun: also raus aus Anleihen und rein in die Aktien.

Smart Investor: Fühlen Sie sich mit Ihrer Benchmark, dem MSCI World Index, wohl, das ist ja ein reiner Aktienindex und wird damit doch dem Mischfonds-Charakter gar nicht gerecht?

Schwartzkopff: Diese Benchmark wurde mir von der Vorgängerorganisation der heutigen BaFin sozusagen aufgebürdet, ich habe sie mir nicht ausgesucht. Aber jetzt habe ich sie, und ich muss einfach damit leben. Der Star Portfolio lief bis 2003 schlechter, aber seit 2003 deutlich besser als der MSCI World Index.

Smart Investor: Genauso wenig wie Sie derzeit zwischen den Assetklassen Anleihen und Aktien streuen, so tun Sie dies ja auch innerhalb des Aktiensegments, da Sie ja sehr stark auf Rand-Europa fixiert sind. Spielt Streuung für Sie keine Rolle?

Schwartzkopff: Streuung bedeutet für mich nicht eine gleichmäßige Aufteilung auf gute und schlechte Aktien.

Das ist ja ein völliges Missverständnis. Sondern Streuung sollte doch im Optimalfall innerhalb der guten Aktien stattfinden. Wenn ich z. B. weiß, dass Osteuropa völlig under-banked war und teilweise immer noch ist – im Gegensatz zu Deutschland, wo Sie an jeder Ecke eine Bankfiliale finden –, dann muss ich dort drüben eben in Banken investieren. Anderes Beispiel: Wenn ein Land zu Wohlstand kommt, wie Deutschland nach dem Krieg während meiner Jugend, dann wächst auch immer mehr das Bedürfnis, sich gegen alle Unwägbarkeiten des Lebens zu versichern. Genauso geht es den Menschen in Osteuropa, nachdem der Kommunismus zusammengebrochen war. Wenn ich mir all diese Dinge vor Augen führe, dann kann ich mich doch gleich auf Regionen und Branchen konzentrieren, die offensichtlichen Nachholbedarf haben.

Smart Investor: Sie sind ja fast mit 50% in Aktien aus Österreich investiert. Ist damit Ihr Fonds nicht eigentlich ein Österreich-Fonds?

Schwartzkopff: Unternehmen der Alpenrepublik stellen für mich ein Vehikel dar, um indirekt in Osteuropa zu investieren. Denn die Österreicher haben es wie kein anderes Land verstanden, den Aufschwung in Osteuropa zu ihrem eigenen Vorteil zu nutzen, was sicherlich auch in historischen Verbindungen mit diesen Regionen begründet ist. Man kennt sich und hat überall Anknüpfungspunkte und macht daraus Geschäfte. Die Österreicher sind darüber hinaus in der ganzen Welt beliebt, auch die Araber z. B. mögen die Österreicher seit der Kreisky-Ära sehr gerne. Wenn Sie heute durch Wien gehen, dann riecht es überall nach Geld. Die sehr viel bessere Performance des ATX gegenüber dem DAX ist ein untrüglicher Beweis dafür.

Smart Investor: Neben Österreich und Osteuropa sind Sie auch sehr stark in Irland investiert, warum?

Schwartzkopff: Irland hat sich seit dem EU-Beitritt vom Armen zum Reichenhaus Europas gewandelt. Irland hat damit bewiesen, dass richtige politische Weichenstellungen irgendwann zu Wachstum und Wohlstand führen.

Smart Investor: Aber warum investieren Sie dann nicht in Indien oder China, dort ist doch auch enormes Wachstum feststellbar?

Schwartzkopff: In Indien sind wir auch über einen Fonds von ABN Amro investiert, der momentan aber schlecht performt, weil der indische Aktienmarkt gerade eine Korrektur durchläuft.

China ist immer noch eine Diktatur, kein Rechtsstaat in unserem Sinne, und außerdem wird dort eine Sprache gesprochen, die man hierzulande nicht versteht. Daher kommt China als Investmentregion für uns nicht in Frage.

Smart Investor: In den Mischfonds-Ranglisten liegen Sie mit dem Star Portfolio fast immer unter den Besten. Welches ist Ihr Erfolgsrezept?

Schwartzkopff: Erstmal die richtige Standortwahl, Stichwort „Neu-Habsburg“. Das bedeutet, wir suchen heute nicht mehr zuerst die Stars unter den Unternehmen, sondern unter den Ländern, und dann die Stars unter den dortigen Unternehmen. Beispiel: Die Bank Austria ist sicherlich kein Weltmarktführer, aber ein entscheidender Player in einer Wachstumsregion. Und dann war sicherlich auch unsere antizyklische

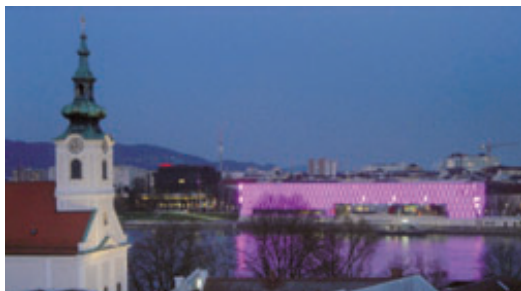
Vorgehensweise in Marktkorrekturen entscheidend für unseren Erfolg. Beispielsweise sind wir vor dem Mini-Crash im Mai letzten Jahres aufgrund von uns beobachteter Zyklen rechtzeitig ausgestiegen bzw. haben uns abgesichert, um am Boden wieder einzusteigen, bzw. die Sicherungen wieder geschlossen. Dies ist uns allerdings in der jüngsten Delle nicht ganz so gut gelungen.

Smart Investor: Wie lange wollen Sie denn Ihre starke Ausrichtung auf Österreich und Osteuropa beibehalten?

Schwartzkopff: Solange es dort läuft! Wir werden im Jahre 2010, in dem ich eine große Wende an allen Aktienmärkten nach unten erwarte, unsere Aktienquote zwischenzeitlich auf null herunterfahren. Bis dahin wird unser Prospekt so geändert, dass wir das dann auch dürfen. „Vorbild“ ist der Fall Japan ab 1990: Damals musste man lang laufende Staatsanleihen halten und auf die Aktienindizes short gehen.

Smart Investor: Sie denken also in sehr großen Zyklen und sehen im Übrigen die Zukunft nicht unähnlich wie Smart Investor. Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Ralf Flierl



Linz (oben), Wien (rechts): Österreichs Aktien sind für Schwartzkopff ein Vehikel für Osteuropa-Investments





LESERBRIEFE

Über Prognosefehler, das Princeton-Modell und das Fisher-Prinzip

?

Falsche Formel für Gewinnrendite

Meiner Einschätzung nach ist die von Ihnen angegebene Formel für die Aktienrendite im Interview mit Herrn Fisher auf S. 74 unten falsch. Mit Gewinnrendite sollte doch wohl der Kehrwert des KGVs gemeint sein, oder? Sehe ich das richtig, dass gemäß Fisher alle Aktien zu preferieren wären, deren Gewinnrendite die einer langfristigen Staatsanleihe übersteigen? Bezogen auf einen Markt: liegt das durchschnittliche KGV z. B. der Aktien in Europa unter der inversen Rendite einer europäischen Staatsanleihe, so ist dann mit steigenden Kursen zu rechnen. Sehe ich das im theoretischen Rahmen so richtig?

Christoph Tschepe, Börseninitiative Saar e.V.



Smart Investor 4/2007

wir ja auch immer wieder einmal unseren Langfristausblick zum Besten: Demnach dürfte es sowohl mit Aktien als auch den Rohstoffen für die nächsten drei bis fünf Jahre per Saldo nach oben gehen. Ohnehin ist für eine der kommenden Ausgaben ein Ausblick für den Rest dieses Jahrzehnts geplant. Dort wird vielleicht ein Teil Ihrer Fragen beantwortet werden.

?

Interessantere Fehler

Sie haben sich mit Ihrer jüngsten Prognose mächtig geirrt. Never mind! Was ich von Ihnen erwarte, ist die ständige Inspiration zum Selberdenken und zur kritischen Überprüfung der eigenen Positionen. Dass Sie sich einmal geirrt haben, beeinträchtigt meiner Ansicht nach nicht die Qualität Ihrer Publikation. Ich bin begeisterte Smart Investor-Abonnentin, denn Ihr Heft hebt sich wohltuend ab von der heißen Luft vieler Anlegermagazine. Sogar Ihre Fehler sind interessanter als die korrekten Einschätzungen Ihrer Konkurrenz.

Nicole Müller, Küsnacht (Schweiz)

SI

Sie haben das ganz richtig festgestellt. Die von uns angegebene Formel für die Aktiengewinn-Rendite muss natürlich $1/\text{KGV}$ (und nicht $\text{KGV}/100$) lauten: Ein KGV von 20 entspricht demnach einer Gewinnrendite von 5% ($= 1/20$). Pardon für unseren Fehler! Ihre Ableitungen aus dem „Fisher-Prinzip“ sind richtig. In der Rubrik „Das Große Bild“ auf S. 46 finden Sie übrigens noch ein paar weitere Anmerkungen zu Fishers Überlegungen.

?

Mehr langfristige Prognosen gewünscht

Inzwischen bin ich seit über einem Jahr Abonnent Ihrer Zeitschrift und ich bin mit der erfrischenden Art Ihrer Berichterstattung sehr zufrieden. Allerdings würde ich mir einen leichten Shift Ihres Schwerpunktes wünschen. Ich bin ein extrem langfristig orientierter Anleger, d. h. ich möchte einen Wert kaufen und unabhängig von dem Auf und Ab der Börsen halten, solange sich die Rahmenbedingungen der Kaufentscheidung dieses Wertes nicht verändert haben. Sie „verbrauchen“ einen guten Teil Ihres Magazins damit, eine konkrete Prognose des Trends der nächsten Monate abzugeben. Ich halte das für extrem schwierig, wenn nicht sogar unmöglich. Mich interessieren vielmehr langfristige Trends, z. B. wie entwickelt sich Asien in den nächsten 20 Jahren, wie werden die Börsen davon profitieren.

Mathias Stricker

SI

Prinzipiell haben wir als Publikation immer das Problem, dass wir es gar nicht allen Lesern recht machen können. Die einen wollen am liebsten Einschätzungen für den nächsten Monat, manche für das nächste Jahr und wieder andere, wie z. B. Sie, am liebsten für die nächsten 20 Jahre. Ersteres halten wir für nicht sinnvoll, letzteres für nicht machbar. Unsere Marktprognosen beziehen sich daher in der Regel auf die kommenden sechs bis zwölf Monate. Allerdings geben

SI

Wir sind mit dem Anspruch angetreten, bei unseren Einschätzungen konkret zu sein, auch um den Preis, dass wir damit falsch liegen können. Leser wie Sie, die diesen Ansatz zu schätzen wissen und den Smart Investor als einen Baustein für ihren persönlichen Erkenntnisprozess nutzen, wünschen wir uns.

?

Buchhinweis zum Princeton-Modell

Mit großem Interesse habe ich den Artikel über das Princeton-Modell gelesen. Der Autor schrieb darin, dass das Buch „The greatest Bull Market in History“ von Martin A. Armstrong in keinem Buchladen mehr erhältlich sei. Ich habe es jedoch im Internet unter der Adresse: <http://web.archive.org/web/19980523082828/http://www.princetonomics.com/Research/GBM/GBM-MAST.HTM> zum freien Download entdeckt. Das könnte auch für andere Leser interessant sein, oder?

K.-L. Butte, Jettingen

SI

Schon einige Leser haben bei uns angefragt, wo man sich mehr mit den Arbeiten dieses Martin Armstrong bzw. mit dem Princeton-Modell auseinandersetzen kann. Insofern kommt Ihr eBook-Hinweis wie gerufen. Vielen Dank dafür!

?

Gute Alternative zum „Mainstream-Gefasel“

Ich habe mein zweites Exemplar des Smart Investor im Probeabo erhalten und werde das Magazin sicher wei-

ter abonnieren. Es ist eine gute Alternative zum üblichen „Mainstream-Gefasel“, dem Einheitsbrei, den man ansonsten meistens zu lesen bekommt. Interessant fand ich z. B. das Interview mit Kenneth Fisher und seine Aussage, dass all die Aktienrückkäufe und Firmenübernahmen gar nichts mit der hohen Marktliquidität, sondern nur etwas mit der Renditedifferenz zwischen Aktien und Staatsanleihen zu tun haben. Ich denke, das eine schließt aber das andere ja nicht aus, im Gegenteil: Schließlich ist die Liquidität am Markt nur so üppig vorhanden, weil eben die Zinsen so (künstlich?) niedrig sind. In den USA ist die Differenz zwischen Aktienrenditen und 10-jährigen Staatsanleihen übrigens nur noch sehr gering. Wenn die (Kapitalmarkt-)Zinsen weiter steigen (zurzeit tun sie das ja), ist dieses bullische Argument schnell vom Tisch. Sehr gut gefallen hat mir auch Ihr Beitrag über das Princeton-Modell. Wissen Sie, ob es das Modell auch für andere Märkte gibt? Es würde mich vor allem für die Rentenmärkte stark interessieren.

Georg Kainhuber

SI

Vielen Dank für Ihr Kompliment. Was Fisher zum Ausdruck bringen wollte ist: Liquidität ist prinzipiell immer vorhanden, und die entscheidende Frage lautet daher: Besteht ein Anreiz, dass dieses Kapital in einen bestimmten Markt fließt oder nicht? Mehr hierzu und zu Fisher finden Sie auch im Beitrag ab S. 46 in diesem Heft und auch in der Buchbesprechung auf S. 80. Bezüglich des Princeton-Modells und möglicher Anwendungen auf andere Märkte verweisen wir auf den eBook-Link einen Leserbrief zuvor.

?

Anspruchsvolle und trotzdem unterhaltsame Lektüre

Ihr werdet immer besser. Insbesondere das letzte Heft ist wirklich große Klasse, da die Themen sehr tiefgründig sind. Ihr hebt Euch wohltuend von anderen Kapitalanlagezeitschriften ab. Die Themen bieten immer die Möglichkeit, sich selbst neu einzuarbeiten und die Recherche zu vertiefen. Das ist wirklicher Mehrwert. Insbesondere die hochkarätigen Interviewpartner (z. B. Ken Fisher) stehen für Qualität. Positiv auch, dass sehr gegensätzliche Meinungen und Ansätze vorgestellt werden.

Im Gegensatz zu manchem anderen Leser halte ich die Geopolitik-Rubrik von Engdahl für sehr wichtig. Die Analyse solcher Themen ist sehr wohl anlageentscheidend. Also nicht verunsichern lassen, einfach weiter so, auch wenn Ihr mal mit Eurer Prognose schief liegt. Smart Investor ist eine wirklich anspruchsvolle und trotzdem unterhaltsame Lektüre. Weiterhin alles Gute!

Alexander Rieger, Nürnberg

SI

Vielen Dank!

?

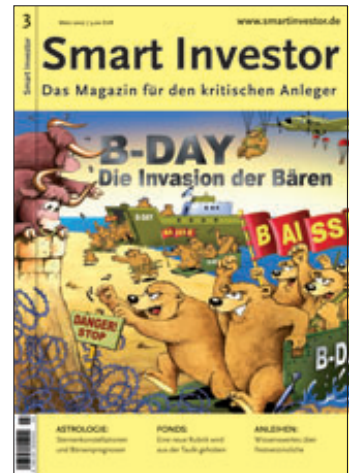
B-Day = Bull-Day?

Mit Eurer Titelseite „B-Day – Die Invasion der Bären“ in SI 3/2007 habt Ihr Euch wohl ein Eigentor geschossen. So wie es aussieht, sind nicht die Bären, sondern die Bullen auf dem Siegeszug. B-Day müsste daher wohl für Bull-Day stehen.

Richard Testerer, München

SI

Gut möglich, dass wir uns geirrt haben. Im Augenblick scheint es in der Tat klar, dass die Bullen die Macht nicht aus den Händen gegeben haben.



Smart Investor 3/2007

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.

Anzeige

ERFOLGREICHES TRADING MIT MONEY MANAGEMENT SEMINAR

16.06.2007 in München | Uhrzeit: 10.00 Uhr – 18.00 Uhr

Richtiges Money Management ist eine Schlüsselkomponente für erfolgreiches Trading. Die Stars der Branche zeichnen sich genau dadurch aus.

Lernen Sie:

- ▶ den Kapitaleinsatz zu steuern
- ▶ mit den richtigen Stoppkursen zu arbeiten

- ▶ die Grundlagen der Börsenpsychologie
- ▶ ihr Trading so zu steuern, dass Risiken minimiert und Chancen optimal genutzt werden
- ▶ wie Sie die Märkte in den Griff bekommen

Sichern Sie sich die 10% Frühbucher-rabatt und das Vorteilspaket im Wert von 159,90 Euro.

Die Referenten:



Dr. B. Jünemann



Heinz Imbacher



Detlef Wormstall

Mehr Informationen zum Seminar und Anmeldung unter www.finanzbuchverlag.de/seminare,

Tel. 055 21/85 53 44 oder seminare@finanzbuchverlag.de

FinanzBuch Verlag
| Veranstaltungen |

Preis: **359 Euro** (bei Buchung bis 01.06.2007, danach 399,00 Euro) inkl. Seminarunterlagen, Mittagessen, Kaffeepausen und **Vorteilspaket**: Jeder Teilnehmer erhält **kostenlos** das **Buch Money Management** im Wert von 49,90 Euro, eine **Money Management Software** im Wert von 35,00 Euro und **10 Ausgaben Börse Online** im Wert von 35,00 Euro.

BUCHBESPRECHUNG

„Das zählt an der Börse“

Ken Fishers neues Buch wird man entweder verschlingen oder noch während des ersten Kapitels in eine Ecke schleudern. Er entzaubert mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit Ihre gesamten Überzeugungen, mit denen Sie bislang dachten, an der Börse erfolgreich sein zu können: Hohen KGVs raubt er ebenso ihre bedrohliche Bedeutung wie dem US-Bilanzdefizit. Spätestens bei seiner These „Schulden sind gut, wir [die USA] sollten noch weit mehr davon machen“ werden Sie vorhersagbar instinktiv allergisch reagieren. Das ist kalkuliert: Das Buch lebt von seiner Provokation, von vordergründigen Widersprüchen und ihren hernach tiefgründigen Auflösungen – und nicht zuletzt vom Umstand, dass Fisher all seine Behauptungen mit historischen Daten und ihrer akribischen Auswertung untermauert. Das Gegenteil soll man ihm bitte erst einmal beweisen. Fisher will Sie zum Denken erziehen. Auf gefährliches Terrain gerät er trotz aller Provokationen nur selten, so doch aber, als er (eben aus Ökonomensicht) seine These von niemals ausgehenden Ölvorräten vertritt. Ein Leser wird aber wahrscheinlich an einer beliebigen anderen für ihn relevanten Stelle hängen bleiben.

Lesenswert sind seine Nachdrucke von ausgewählten ehemaligen Forbes-Kolumnen – Fisher war über zwei Jahrzehnte lang beliebter

Forbes-Kolumnist. Eine Spur Selbstbeweihräucherung mag man ihm verzeihen angesichts des Aha-Faktors, und, auch nicht zu vergessen, aufgrund der Tatsache, dass Fisher seines Zeichens Milliardär ist. Weniger hilfreich sind einige Abschweifer wie zu den Grundsätzen einer Gertrude Stein, an der er offenbar einen Narren gefressen hat. Macht aber nichts. Fisher ist eben... nun ja: Fisher.

Wenn Sie die Lektüre durchhalten, ohne das Buch anzuzünden, werden Sie sehr bald erkennen, dass das wahrscheinlich die best-angelegten 35 EUR Ihres bisherigen Investorendaseins waren!

Falko Bozicevic

„Das zählt an der Börse – Investieren mit Wissen, das die anderen nicht haben“, von Ken Fisher; FinanzBuch Verlag 2007; 447 Seiten, 34,90 EUR



„Money Management“

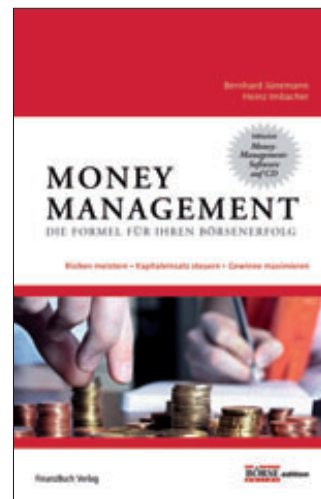
Wenn es an der Börse heißt „faites vos jeux“ oder „Ihr Einsatz bitte“, wird die Frage nach dem „wie viel?“ leider oft vergessen. Dabei ist die Antwort von essentieller Wichtigkeit. Wie viel soll ich investieren und vor allem wie viel darf ich als Anleger verlieren, um keine substanziellen Vermögensverluste zu erleiden, um nicht im „rien ne vas plus“, dem „nichts geht mehr“ zu enden. Der Probleme jedoch nicht genug. Denn auch die Frage nach dem richtigen Ausstieg, ob nun mit Verlust oder Gewinn, muss sich der Anleger stellen. Die Antworten auf diese nicht trivialen Fragen liefert das Buch „Money Management – Die Formel für Ihren Börsenerfolg“. Die Autoren Bernhard Jünemann und Heinz Imbacher nehmen sich dieser Problematik an und liefern dem Leser eine Blaupause, wie dieser sein Börsenkapital zunächst schützt und dann optimal vermehrt.

Dem Leser wird, den Erkenntnissen der Behavioral Finance sei Dank, der Spiegel vorgehalten. Ausgehend von einem Black-Box-Grundverständnis der Börse wird dem Leser durch zahlreiche plausible Beispiele verdeutlicht, in welchen Psycho- und Rationalitätsfallen sich dieser als Anleger oft ungewollt wieder findet – und vor allem, wie er sich selbst wieder davon befreit. Geschickt führen die Autoren den Leser so durch die anspruchsvolle Welt der Kapital- und Risikokontrolle, ohne dabei ihren erfrischenden Schreibstil zu verlieren. „Money Management“

spart auch nicht mit konkreten Tools. In den Kapiteln 7 bis 10 werden dem Leser direkt nachvollziehbare Methoden zur Positionsgrößenbestimmung, Portfoliostrukturierung und der Ermittlung von Ausstiegsniveaus an die Hand gegeben. Die CD mit einem Excel-Programm, welches diese Funktionalitäten bietet, liegt dem Buch bei. „Risiken meistern – Kapitaleinsatz sichern – Gewinne maximieren“ lautet der Untertitel. Die Lektüre hält, was sie verspricht, und sollte daher in keiner Börsenbibliothek fehlen.

Heiko Seibel

Money Management: Die Formel für Ihren Börsenerfolg. Risiken meistern – Kapitaleinsatz steuern – Gewinne maximieren; Bernhard Jünemann und Heinz Imbacher; FinanzBuch Verlag 2007; 235 Seiten; 49,90 EUR



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

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ADVANCED MEDIEN AG	126 218	71
AIR BERLIN PLC	AB1 000	15
AMITELO AG	A0F 5YA	57
ARQUES INDUSTRIES AG	515 600	71
BAADER WERTPAPIERHANDELSBANK AG	508 810	66
BANPU PCL	882 131	71
BAVARIA INDUSTRIEKAPITAL AG	260 555	66
BAYWA AG	519 406	66
BILFINGER BERGER AG	590 900	10
BÖHLER UDDEHOLM AG	894 577	71
CHINA HAIDA LTD.	A0D 802	71
CUSTODIA HOLDING AG	649 600	6
D+S EUROPE AG	533 680	71
DEUTSCHE ENTERTAINMENT AG	551 390	66
EADS N.V.	938 914	15
ELRINGKLINGER AG	785 602	66
EUROHYPO AG	807 600	6
FUNKWERK AG	575 314	66
GfK AG	587 530	66
GFT TECHNOLOGIES AG	580 060	64
GOLD FIELDS LTD.	856 777	71
GoYELLOW MEDIA AG	691 190	66
HOCHTIEF AG	607 000	10
HOLCIM LTD.	869 898	10
HORNBACH BAUMARKT AG	608 440	14
IBS AG	622 840	66
KLASSIKRADIO AG	785 747	58
KONTRON AG	605 390	66
KRONES AG	633 500	71
LAFARGE S.A.	850 646	10
NORTHERN DYNASTY MINERALS LTD.	906 169	60
Q-CELLS AG	555 866	62
R. STAHL AG	725 772	66
SGL CARBON AG	723 530	57
SKANSKA AB	863 784	10
SOFTM SOFTWARE U. BERATUNG AG	724 910	66
STO. AG	727 413	10
STRABAG AG	728 300	10
TECHEM AG	547 160	66
TUI AG	TUA G00	71
VINCI S.A.	867 475	10
VOESTALPINE AG	897 200	71
WESTAG & GETALIT AG	777 523	10
WIENERBERGER AG	852 894	10
WÜSTENROT & WÜRTTEMBERGISCHE AG	805 100	6
YAHOO! INC.	900 103	66
ZENTIVA N.V.	A0B 5ZZ	65

Themenvorschau

bis Smart Investor 9/2007

Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden
 Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert oder eben nicht
 Kampf der Kulturen und wie die Börsen damit umgehen
 Inflation: Über das Wesen der Geldvermehrung
 China: Ein Riesenreich mit kleinen Macken
 Demographie: Sehen die Börsen bald alt aus?
 Hedgefonds: Gottes Werk und Teufels Beitrag
 Intermarket-Analysen: Interdependenzen zwischen den Assetklassen
 Rohstoffe – Metalle: hochglänzend oder seidenmatt?

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

5. Jahrgang 2007, Nr. 5 (Mai)

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, Ralph Malisch

Redaktionsanschrift:

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

Freie Mitarbeiter:

Dr. Martin Ahlers, Christian Bayer,
 Falko Bozicevic, Oliver Brockmann,
 Magdalena Lamm, Stefan Preuß,
 Heiko Seibel, Marcus Wessel

Gast-Autoren:

F. William Engdahl, Alexander Hirsekorn,
 Dr. Norbert Kalliwoda, Uwe Lang,
 Edgar Mitternacht, Hans Peter Schmidlin,
 Thorsten Schrieber, Wieland Staud

Interviewpartner:

Rene Assion, Alex Lauzon, Dr. Hartmut
 Schünning, Ekkehart Schwartzkopff

Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung)
 Tobias Karow (Bildredaktion)
 Rudolf Schuppler (Cartoons)

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die
 Preisliste Nr. 2 vom 1. November 2006
 Verantwortlich: Janett Sander,
 Tel.: 08171-4196-347, 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:

20. April 2007

Preise:

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

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:

Artikel, Empfehlungen und Tabellen lie-
 gen Quellen zugrunde, welche die Redak-
 tion für verlässlich hält. Eine Garantie für
 die Richtigkeit kann allerdings nicht über-
 nommen werden. Bei unaufgefordert ein-
 gesandten 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 Genehmi-
 gung der Smart Investor Media GmbH ist es
 nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile
 daraus auf photomechanischem Wege
 (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfäl-
 tigen. 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 betrau-
 ten Parteien haben sich verpflichtet, jeweils
 fünf Börsentage vor und fünf Börsentage
 nach dem Erscheinen dieser Publikation
 keine Transaktionen in der betreffenden
 Aktie durchzuführen. Eine Glättstellung
 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 unterlie-
 gen den obigen Bestimmungen.

ZU GUTER LETZT

Mehr oder weniger eingeweiht

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Die im Dunkeln sieht man nicht

Mittlerweile hat sich der Begriff des „Insiders“ auch fest im deutschen Sprachgebrauch etabliert. Gemeint sind jene Angehörige eines kleinen Kreises von Eingeweihten, die etwas mehr oder aber besser wissen als das Gros der Außenstehenden. Kaum ein Ereignis, das nicht von einem intimen Kenner der Szene, einem Insider eben, öffentlich kommentiert würde. Börseninsider sind da schon deutlich zurückhaltender und führen regelmäßig ein selbst gewähltes Schattendasein – stehen sie doch von jeher im Verdacht, ihr ganz spezielles Wissen dazu zu nutzen, Unwissende über den Löffel zu ziehen. Tatsächlich gibt es unfaire Handelspraktiken aber auch anderswo: Etwa den Gemüsehändler, der in der Auslage deutlich frischere Ware zur Schau stellt als jene, die er dann in die Einkaufsstüten der Kunden befördert.

Gerechtigkeit für alle!

Dennoch kürte staatliche Fürsorglichkeit die Börse zu ihrem Betätigungsfeld, wohl vermutend, dass es hier ganz besonders im Argen läge. Und tatsächlich, der Markt mag durch die Insidergesetzgebung durchaus in dem Sinne fairer geworden sein, dass es dem einzelnen Insider nun erschwert ist, sein Wissen in klingende Münze umzusetzen. Konsequenterweise weitergedacht sind natürlich nicht nur jene schutzbedürftig, denen eine spezielle (Insider-)Information fehlt, sondern auch jene, denen es ganz allgemein am Börsenwissen oder gar grund-

sätzlich am Verstande mangelt. Man wird vielleicht einwenden können, dass der Nicht-Insider alleine schon deshalb schutzwürdig sei, weil er ja gar keine Chance habe, sich die interessierenden Informationen zu verschaffen. Richtig, aber welche ernsthafte Chance hat beispielsweise ein ausgemachter Dummkopf, zu Verstand zu kommen?! Fürwahr, in punkto Chancengleichheit besteht weiter Handlungsbedarf...



Ad-hoc-Lotterie

Andererseits hinterließen Insider an den Märkten regelmäßig Spuren, die sich in Form von Kurs- und Umsatzanomalien manifestierten. Gute Beobachter konnten so – ganz ohne Insiderkenntnisse – die Untaten der Eingeweihten erkennen und auch für sich nutzen. Heute kümmert sich die Handelsüberwachung um derartige Anomalien. Kursrelevante Nachrichten prallen dagegen bei Abwesenheit der Insider regelmäßig „ad hoc“ und ohne Vorwarnung auf die verdatterten Marktteilnehmer. Wer in dieser „Ad-hoc-Lotterie“ einen Treffer landet oder eine Niete zieht, ist weitestgehend Glückssache. Dem Gerechtigkeitsinn aber ist – nicht nur hierzulande – schon genüge getan, wenn bloß sichergestellt ist, dass auch kein anderer von derartigen Informationen profitiert – dafür nimmt man dann gerne auch kleinere Nachteile für sich selbst in Kauf ...

Information = Ruination

Praktisch aber dürften ohnehin die wenigsten je mit echten Insiderinformationen in Berührung kommen, da sie weder zu den privilegierten Primär- noch zu den Sekundärinsidern – eine Art Insider zweiter Klasse – gehören. Der Normalsterbliche erhält seine „Insiderinformationen“ für gewöhnlich am Ende einer langen „Stille-Post-Kette“ von einem guten Freund, dem Wirt seiner Stammkneipe oder dem Friseur – selbstverständlich unter dem Siegel strengster Verschwiegenheit. Bei dieser Art von Geheiminformationen sollte man sich stets an das Kostolany-Wort „Information = Ruination“ erinnern und auch gleich entsprechend handeln: „Insider information? Do the opposite of it!“

