

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Intermarketanalyse

Zusammenhänge sehen und interpretieren



ABGELTUNGSSTEUER:

Konsequenzen der Einführung ab 2009

FINANZSYSTEM:

Wie weit sind wir von einem Unfall entfernt?

DACHFONDS:

Arten, Stile und Zukunft der „Allzweckwaffen“



EDITORIAL

Wehret den Anfängen!

Innenminister Schäuble steht derzeit mit seinen Vorschlägen zur Abwendung von Terrorgefahren in der Kritik. Meiner Meinung nach völlig zu Recht, denn seinem Bestreben nach soll eine ganze Reihe von bisherigen Bürgerrechten mit neuen Gesetzen unterlaufen werden. Sogar Grundgesetzänderungen fordert er – das Ganze natürlich immer zum „Wohle“ des Volkes.

Der SPIEGEL sieht bereits den Rechtsstaat infolge des Terrorismus in Gefahr gebracht. Das tue ich übrigens auch, denn so wie sich Schäuble und auch Merkel aus Amerika ins Heft diktieren lassen, besteht dazu aller Grund. Und es steht weiter zu befürchten, dass beim nächsten größeren Terroranschlag, der laut Innenministerium durchaus auch in Deutschland geschehen könnte, nahezu das gesamte Parlament umfällt und Schäubles Irrsinnigkeiten zustimmt.



Spiegel Nr. 28 (9.7.2007)

Im Übrigen ist der SPIEGEL reichlich spät dran mit diesem „Wachrüttelartikel“. Der Weg in Richtung eines totalitären Regimes wird schon seit längerer Zeit begangen. Sie finden diese Aussage übertrieben? Gut, in Deutschland sind wir noch ein Stückweit davon entfernt, in den USA jedoch nur noch eine Haaresbreite. Sollte dort morgen ein Terroranschlag vom Kaliber 9-11 stattfinden oder aber der US-Präsident bei einem Attentat ums Leben kommen, so könnte in den USA der nationale Notstand ausgerufen werden. Mit kaum auszumalenden Folgen: Beispielsweise könnte die Regierungsgewalt auf eine nicht-gewählte Notstandsregierung übergehen, Bürger ohne Angabe von Gründen beliebig lange weggesperrt und Abhörmaßnahmen in unbegrenztem Ausmaß durchgeführt werden. Der Patriot Act, ein Verordnungs-Bündel, welches über 350 bestehende Gesetze erweitert, modifiziert oder außer Kraft setzt und welches nur unter dem Schock der 11. September-Attentate vom US-Parlament verabschiedet werden konnte, macht's möglich.

Gerade wir Deutschen sollten aus unserer Geschichte gelernt haben und wissen, dass wir in ein seit über 50 Jahren bewährtes Grundgesetz, welches aus der Erfahrung mit dem Dritten Reich heraus entstand, um



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Himmelswillen nicht eingreifen dürfen. Thomas Jefferson (1743-1826), dritter Präsident und einer der herausragenden Staatsmänner der USA, sagte einmal: „Um Fuß zu fassen, benötigt die Tyrannei [gemeint ist ein totalitärer Staat] nichts weiter als ehrliche Bürger guten Gewissens, die ahnen, was sich zuträgt, und die dennoch schweigen.“ In diesem Sinn möchte ich Sie bitten, darüber zu sprechen und zu ermahnen, wo immer Sie können. Denn sobald an das Grundgesetz nur ein bisschen Hand angelegt wird, dürfte die komplette Aushebelung nur noch eine Frage der Zeit sein. Wehret den Anfängen!

Sollten Sie an der Leser-Umfrage auf unserer Homepage noch nicht teilgenommen haben, besteht dazu bis zum 10. September die Möglichkeit. Das Passwort lautet: „smart2007“. Als Dankeschön erhält jeder Teilnehmer ein historisches Wertpapier und jeder zehnte Teilnehmer ein Börsenbuch. Der Versand der Präsente findet ab Ende September statt. Mitmachen lohnt sich!

Ich hoffe, wir haben zahlreiche interessante Beiträge für Sie zusammengestellt und verbleibe

mit herzlichen Grüßen

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 Mindestanlagensumme
- 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

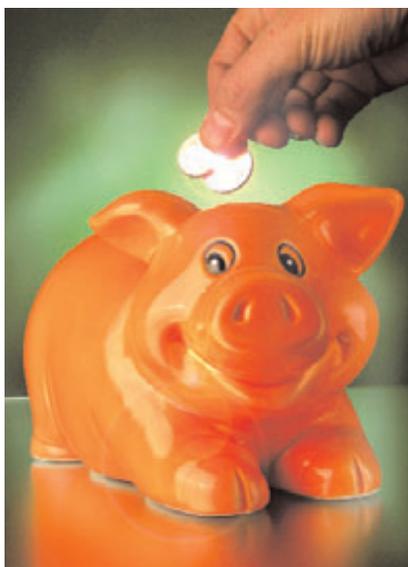


MÜNCHNER INVESTMENT CLUB



Titelstory:
Intermarketanalyse

Immer noch werden einzelne Assetklassen getrennt voneinander analysiert. Dabei kann es sich durchaus lohnen, die großen Zusammenhänge hinter Kursbewegungen via Intermarketanalyse zu ergründen. Was aber ist das Wesen dieses sperrigen Begriffs? Die Titelstory ab S. 6 schafft Klarheit.



Abgeltungssteuer:
Ab 2009 gibt es kein Entrinnen

Pünktlich zum Jahresbeginn 2009 geht es vor allem Aktionären und Vorsorgesparern an den Kragen. Die Abgeltungssteuer ist da. Eigentlich sollte sie vieles vereinfachen, ein genauerer Blick jedoch lässt das Gegenteil vermuten. Ab S. 30 erfahren Sie, was Steinbrücks Truppen im Detail vorhaben.



Dachfonds/Interview:
Markus Kaiser von Veritas

An Dachfonds scheiden sich die Geister. Für die einen sind sie die perfekten Altersvorsorge-Vehikel, für die anderen sind sie schlicht teure Marketing-Instrumente. Die Wahrheit liegt wohl in der Mitte, wie die Analyse ab S. 41 sowie das Interview mit Fondsmanager Markus Kaiser auf S. 74 zeigen.

3 Editorial

4 Inhaltsverzeichnis

Märkte

- 6 **Titelstory:**
Zwitter im Kampf der Schulen – Methoden der Intermarketanalyse, von Rolf Wetzter
- 17 **Titelstory:**
„Ich lege wert auf die Logik der Beziehung“, Interview mit Nelson Freiburg
- 18 Für den Fall des Falles – Buy on Dip!
- 21 „Irgendwann ist dieses Spiel zu Ende“, Interview mit Karl Steinhardt und Dr. Markus Stahl

Hintergrund

- 24 Analyse von Marktbewegungen: Story-getriebene Finanzmärkte, von Dr. Conrad Mattern
- 27 **Börsen-Informationen :**
Nur schnelle News sind gute News
Ad-hoc-Mitteilungen: Instrument der Wahl gegen Insiderhandel

- 30 Risikobereite Anleger sind die Dummen – Abgeltungssteuer auf Zinsen und Kapitalerträge
- 34 **Geopolitik:**
„By corn: They’ve stopped making it...“, von F. William Engdahl
- 36 **Nachhaltiges Investieren:**
Minikredite für arme Existenzgründer – Mikrofinanzfonds
- 37 **Prinzipien des Marktes:**
Trägheit der Massen

Instrumente

- 38 **Derivate:**
Bereicherung durch Fremdwährungen
- 41 **Fonds: Inside**
Dachfonds
- 46 **Fonds: Analyse**
SQUAD Capital – SQUAD Growth, von Daniel Flück, Vorstand Arcturus AG
- 47 **Fonds: Kolumne**
Deutschland, die verspätete Hedgefonds-Nation, von Dr. Christoph Bruns, LOYS GmbH
- 48 **Fonds: News, Facts & Figures**
Dachfonds auf einen Blick

Research – Märkte

- 49 **Das große Bild:**
Keine Entwarnung
- 54 **Sentimenttechnik:**
Titelblätter
- 54 **Charttechnik:**
Goldaktien im Höhenrausch
- 55 **Commitment of Traders (CoT):**
Erdöl: kurzfristige Spekulation nimmt überhand
- 56 **Edelmetalle:**
Platin – im Schatten des Goldes
- 57 **Börsensignale:**
Risiken weiterhin deutlich höher als Chancen

Research – Aktien

- 58 **Aktie im Blickpunkt:**
Highlight Communications AG
- 60 **Gastanalyse:**
biolitec AG, von Dr. Roger Becker, Concord Investmentbank AG
- 62 **MoneyTalk:**
Interview mit Otto Dauer, Vorstandschef Advanced Medien AG
- 64 **Buy or Good Bye:**
Qiagen und Salzgitter



*Kaufzeit:
Für den Fall der Fälle*



*Interview:
Dr. Markus Stahl und Karl Steinhart*

Vor Weihnachten ist Einkaufen ein Erlebnis für Genießer, nach Weihnachten ein Erlebnis für Schnäppchenjäger. Aktien sollten im übertragenen Sinn auch besser im Ausverkauf erworben werden. Wir wollen vorbereitet sein und listen daher ab S. 18 unsere potenziellen Kaufkandidaten auf.

Die inzwischen vierjährige Börsenhypothese mutet vielen Beobachtern fast ein wenig mysteriös an. Ebenso die Preissteigerungen an allen anderen Anlagemärkten. Dr. Markus Stahl und Karl Steinhart gehen daher im Interview ab S. 21 der Frage nach, wie lange sich das Rad so weiterdrehen lässt.

- 65 Turnaround:**
3U Telecom
- 66 Emerging Markets-Aktie:**
Banco Itaú (Brasilien)
- 67 Nachrichten aus den Unternehmen:**
Fakten und Gerüchte zur Sommerzeit
- 68 Nachrichten aus den Beteiligungsgesellschaften:**
Ein Blick auf die Kleinen und die Neuen
- 70 Musterdepot:**
Dem DAX dicht auf den Fersen

Stellenmarkt

- 72 Stellenanzeigen**
In Kooperation mit



Potpourri

- 74 Interview mit einem Investor:**
Gespräch mit Fondsmanager Markus Kaiser
- 76 Leserbrief:**
Grundsätzliches und Prinzipielles
- 78 Buchbesprechung I:**
„Die Denker der Wirtschaft“
- 78 Buchbesprechung II:**
„Magier der Märkte II“
- 80 Buchbesprechung III:**
„Puppenmord“ oder „Bis das ihr Tod ihn scheidet“
- 80 Buchbesprechung IV:**
„Der Doppelmord an Uwe Barschel“
- 82 Zu guter Letzt:**
Was von der Spaß-Gesellschaft übrig blieb...

- 81 Unternehmensindex/ Impressum und Vorschau bis Smart Investor 1/2008**



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



TITELSTORY

Zwitter im Kampf der Schulen

Die Methoden der Intermarketanalyse werden von vielen Analysten beansprucht

Gastbeitrag von Rolf Wetzer, Fondsmanager bei der Bank Sarasin

Ein Gespenst geht um in der Investmentgemeinde, das Gespenst der Intermarketanalyse. Diese Analyseform ist derzeit in aller Munde: Sie füllt Konferenzen, Finanzmarktstudien, Fernsehsendungen, Diskussionsforen und Stammtischgespräche. Was verbirgt sich nun aber hinter diesem sperrigen Begriff genau?

In Zusammenhängen denken

Diese Fachrichtung vergleicht zwei oder mehrere Märkte miteinander in der Hoffnung, daraus einen Mehrwert zu erzeugen. Die Gründe für dieses Vorgehen sind vielfältig. In der einfachsten Form dient dieser Vergleich dazu, plastische Themen zu erzeugen. Sätze wie: „Die Hausse am Aktienmarkt heute wurde gestützt von einem freundlichen Rentenmarkt und einer positiven Tendenz im Rohöl!“ kommen aus einem Guss direkt aus dem Hirn und erklären die Welt recht eindrucksvoll. Der Anleger versteht das Marktgeschehen und erahnt dessen Komplexität. Marktreportagen im Fernsehen, Leitartikel in den Zeitungen und die allseits beliebten Morning Meetings in Investmentgesellschaften leben davon, dass Geschichten und Bilder vermittelt werden. Je

plastischer Marktbe-
wegungen in verschie-
denen Finanzsektoren
zueinander in Relation
gesetzt werden, desto
eindrucksvoller wirkt
die Argumentations-
kette des Analysten. In
der Finanzwelt, deren
Kursbewegungen sich
durch eine statistische
Brille betrachtet zu-
meist sehr nahe am Zu-
fall bewegen, wirken
Bilder über Börsenzu-
sammenhänge wie
Farbtupfer auf einer
weißen Wand. Sie ver-
mitteln das Gefühl ei-
ner logisch geordneten
und gut strukturierten
Welt, die auf kausalen
Zusammenhängen be-
ruht. Das beruhigt den
Investor und fördert
den Umsatz der Anbie-
ter. Logische Struktu-
ren fordern den Geist der Anleger, zufälliges oder willkürliches
Marktverhalten schreckt ab. Es erscheint einleuchtend, eine An-
lageentscheidung in Aktien beispielsweise durch das Verhalten
des Rentenmarktes zu begründen. Die Intermarketanalyse lehrt
uns, dass es genau auf das Zusammenspiel zwischen den einzel-
nen Märkten ankommt. Glauben wir den Medien, so ist die Analy-
se dieses Zusammenhangs eine relativ neue und daher fruchtba-
re Idee. Aufgrund des Namens vermuten wir, dass sie zudem in
Amerika geboren wurde, was ihr unter der europäischen Analysten-
und Anlegergemeinde grundsätzlich eine gewisse Legitima-
tion gibt.

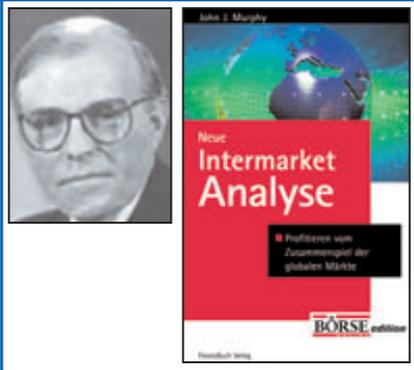


Dr. Rolf Wetzer arbeitet als Fondsmanager bei der Bank Sarasin. Er unterrichtet an europäischen Universitäten, publiziert und hält Vorträge auf Konferenzen. Er ist VTAD Preisträger der Jahre 2006 und 2007 sowie Gutachter für das IFTA Journal. Kontakt: contact@ghiribizzo.eu

ABB. 1: TAUSCHHANDEL ALS URFORM DER INTERMARKETANALYSE



ABB. 2: JOHN MURPHY UND SEINE INS DEUTSCHE ÜBERSETZTE PUBLIKATION



Glasperlen gegen Gold

Die Intermarketanalyse erscheint modern, dabei ist diese Technik alt, sehr alt sogar. Genau genommen ist sie vermutlich die älteste Analysetechnik der Welt! Vor geraumer Zeit, als noch niemand dem Geld vertraute, wurde der Wert eines Gutes durch das Abschätzen des Wertes

eines zweiten Gutes bestimmt. Schon im alten Rom verglich man Kornpreise mit Silber oder Gold. Es war die Fähigkeit, den Wert zweier Anlagen oder Gebrauchsgegenstände relativ zueinander abschätzen zu können, die es den Menschen erlaubte, Wohlstand zu erringen und zu erhalten. Es war die Fähigkeit, aus der Analyse zweier Güter einen Mehrwert – heute würden wir von einem Kursgewinn sprechen – zu erzeugen, die den Güterhandel überhaupt erst ermöglichte.

Der Tauschhandel ist größtenteils Geschichte und wurde durch die moderne Geldwirtschaft abgelöst. Heute bemühen sich viele Analysten und Anleger, den Wert der Intermarketanalyse wieder zu heben, indem sie diese Analyseform in ihre Anlageentscheidungen mit einbauen. Viele Banken, Fondsgesellschaften und Versicherungen leisten sich Abteilungen, die sich beispielsweise ausschließlich mit den Beziehungen zwischen Aktien- und Rentenmärkten auseinandersetzen. Je nach der aktuellen Einschätzung dieser Zusammenhänge werden Anlagenempfehlungen ausgesprochen und in Kundenportfolios umgesetzt.

Ein Kind, mehrere Väter

Der Intermarketanalyse lässt sich kein eindeutiger Erzeuger oder zumindest eine organäre Gedankenschule zuordnen. Anders als bei der Markowitz'schen Portfoliotheorie oder der Optionspreistheorie nach Black/Scholes findet sich in der Literatur kein grundlegendes Werk, das eine Schule bestimmen würde. Es existiert vielmehr nur eine Vielzahl von „Speichelproben“ in Form von Research-Papers und Fachbüchern, aus denen der Lernende sich ein Bild selbst formen muss.

Den größten Anspruch auf die Urheberrechte der Intermarketanalyse erhebt die Gemeinde der technischen Analysten. Dies ist zum einen in der Disziplin selbst begründet, die sich ausschließlich der Analyse von Kursen verschrieben hat und fundamentale Aspekte ausklammert. Auch die simultane Analyse mehrerer Märkte anhand von Kursen ist in diesem Sinne eine technische Analyse. Zum anderen liegt es an der Arbeit von John Murphy, der gegen Ende der 80er Jahre des letzten Jahrtausends die Zusammenhänge zwischen verschiedenen Märkten mit Hilfe der technischen Analyse begutachtete. Er schrieb dazu ein dickes Buch mit dem sinnstiftenden Titel „Technical Intermarket Analysis“.

Auch wenn die in seinem Buch dargestellten Zusammenhänge eher alter Wein in neuen Schläuchen darstellen und zum Teil

sogar nachweislich überholt sind, konnte Murphy durch die Publikation den Begriff „Intermarketanalyse“ popularisieren. Zudem handelte es sich um die erste umfassende Zusammenstellung unterschiedlichster Marktbeziehungen in einem Werk. Murphy untersuchte das Zusammenwirken der Sektoren Aktien, Renten, Rohstoffe und Währungen aus der Hubschrauberperspektive anhand von übergeordneten Indizes und stellte fest, dass tendenziell

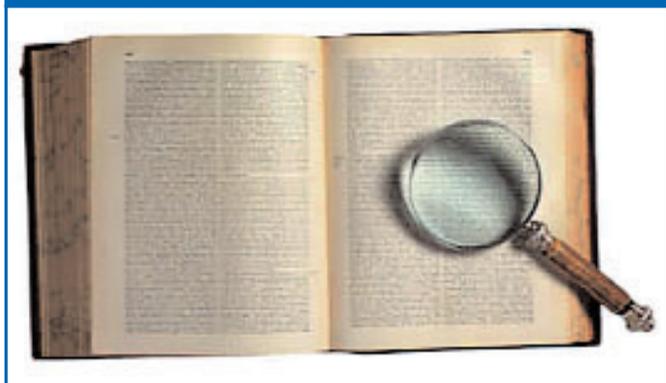
- ◆ Aktien- und Rentenkurse sich in die gleiche Richtung bewegen
- ◆ Rentenkurse den Aktienkursen vorauslaufen
- ◆ Rentenkurse und Rohstoffpreise gegenläufig sind
- ◆ Rohstoffpreise und der US-Dollar gegenläufig sind
- ◆ Aktien- und Rentenkurse sich mit dem US-Dollar bewegen.

Diese Erkenntnisse gewann Murphy durch Beobachtung und Vergleiche von unterschiedlichen Beispielen. Sie verstehen sich mehr als Daumenregeln denn als in Stein gemeißelte Zyklengesetze. Neben John Murphy haben natürlich noch andere den Intermarketgedanken aufgegriffen. Seit Mitte der 90er Jahre des letzten Jahrhunderts liest man verstärkt von Handelsstrategien, die auf technischen Fundamenten basieren. In diesem Bereich taten sich beispielsweise Tushar Chande, Larry Williams, Mark Vakkur und Nelson Freeburg (siehe Interview auf S. 17) hervor. Diese Autoren beschreiben einerseits Methoden, die aufgrund einer technischen Analyse aus einem Markt eine Handelsentscheidung in einem zweiten Markt abgeben. Beispielsweise erzeugt eine Kaufempfehlung des allseits beliebten Stochastics-Oszillators im Rentenmarkt ein zeitgleiches Kaufsignal in einem Aktienfuture. Eine andere Spielart besteht darin, ein technisches Kaufsignal – beispielsweise in einer Währung – erst dann umzusetzen, wenn es durch ein Signal aus einem zweiten Markt – beispielsweise Bonds – bestätigt wird. In dem ersten Fall agiert der zweite Markt als Signalgeber, im zweiten Fall übernimmt er die Funktion eines Filters, der ein bestehendes Signal entweder annimmt oder verwirft. Als typisch technische Werkzeuge werden Trendlinien, Indikatoren und Zyklenansätze verwendet.



Foto: bilderbox.de

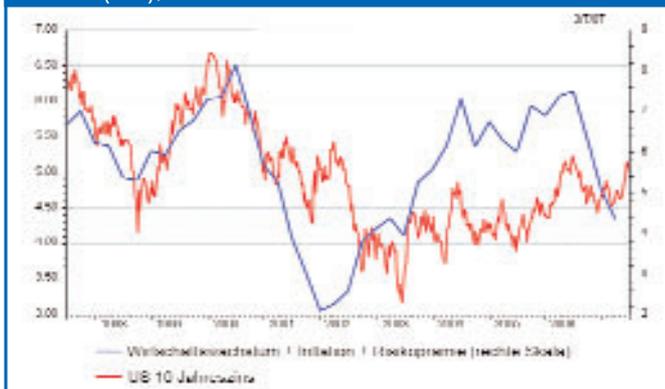
ABB. 3: SUCHE NACH DEM INNEREN WERT



Murphy macht's möglich: Viele technische Analysten beanspruchen die Intermarketanalyse gerne für sich – und liegen damit ziemlich falsch. Auch fundamentale Analysten betreiben die Intermarketanalyse sehr intensiv und seit sehr langer Zeit. Sie erheben allerdings keinen Anspruch auf dieses Kunstwort und verwenden es, wenn überhaupt, dann äußerst spärlich. Aber im Grunde ist beinahe jede Form der fundamentalen Analyse nichts anderes als eine Intermarketanalyse. Fundamentale Analysten versuchen, für das betrachtete Analyseobjekt einen inneren Wert zu bestimmen. Diesen inneren Wert nennen sie gerne den „wahren Wert“ oder auch den „fairen Wert“. Aus dem Vergleich mit dem für das Analyseobjekt tatsächlich am Markt gehandelten Kurs ergibt sich im Idealfall, ob das Asset über- oder unterbewertet ist, d. h. ob es am Markt mehr oder weniger kostet, als es nach dem inneren Wert kosten sollte. Dies ist die klassische Vorgehensweise in der fundamentalen Analyse.

Auf der Suche nach dem fairen Wert einer Anlage stöbern die verschiedenen Analysten fast immer in anderen Märkten – und betreiben dadurch pure Intermarketanalyse. Ökonomen suchen nach Trends und Gegebenheiten auf den Gütermärkten dieser Welt, um daraus abzuleiten, ob Aktien, Renten oder Währungen billig oder teuer sind. Legionen von Analysten beschäftigen sich mit den Preisen für Güter und Dienstleistungen, mit monetären Indikatoren und wirtschaftlichen Umfragen und Frühindikatoren. Sie möchten gerne erkennen, ob beispielsweise der Bondmarkt fair handelt und damit das reale Zinsniveau zu rechtfertigen ist. Das folgende Beispiel (Abb. 4) zeigt einen

ABB. 4: REALWIRTSCHAFTLICHE ZINSSCHÄTZUNG UND 10-JAHRES-US-ZINS (ROT), EIGENE BERECHNUNGEN

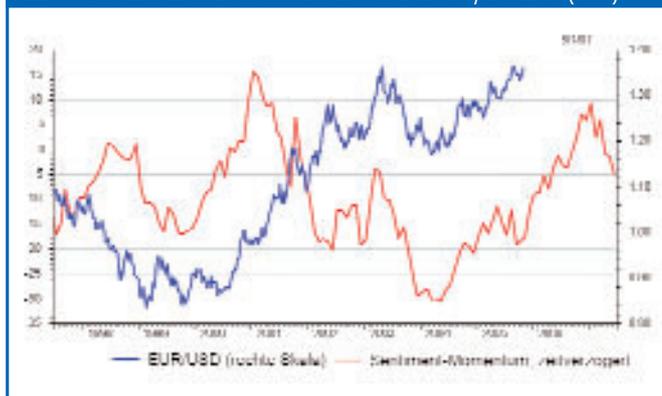


Quelle: Thomson Datastream

sehr einfachen und lehrbuchhaften Zusammenhang zwischen dem Wirtschaftswachstum und Inflation einerseits (blaue Linie) und den wirklichen zehnjährigen US-Zinsen (rote Linie). In der Theorie erklärt sich ein Zinsniveau beispielsweise durch die Kombination aus Wirtschaftswachstum, Inflationsraten und einer nicht direkt beobachtbaren Risikoprämie. Setzt man diese auf Null, ergibt sich aus dem Zusammenspiel der Fundamentaldaten eine Approximation, welches Zinsniveau als angemessen erachtet wird. Neben dem so geschätzten Zinsniveau ist vor allem die Richtung der blauen Linie wichtig.

Eine weitere volkswirtschaftlich angehauchte Intermarketidee besteht darin, die beiden Umfragen zum Unternehmensvertrauen in USA und Euroland zu vergleichen und anschließend zeitlich verzögert gegen die Währungsentwicklung zu stellen. Der Indikator dient als relative Abschätzung, auf welcher Seite des Atlantiks die Unternehmer eine bessere Wirtschaftsentwicklung erwarten. Daher wird er mit EUR/USD verglichen, da die Währung ja auch einen relativen Kurs darstellt (Abb. 5). Dieser Indikator unterstellt, dass die Eurostärke durchaus noch einige Monate anhalten kann.

ABB. 5: UNTERNEHMENSUMFRAGEN UND EURO/DOLLAR (ROT)

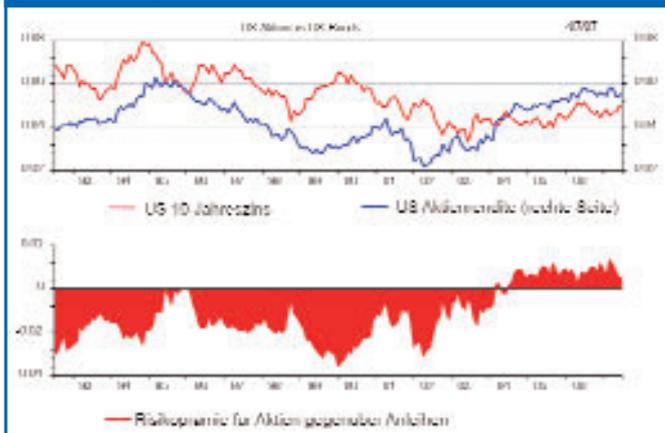


Quelle: Thomson Datastream

Neben den Volkswirten stellen vor allem die Aktienanalysten einen großen Anteil der Fundamentalanalysten. Das Grundprinzip einer fundamentalen Aktienbewertung besteht darin, Unternehmenskennzahlen wie Gewinne oder Cashflows über einen gewissen Zeitraum zu schätzen und anschließend abzuzinsen. Durch diese Vorgehensweise ermitteln sie den heutigen Wert von künftigen Zahlungsströmen. Je nach dem, welcher Zinssatz dabei zur Anwendung kommt, spiegelt sich darin wider, wie stark die Entwicklung von Geld- und Rentenmärkten den Wert der Aktien beeinflussen. Bei steigenden Kursen an den Rentenmärkten (d. h. bei fallenden Zinsen) steigt der Wert der Aktien. Die fundamentale Einschätzung hellt sich auf und Aktien werden generell positiver beurteilt. Die bekanntesten Vertreter dieser Denkschule sind das sogenannte FED-Modell (Alan Greenspan lässt grüßen) sowie das Dividend Discount Model (DDM).

Abb. 6 zeigt eine Abschätzung der Risikoprämie für den S&P500 anhand des Vergleichs zwischen einer geschätzten Aktienrendite (1/PE; blau) und der Rendite für zehnjährige US Anleihen (rot). Während des gesamten Aufwärtstrends in den 90ern war

ABB. 6: EINFACHES FED-MODELL FÜR DEN S&P. EIGENE BERECHNUNGEN

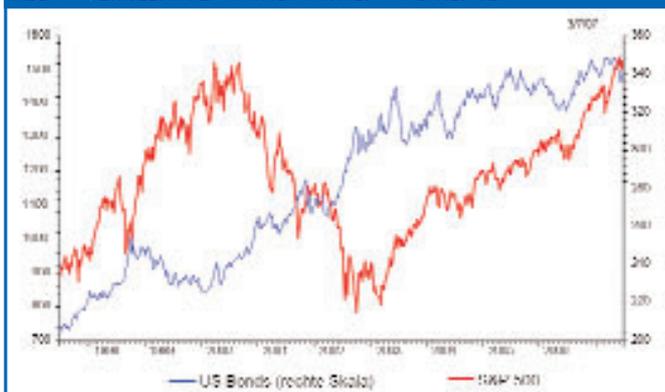


Quelle: Thomson Datastream

diese geschätzte Risikoprämie negativ. Langfristig orientierte Aktienbesitzer wurden demnach nicht für die eingegangenen Risiken kompensiert. Die Auflösung erfolgte in den Jahren 2000 bis 2003. Die ausgewiesene Risikoprämie für Aktien variiert je nach dem, welche Zinssätze als Vergleich herangezogen werden. Niedrige Zinssätze (beispielsweise Realzinsen) erhöhen die Risikoprämie, hohe Zinssätze (beispielsweise zehnjährige Zinsen von BBB beurteilten Zinspapieren) senken die Risikoprämie. Für jeden Zinssatz wird der Analyst allerdings eine logische Begründung finden, warum er gerade diesen zur Bewertung heranzieht.

Die kurze Betrachtung der Intermarketanalyse aus Sicht der technischen und fundamentalen Analyse zeigt, dass es sich um keine eigenständige Analyseform handelt. Die Analysten betrachten traditionell mehrere Märkte und ziehen für ihre Analyse die jeweiligen Tools aus dem Methodenbauchladen ihrer Disziplin. Es handelt sich allenfalls um sprachliche Unterschiede. Während die Techniker vorgeben, dass Aufwärtstrends in den Rentenmärkten tendenziell mit einer Kursrally in Aktien einhergehen, sprechen die Fundamentalanalysten von einem positiven Umfeld für Aktien, weil die globalen Zinssätze zurückgehen. Beide meinen letztlich jedoch dasselbe. Auch im Falle einer Fehlprognose ähneln sich die Begründungen. Während im technischen Fall die vorhandenen Trends brechen oder sogar drehen, verharrt ein Asset in der fundamentalen Einschätzung

ABB. 7: VERGLEICH ZWISCHEN AKTIEN UND RENTEN



Quelle: Thomson Datastream

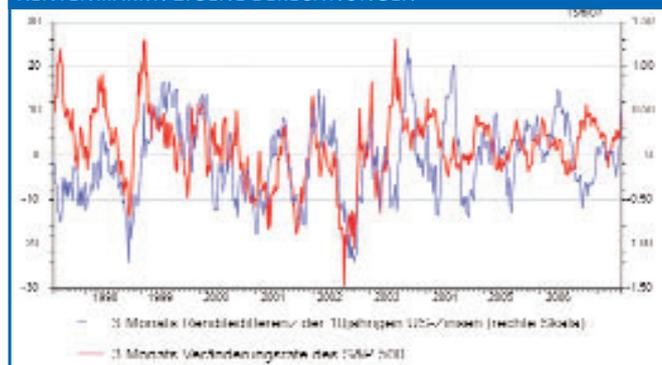
in der Fehlbewertung. Ein zu billiges oder zu teures Wertpapier wird eben noch billiger oder noch teurer.

Können diese Märkte lügen...?

Es war einmal eine Intermarketbeziehung, die über Jahrzehnte anhielt, äußerst robust war und in der ein Markt immer einen leichten zeitlichen Vorlauf auswies. Die Analysten hegten und pflegten diese Intermarketanalyse in ihren Researchpublikationen, und diese dankte es ihnen, indem sie sich leicht verständlich und wirtschaftlich sinnvoll zu erklären gab. Diese Marktbeziehung signalisierte eine Hausse zielgenauer als die andere und warnte den Analysten rechtzeitig vor einer anstehenden Baisse. Und morgen, liebe Leser, erzählen wir ein anderes Märchen...

Es ist nun an der Zeit, einige der Zusammenhänge darzustellen und auf deren Besonderheiten hinzuweisen. Das Vorgehen ist einfach und wiederholt sich ständig. Es werden zwei Märkte verglichen, um dadurch Phasen zu identifizieren, in denen sich diese Märkte entweder sehr ähnlich oder sehr gegensätzlich bewegen. Statistisch gesehen weisen sie dann eine sehr hohe positive oder negative Korrelation aus. In der „freien Wildbahn“ kommen jedoch leider keine perfekten Beziehungen vor.

ABB. 8: VERÄNDERUNGSRATEN VON AKTIEN UND ZINSEN AM RENTENMARKT. EIGENE BERECHNUNGEN



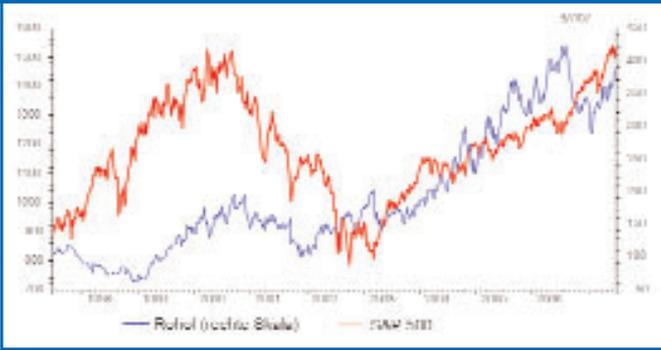
Quelle: Thomson Datastream

Prinzipiell geht die Anzahl der möglichen Intermarketbeziehungen natürlich gegen unendlich, weil sich für jedes Marktpärchen zumindest temporär eine geeignete Korrelation einstellen wird. Manche Beziehungen lassen sich zudem noch logisch begründen und haben sich daher über die Zeit bewährt. Sie tauchen immer wieder in Publikationen auf und dienen dem Analysten als Argumentationshilfe. Der wohl bekannteste Vergleich ist die Beziehung zwischen Aktien und Renten.

Aus Abb. 7 ist ersichtlich, dass es ausgeprägte Zeitphasen gab, in denen sich die Kurse in die gleiche Richtung bewegten. Diese Zusammenhänge finden sich in den Hochglanzbroschüren wieder. Hässlich ist allerdings, dass sich dieser Zusammenhang gelegentlich umkehrt, und dass es keine Regel gibt, welcher Markt zuerst die Richtung ändert. Letzteres wird als Lead-Lag-Verhalten bezeichnet. Diese Lead-Lag Beziehung lässt sich gut aus einem Chart ablesen, der keine Kurse, sondern deren Veränderungsrate zeigt.

In Abb. 8 wird jeweils die dreimonatliche Veränderung des S&P Index sowie der zehnjährigen US-Zinsen gezeigt. Es wird deutlich,

Abb. 9: AKTIEN UND ROHÖL



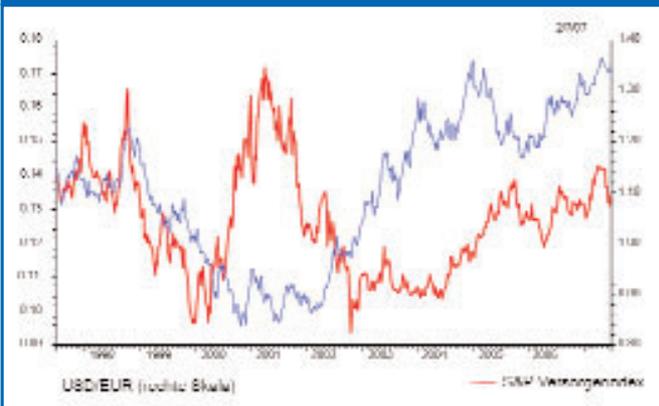
Quelle: Thomson Datastream

dass keine regelmäßige Lead-Lag-Struktur zutage tritt, sondern sich die Wendepunkte der Märkte willkürlich vollziehen. Aktien pflegen auch Intermarktbeziehungen zu einzelnen Rohstoffen. Ein häufig erwähnter Zusammenhang besteht zwischen dem S&P500 und Rohöl (Abb. 9). In der Tendenz der letzten zehn Jahre gehen steigende Aktienkurse mit steigenden Rohölnotierungen einher. Dieser Zusammenhang ist nicht perfekt, aber er besteht in der Tendenz seit einer sehr langen Zeit. Wer folglich in den kommenden Monaten von steigenden Aktien ausgeht, sollte auch einen steigenden Ölpreis vorhersagen. Umgekehrt sollten die Prognosen eines sinkenden Ölpreises auch von einem schwächelnden Aktienmarkt ausgehen.

Auch von einzelnen Branchen innerhalb der Aktienindizes lassen sich Beziehungen zu anderen Märkten erkennen. Ein viel zitiertes Beispiel ist der Vergleich zwischen der Versorgungsbranche und der Währungsentwicklung (Abb. 10). Um die Beziehung etwas komplexer zu gestalten, greifen Analysten nicht direkt auf den Branchenindex, sondern auf dessen relatives Verhalten gegenüber dem Gesamtmarkt zurück. Über eine sehr lange Zeitperiode läuft diese relative Entwicklung der Versorger mit der Währungsentwicklung im Gleichschritt.

Sehr deutlich veranschaulicht Abb. 10, wie wenig stabil Intermarktzusammenhänge sind. Es gibt

Abb. 10: RELATIVE BRANCHENENTWICKLUNG UND WÄHRUNGEN, EIGENE BERECHNUNGEN



Quelle: Thomson Datastream

Ein weiteres Beispiel für eine Aktienbranche ist der Versicherungssektor. Wieder ist für diesen oft geschilderten Zusammenhang ein Kunstkniff nötig. Der Vergleich (Abb. 11) zeigt die Steilheit der US-Zinskurve gegenüber der relativen Performance der Versicherungsbranche gegenüber dem S&P500. Der Zusammenhang war lange Zeit der Liebling von Fundamental-Aktienanalysten, da sich hervorragend wirtschaftliche Bilder zwischen der Risikotransformation innerhalb der Zinskurve und der Versicherungsbranche ziehen ließen.

Dieser Zusammenhang sieht über sehr lange Zeit stabil aus, bricht dann jedoch ab. Seither ist er aus dem Repertoire der Hochglanzresearchbroschüren verbannt. Die Aussagen dieser Intermarktanalyse sind folglich ebenfalls mit Vorsicht zu genießen.

Beliebte Währungen

In der Währungsanalyse ist es äußerst beliebt, Zusammenhänge zwischen der Währungsentwicklung eines Landes mit den Preisen der in diesem Land vorhande-

ausgedehnte Phasen, in denen sich die Beziehung entkoppelt oder sogar umdreht (1999-2002). Zudem zeigen sich auch hier ausgeprägte Zeitverzögerungen zwischen den Wendepunkten. Researchberichte, die diese Tendenz verschweigen, sind folglich mit Vorsicht zu genießen.

Vermögensverwaltung & Fondsberatung



HWB Portfolio Plus

Anteilklasse V: WKN 121543

Anteilklasse R: WKN A0LFYM

S&P Fund Stars: ○○○○○

Morningstar Rating: ★★★★★

+92,43%¹
ab Aufg. 28.07.2005

Victoria Strategies Portfolio

Anteilklasse V: WKN 764931

Anteilklasse R: WKN A0LFYL

S&P Fund Stars: ○○○○○

Morningstar Rating: ★★★★★

+76,51%²
ab 01.04.2004

HWB Renten Portfolio Plus

Anteilklasse V: WKN A0JMLY

Anteilklasse R: WKN A0LFYN

+5,06%³
ab Aufg. 01.04.2004

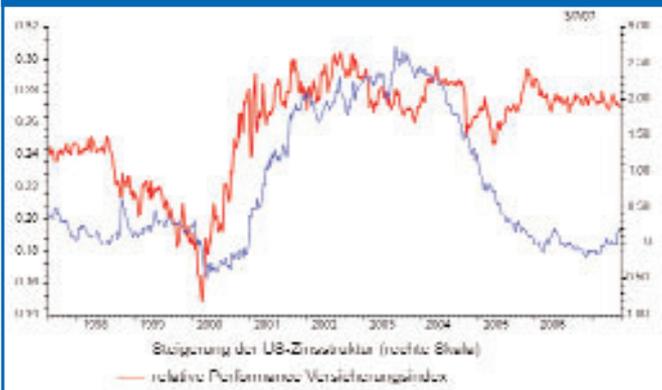
Anspruch trifft Wirklichkeit

Maximale Wertstabilität in Baisse Märkten. Ausrichtung der Portfolio Absicherung an den Signalen der HWB Future Trend Analyse.

Die HWB Future Trend Analyse stellen wir Ihnen bis auf weiteres kostenfrei zur Verfügung. Zur Aufnahme in den Newsletter senden Sie uns bitte eine e-mail an: hwbcm@hwbcm.de

Verkaufsprospekt und Rechenschaftsbericht zu den HWB Portfolios können kostenfrei angefordert werden bei: HWB Capital Management, Peter-Friedhofen-Str. 30, 54292 Trier. Diese produktbezogene Information stellt keine Anlageempfehlung dar. Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Anlageergebnisse. ¹Angegebene Wertentwicklung bezieht sich auf den Zeitraum 28.07.03 = 31.05.07. ²Angegebene Wertentwicklung bezieht sich auf den Zeitraum 01.06.03 = 31.05.07. ³Angegebene Wertentwicklung bezieht sich auf den Zeitraum 01.06.06 = 31.05.07. Quelle: HWB Capital Management.

Abb. 11: US-ZINSKURVE UND RELATIVE ENTWICKLUNG DES VERSICHERUNGSMARKTES



Quelle: Thomson Datastream

nen Rohstoffe zu vergleichen. Daraus lassen sich formidable Geschichten formen. Ein gutes Beispiel aus dem Kapitel „Schwindeln mit Charts“ ist die Beziehung zwischen dem australischen Dollar und Gold (Abb. 12). Der logische Zusammenhang besteht darin, dass Australien Gold fördert und demnach die Währung durch die Richtung des Goldpreises beeinflusst werden sollte. In der Zeit um 1998 zierte der nebenstehende Chart viele Researchpublikationen von Brokerhäusern.

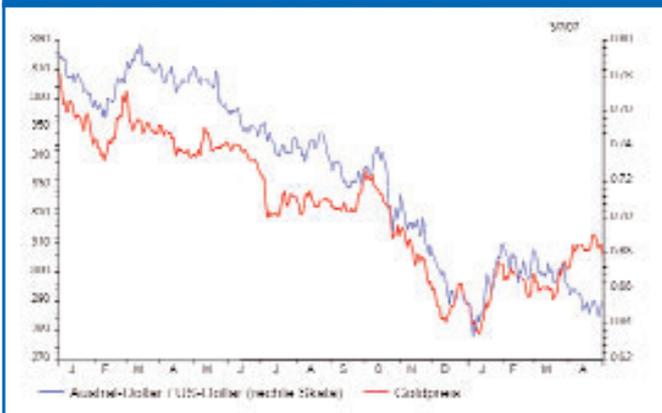
Er zeigt einen beinahe perfekten Gleichlauf zwischen beiden Assets. Ein fallender Goldpreis geht demnach einher mit einem gegenüber dem US-Dollar fallenden Aussie-Dollar. Betrachtet man diesen Zusammenhang über eine sehr lange Periode, schwächt sich das Bild ab (Abb. 13).

Während der australische Dollar seit 2004 mehr oder weniger seitwärts tendiert, setzt Gold zu einem ungeahnten Höhenflug an. Aufgrund der schmeichelhaften Skalierung besteht aber optisch trotzdem ein schöner Zusammenhang. Auf einem Chart mit prozentualen Veränderungen würde dieser Zusammenhang verschwinden.

In die Trickkiste gegriffen

Ein weiterer Kunstkniff aus der Trickkiste der Intermarketanalyse ist die inverse Skalierung. Dadurch lassen sich negative Zusammenhänge in positive verwandeln, was dem vom Betracht-

Abb. 12: AUSSI-DOLLAR UND GOLD – KURZE FRIST



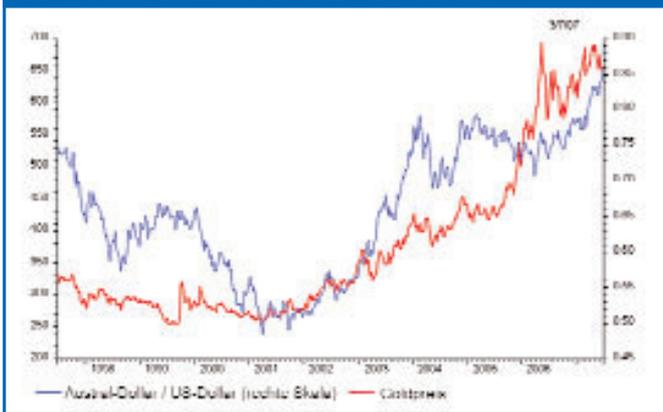
Quelle: Thomson Datastream

ten von zu vielen Excel-Sheets gestressten Auge sehr entgegenkommt. Ein im Rentenmarkt sehr gängiger Vergleich ist die Entwicklung von langfristigen Zinsen mit den Gegebenheiten am Geldmarkt. Folgendes Beispiel zeigt die Entwicklung der kurzfristigen US-Anleihezinsen im Vergleich zu dem Zinsunterschied (Abb. 14), der am langen Ende der Zinskurve zwischen den 10- und 30-jährigen Anleihen gehandelt wird. Dabei wurde der Zinsspread invertiert.

Die Abbildung besagt, dass bei steigenden kurzfristigen Zinsen eine Tendenz besteht, dass 30-jährige Anleihen sich besser entwickeln als 10-jährige Anleihen. Dieser Zusammenhang ist über einen sehr langen Zeitraum stabil geblieben, ohne längere Strukturbrüche.

Neben den mit Charts angeführten Beispielen gibt es noch eine Menge anderer Zusammenhänge, die an dieser Stelle jedoch aus Platzgründen nicht alle abgebildet werden können. Einige davon seien jedoch genannt: Generell eignen sich Zinsspreads zwischen zwei Währungen für einen Vergleich mit einer Währungsbewegung. Üblicherweise vergleichen die Research-

Abb. 13: AUSSI-DOLLAR UND GOLD – LANGE FRIST



Quelle: Thomson Datastream

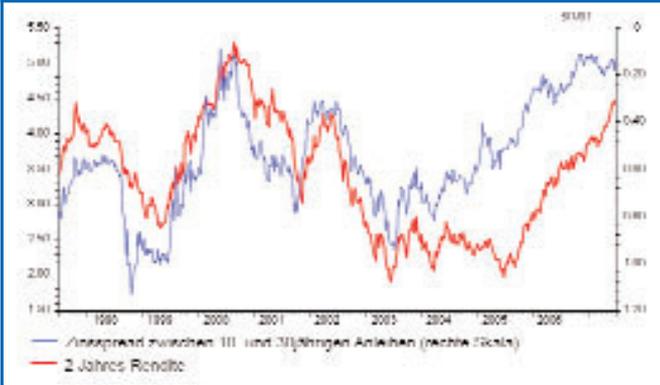
häuser entweder kurze Dreimonatszinsen oder langfristige zehnjährige Zinsen miteinander. In der Regel stellt sich zumindest phasenweise eine hohe Korrelation zwischen Spread und Währung ein. Gute Einschätzungen zum Dollar/Yen-Währungs-paar bietet auch das Verhältnis zwischen den Finanzbranchen des S&P500 und des Topix.

Auch Smart Investor hat eine lange Tradition, sich mit dieser Thematik zu beschäftigen. Speziell für die Aktienmärkte berichtet Uwe Lang, der Herausgeber der „Börsensignale“ (s. auch S. 57), seit geraumer Zeit Monat für Monat, wie sich aus der aktuellen Währungs- und Zinsentwicklung die künftige Aktienentwicklung ablesen lässt. Dies ist ein interessantes Indikatorenmodell, das größtenteils auf einer Intermarketanalyse beruht.

Wie Märchen entstehen...

So schön es auch klingt: Die simultane Analyse mehrerer Märkte bietet dem smarten Investor nicht nur Argumentationshilfen. Sie bietet ihm zudem die Möglichkeit, sich auf vielfältige Weise selbst zu betrügen.

ABB. 14: KURZFRISTIGES ZINSNIVEAU UND KURVENSTELTHEIT BEI LANGEN ZINSEN



Quelle: Thomson Datastream

Analysten müssen eine Geschichte erzählen, damit sich bestimmte Investmentprodukte verkaufen. Oftmals nutzen sie die Intermarketanalyse, weil sich daraus vorzügliche Bilder beschreiben lassen. Der Investor kann diese ausgelegten Fallstricke jedoch umgehen. Nur dann kann er aus dieser Analyseform einen Nutzen ziehen. Die vier goldenen Regeln für den Investor sind:

- ◆ Regel Nr.1: Misstrauere einem zu kurzen Zeitraum! Oftmals zeigen Intermarketcharts ausschließlich Zeitperioden, in denen ein äußerst ausgeprägter Zusammenhang zwischen den betrachteten Märkten besteht. Ein Blick auf eine längere Zeitperiode relativiert diesen Zusammenhang meist deutlich.
- ◆ Regel Nr. 2: Misstrauere der Skalierung! Wird ein Chart genügend gestaucht oder gestreckt, lassen sich zumeist eindrucksvolle Zusammenhänge erzeugen. Dies ist eine Form von Data-Mining und meist nicht zielführend.
- ◆ Regel Nr. 3: Misstrauere der gezeigten Lead-Lag-Struktur! Wird einer der Märkte in dem gezeigten Zeitfenster genügend nach links oder rechts verschoben, entsteht fast immer der Eindruck eines beeindruckenden Vorlaufs. Auch dies ist in der Regel eine Form von Data-

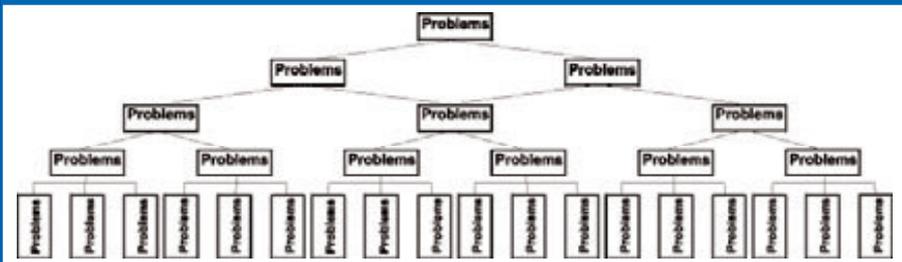
Mining und hat selten Bestand.

Märkte sind im Fluss, sie verändern ständig ihre Trends, Momentum und Schwankungsbreiten. Vergleicht man zwei Märkte miteinander, so verschiebt sich selbst bei einem robusten Zusammenhang ständig die zeitliche Abfolge der Swingpunkte (Lead-Lag-Struktur) sowie die Stärke des Zusammenhangs (Korrelation). Je geringer der Zusammenhang zwischen zwei Märkten ist, desto stärker sind diese Probleme. Es ist daher unheimlich schwierig, robuste mechanische Handelsstrategien aus diesen Intermarketzusammenhängen zu extrahieren.

Praxis-Tool #1: Die Investmentuhr

Die klassische Anwendung der Intermarketanalyse ist die Asset Allocation. Aus einem bunten Strauß von Assetklassen muss ein Investor sich regelmässig entweder ausschließlich für eine Anlagekategorie entscheiden oder dieser zumindest ein stärkeres Gewicht als anderen Anlagemöglichkeiten beimessen. Aufgrund der schieren Größe der eingegangenen Wetten liefert die Asset Allocation in der Regel den größten Ergebnisbeitrag, bietet allerdings auch die größte Spielwiese. Die Asset Allocation dominiert für gewöhnlich die Wetten auf Einzel-

ABB. 15: KURZDARSTELLUNG DER INTERMARKETANALYSE



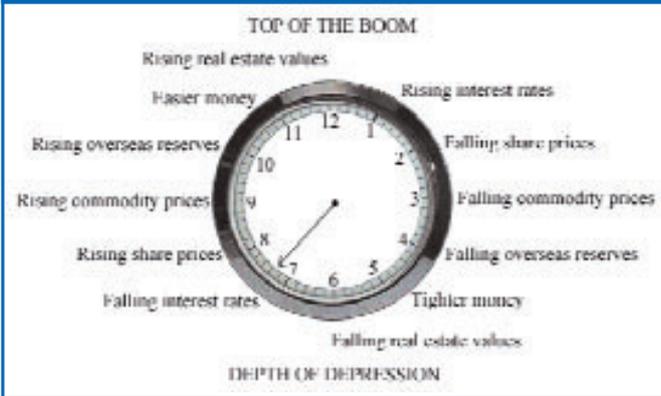
Quelle: Rolf Wetzler

Mining und hat selten Bestand.

◆ Regel Nr. 4: Beachte die Eigenarten der gezeigten Märkte. Viele Zusammenhänge sind nicht handelbar, weil die Märkte unterschiedliche Öffnungszeiten ausweisen und daher an den gezeigten Zeitpunkten unterschiedlich liquide sind. Dies erschwert es dem Investor, ein gegebenes Inter-

IFF
23.08.2007
IEE 2007
Investment Forum Frankfurt
Le Meridien Parkhotel Frankfurt
Wiesenhüttenplatz 28 + 33 + 60329 Frankfurt
Es präsentieren sich u.a.
RTT
challenging reality
ME
made for entertainment
usu
SOFTWARE AG
F24
COMMUNICATIONS-SERVICES
GoingPublicMedia
AKTIENGESELLSCHAFT
CeoTronics
Audio - Video - Data Communication
Anmeldung und Informationen unter
www.iff-investor.de Ansprechpartner Jörg Grünwald
Veranstalter:
GERMAN BUSINESS CONCEPTS
Medienpartner Online:
EquityStory AG
Medienpartner Print:
REISEWERT
Curo
Smart Investor
GoingPublic
Magazin

ABB. 16: DIE INVESTMENTUHR



Quelle: Merrill Lynch

werte. Oftmals werden zur Entscheidungshilfe mechanische Modelle eingesetzt. Aus den vielen Allokationsideen werden zum Schluss des Artikels noch zwei in der Praxis angetroffene Intermarkttools vorgestellt.

Das erste ist die von Merrill Lynch popularisierte Investmentuhr (Abb. 16). Diese betrachtet die Gruppen Geldmarkt, Renten, Aktien, Rohstoffe und Immobilien. Die Investmentuhr unterstellt für die relative Performance zwischen den Gruppen eine typische und stilisierte zeitliche Abfolge, an die sich der Investor halten kann.

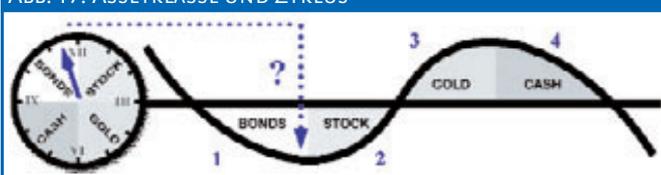
Damit die jeweilige Phase identifiziert werden kann, betrachtet man Bewertungskennzahlen und den aktuellen Stand im wirtschaftlichen Zyklus. Wie oben beschrieben, spiegelt sich in der Bewertung die Intermarktanalyse wider. Gepaart mit einer wirtschaftlichen Analyse erfolgt die Identifikation, welche Assetklasse in diesem Umfeld am besten performen könnte. Zudem unterstellen die Analysten von Merrill Lynch eine stilisierte Abfolge zwischen den einzelnen Anlageklassen. Auch dies lässt sich am besten durch eine stilisierte Grafik darstellen (Abb. 17).

Viele Investmentideen zur Asset Allocation orientieren sich in der einen oder anderen Form an der Grundidee der Investmentuhr. Die Analysten schätzen den Zyklusstand für gewöhnlich dadurch, dass sie verschiedene Faktoren in einer sogenannten Scorecard bewerten. Die einzelnen Researchhäuser unterscheiden sich häufig durch den Aufbau ihrer Scorecard. Die Aufgabe dieser Bewertungstabelle ist es, die oftmals subjektiven Einschätzungen der einzelnen Bausteine zu objektivieren.

Praxis-Tool #2: Korrelationsmodell

Die zweite Applikation der Intermarktanalyse zur Asset Allocation stammt aus deutschen Landen und ist eine rein quantitative

ABB. 17: ASSETKLASSE UND ZYKLUS



Quelle: Merrill Lynch

tive Anwendung ohne irgendwelchen interpretativen Spielraum. Die Abschätzung von Intermarktbeziehungen ist meist nur ein kleiner Schritt für einen Analysten, deren quantitative Fassung jedoch ein großer Schritt für den Modellbauer. Dazu muss ein Pattern bzw. Muster fixiert werden, das mit den oben geschilderten Problemen zurechtkommt.

Die Strategie basiert direkt auf der Intermarktanalyse und deren Interpretationen durch John Murphy. Der Ausgangspunkt ist einfach. Solange ein Investor über keine weiteren Informationen verfügt, sollte er die Assetklasse Aktien halten. Diese wird in der Regel sein eingegangenes Risiko am meisten abgelten. Anhaltspunkte, wann er sich aus dieser Assetklasse verabschieden sollte, liefert ein Indikator, genauer ein Oszillator. Dies sind Kurven, die relativ hektisch zwischen zwei eng gefassten Extremwerten hin und her pendeln. Unser Oszillator bildet einen rollierenden Korrelationskoeffizienten ab und kann daher zwischen den Extremwerten -1 und +1 schwanken.

Jeder Punkt auf der Kurve in Abb. 18 stellt die Korrelation zwischen Aktien und Renten des letzten halben Jahres dar. Es zeigt sich, dass der so gemessene Zusammenhang zwischen den Assetklassen nicht konstant ist, sondern sich über die Zeit stark verändert. Damit bestätigt sich, dass es keine allgemeingültige Beziehung zwischen den beiden Anlageklassen gibt – egal welcher berühmte Autor dies auch postulieren mag. Bricht in dem Oszillator die positive Beziehung zwischen Renten und Aktien ab, ist für den Investor der Zeitpunkt gekommen, ab dem er sich aus Aktien verabschieden sollte, um sich in einen sicheren Hafen zu begeben. Die Aktienfrage ist damit geklärt.

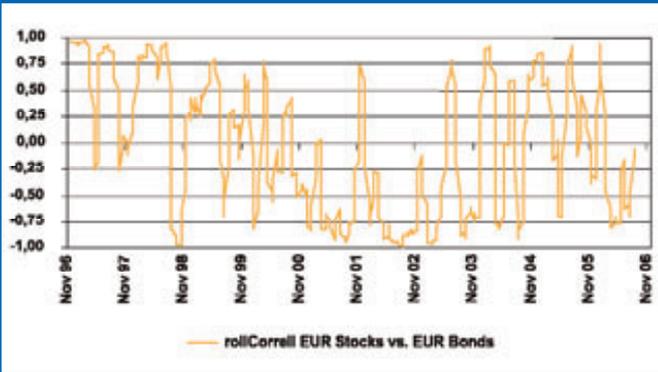
VTAD AWARD 2007

Im März dieses Jahres vergab die Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands (VTAD) einen von Smart Investor gesponserten Preis für eine Leistung, die „neue Erkenntnisse auf dem Gebiet der technischen Analyse vermittelt oder etablierte Techniken entscheidend weiterführt“. In diesem Wettbewerb belegte die Researcharbeit des Autors Rolf Wetzer den zweiten Platz mit einem Modell, nach dem ein (smarter) Investor seine Wetten auf Aktien, Renten oder Geldmärkte verteilt.



Foto: Ralph Malisch

Abb. 18: ROLLIERENDE KORRELATION ZWISCHEN AKTIEN UND RENTEN



Quelle: Rolf Wetzler

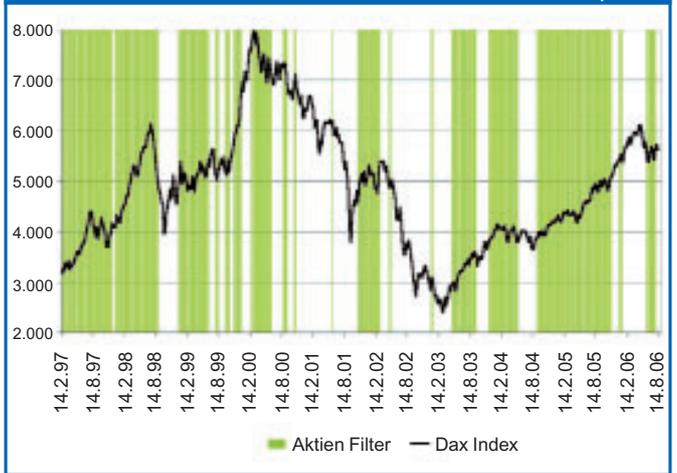
Wenn man keine Aktien hält, stellt sich dem Investor nun die Frage, ob er das Schiff besser in den Geld- oder den Rentenmarkt steuern sollte. Auch diese Frage wird letztlich durch Korrelationen beantwortet. Das gesuchte Muster für die Asset Allocation besteht darin, nur dann in das volatilere Asset zu investieren, wenn dieses durch die Kursbewegung in einem ande-

ren Markt bestätigt wird. Der Rentenmarkt wird folglich solange dem Geldmarkt vorgezogen, solange es auch dort eine positive Kursbeziehung gibt.

Erfolgreiches Instrument

Testet man das Modell über einen Zeitraum von 10 Jahren, erkennt man, dass es sich um ein erfolgreiches, aber konservatives Instrument handelt. Asset Allocation-Entscheidungen werden nur spärlich getroffen, was sehr geringe Transaktionskosten nach sich zieht. Am Beispiel für den DAX zeigt sich (Abb. 19), dass es sehr lange Investitionsphasen (grün) am Aktienmarkt gab, dass aber das Modell keine Wendepunkte erkennen kann. Es handelt sich um ein typisches Trendfolgekonzept. Die Performance entsteht zum großen Teil auch über ein aktives Vermeiden von Draw-down-Phasen.

Abb. 19: AKTIENPHASEN IN DER DAX-HISTORIE DER LETZTEN 10 JAHRE



Das Modell rät in den grünen Phasen zum Halten von Aktien
Quelle: Rolf Wetzler

Cross Links

GoingPublic Magazin 8/2007



- ◆ Titelthema: Emerging (IPO-)Markets
- ◆ Dienstleistung Research: Cash für Kaufkurse?
- ◆ M&A in Japan: Die Kunst, ein japanisches Unternehmen zu kaufen
- ◆ Siemens VDO Automotive: Verkauf oder Börsengang?
- ◆ Alle aktuellen IPOs u.v.m.

Weitere Informationen unter www.goingpublic.de

VentureCapital Magazin 8-9/2007

- ◆ Titelthema: M&A-Boom vor dem Gipfel
- ◆ Neues aus dem Silicon Valley: Interview mit Joe Schoendorf, Accel Partners
- ◆ Private Equity-Investitionen in Osteuropa
- ◆ Leveraged Buyouts: Fremdkapitalmarkt vor Trendumkehr?
- ◆ Fehler in der Kommunikation – worauf mittelständische Buyout-Fonds achten sollten



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

Aktuell signalisiert das Modell eine vorsichtige Assset Allocation, da es einen Zwist zwischen weiter steigenden Aktienkursen und steigenden Zinsen unterstellt. Die gesamte Arbeit des Autors findet sich auf der VTAD-Homepage www.vtad.de unter der Rubrik „Preisträger VTAD Award 2007“.

Fazit

Die Intermarketanalyse ist ein beliebtes Werkzeug im Bauchladen eines Analysten. Der Investor sollte sich jedoch durch den modern klingenden Namen nicht täuschen lassen. Oftmals handelt es sich um „olle Kamellen“, die einfach neu aufgewärmt werden. Zudem werden zum Teil Zusammenhänge konstruiert, dass sich die Balken biegen. In einem Markt, der sich zumindest statistisch ziemlich nahe am Zufall entlang bewegt, darf ein Investor nicht allzu viele stabile Zusammenhänge erwarten. Auch nicht von hoch dekorierten und populären Analyseformen. Eine eigenständige – von anderen Disziplinen unabhängige – Intermarketanalyse lässt sich daraus jedoch nicht konstruieren. Ebenso wenig lässt sich einer Analyserichtung das Urheberrecht an dieser Art der Analyse zuordnen. Unter dem Titel bündelt sich einfach ein Sammelsurium von Ideen. Manche sind ausgegoren und für den Investor nützlich, und viele davon sind es nicht.

„Ich lege Wert auf die Logik der Beziehung“

Smart Investor im Gespräch mit Nelson Freeburg, Herausgeber von Formula Research (www.formularesearch.com), einem Börsendienst, der auf Basis langjähriger Datenreihen erfolgreich Timing-Modelle für Aktien, Renten und Rohstoffe entwickelt.

Smart Investor: Wo sehen Sie die Vorteile der Intermarketanalyse?

Freeburg: Der Hauptvorteil der Intermarketanalyse besteht darin, dass sie unser Verständnis der Finanzmärkte fördert, indem sie Kräfte identifiziert, die für Kursbewegungen verantwortlich sind; eine isoliert wahrgenommene Kursbewegung kann trügerisch sein. Dabei können Sie die Intermarketanalyse sowohl als Bestandteil eines Handelssystems verwenden, was ich bevorzuge, oder Sie setzen sie intuitiv ein, etwa so, wie man Chartmuster interpretiert.

Smart Investor: Es scheint auf diesem Gebiet aber auch viel Folklore zu geben...

Freeburg: Ja, Folklore ... [lacht]. Das ist ein höflicher Ausdruck. Es gibt viele Opportunisten auf diesem Feld, die lediglich versuchen, ihre Bücher, Börsenbriefe oder Beratungsleistungen zu verkaufen. Die besten Intermarketbeziehungen wurden von ernsthaften Analysten wie John Murphy, Martin Pring und Tom McClellan dokumentiert. Letzterer hat beispielsweise eine erstaunlich konsistente Beziehung zwischen Rohöl und Gold entdeckt.

Smart Investor: Wie sieht es denn mit der Robustheit solcher Beziehungen im Zeitablauf aus?

Freeburg: Der zeitliche Vorlauf kann und wird variieren. Auch können einige Intermarketbeziehungen trotz beachtlicher Langfrist-Performance ohne Vorwarnung zusammenbrechen. Die Zinsen waren beispielsweise für die US-Aktienbörse von den 1940ern bis Mitte der 1990er ein gleich bleibend wirkungsvoller Frühindikator. Steigende Zinsen bedeuteten niedrigere Aktienkurse und umgekehrt. Diese historische Beziehung zerfiel in den späten 1990ern, wahrscheinlich als Folge einer Desinflation. Es ist ratsam, jeden Indikator um zuverlässige Trendfolger zu ergänzen, damit sichergestellt ist, dass Sie sich auf der richtigen Seite des Marktes befinden.

Smart Investor: Sind Intermarketbeziehungen, die sinnvoll erscheinen, in dieser Hinsicht nicht dennoch weniger gefährdet?

Freeburg: Ich lege Wert auf die Logik der Beziehung. Die scheinbare Verbundenheit zweier Märkte kann das Ergebnis einer bloßen Scheinkorrelation sein. Vergewissern Sie sich, dass Ihre Intermarketbeziehung auf einer soliden argumentativen Grundlage steht. Beispielsweise ist es gut nachvollziehbar, dass sich Aktienkurse abschwächen, wenn die Zinsen steigen. Anleihen sind dann gegenüber Aktien attraktiver. Suchen Sie solche kausalen Beziehungen!

Smart Investor: Welches sind häufige Fehler bei der Intermarketanalyse?

Freeburg: Ich sprach gerade die Notwendigkeit einer kausalen Beziehung an. Falls man diese nicht findet, kann das tödlich sein. Ein zweiter häufiger Fehler ist das Versäumnis, eine Intermarketbeziehung in einer angemessenen historischen Tiefe zu testen. Je mehr Back-Testing, desto besser. Die meisten meiner Timing-Modelle sind zurück bis in die 1970er getestet worden, manche sogar bis in die 1920er. Diese Art der Betrachtung offenbart wertvolle Einblicke in die Stärke von Intermarketbeziehungen und – zwangsläufig – auch etwas von deren Schwäche.

Smart Investor: Wenn Sie Intermarketanalysen programmieren, wie gehen Sie mit Daten um, die nur unregelmäßig publiziert werden?

Freeburg: Ich kann nur raten, Modelle zu meiden, die von selten publizierten oder schwer zu beschaffenden Daten abhängig sind. Noch nie waren Finanzdaten günstiger oder leichter zu beschaffen als heute im Internetzeitalter; Sie bekommen praktisch alles was Sie brauchen gratis aus dem Netz.

Smart Investor: Gibt es Veränderungen in den Intermarketbeziehungen, die neue globale Entwicklungen wie etwa den Aufstieg Chinas widerspiegeln?

Freeburg: Zweifellos wird sich das Gebiet der Intermarketmuster mit dem Aufstieg von China und Indien weiterentwickeln und verändern. Diese Veränderungen repräsentieren für den Analysten sowohl Chancen als auch neue Herausforderungen.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Ralph Malisch



Nelson Freeburg entwickelt mit Formula Research seit über 16 Jahren Timing-Modelle mit hoher Performance. Er zählt heute namhafte Institutionen und private Trader aus 27 Ländern zu seinen Kunden.



Fotos (v. l. n. r.): K+S, Fuchs Petrolub, Bertrandt

Für den Fall des Falles – Buy on Dip!

Unsere Einschätzung zu den Aktienmärkten ist bekannt bzw. kann laufend in „Das große Bild“ nachgelesen werden. Dass wir eine starke Korrektur oder sogar – vergleichbar zu 1987 – einen Crash für wahrscheinlich erachten, soll nicht heißen, dass wir Aktien zukünftig links liegen lassen wollen – im Gegenteil.

Krise als Chance

Texte mit Überschriften wie „Krise als Chance“ beginnen gerne mit der Anekdote, dass die Chinesen für beide Begriffe dasselbe Wort benutzen. In unserem Fall soll das keine Floskel sein, sondern unseren Ausblick für den Rest des Jahres möglichst pointiert zusammenfassen. Denn der langfristige Aufwärtstrend an den Aktienmärkten dürfte trotz einer von uns prognostizierten starken Korrekturbewegung weiterhin intakt bleiben. Wir wollen – sollte es zu dem erwarteten Einbruch kommen – vielmehr gewappnet sein und fundamental herausragende Werte auf einem deutlich niedrigeren Niveau für unser Musterdepot wieder einsammeln, eben gemäß der „Buy on Dip“-Strategie. Darunter können sich manch alte Bekannte befinden, Aktien, die wir – im Nachhinein betrachtet – zu früh verkauft haben. Ebenso wollen wir neue Titel vorstellen, von denen wir uns in Zukunft eine weit überdurchschnittliche Performance erwarten. Unser Crash-Szenario bezieht sich dabei auf einen Zeitpunkt innerhalb der nächsten sechs Monate. Die in der Tabelle angegebenen Kauflimite dürften wohl auch nur in diesem Fall realistischerweise ausgelöst werden.

Die Story macht den Unterschied

Uns liegt viel daran zu betonen, dass wir vor allem an spannenden Langfrist-Stories interessiert sind. Hierbei zählen weniger die letzten Quartalszahlen, welche ohnehin stichtagsbezogenen Schwankungen unterliegen, sondern vor allem die Kompetenz des Managements, die Güte des Geschäftsmodells und daraus abgeleitet die jeweiligen Umsatz- und Ertragsperspektiven. Auch berücksichtigen wir, inwieweit das Unternehmen in der Vergangenheit die eigenen Ziele erreicht hat. Letzteres soll sicherstellen, dass der Kapitalmarkt in einer potenziellen Crash-Situation wieder rasch das Vertrauen in die Stärke des jeweiligen Geschäftsmodells findet. Kandidaten, die bereits zu Hausse-Zeiten mit Kommunikationsproblemen gegenüber ihren Aktionären zu kämpfen haben, erscheinen uns unter der Prämisse eines weitgehend krisenresistenten Investments ungeeignet. Ob und wie sehr die Börse einem Management Vertrauen entgegenbringt, lässt sich bereits mit einem Blick auf den Aktienkurs überprüfen. Wir filtern das Universum deutscher AGs nach Charts, die einen „LUNRO“-Verlauf aufweisen.

Regelmäßigen Lesern des Smart Investor wird dieser Begriff schon mehrmals begegnet sein. „LUNRO“ steht für nichts anderes als „Links Unten nach Rechts Oben“, sprich: im Chart muss ein eindeutiger, kontinuierlicher Aufwärtstrend erkennbar sein. Ansonsten fällt der Wert durch unser Auswahlraster.



Von Schmier- und Dämmstoffen

Die in Mannheim ansässige Fuchs Petrolub AG gehört zu den weltweit führenden Herstellern von Schmierstoffen. Die traditionsreiche Gesellschaft bietet neben Standardprodukten auch für zahlreiche Nischen speziell entwickelte Lösungen an, was im Ergebnis zu einer weit über dem Branchendurchschnitt liegenden operativen Marge von über 12% führt. Neben Auto- und Motorradfahrern beziehen auch Kunden aus dem Bergbau, der Stahlindustrie und dem Maschinen- und Fahrzeugbau die Produkte aus dem Hause Fuchs. Mit dieser Struktur auf der Abnehmerseite lässt sich vortrefflich an dem globalen Wirtschaftswachstum partizipieren. Durch die Präsenz im asiatisch-pazifischen Raum sowie in Nordamerika können zugleich regionale Schwankungen geglättet und der Geschäftserfolg in Konsequenz verstetigt werden. Fuchs pflegt zudem eine offene und aktive Investor Relations-Politik. So nahm man allein im vergangenen Jahr an sechs Kapitalmarkt-Konferenzen teil und führte acht Roadshows durch. Gerade die direk-

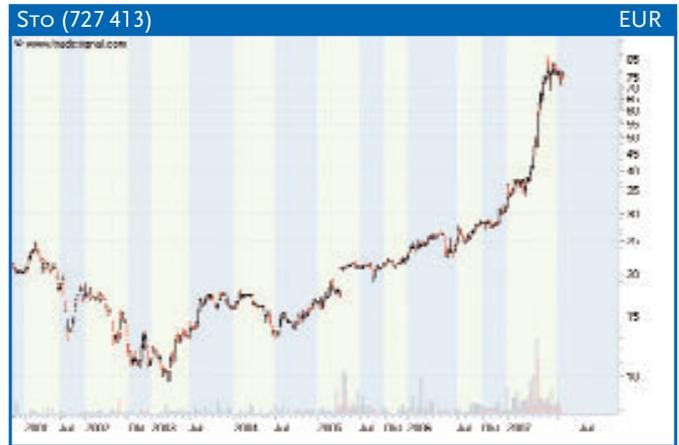


Sto profitiert vom Revitalisierungsbedarf des deutschen Immobilienbestandes; Foto: Sto

te Ansprache des Kapitalmarktes erweist sich in turbulenten Börsenzeiten als wichtiges Asset. Die Aktie gleicht mit einem Kursplus von über 1.000% in den letzten fünf Jahren einem nicht müde werdenden Dauerläufer. Da ist es sehr wahrscheinlich, dass eine scharfe Korrektur längerfristig keine allzu großen Schleifspuren im Chart hinterlassen sollte.

Lange Zeit galt die heimische Bauindustrie als Inbegriff wirtschaftlicher Tristesse. Doch damit ist seit einigen Quartalen Schluss. Die Trendwende zu einem bescheidenen Wachstum sorgte bei vielen Aktien aus dem Bausektor für ein regelrechtes Kursfeuerwerk, so auch bei den börsennotierten Vorzügen der Sto AG. Das Unternehmen produziert neben Fassaden- und Innenfarben vorrangig Dämmstoffe, mit denen eine deutliche Einsparung an Heizkosten und Energie möglich wird. In Deutschland sind viele Altbauten noch unzureichend isoliert, was die Bundesregierung im Rahmen ihres Programms für mehr Energieeffizienz mit dem Energiepass ändern

möchte. Dieser wird ab Juli 2008 für ältere Wohngebäude verbindlich. Überhaupt sorgt das gestiegene Bewusstsein für Energie-Themen in Kombination mit den hohen Strom- und Heizkosten bei Dämmstoffherstellern wie Sto für eine Art Sonderkonjunktur. Entsprechend trauen wir dem nach wie vor günstig bewerteten Titel mit Sicht auf die nächsten Quartale noch einiges an Performance zu.



Mit Technologie glänzen

Ehrgeizige Ziele, die sehr wahrscheinlich mehr als erfüllt werden, hat sich die Darmstädter Software AG gesetzt. Deutschlands zweitgrößter Softwarekonzern ist nach dem Kauf der amerikanischen WebMethods der von Vorstand Karl-Heinz Streibich formu-

Anzeige

DAS KAPITALMARKTMAGAZIN FÜR PROFESSIONALS



JETZT 3 AUSGABEN GRATIS TESTEN!

Monatlich

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

zzgl. 3 bis 4 Sonderausgaben jährlich!

KENNENLERN-ABONNEMENT

Ja, ich möchte das **GoingPublic Magazin** gerne kennenlernen und nehme Ihr kostenloses Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden drei Ausgaben an die untenstehende Adresse. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das GoingPublic Magazin anschließend zum Preis von 58,20 Euro pro Jahr (12 Ausgaben plus drei bis vier Sonderausgaben). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der dritten Ausgabe und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

Name, Vorname:

Postfach/Straße:

PLZ, Ort:

Telefon: Fax:

eMail-Adresse:

Ort und Datum: 1. Unterschrift:

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

Ort und Datum: 2. Unterschrift:

S1708

Coupon bitte einsenden an:

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

lierten Umsatzgröße von 1 Mrd. EUR im Jahr 2011 einen großen Schritt näher gekommen. Jetzt gilt es, die Integration sauber durchzuführen, damit die anvisierten Synergien von 15 Mio. EUR per annum tatsächlich auch gehoben werden können. Mit dem Zukauf sichert sich das Unternehmen auf dem Gebiet der Service-Oriented Architecture (SOA) einen Platz unter den Top3-Anbietern weltweit. Das SOA-Segment umfasst Anwendungen zur Integration unterschiedlicher Softwarelösungen, wobei es deutlich schneller als der übrige Softwaremarkt wächst. Das weckt Begehrlichkeiten, immerhin wollen auch Spieler wie Microsoft und SAP beim Thema SOA ein Wort mitreden. Nicht auszuschließen, dass die Software AG, die sich immer mehr von ihrem Stammgeschäft mit Datenbankmanagementsystemen entfernt, selbst eines Tages geschluckt wird.

BUY ON DIP-KANDIDATEN							
NAME	WKN	KURS	MCAP*	UMSATZ	KGV	KGV	KAUFBEREICH
				2006*	2007E	2008E	UNTER
BAYWA	519 406	41,00	1.337	7.300	30,4	28,3	32
BB MEDTECH	898 194	48,55	704	k.A.	k.A.	k.A.	35
BERTRANDT IK	523 280	27,20	275	241	17,0	13,6	21
FIELMANN	577 220	45,00	1.890	793	25,0	21,4	34
FUCHS PETROLUB VZ.	579 043	74,20	965	1.320	17,7	16,1	58
K+S	716 200	114,90	4.740	2.960	24,4	23,0	85
RENK	785 000	71,20	498	356	11,9	11,3	59
SOFTWARE AG	330 400	77,50	2.201	483	23,5	20,7	55
STO VZ.	727 413	77,50	194	855	11,4	9,9	60
STRATEC	728 900	26,50	297	68	31,2	24,1	17

*) in Mio.; alle Angaben in EUR

ternehmen an seiner Kapazitätsgrenze, was Preiserhöhungen auf breiter Front ermöglicht. Mittelfristig könnte es zu deutlichen Veränderungen in der Aktionärsstruktur kommen. Sollte sich MAN mit VW und Scania zu einem Dreierbündnis bei den Nutzfahrzeugen zusammenschließen, dürfte sich das Management des DAX-Konzerns von seinen Randaktivitäten ganz trennen. Renk könnte von einem anderen Industrieunternehmen aufgekauft werden oder eine breit gestreute Aktionärsbasis erhalten. Beide Optionen versprechen für die Zukunft weitere Kursgewinne.

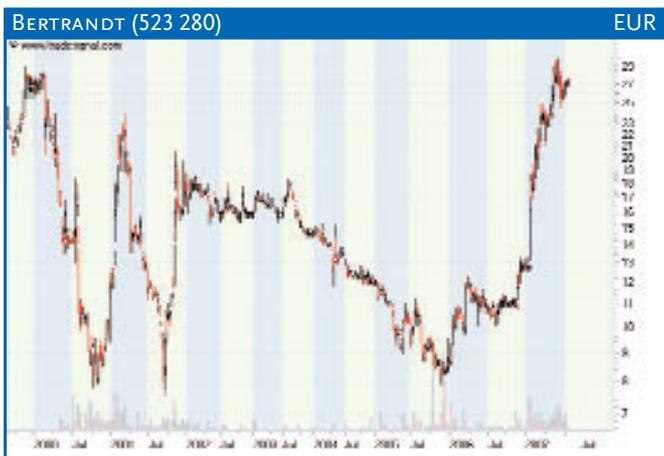
Unsere Dauer-Favoriten

Natürlich behalten wir zudem unsere alten Favoriten im Auge. Unternehmen wie BayWa (siehe hierzu auch S. 67), Stratec, die zuletzt eine neue Kooperation mit der amerikanischen Gen-Probe bekannt gaben, BB Medtech, Fielmann und K+S verfügen über erstklassige Fundamentaldaten, sind aber auf dem gegenwärtigen Niveau bereits ausreichend bewertet bzw. sogar recht teuer. Im Zuge einer Korrektur oder gar eines Crashes am Gesamtmarkt sehen wir aber auch hier gute Chancen, bei dem einen oder anderen Titel zum Zug zu kommen, wobei die in der Tabelle angegebenen Kauflimite nicht als unumstößliches Dogma, sondern nur als mögliche Richtschnur zu verstehen sind.

Fazit

Wir werden uns auf die Lauer legen und für den Fall, dass der Aktienmarkt wie von uns erwartet in den kommenden sechs Monaten in eine ausgeprägtere Schwächephase eintritt, selektiv Aktien von qualitativ erstklassigen Unternehmen in das Musterdepot hinzukaufen. Wichtig ist, dass die Unternehmen über eine saubere, langfristig intakte Story und ein erfahrenes Management verfügen. Die hier vorgestellten Aktien erfüllen allesamt diese Anforderungen. Wo und wann wir genau zuschlagen werden, hängt in erster Linie von der weiteren Entwicklung des Aktienmarktes bzw. der von uns favorisierten Aktien ab. Über eventuelle Transaktionen werden wir wie gewohnt in unserem dienstags erscheinenden „Smart Investor Weekly“ berichten (unter www.smartinvestor.de, Dienstag ab etwa 18.00 Uhr).

Marcus Wessel



In die Kategorie „Hightech“ gehört auch das, was die schwäbische Bertrandt AG (IK) anbieten hat. Als Ingenieurdienstleister für die Automobil- und Luftfahrtindustrie übernimmt der Konzern an seinen 19 Standorten in Europa und den USA auf Wunsch von Kunden wie Audi, Porsche, DaimlerChrysler und Bosch die Entwicklung und Konstruktion neuer Prototypen bis hin zum Anlauf der Serienproduktion. Dabei spielt der Trend zum Outsourcing dem Unternehmen in die Karten. Die Automobilbauer verschlanken aus Kostengründen ihre F&E-Teams und greifen stattdessen verstärkt auf externe Anbieter wie Bertrandt zurück. Derzeit kann sich das Unternehmen vor Aufträgen kaum retten. Ein Umsatzplus von knapp 40% im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2006/07 zeigt, wie dynamisch die Schwaben unterwegs sind. Dass Porsche und ThyssenKrupp jeweils 25% der Aktien halten, sichert Bertrandt von dieser Seite sehr wahrscheinlich nicht nur den einen oder anderen Zusatzauftrag, es bringt auch einen gern gesehenen Schuss Übernahmefantasie in den Titel hinein.

Eine besonders schöne Tochter

Gleich in mehrfacher Hinsicht erscheint die Aktie des Getriebebauers Renk interessant. Das mehrheitlich (76%) zum MAN-Konzern gehörende Unternehmen erlebt ähnlich einer Bertrandt nicht nur eine wahre Auftragsflut, die in diesem Jahr zu neuen Bestmarken bei Umsatz und Ergebnis führen wird, als Hersteller von Großgetrieben für Windkraftanlagen profitiert man darüber hinaus am Boom der Windenergie, deren Förderung erst kürzlich von der Bundesregierung heraufgesetzt wurde. Insgesamt arbeitet das Un-

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).

„Irgendwann ist dieses Spiel zu Ende“

Gespräch mit den Vermögensverwaltern Karl Steinhart und Dr. Markus Stahl über die Gründe der steigenden Börsen, die Leverage-Ökonomie und die Gefahr eines größeren Unfalls im Finanzsystem

Smart Investor: Herr Steinhart, Herr Dr. Stahl, niedrige Inflationsraten, hohe Unternehmensgewinne, florierende Konjunktoren, und das alles fast weltweit. Leben wir in der besten aller Welten?

Steinhart: Der entscheidende Faktor, um das alles zu verstehen, sind die Lohnstückkosten, welche in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen sind. Und deshalb sind auch die unternehmerischen Profite sehr hoch, weshalb auch die Börsenkurse höher sein können als früher. Zudem führen die sinkenden Lohnstückkosten dazu, dass die Inflation doch im Zaum gehalten wird, wenn man mal außer Acht lässt, dass heutzutage ein Teil der Preisentwicklung „statistisch optimiert“ wird. Angesichts der zweistellig steigenden Geldmengen weltweit würde man eine solch verhaltene Preisentwicklung so nicht unbedingt erwarten. Es gibt also einen intensiven Zusammenhang zwischen Lohnstückkosten und Inflation.

Smart Investor: Die derzeitigen Börsenkurse sind also gerechtfertigt...?

Stahl: Es findet eine Umverteilung von der Lohnquote hin zur Gewinnquote statt, deswegen sind die Börsenkurse in den letzten Jahren so stark gestiegen, was vor dem Bewertungshintergrund zunächst einmal angemessen erscheint. Welches Börsenniveau allerdings gerechtfertigt wäre, darüber lässt sich natürlich streiten, aber: Der Kursanstieg ist als Reflex einer fundamentalen Entwicklung zu verstehen, und nicht wie damals am Neuen Markt, wo sich alles nur noch auf irrealen Vorstellungen begründete.

Smart Investor: Aber wie lange können die Aktien noch steigen bzw. hoch bleiben?

Stahl: So lange wie die kurstreibenden Faktoren wie Globalisierung, fallende Lohnstückkosten und wirtschaftsfreundliche Politik, die mehr das Kapital- als das Arbeitseinkommen betont, und dergleichen zukünftig in Takt bleiben. Noch sehen wir keine akute Gefahr, glauben aber, dass das Momentum dieser positiven Entwicklung nachlässt. Und zwar aufgrund von Faktoren wie der



Stahl und Steinhart sehen durchaus Gefahren für das globale Finanzsystem; Foto: bilderbox.de



Dr. Markus Stahl (rechts) und Karl Steinhart sind die Geschäftsführer der Steinhart&Stahl Vermögensverwaltung GmbH (www.steinhart-stahl.de) in Stuttgart. Bei ihren Mandaten, welche sie von sehr vermögenden privaten und institutionellen Kunden erhalten, setzen sie derzeit vor allem auf liquide Standardtitel und meiden weitestgehend Finanzaktien sowie intransparente Zertifikate oder Hedgefonds.

zunehmenden Verteilungsprobleme, des vermehrt feststellbaren Protektionismus usw. All dies wirkt zunehmend bremsend, die Welt rückt damit ab vom Idealszenario.

Smart Investor: Worum müsste man sich denn am ehesten Sorgen machen?

Steinhart: Wir sehen seit langem extrem steigende Asset-Preise. Kunst, Aktien, Immobilien, fast alles steigt. Es ist sehr viel Liquidität im Markt und dementsprechend viel Anlagebedarf. Entscheidend ist nun die Frage: Woher kommt all diese Liquidität? Sicherlich zum einen aus den Cashflows der Unternehmen und aus der Spartätigkeit der Privaten. Aber wie die statistischen Daten zeigen, kommt der größte Teil dieser Liquidität aus der Kreditschöpfung. Aufgrund der tiefen Zinsen wurden viele Leverage-Modelle etabliert, d. h. man bekommt vom Anleger 1 Mrd. Euro, packt noch mal 9 Mrd. Euro Schulden drauf und legt dann diese 10 Mrd. Euro am Kapitalmarkt an. Damit hat man mit einem Leverage bzw. Hebel von 9 angelegt. Eine solche Vorgehensweise ist bei vielen Hedgefonds oder Private Equity-Gesellschaften normal.

Smart Investor: Und was ist die Folge dieses Leverage?

Steinhart: Dieses viele anlagesuchende Kapital verursacht Preissteigerungen, wie in den letzten Jahren gesehen, wodurch sich die Besicherungsbasis erhöht, wodurch sich erneut die Möglichkeit zu weiterem Leveraging ergibt, wodurch die Preise weiter steigen usw. und so fort.



Firmensitz der Steinhart&Stahl Vermögensverwaltung GmbH in Stuttgart

Smart Investor: Dass das nicht unendlich so weiter gehen kann, ist klar. Warum bremsen die Notenbanken diese Entwicklung nicht?

Stahl: Interessanterweise führt das Signal der Notenbanken, die Zinsen in kleinen Schritten anzuheben, genau dazu, dass die Marktteilnehmer auf folgende Idee kommen: Bevor die Zinsen noch höher gehen, nehme ich so schnell wie möglich noch einen Kredit auf, d. h. anders als die Theorie eigentlich besagt, wirkt das Notenbank-Signal, nur langsam die Zinsen zu steigern, sogar stimulierend und nicht bremsend. Das Signal an den Kapitalmarkt lautet also: Erhöhe deinen Hebel jetzt noch mal richtig, bevor im nächsten Quartal oder im nächsten Jahr die Zinsen noch höher sind. Oder anders gesagt: Die Signale der Notenbanken in Richtung steigender Refinanzierungskosten haben das Leverage-Problem eher noch vergrößert, was der eigentliche Grund für die hohen und steigenden Kurse an den Börsen ist.

Smart Investor: Kommen wir mal auf die Banken zu sprechen: Die weitgehend flache Zinsstruktur erlaubt diesen kaum noch ein gewinnbringende Fristentransformation*, und die niedrigen Zins-Unterschiede zwischen Schuldern schlechter und guter Bonität lassen den Banken doch ebenfalls kaum noch Möglichkeiten für große Gewinne. Wie kommt es dann, dass deren Profite dennoch enorm sind?

Stahl: Das hat eben genau mit dem angesprochenen Leveraging zu tun, d. h. indem man Notenbankkredite in großem Stil zieht und dann in CDOs, Asset-backed oder Mortgage-backed Strukturen investiert.

Smart Investor: Sehe ich das richtig? Wenn die Banken hohe Gewinne machen, obwohl sie ja unter den momentanen Gegebenheiten keine hohen Gewinne machen dürften, dann heißt das im Umkehrschluss, dass der Leverage und damit das Risiko in der Bank-Bilanz deutlich zugenommen haben?

Steinhart: Exakt das wollen wir damit zum Ausdruck bringen. Wenn man sich die hohen Bankgewinne ansieht, dann sollte man dabei nicht vergessen, dass diese teilweise mit hohen Risiken generiert werden. Deswegen tun wir uns in unserer Vermögensverwaltung insgesamt sehr schwer, Finanzwerte zu finden, in die wir guten Gewissens investieren können. Wir glauben, dass diese Branche auf lange Sicht ganz schlecht laufen wird.

Smart Investor: Wird der Niedergang dieser Branche eher schleichend oder abrupt kommen?

Steinhart: Ein abrupter Unfall ist keineswegs ausgeschlossen. Beispielsweise könnte sich die bereits begonnene Krise am CDO-Markt ruckartig zuspitzen.

Smart Investor: Was genau versteht man unter CDOs?

Steinhart: Das steht für Collateralized Debt Obligations. Da werden sehr vereinfacht gesagt Anleihen von schlechterer Bonität zu Paketen geschnürt und mit einem höheren Rating an Finanzinvestoren weiterveräußert.

Smart Investor: Was zeichnet den CDO-Markt aus?

Steinhart: Hierbei geht es um einen Multi-Milliarden-Markt, und diese Papiere wurden im Übrigen im großen Stile auch in das deutsche Finanzsystem veräußert. Der Vorteil dieser Anlagemodelle: Sie bringen einen Mehrzins auf die gängige Rendite, weshalb man damit eben schöne Ertragszahlen zeigen konnte, allerdings bei erhöhtem Risiko.

Smart Investor: Worin besteht dieses Risiko genau?

Stahl: Das Risiko kann einerseits zum Tragen kommen, wenn diese Anleihen bzw. einige der darin gebündelten Schuldner „ausfallen“, oder aber wenn Ratingagenturen oder Regulatoren feststellen, dass diese Strukturen nicht mehr mit 100, sondern vielleicht nur noch mit 90 bewertet werden dürfen. Und dann hat z. B. der Hedgefonds, der dieses Papier hält, ein wirkliches Problem.

Smart Investor: Im Falle der beiden zuletzt in Schwierigkeiten geratenen Bear Stearns Hedgefonds ist die ganze Sache ja vergleichsweise glimpflich abgelaufen...

Stahl: Solange jemand mit dicken Taschen im Hintergrund steht, der eine Katastrophe abwenden kann, ist alles in Ordnung. Was aber, wenn ein Hedgefonds in Liquiditätsschwierigkeiten kommt und diese Finanzinstrumente nicht zu einem vernünftigen Preis veräußern kann? Dann ist er vermutlich gezwungen, seine liquideren Papiere auf den Markt zu werfen, womit sich eine Kettenreaktion an den Börsen ergeben könnte.

Smart Investor: Ist diese Gefahr akut?

Stahl: Solange dieses Leveraging bzw. diese Aufschuldung immer weiter fortgeführt werden kann, wie damals in den 80er Jahren in Japan – Immobilienpreise hoch, höhere Besicherungsvolumen, noch mehr Immobilien, immer weiter höhere Kurse usw. –, kann das zum Schluss hin sogar einen exponentiellen Verlauf nehmen. Nur irgendwann ist dieses Spiel zu Ende. Und wenn es dann in die andere Richtung geht, dann sind verheerende Auswirkungen an den Finanzmärkten nicht ausgeschlossen.

Smart Investor: Aber wären die Notenbanken, allen voran die Fed, bei einer drohenden Krise nicht sofort mit Liquiditätsspritzen zur Stelle?

*) Unter Fristentransformation versteht man das eigentliche Geschäft der Banken, sich kurzfristig zu niedrigen Zinsen zu verschulden, um das Kapital langfristig zu höheren Zinsen zu verleihen. Bei flacher Zinsstruktur ist die Fristentransformation kaum möglich.



Foto: bilderbox.de

Stahl: Selbstverständlich ist das zu erwarten, weshalb die nächste große Krise nicht zwangsläufig zum Einsturz des Systems führen muss. Allerdings würde dadurch nur das akute Symptom gelindert werden, das eigentliche Problem wird damit nicht gelöst, ganz im Gegenteil: Es wird nur in die Zukunft verlagert und obendrein noch vergrößert.

Smart Investor: Den Auslöser einer Krise würde man in Amerika vermuten, zu Recht?

Steinhart: Dazu muss man sich fragen, in welcher Region wurden diese Leverage-Modelle am meisten betrieben? Als Indikation dafür könnte man sich ansehen, wie viel der Kreditschöpfung der letzten Jahre in die Real- und wie viel davon in die Finanzwirtschaft geflossen ist. Vergleicht man nun die Entwicklung der volkswirtschaftlichen Leistung mit der Entwicklung der Geldmenge, z. B. der M1, so stellt man verblüffenderweise fest, dass seit Einführung des Euro die europäische M1 um 90% stärker als der Gesamtumsatz der Volkswirtschaft zugelegt hat. Dagegen ist die amerikanische M1 in dieser Zeit um etwa 25% hinter dem Umsatzwachstum der Gesamtwirtschaft zurückgeblieben. Natürlich muss man hier einige verzerrende Faktoren berücksichtigen, aber dennoch zeigt diese Überlegung, dass vermutlich in Europa diese gehebelten Modelle mehr praktiziert wurden als in den USA.

Smart Investor: Gibt es einen geeigneten Schutz im Falle einer solchen Krise? Können das Edelmetalle sein?

Stahl: Die Edelmetalle sind ein guter Schutz vor Inflationierung. Allerdings empfehlen wir auch, dass Depots einen Deflationie-

rungsschutz enthalten sollten. Aus diesem Grunde sollte auch Cash in ausreichendem Maße und in verschiedenen Währungen gehalten werden, vor allem in solchen Währungen mit Sicherer-Hafen-Funktion, z. B. im Schweizer Franken aber auch im US-Dollar.

Smart Investor: Interessant, dass Sie die Cash-Haltung so betonen.

Steinhart: Wir haben in unserer praktischen Tätigkeit eben festgestellt, dass bei den meisten Portfolios unserer Kunden in Sachen Inflationsschutz gar nicht mehr so viel Handlungsbedarf ist, da bereits ausreichend in Rohstoffe oder Gold investiert wurde. Auf der Deflationsseite sehen wir jedoch in vielen Depots eine offene Flanke. Und noch eines stellen wir immer wieder fest: Der Investitionsgrad im Finanzbereich ist zu hoch.

Smart Investor: Warum?

Steinhart: Aus zwei Gründen: direkt, indem man sich zu sehr an den EuroStoxx-Index anlehnt, welcher sehr banken- und versicherungslastig ist. Und indirekt, indem aus Gründen der Steueroptimierung und „Sicherheit“ derivate Strukturen wie Discount- oder Garantie-Zertifikate erworben wurden, welche doch letzten Endes nur Schuldverschreibungen der emittierenden Banken sind. Eine solche Depotstruktur halten wir langfristig für sehr gefährlich.

Smart Investor: Meine Herren, das war ein sehr aufschlussreiches Gespräch. Vielen Dank für Ihren Besuch.

Interview: Ralf Flierl

Anzeige

DEUTSCHLANDS ERSTES MAGAZIN FÜR



- PRIVATE EQUITY
- BUYOUTS
- M&A
- FINANZIERUNG
- WACHSTUM
- GRÜNDERKULTUR



Starten Sie Ihr Abonnement jetzt, und Sie erhalten die große Sonderausgabe „Start-up 2007“ (Einzelpreis 14,80 Euro) gratis dazu!

KENNELNERN-ABONNEMENT

Ja, ich möchte das monatliche **VentureCapital Magazin** gerne testen und nehme Ihr Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden zwei Ausgaben sowie die Sonderausgabe „Start-up 2007“ zum attraktiven Sonderpreis von 10,- Euro (statt 39,80 Euro) zu. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das VentureCapital Magazin anschließend zum Preis von 148,- Euro pro Jahr (12 Ausgaben zzgl. zwei bis drei Sonderausgaben jährlich). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

Name, Vorname:

Postfach/Straße:

PLZ, Ort:

Telefon: Fax:

eMail-Adresse:

Ort und Datum: 1. Unterschrift:

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

Ort und Datum: 2. Unterschrift:

SI 8/2007

Coupon bitte einsenden an:

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

Story-getriebene Finanzmärkte

Die Analyse von Marktbewegungen mit Hilfe von Themenindizes

*Gastbeitrag von Dr. Conrad Mattern,
Vorstand CONQUEST Investment Advisory AG*

Jeder, der an den Finanzmärkten aktiv ist, kennt die Situation. Da dümpeln die Kurse so vor sich hin, und auf einmal erscheint ein Thema auf dem Radarschirm der Investoren. Die Diskussionen werden heftig, jeder interessiert sich dafür. Die Kurse fangen an, auf neue Meldungen zu diesem Thema zu reagieren. Teilweise führt das zu einem wahren Hype, um dann nach einiger Zeit wieder langweilig zu werden. In etwas derben Worten ist das dann die Sau, die mal wieder durchs Dorf getrieben wird. Und kaum ist sie durch, warten die Investoren auf die nächste. Mit Hilfe der CONQUEST Themenindizes steht Investoren seit einiger Zeit ein Instrument zur Verfügung, mit dem sie messen können, wie verbreitet bestimmte Themen gerade sind. Dies ist aufgrund der wöchentlichen Aktualisierung sehr zeitnah für eine inzwischen große Anzahl an Bereichen möglich. Im Folgenden werden die theoretischen Grundlagen dargelegt, warum diese Art der Analyse eine sinnvolle Ergänzung herkömmlicher Methoden ist, wie die Themenindizes berechnet werden und was bei ihrer Anwendung berücksichtigt werden muss.

Zusammenhang zwischen Kursbewegungen und zugrunde liegenden Informationen

Finanzmärkte funktionieren nicht linear und nicht so einfach, wie es viele Anleger gerne hätten. Gute Konjunkturdaten werden von den Aktienmärkten mal positiv aufgenommen, zu anderen Zeitpunkten führen sie dagegen zu regelrechten Kursstürzen. Auf der anderen Seite kann man Kurse von einzelnen Assetklassen beobachten, die einen starken Trend aufweisen, ohne dass dies von den Medien wahrgenommen wird. Wenn dann aber über die Kursbewegung endlich verstärkt berichtet wird, ist sie meist schon wieder nahe an ihrem Wendepunkt angekommen. Diese Beobachtung entspricht der Annahme, wonach die Finanzmärkte Story-getrieben sind. Danach sollte man immer versuchen, die Indizien zu erfassen und sich fragen, welche Story der Markt gerade „spielt“. Dies steht natürlich in einem ziemlichen Widerspruch zur klassischen Finanz-

markttheorie und auch zur Vorgehensweise der Hardcore-Ökonomen, die eher der rationalen Sichtweise anhängen. Darunter ist die Annahme zu verstehen, dass die Marktteilnehmer Informationen immer rational verarbeiten und ähnliche Informationen immer die gleichen Kursreaktionen erzeugen, so dass man Prognosen mit Hilfe von einfachen Modellen erstellen kann.



Dr. Conrad Mattern ist Vorstand der CONQUEST Investment Advisory AG und Lehrbeauftragter für Fundamentale Marktanalyse und Behavioral Finance an der Ludwig-Maximilian-Universität München. Er berät den CONQUEST Behavioral Finance Aktien AMI-Fonds bei den Anlageentscheidungen.

Interaktion zwischen Medien und Märkten

Wenn die Finanzmärkte nun aber Story-getrieben sind, stellt sich natürlich gleich die Frage, wie diese Storys überhaupt entstehen. Dabei hat sich gezeigt, dass es zu einer interaktiven Beziehung zwischen den Finanzmärkten und den Medien kommt. Die Medien schreiben über die Themen, die von den Finanzmarktteilnehmern diskutiert werden und ihnen auch als relevant ans Herz gelegt werden. Gleichzeitig diskutieren die Marktteilnehmer solche Themen, die in den Medien verbreitet sind. Somit liefert die Auswertung der Medien einen guten Hinweis, welche Themen gerade an den Märkten relevant sind. Diese Aufgabe erledigen die CONQUEST Themenindizes.

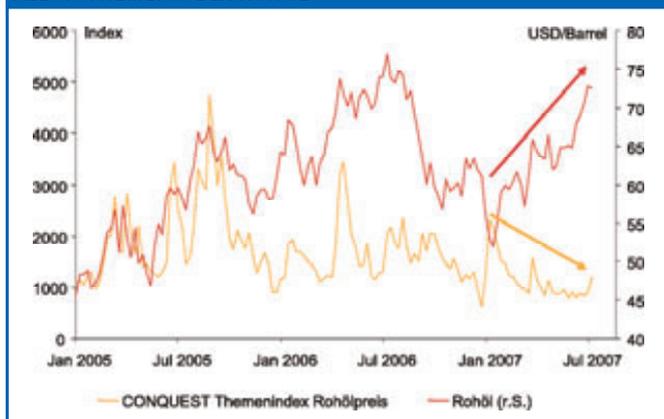
Themenindizes decken breites Themenspektrum ab

Für die Indizes wird eine Mediendatenbank, die Volltextrecherchen ermöglicht, wöchentlich mit Hilfe von Suchalgorithmen ausgewertet. Die Berechnung der Indizes erfolgt in der Regel zurück bis 1996 und bezieht sich auf deutsch- und englischsprachige Quellen. Somit wird auf mehrere tausend Medien aus der ganzen Welt zugegriffen und sichergestellt, dass die Themenindizes ein globales Abbild der Medienlandschaft liefern.

Themenindex Ölpreis

Grundsätzlich ist dabei aber zwischen zwei Arten an Indikatoren zu unterscheiden. Zum einen gibt es Themenindizes, die einen direkten Zusammenhang mit den Finanzmärkten haben. Diese sollten in der Regel vor dem Hintergrund der aktuellen Kursentwicklung betrachtet werden. Ein typisches Beispiel hierfür ist der Themenindex Rohölpreis, der im Zusammenhang mit der Ölpreisentwicklung zu verwenden ist.

ABB. 1: THEMENINDEX ROHÖL



ANGEBOT AN THEMENINDIZES

Inzwischen stehen über 50 verschiedene Indizes aus folgenden Bereichen zur Verfügung:

- ◆ Finanzmärkte
- ◆ Investmentthemen
- ◆ Währungen/Emerging Markets
- ◆ Rohstoffe
- ◆ Konjunktur
- ◆ Inflation/Notenbankpolitik
- ◆ Krisen

Themenindex US-Soft Landing

Zum anderen gibt es aber auch Themenindizes, die keinen direkten Zusammenhang mit den Finanzmärkten aufweisen. Diese wirken dann eher wie Seismographen, die die aktuelle Verbreitung eines Themas in den Medien messen und gleichzeitig als Kontraindikator anzeigen, welche Themen die Märkte erschüttern können. Ein Beispiel hierfür ist der CONQUEST Themenindex US-Soft Landing, mit dem (zusammen mit anderen konjunkturbezogenen Themenindizes wie dem Themenindex US-Rezession oder US-Konjunkturaufschwung) angezeigt wird, welche konjunkturelle Entwicklung derzeit gerade von den Marktteilnehmern erwartet wird.

Indizes geben Hinweis, was bereits eingepreist ist

Diese Art von Themenindizes gibt einen Hinweis darauf, ob so ein Thema bereits weitgehend in den Kursen eingepreist ist oder ob

noch ein großes Überraschungspotenzial vorhanden ist. Die dahinter stehende Überlegung geht davon aus, dass ein Thema die Märkte vor allem dann überraschen kann, wenn es wenig diskutiert oder sogar ignoriert wird. Die Behavioral Finance spricht in diesem Zusammenhang von der begrenzten Aufmerksamkeit (limited attention). Danach sind Menschen gar nicht in der Lage, alle relevanten Informationen immer gleichzeitig zu berücksichtigen. Stattdessen beschränken sie sich auf wenige Themenbereiche, die in der letzten Zeit besonders auffällig waren, um gleichzeitig andere Bereiche zu vernachlässigen. Sofern diese vernachlässigten Bereiche dann aber eine unvorhergesehene Entwicklung nehmen, ist die Überraschung groß und sorgt für entsprechend volatile Marktbewegungen.

Hilfsmittel zur Bestimmung eines Trends

Beide Arten von Themenindizes liefern auf unterschiedliche Weise Informationen für die Finanzmarktanalyse. Die Indizes, die einen direkten Zusammenhang mit den Finanzmärkten aufweisen, können vor allem bei der Trendanalyse eingesetzt werden. Sofern ein Trend an den Märkten zu beobachten ist und die Medien diesen Trend ignorieren, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass er anhält. Dabei ist es unerheblich, ob es ein Auf- oder ein Abwärtstrend ist. Beide enden, sofern sie ausgeprägt sind, in der Regel in einer medialen Aufmerksamkeit. Die Themenindizes, die keinen direkten Zusammenhang mit den Finanzmärkten haben, müssen dagegen immer vor dem Hintergrund der jeweiligen Situation bewertet werden. Ein Anstieg eines solchen Index ist nicht automa-

Anzeige

Jetzt kostenlos 35-seitigen PDF-Report downloaden

Top Pick Report 2007

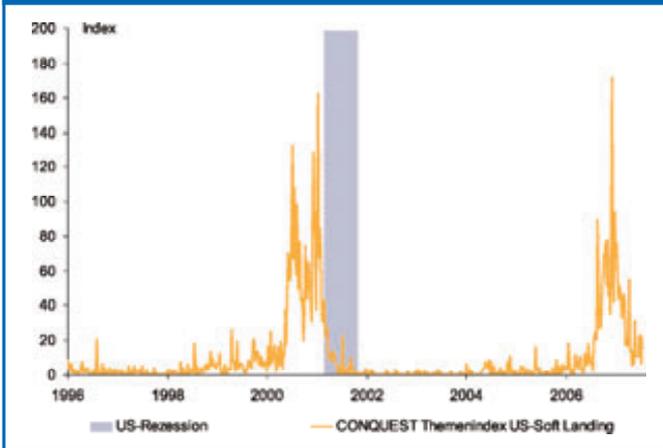
Die Besten der Besten:

- ✓ Die 100 Top Aktien Empfehlungen der besten US Börsenbriefe!
- ✓ Die erfolgreichsten Gurus der US Analysten Szene verraten Ihnen Ihren Top Pick für 2007!

Jetzt kostenlos 35-seitigen PDF-Report downloaden:

www.godmode-trader.de/downloads/

ABB. 2: THEMENINDEX US-SOFT LANDING



tisch positiv oder negativ zu werten, sondern immer vom Umfeld abhängig. Dies zeigt sich z. B. an dem Themenindex Deflation. Der Anstieg in den Jahren 2002/2003 war ein klares Signal, dass das Deflationsthema die Märkte in seinem Griff hatte. Jede Information, die ein Abgleiten in ein Deflationsumfeld wahrscheinlicher erscheinen ließ, wurde von den Märkten mit Angst beobachtet, während ein zunehmender Inflationsdruck damals freudig begrüßt wurde. Im Frühjahr 2006 kam es dann aber erneut zu einem (kurzfristigen) Anstieg des Themenindex. Ursache hierfür war damals aber nicht die wieder aufkeimende Angst der Märkte vor einem Abgleiten in die Deflation, sondern die Bekanntgabe des Endes ihrer Nullzins-Politik durch die Bank von Japan, was diese mit dem Ende der Deflation begründete.

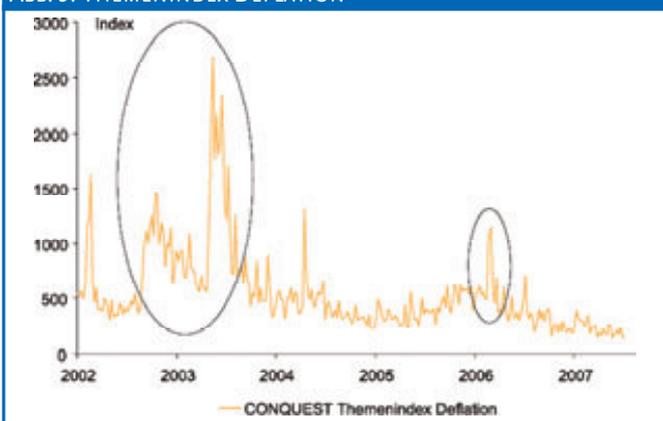
Behavioral Finance-Aspekte

Dies alles zeigt die Zielsetzung der Themenindizes. Zum einen verdeutlichen sie, in welchen Bereichen die Investoren einer begrenzten Aufmerksamkeit unterliegen. Zum anderen zeigen sie, welche Themen die Investoren bereits eingepreist haben, da sie dem Herdentrieb folgen. Und schließlich erlauben sie es besser abzuschätzen, wie neue Informationen von den Märkten voraussichtlich aufgenommen werden. Dies kann gut anhand der Themenindizes zur Notenbankpolitik gezeigt werden.

US-Notenbankpolitik

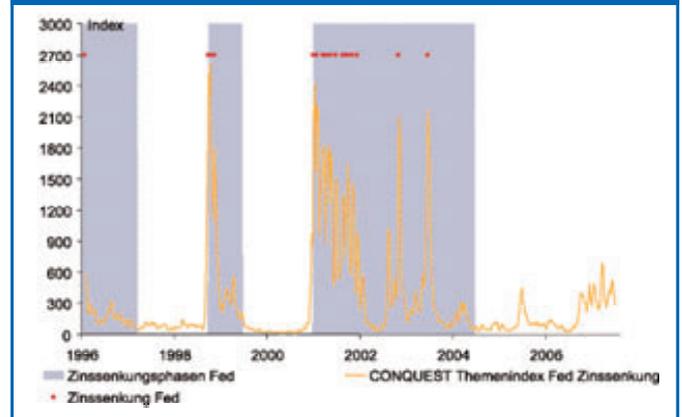
Derzeit stehen vier Themenindizes zu erwarteten geldpolitischen Bereichen zur Verfügung: jeweils ein Index zur Zinsanhebung und zur Zinssenkung sowohl für die Fed als auch für die EZB. Diese In-

ABB. 3: THEMENINDEX DEFLATION



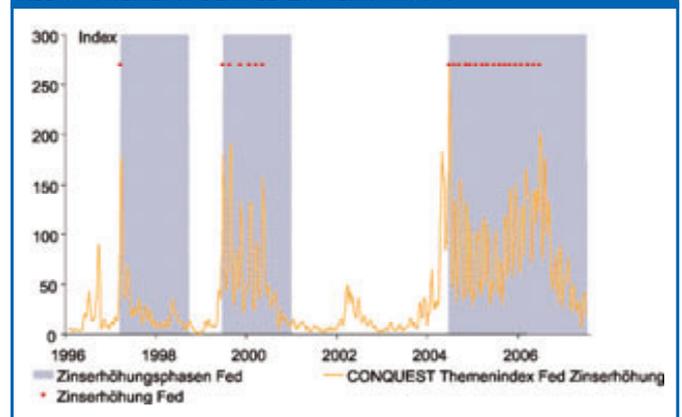
dizes zeigen also an, ob in den Medien eher eine Zinserhöhung oder eine Zinssenkung diskutiert wird. Aktuell kann man beobachten, dass wieder verstärkt über eine Zinssenkung berichtet wird.

ABB. 4: THEMENINDEX FED-ZINSSENKUNG



Über eine mögliche Zinserhöhung wird dagegen kaum berichtet.

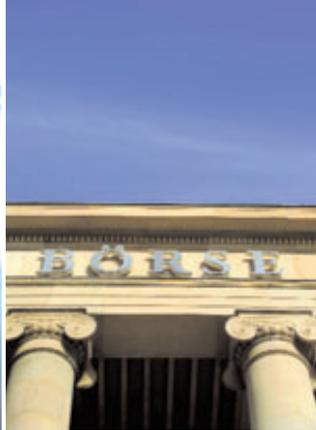
ABB. 5: THEMENINDEX FED-ZINSERHÖHUNG



Dies zeigt, in welche Richtung die Medien und somit auch die Märkte „denken“. Konjunkturdaten, die eher schwächer ausfallen und somit das Szenario einer Zinssenkung stützen, beinhalten somit deutlich weniger Überraschungspotenzial als die Veröffentlichung von Daten, die einen zunehmenden Inflationsdruck oder ein deutlich besseres Wirtschaftswachstum anzeigen. Sobald solche Daten veröffentlicht werden, ist mit einer zunehmenden Volatilität zu rechnen. Dies gilt auch bei Statements von Notenbankvertretern (insbesondere natürlich bei Statements von Fed-Präsident Bernanke), mit denen sie Hinweise auf die weiteren geldpolitischen Maßnahmen liefern.

Fazit

Marktteilnehmer handeln nicht nur auf der Basis von reinen Informationen, sondern werden immer auch von Erwartungen und Themen beeinflusst, auf die ihre Aufmerksamkeit gelenkt wird. Die CONQUEST Themenindizes sind ein nützliches Hilfsmittel, solche Themen zu identifizieren. Damit kann das Überraschungspotenzial begrenzt werden, sobald neue kursrelevante Informationen bekannt werden. Im Idealfall können sogar die Marktreaktionen vorhergesagt werden. Aus diesem Grund sind sie bei Analysen, die Marktstimmungen berücksichtigen, eine sinnvolle Ergänzung zu vorhandenen Sentimentindizes.



Fotos: bilderbox.de

BÖRSEN-INFORMATIONEN

Nur schnelle News sind gute News

Ad-hoc-Mitteilungen: Instrument der Wahl gegen Insiderhandel

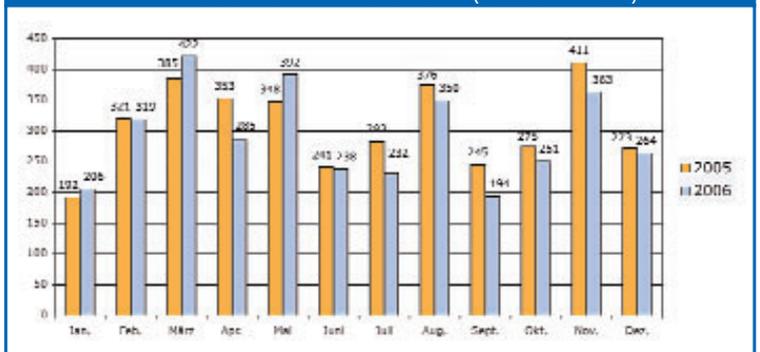
Die auf elektronischem Weg verbreitete Ad-hoc-Meldung gehört zu den wichtigsten Informationsquellen sowohl für institutionelle Investoren als auch private Kleinanleger. Zentraler Zweck der Pflicht zur zeitnahen Publizierung relevanter Nachrichten ist die schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Marktes. Obwohl es von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) einen ebenso umfangreichen wie eindeutigen Leitfaden für Emittenten von Ad-hocs gibt, ist die Qualität der Mitteilungen bisweilen unterschiedlich. Nicht zuletzt deshalb lassen sich für Anleger aus der Art der Informationsgebung und Häufigkeit der Mitteilungen wertvolle Rückschlüsse über das Unternehmen ziehen.

Wider den Insiderhandel

Schon in den Zeiten, als bedrucktes Papier noch die Hauptinformationsquelle in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft war, betrug die Halbwertszeit interessanter Nachrichten keine 24 Stunden. Nichts sei so alt wie die Zeitung von gestern, hieß es. Heute, im Zeitalter der elektronischen Medien, ist nichts älter als die Meldung von vor 15 Minuten. Wer zu spät kommt, den bestraft nicht nur das Leben, sondern auch die Xetra-Software. Um so wichtiger ist die gleichzeitige Information aller Marktteilnehmer. Denn nur so kann hinreichendes Vertrauen in das Funktionieren des Marktes aufgebaut, der Missbrauch von Insiderinformationen jedenfalls so weit wie möglich eingeschränkt werden.

Geregelt ist die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität im § 15 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), mit dem gleichzeitig europäische Vorgaben umgesetzt wurden. „Hiernach muss der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die die Zulassung beantragt wurde, unverzüglich Informationen über nicht öffentlich bekannte Umstände veröffentlichen. Diese Umstände müssen bereits eingetreten sein oder es muss mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass sie eintreten werden. Voraussetzung ist ferner, dass die Umstände geeignet sind, den Börsen- oder Marktpreis der Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen“, lautet die Interpretation des Gesetzes

ANZAHL DER AD-HOC-VERÖFFENTLICHUNGEN (2005 UND 2006)



durch die BaFin. Das Gesetz gilt nur für deutsche Unternehmen, die an einer deutschen Börse in einem geregelten Markt gelistet sind. Ausländische Unternehmen müssen in ihren Heimatländern veröffentlichen. Wer also beispielsweise in italienische, dänische oder portugiesische Unternehmen investiert ist, muss auf den entsprechenden Internetseiten, die in den jeweiligen Ländern die Ansprüche an die Bereichsöffentlichkeit erfüllen, recherchieren.

Berichterstattungspflicht prinzipiell weit gefasst

Nicht zuletzt durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das im Frühjahr in Kraft getretene Anlegerschutz-Verbesserungsgesetz ist die Pflicht zur Berichterstattung prinzipiell weit gefasst. Dass es dennoch nicht zu einer Inflation der Ad-hocs kam (siehe Statistik), zeigt, dass die Unternehmen heute wesentlich seriöser mit dem Instrument Ad-hoc umgehen als etwa zu Zeiten des Neuen Marktes. Hinzu kommt, dass die BaFin eine Empfehlungsliste jener Tatbestände veröffentlicht hat, die keine Berichtspflicht auslösen (siehe Liste der Nicht-Tatbestände).

„Soweit wir das jetzt überblicken können, werden Ad-hoc-Mitteilungen so gut wie gar nicht mehr als Werbung missbraucht“, hat Robert Wirth von der DGAP, dem Marktführer bei der Verbreitung von Ad-hoc-News, beobachtet. Das liege zum einen daran, dass die BaFin bei unangemessenen Veröffentlichungen die Firmen auf deren Fehlverhalten hinweist. „Zum anderen besitzen

KEINE VERPFLICHTUNG ZU AD-HOC-MELDUNGEN

Nach Empfehlungen des Komitees der europäischen Aufsichtsbehörden (CESR) betreffen folgende Insiderinformationen den Emittenten nur mittelbar und lösen daher in keinem Land der EU eine Publizitätspflicht aus:

- ◆ Allgemeine Marktstatistiken
- ◆ Ratingergebnisse, Researchstudien oder Empfehlungen
- ◆ Allgemeine Zinssatzentwicklungen und Zinsentscheidungen
- ◆ Entscheidungen der Regierungsbehörden bezüglich Besteuerung, Regulierung und Schuldenmanagement
- ◆ Entscheidungen über Regeln der Marktaufsicht
- ◆ Verfügungen oder Ermittlungen von Aufsichtsbehörden.
D. h.: Die Information, die BaFin habe z. B. Untersuchungen in Aktien des Unternehmens wegen des Verdachts gegen das WpHG eingeleitet, löst keine Ad-hoc-Pflicht aus.
- ◆ Entscheidungen über Regeln zur Indexzusammensetzung oder -berechnung
- ◆ Entscheidungen von Wettbewerbs- und Marktüberwachungsbehörden hinsichtlich börsennotierter Unternehmen
- ◆ Veränderungen in den Handelsbedingungen
- ◆ Allgemeine Wirtschaftsinformationen wie z. B. Ölpreisentwicklung
- ◆ Informationen über relevante Veränderungen bei Konkurrenten, z. B. dessen bevorstehende Insolvenz
- ◆ Aktiensplits

die Unternehmen jetzt die Möglichkeit, sogenannte Corporate News auf dem gleichen Weg wie Ad-hoc-Mitteilungen abzusetzen.“ Damit besteht die Möglichkeit, Investoren zeitgleich über Sachverhalte, die unterhalb der Ad-hoc-Schwelle liegen, zu informieren. „Bedingung für diese News ist natürlich ein Kapitalmarktbezug“, so Wirth.

Die News sind auch für jene Unternehmen wichtiges Instrument, die nicht in einem geregelten Markt gelistet sind. Wer z. B. im Entry Standard, im M:access oder dem Hamburg Capital Port notiert ist, darf gar keine Ad-hocs herausgeben. „Für diese Unternehmen wurde innerhalb der Corporate News ein System geschaffen, das dem der Ad-hoc-Verbreitung sehr ähnelt“, erläutert Wirth. So werden die News dieser Unternehmen wie Ad-hoc-Mit-

Anzeige

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Vollblut-Börsianer und journalistische Ambitionen?

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

Kontakt:

Ralf Flierl, flerl@smartinvestor.de,
08171 / 41 96-50

teilungen 30 Minuten vor Veröffentlichung sowohl an die BaFin als auch an die Heimatbörse gesandt. „Hauptgrund ist, dass die Börse dann entscheiden kann, die Aktie unter Umständen zunächst vom Handel auszusetzen.“ Bei der BaFin hingegen werden die Meldungen lediglich stichprobenartig durchgesehen. Es seien zu viele Meldungen, deren Wahrheitsgehalt man ohnehin nicht sofort überprüfen könne, ließ eine Sprecherin wissen.

Auch auf die Form kommt es an

Für Anleger sind natürlich die Inhalte der jeweiligen Ad-hoc-Meldung, also die eigentlichen Unternehmensnachrichten, das zentrale Kriterium. Doch auch Art und Umfang der Informationsgebung können aufschlussreich sein. Semantik und Aufbau der Meldungen geben wertvolle Hinweise, ob ein Investment nur mit Vorsicht in Erwägung gezogen werden sollte. Professionelles Handling der Kommunikation mit Investoren heißt noch nicht, dass man sich dann auch inhaltlich mit einer Aktie anfreunden muss. Mangelnde Professionalität – und damit ist nicht die gemeine Lüge wie seinerzeit bei Infomatec, EM.TV oder Comroad gemeint – aber sollte in jedem Fall ein Vorwarnkriterium sein: Wir leben in einer Informationsgesellschaft, was kann der Investor schon Positives von Unternehmen erwarten, die den Obliegenheiten angemessener Information nicht nachkommen können oder wollen?

Grundsätzlich ist zu sagen, dass sich nach den negativen Exzessen am Neuen Markt die Lage deutlich gebessert hat. Seinerzeit garantierte eine Ad-hoc-Meldung, deren Fügung der Wörter hinreichend optimistisch in die Zukunft blicken ließ und die sorgsam mit Key Words wie „führend“, „innovativ“ oder „pro-aktiv“ angereichert war, fast schon einen Kurssprung. Heute ist von deutlich mehr Sachlichkeit zu berichten, wahrscheinlich auch deshalb, weil in den meisten Unternehmen professionelle Mitarbeiter oder Agenturen für die Investor Relations (IR) etabliert sind.

Doch noch immer sind Kritikpunkte auszumachen. Zwar mahnt die BaFin ausdrücklich, Ad-hoc-Meldungen kurz und präzise auf das Wesentliche zu beschränken, was einige Unternehmen aber nicht an Börsenprosa hindert. So finden sich immer wieder Mitteilungen, in denen die allgemeine Marktverfassung in der jeweiligen Branche erörtert wird. Oder ein Vorstandsmitglied die vermeldeten Nachrichten kommentiert und mit der einen oder anderen Weisheit garniert. Ad-hocs sind kein Marktplatz für Eitelkeiten von CEOs, was soll man von Führungskräften mit Hang zur Selbstreferenzialität halten?





Durch die neuen Techniken verändern sich auch die Anforderungen an Ad-hoc-Meldungen
Foto: pixelio.de

Zu knapp kann auch vorbei sein

Auf der anderen Seite können Ad-hocs auch zu knapp ausfallen und mehr Fragen aufwerfen als beantwortet werden. Als Beispiel darf die Mitteilung der Jack White Productions AG vom 16. Juli 2007, 20.34 Uhr, gelten:

«München, 16. Juli 2007 – Die Jack White Productions (JWP) AG verkauft Nutzungsrechte am Katalog ihrer Tochtergesellschaft Transcontinent Musikverlag GmbH, Berlin. Der Kaufpreis beläuft sich auf mindestens 2,8 Mio. Euro. Über alle übrigen Details einschließlich des Erwerbers wurde Stillschweigen vereinbart. In der Transcontinent Musikverlag GmbH war bislang die Auswertung von Urheberrechten gebündelt. Urheberrechte schützen den Schöpfer eines Werkes wie Komponisten und Textdichter.»

Die Liste der Fragen ist fast unendlich: Warum verkauft JWP? Strategiewechsel? Benötigt das Unternehmen Liquidität? Oder ist es gar kein Geschäft mit Baranteil? Was umfasst der Katalog? Hat das Unternehmen noch weitere Musikrechte zur Verwertung? Wie ist der Preis einzuschätzen, welchen Umsatz/Gewinn hat JWP mit dem Katalog jährlich gemacht? Was heißt überhaupt „mindestens“? Zu welchem Zeitpunkt wird der Verkauf wirksam? Was ist das überhaupt für ein Business, bei dem der Käufer nicht genannt werden darf/will? Fazit: Unternehmen, die dergestalt dürftige Mitteilungen veröffentlichen, könnten auch sonst in ihrem Geschäftsgebaren von minderer Qualität sein.

Kontinuität bei Kennzahlen

Obacht ist beim geeigneten Investor auch bei der Ergebnisberichterstattung angezeigt. Gefordert ist, dass das Berichtsunternehmen stets die gleichen Kennzahlen veröffentlicht, einschließ-

lich des Vergleichs zur Vorjahresperiode mit Prozentangabe, damit die Marktteilnehmer sich leicht ein aussagekräftiges Bild machen können. Als übliche Kennzahlen gelten dabei Umsatz, Ergebnis pro Aktie, Jahresüberschuss, Cashflow, EBT, EBIT, EBITDA, Ergebnismarge, Eigenkapitalquote, Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit, Betriebliches Ergebnis sowie operatives Ergebnis vor Sondereinflüssen. Stellen Unternehmen stets andere, für sie günstige Kennzahlen in den Vordergrund, muss das als Warnhinweis aufgefasst werden, denn so könnten negative Entwicklungen verschleiert werden. Von daher kann es Sinn machen, vor einer Investitionsentscheidung die Ad-hocs vergangener Quartale – völlig ungeachtet der eigentlichen Zahlen – auf Durchgängigkeit zu prüfen. Aufzumerken gilt es auch, wenn Fantasiekennzahlen über die aufgelisteten hinaus genutzt werden.

Schließlich lässt auch die Wortwahl Rückschlüsse auf das Unternehmen zu. Hand aufs Herz: Wer hat das beliebte Bullshit-Bingo noch nie gespielt? Mit der Wette, welche drei Modewörter als erstes in einem öden Meeting fallen, haben sich unzählige Mitarbeiter über ermüdende Konferenzen gerettet. Ausdrücke wie „multi-tasking“, „cutting-edge technology“, „state of the art-products“ waren immer für vordere Platzierungen gut. Blumige Ausführungen über die Innovationsfähigkeit, die Power neuer Vertriebskanäle oder die Zukunft neuer technischer Verfahren, wie sie im Marketing oder der Vertriebsabteilung durchaus gestattet sind, haben nichts in Ad-hoc-Meldungen verloren.

Wo findet der Anleger Ad-hoc-Mitteilungen?

Für Anleger bestehen durch das Internet viele Möglichkeiten, zeitgleich mit den Profis an die Ad-Hoc-Mitteilungen zu gelangen. Auf der Seite www.dgap.de werden nicht nur die Ad-hocs, sondern auch News, Director's Dealings und Stimmrechtsmitteilungen veröffentlicht. Die Seite hat den Vorteil der Übersichtlichkeit, allerdings laufen hier die Nachrichten anderer News-Verbreiter wie Hugin-News nicht auf. Umfassend werden Anleger auf den verschiedenen Finanzportalen informiert. Ob onvista.de, finanznachrichten.de, comdirect.de oder Dutzende weitere Anbieter – überall fließen die News kontinuierlich auf die Seiten. Häufig zeitnahe Hintergrundinformationen zu den Ad-hocs gibt es auf handelsblatt.de oder ftd.de. Selbst bei spiegel.de, stern.de oder zeit.de besteht über Links jederzeit die Möglichkeit, in einem eigenen Fenster Börsennews zu öffnen. Um sicher zu gehen, keine wichtige Mitteilung eines bestimmten Unternehmens zu verpassen – sei es, weil man investiert ist oder es auf der Watchlist steht – kann sich auf den meisten Homepages unter dem Bereich Investor Relations in e-Mail-Verteiler eintragen.

Stefan Preuß

HINWEIS

In der neuen, aber unregelmäßigen Rubrik „Börsen-Informationen“ werden wir zukünftig – wie die Bezeichnung schon sagt – Informationsmöglichkeiten rund um das Börsenwesen vorstellen. Dabei wird es z. B. um Themen von A wie Ad-hoc-Mitteilung (in diesem Artikel) über Bücher, Börsenbrief, Chartprogramme, Geschäftsberichte, Internet-Seiten bis S wie Software gehen. Falls Sie Ideen oder Wünsche hierzu haben, so schreiben Sie doch eine kurze e-Mail an die Redaktion: redaktion@smartinvestor.de



Risikobereite Anleger sind die Dummen

Die Abgeltungssteuer auf Zinsen und Kapitalerträge ist beschlossene Sache. Darunter werden vor allem Aktionäre und Altersvorsorgesparer leiden.

Wenigstens einer hat gut Lachen. Bundesfinanzminister Peer Steinbrück (SPD) feierte einen neuen Coup: die Abgeltungssteuer auf Kapitalerträge, auf die sich – geschickt getarnt im Paket zur Reform der Unternehmenssteuern – das Kabinett und der Bundesrat nach eineinhalbjährigem Ringen geeinigt haben. Mit der Reform sei „ein gutes Werkstück“ gelungen, frohlockte der Minister. Für Anleger bedeutet die Abgeltungssteuer vor allem eins: Ab 1. Januar 2009 werden sämtliche Zins- und Dividendenerträge, Erträge aus Investmentfonds und Zertifikaten sowie alle Veräußerungsgewinne aus Wertpapier- und Termingeschäften pauschal mit 25% besteuert (siehe Info-Kasten „Abgeltungssteuer – das Wichtigste in Kürze“). Damit ist die Abgeltungssteuer alles andere als ein Geschenk der schwarz-roten Koalition an die Bürger. Denn hier zu Lande werden die Menschen künftig wesentlich stärker belastet als die Bürger im benachbarten Ausland.

Die Aktie könnte viel von ihrem Reiz verlieren

Anlegerschützer, Investmentgesellschaften sowie Wirtschafts- und Steuerexperten kritisieren vor allem, dass die Abgeltungssteuer die „Kleinen“ am härtesten trifft. So zahlen Anleger mit einem Einkommenssteuersatz von 25% im Vergleich zum heutigen Halbeinkünfteverfahren drauf. „Die Abgeltungssteuer benachteiligt Aktiensparer und zwingt Anleger zu einer Neuorientierung“, meint Lorenz Jarass, Wirtschaftsprofessor an der Fachhochschule Wiesbaden. Andere Experten befürchten, dass Aktien künftig viel von ihrem Reiz verlieren werden. Ulrich Hocker, Hauptgeschäftsführer der Deutschen Schutzgemeinschaft für Wertpapierbesitz (DSW), orakelt: „Die Steuer wird zu einer Verlagerung in wenig rentierliche verzinste Sparformen führen.“ Private Altersvorsorge werde damit teurer und ineffizienter.



Daumen rauf? – Anleger sind da kritischer; Foto: pixelio.de

Zu diesem Ergebnis kommt auch der Bundesverband Investment und Assetmanagement (BVI), der folgende Beispielrechnung aufmacht: Ein bis 31. Dezember 2008 gestarteter Aktienfondssparplan mit einer monatlichen Einzahlung von 100 EUR und 30 Jahren Laufzeit könnte nach alter Gesetzeslage mit einem Endvermögen von

rund 150.000 EUR rechnen. Wer ein paar Tage später startet, muss im Alter mit über 32.000 EUR weniger auskommen. Es ist schon paradox: Auf der einen Seite propagiert die Regierung, die Bürger müssten sich eigenständig um ihre private Vorsorge kümmern. Wenn sie es dann tun, wirft der Staat ihnen Knüppel zwischen die Beine.

Pauschalsteuer ist ungerecht und macht nichts einfacher

Dagegen können sich konservativ investierende Gutverdiener eher freuen. Mussten sie Zinserträge bislang mit ihrem persönlichen Steuersatz von maximal 42% plus Solidaritätsbeitrag und Kirchensteuer versteuern, sind es künftig nur noch 28%. Gleich von einer Bevorteilung Besserverdienender zu sprechen, ist trotzdem unangemessen. Denn eine Steuer, die Dividenden und Zinsen ebenso stark besteuert wie das sonstige Einkommen, ist nicht gerecht. Zum einen stammt das Vermögen in der Regel aus bereits versteuertem Einkommen. Und zum anderen unterliegt es einem permanenten Wertverlust durch die Geldentwertung.

Die Pauschalsteuer macht auch nichts einfacher. Zwar erledigen statt der Finanzämter bald Banken und Depotgesellschaften die Abrechnungen. Aber wie soll die Verrechnung von Spekulationsverlusten und -gewinnen vorgenommen werden, wenn Gewinnsteuern sofort eingezogen werden, das Depot aber später in die Verlustzone rutscht? „Letztlich werden doch viele Auflistungen und Rückforderungen am Anleger hängen bleiben“, befürchtet die Münchener Steuerberaterin Birgit Hosemann, die sich auf die Besteuerung von Kapitalanlagen spezialisiert hat. Und Stefan Homburg, Steuerberater und Dozent an der Universität Hannover im Fachbereich Finanzwissenschaft, ergänzt: „Wer Gewinne und Verluste mehrerer Konten oder aus verschiedenen Jahren verrechnen will, muss einen Antrag beim Finanzamt stellen, wenn die Konten bei verschiedenen Banken geführt werden.“

Andere Länder – andere Abgeltungssteuer

Nach dem Willen des Gesetzgebers soll mit Hilfe der neuen Abgeltungssteuer verhindert werden, dass Bürger ihr Geld im Ausland verstecken. Das wird Steuerflüchtlinge jedoch nicht beeindrucken. Auch Lorenz Jarass hält die Hoffnung auf größere Steuerehrlichkeit für unbegründet: „Warum sollte ein Deutscher, der derzeit seine Zinsen illegal steuerfrei in der Schweiz einstreicht,



Fotos: bilderbox.de

plötzlich die Erträge in Deutschland versteuern, bloß weil der Steuersatz von maximal 42% auf 25% gesenkt wird?“, fragt er sich. Dies könne nur durch schärfere Kontrollen erreicht werden, doch die seien nicht geplant. Stefan Homburg ist da anderer Ansicht: „Da die Banken künftig Steuern erheben und damit hoheitliche Aufgaben erfüllen, wird der Fiskus stärker als bisher kontrollieren, ob das korrekt erfolgt.“ Die Kontenabfragen würden nicht abgeschafft, sondern ausgebaut.

Zwar gibt es auch in anderen Staaten bereits eine Abgeltungssteuer, doch ist sie dort längst nicht so umfassend wie bald in Deutschland. In Österreich etwa werden keine Kursgewinne, sondern nur Zinsen und Dividenden mit 25% besteuert. Auch in den Niederlanden, in Belgien und in der Schweiz können Privatanleger Kursgewinne steuerfrei einstreichen. Ebenso in Luxemburg – jedenfalls wenn die Wertpapiere länger als ein halbes Jahr gehalten werden. In Italien, Frankreich (Freibetrag: 15.000 EUR im Jahr!) und Spanien greifen die Finanzbehörden hingegen auch bei Kursgewinnen zu, behalten aber nur 12,5% bis 20% ein. Großbritannien vereint mit einem hohen Freibetrag von 12.000 EUR pro Jahr und der Befreiung von 75% des Kursgewinns nach einer Haltedauer von zwei Jahren sogar Kursgewinne und Dividenden von der Steuer.

Das Depot jetzt nach Verlierern durchkämmen

Die Abgeltungssteuer wird nicht alle Sparer und Anleger gleichermaßen treffen. Wer etwa eine aktivere, auf kürzere Sicht ausgerichtete Anlagestrategie bevorzugt, muss mit keinen gravierenden Nachteilen rechnen, da innerhalb eines Jahres realisierte Gewinne schon bisher steuerpflichtig waren. Dennoch sollten Anleger bereits jetzt ihr Depot nach Verlierern durchkämmen und über alternative Kapitalanlagen nachdenken. „Sicherlich werden bis zum 31. Dezember 2008 noch neue Anlageformen mit dem Ziel auf den Markt kommen, die neue Abgeltungssteuer zu vermeiden“, prognostiziert Rudolf Schollmeier, Steuerberater und Rechtsbeistand aus Lampertheim. Allerdings dürfte die Regierung dann

das eine oder andere noch nicht gestopfte Steuerschlupfloch nachträglich schließen. Vor allem Investoren, die risikoreichere Anlageinstrumente als etwa Termingeld oder Anleihen bevorzugen, werden ab 2009 schlechter gestellt sein als bisher. Ein Überblick:

Dies ändert sich von der Aktie bis zum Zertifikat

- ◆ **Aktien:** Aktionäre sind die großen Verlierer der neuen Steuer. Dividenden sind ab 1. Januar 2009 voll und Kursgewinne unabhängig von Haltefristen jederzeit steuerpflichtig. Aktien, die bis Ende 2008 gekauft und mindestens ein Jahr lang gehalten werden, können auch später noch steuerfrei verkauft werden. Realisierte Verluste aus Aktiengeschäften dürfen nur noch mit Gewinnen aus Aktienverkäufen verrechnet werden.
- ◆ **Aktienfonds:** Kursgewinne werden wie die von Aktien besteuert. Für regelmäßige Fondssparer fällt der Teil ihres Vermögens, der ab 2009 gespart wird, unter die neue Regel. Bei thesaurierenden Fonds dürfte sich die künftige Steuerpflicht beim Verkauf schmerzhaft auswirken (Doppelbesteuerung!).

Anzeige



Investieren in Rohstoffe. Mit den Experten.

STABILITAS - GOLD+RESDURZEN

+120,5% WKN: A0F6BP
* Rendite seit Auflegung*

STABILITAS - SOFT COMMODITIES

+10,6% WKN: A0LFPD
* Rendite seit Auflegung*



*Stand: 17.07.07; Historische Wertentwicklungen gaben keinen Aufschluss über zukünftige Erträge.

ERA Resources GmbH
Am Silbermannpark 1B
86161 Augsburg

Telefon: 0821/450 9560
www.era-resources.com



ABGELTUNGSSTEUER – DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

- ◆ **Grundsätzliches:** Von der Abgeltungssteuer sind Sparer und Versicherte sowie Daytrader und Rentner gleichermaßen betroffen. So werden auf Kapitalerträge ab 2009 pauschal 25% Abgeltungssteuer plus Solidaritätszuschlag (und eventuell Kirchensteuer) erhoben. Die Vorschrift gilt auch für Erlöse aus Kapitallebensversicherungen, die nach 2004 abgeschlossen wurden.
- ◆ **Sonderregelungen:** Nicht betroffen sind private Rentenversicherungen, die weiterhin mit dem günstigen Ertragsanteil besteuert werden. Verkäufe von Grundstücken oder geschlossenen Immobilienfonds sind nach zehn Jahren steuerfrei. Für Antiquitäten, Münzen, Goldbarren und private Sammlungen gilt das bereits nach einem Jahr.
- ◆ **Steuererklärung:** Sparer, bei denen der Abgeltungssteuersatz höher liegt als ihr persönlicher Steuersatz, dürfen wie bisher ihre Kapitalerträge über die Steuererklärung zum persönlichen Satz abrechnen. Über Auslandsdepots bezogene Zinsen oder realisierte Kursgewinne gehören zwingend in die Erklärung. Sie werden dann mit 25% pauschal nachversteuert.
- ◆ **Fehlerkorrektur:** Hat eine Bank die Abgeltungssteuer zu hoch bemessen, kann dies über die Steuererklärung mit einer neu gestalteten Bescheinigung korrigiert werden. Dann rechnet das Finanzamt zum Abgeltungstarif nach und erstattet bei Fehlern die Differenz.
- ◆ **Sparerpauschbetrag:** Sparerfreibetrag und Werbekostenpauschbetrag werden zu einem Sparerpauschbetrag zusammengefasst (801 EUR für Ledige und 1602 EUR für zusammenveranlagte Ehegatten). Damit sind Zinsen genauso abgegolten wie Beratungshonorare oder Aufwendungen für die Fahrt zur Hauptversammlung.
- ◆ **Tarif:** Da die Kapitalerträge mit der neuen Steuer abgegolten sind, fließen sie nicht in die Berechnung der Einkommenssteuer ein und mindern dort wegen der geringeren Progression den Steuersatz für das restliche Einkommen.
- ◆ **Kontrollen:** Die Jahresbescheinigung entfällt, der Kontenabruf läuft weiter. Der Fiskus darf nach Zinsen, Dividenden und Spekulationsgewinnen, die vor 2009 kassiert wurden, generell und nach später erzielten Kapitaleinkünften umfangreich forschen.
- ◆ **Dachfonds:** Umschichtungen lösen keine Steuerpflicht aus, der Manager kann mit dem vollen Kapital weiterarbeiten und der Kunde vom Zinseszinsseffekt profitieren. Denn die Abgeltungssteuer wird erst beim Verkauf des Dachfonds fällig. Das gilt für alle Anlagen ab 2009. Wer vor dem Stichtag 31. Dezember 2008 seine Anlageentscheidung trifft, der genießt auch danach volle Steuerfreiheit auf alle Kursgewinne.
- ◆ **Hedgofonds:** Ihr Privileg, an Terminbörsen spekulieren zu können, ohne Steuern auszulösen, entfällt. Allerdings sind auf Fondsebene angefallene Gebühren und Schuldzinsen weiterhin verrechenbar.
- ◆ **Private Equity-Fonds:** Für Dividenden gilt nicht mehr das Halbeinkünfteverfahren. Gewinne aus Unternehmensverkäufen und Börsengängen sind steuerfrei, sofern der Fonds die Beteiligungen bis Ende 2008 erworben hat. Unternehmensverkäufe unterliegen in voller Höhe dem Abgeltungssatz von 25%. Dies führt dazu, dass die Renditen langfristig sinken werden.
- ◆ **REITs:** Das Halbeinkünfteverfahren gilt bei Real Estate Investment Trusts (REITs) schon vor 2009 nicht mehr – weder für die Dividenden noch für realisierte Kurserträge. Die oft üppigen Ausschüttungen werden in Zukunft geringer besteuert. Das wiegt schwerer als der Wegfall der Spekulationsfrist.
- ◆ **Zertifikate:** Bonus-, Sprint-, Outperformance- und Express-Zertifikate verlieren ihre Steuerfreiheit. Der gezielte Kauf bis Ende 2008 ist aufgrund einer eingeschränkten Übergangsregel nicht mehr möglich. Dafür mindern Verluste aus Fehlspekulationen alle Kapitaleinnahmen.
- ◆ **Garantiezertifikate:** Bei diesen Papieren müssen auch heute schon Kursgewinne als Kapitaleinnahmen versteuert werden. Künftig ändert sich nur der Tarif – in der Regel nach unten. Da Verluste eher die Ausnahme sind, können höhere Nachsteuerrenditen erzielt werden.

Fazit

Sparer und Anleger werden der Abgeltungssteuer kaum entkommen können. Einmal abgesehen davon, dass Vermeidungsstrategien nur im konkreten Einzelfall geprüft werden können, hat jede von ihnen ihren Preis. Viele Lösungsvorschläge basieren darauf, Anlagegelder vor dem 1. Januar 2009 in Versicherungs- oder Fondspolice zu investieren, um die Produkte dann später außerhalb der Spekulationsfrist steuerfrei verkaufen zu können. Selbst bei Dachfonds stellt sich die Frage, ob Anleger wirklich über einen sehr langen Zeitraum hinweg an ihnen festhalten möchten. Spätestens wenn ein Finanzprodukt nicht die Erwartungen erfüllt, die Weltbörsen auf Talfahrt gehen oder das investierte Geld für private Zwecke benötigt wird, werden viele Anleger ihre ursprünglich auf Dauer angelegten Positionen auflösen und neue Investments eingehen müssen. Von diesem Zeitpunkt an werden sie doch von der Abgeltungssteuer erfasst. Und ob später der Effekt der einmaligen Steuerfreiheit einen finanziellen Vorteil gebracht hat, ist fraglich. Für ehrliche Steuerzahler, die erst ab 2009 über Anlagegelder verfügen, gibt es sowieso keinen Ausweg.

Michael Heimrich





Foto: pixelio.de



Fotos: bilderbox.de

GEOPOLITIK

„Buy corn: They’ve stopped making it...“

Von F. William Engdahl, Engdahl Strategic Risk Consulting

In absehbarer Zeit werden wir für eine Schüssel Kellogg's Cornflakes zum Frühstück wie auch für Käse oder Fleisch mehr bezahlen müssen. Das ist so sicher wie das Amen in der Kirche. Nach dem Öl-Schock nun der Nahrungsmittel-Schock – weltweit. Diese Situation ist in vielerlei Hinsicht vergleichbar mit den 70er Jahren, als die Preise für Öl und Nahrungsmittel innerhalb von Monaten um mehrere hundert Prozent explodierten. Diese extremen Preissteigerungen veranlassten den damaligen Präsidenten Nixon, seinen alten Kumpel Arthur Burns, seinerzeit Vorsitzender der Fed, zu ersuchen, die CPI-Inflationsdaten (CPI= Consumer Price Index) zu ändern, um so Aufmerksamkeit von den steigenden Preisen abzulenken. Das Ergebnis war die mittlerweile gang und gäbe gewordene Publikation der absurden „Kerninflation“-Zahlen, von denen Öl und Nahrungsmittel ausgenommen sind. Der junge Fed-Wirtschaftswissenschaftler Stephen Roach wurde von Burns beauftragt, jene statistische Manipulation vorzunehmen. Bereits der alte Mark Twain witzelte einmal: „Buy land: They’ve stopped making it...“ Mittlerweile können wir selbiges weltweit auf alle Getreidesorten übertragen. Wir befinden uns am Beginn des größten nachhaltigen Preisanstiegs bei Getreide. Das gilt für alle gängigen Getreidesorten. Mais, Weizen, Reis nehmen insgesamt einen Anteil von fast 90% allen weltweit angebauten Getreides ein.

Washingtons ehrgeizige Ziele

Woher kommt dieser herbe Wandel? George Bush pflegt zu sagen, dass die Dinge recht „interessant“ werden. Die Bush-Administration will alle Länder mit einer riesigen PR-Kampagne zum Umweltschutz bekehren. Der Kernpunkt dieses Programms wurde in Bushs Rede zur Lage der Nation im Januar verkündet: „20 in 10“, das heißt 20% weniger Benzinverbrauch in 10 Jahren. Bioethanol, vom Steuerzahler subventioniert, soll im großen Stil als Transportkraftstoff zum Einsatz kommen. Bis zum Jahr 2017 sollen jährlich etwa 135 Mrd. Liter Ethanol produziert werden. Bioethanol wird nicht nur in den USA hergestellt. Im März traf Bush den brasilianischen Präsidenten Lula, um einen bilateralen „Ethanol-Pakt“, ein Forschungs- und Entwicklungsprogramm für Bio-Kraftstoff-Technologien der zweiten Generation, zu unterzeichnen. In-

halt dessen ist die Gewinnung von Zellulose-Ethanol aus Holz, eine Zusammenarbeit bei der Verbreitung von Bio-Kraftstoff in den Entwicklungsländern, besonders in Mittelamerika, und die Schaffung eines OPEC-ähnlichen Bio-Kraftstoff-Kartells. Kurzum, das Getreide wird quasi durch den Verbrennungsmotor gejagt und nicht in der Nahrungsmittelindustrie aufbereitet oder an Tiere verfüttert. Die weltweite Nutzung von landwirtschaftlichen Anbauflächen für die Herstellung von Bio-Ethanol und anderen Bio-Kraftstoffen wird sowohl in den USA als auch in der EU als neue Wachstumsindustrie gesehen.

Das grüne Argument

Zur Herstellung von Bio-Kraftstoff werden Nahrungsmittel raffiniert. Das Ganze wird als Lösung für die umstrittene globale Erwärmung aufgebauscht. Die Fürsprecher dieses Herstellungsverfahrens behaupten, dass durch die erste Generation der Bio-Kraftstoffe „bis zu 60% des Kohlendioxid-Ausstoßes reduziert würden“. Ebenso sind Regierungen, wie die Brasiliens, emsig dabei, den Erdölimport mit dem im eigenen Land gewonnenen Bio-Kraftstoff zu ersetzen. Der Ölpreis liegt derzeit bei 75 USD. Bereits heute verfügen 70% aller Pkws in Brasilien über einen „Flexifuel“-Motor, der wahlweise mit herkömmlichem Benzin oder mit allen anderen Bio-Kraftstoffen betrieben wird. Die Herstellung von Bio-Kraftstoff hat sich in Brasilien mittlerweile zu einem bedeutenden Exportindustriezweig entwickelt. Die Behauptung, Bio-Kraftstoff als solcher wäre umweltschonend, ist bestenfalls



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

ungewiss, wenn nicht sogar heuchlerisch. Das Massachusetts Institute of Technology (MIT) veröffentlichte in diesem Jahr eine Studie und stellte fest, dass die Verwendung von Bio-Ethanol anstelle von herkömmlichem Benzin keine Auswirkung auf den Treibhausgasemission habe. Im Gegenteil. Mit der Vergrößerung der Anbauflächen für die landwirtschaftlichen Rohstoffe zur Herstellung von Bio-Ethanol muss folglich mehr gedüngt und bewässert werden. Laut MIT stammt zudem die zur Herstellung von Bio-Ethanol notwendige Energie zu zwei Dritteln aus Erdgas, was wiederum eine anziehende Nachfrage nach Erdgas bedeutet.

Amerikanische Farmen werden zu Bio-Kraftstoff-Herstellern

Während der letzten zwei Jahre sind die Getreidepreise weltweit gestiegen und werden es weiterhin tun. Der Hauptgrund dafür liegt in der Umnutzung von landwirtschaftlichen Anbauflächen für Nahrungsmittel in Anbauflächen zur Herstellung von Bio-Kraftstoff. Allein letztes Jahr wurde in den USA die Fläche für den Anbau von Feldfrüchten zur Herstellung von Bio-Kraftstoffen um 48% erweitert. Wiederum aber wurde für die nunmehr fehlende landwirtschaftliche Anbaufläche für Nahrungsmittel kein Ersatz geschaffen. Ebenfalls treiben Brasilien und China die Umnutzung ihrer landwirtschaftlichen Nutzflächen im großen Stil voran. Die Gesamtmenge an Mais zur Herstellung von Bio-Ethanol ist in den USA seit 2001 um 300% gestiegen. Tendenz steigend. Tatsächlich war die Menge an Getreide, die für Bio-Ethanol verwendet wurde, verglichen mit der für den Export etwa gleich groß. Die USA sind Getreide-Exportweltmeister. Der größte Anteil davon geht als Futtergetreide in die EU und andere Länder. Die Getreidevorräte nehmen weltweit seit vier Jahren ab und werden weiterhin sinken. Die globale Landwirtschaft befindet sich gerade am Beginn ihrer größten Umwandlung seit der Einführung von Düngemitteln und der Mechanisierung nach dem Zweiten Weltkrieg. Diese Umwandlung geht zu Lasten der Lebensmittelproduktion, und deren Auswirkung auf den herkömmlichen Benzin-Import ist minimal.

Prof. M.A. Altieri von der Berkeley Universität nimmt folgende Schätzung vor: Würde die gesamte Getreide- und Sojabohnenernte der USA für die Herstellung von Bio-Kraftstoff verwendet werden, könnten landesweit lediglich 12% des Benzin- und 6% des Dieselbedarfs gedeckt werden. Weiterhin stellt Prof. M.A. Altieri fest, dass, obgleich ein Fünftel der Getreideernte im letzten Jahr zur Herstellung von Bio-Ethanol verwendet wurde, lediglich 3% vom gesamten Energiebedarf gedeckt werden. Trotzdem wird das Ackerland in Windeseile umgenutzt. 2006 wurde mehr als die Hälfte der gesamten Getreideernte in den Bundesstaaten Iowa und South Dakota in Ethanolraffinerien verarbeitet. Landwirte im Mittleren Westen verlassen nach Jahren niedriger Getreidepreise ihre traditionelle Fruchtfolge und setzen ausschließlich auf Sojabohnen und Getreide. Folglich werden zusätzlich mehr Schädlingsbekämpfungsmittel eingesetzt, und die Bodenerosion schreitet drastisch voran. In den USA kommen etwa 41% aller Herbizide für den Anbau von Getreide zum Einsatz. Hersteller von Glyphosat-Herbiziden, wie Monsanto und Roundup, verdienen derzeit kräftig.

Globalisierung von Bio-Kraftstoffen

Der Bush-Lula-Pakt ist gerade mal der Beginn für den steigenden globalen Getreideanbau für die Herstellung von Bio-Kraftstoff. Riesige Zuckerrohr-, Palmöl- und Sojabohnenölplantagen für Bio-Kraftstoff-Raffinerien werden derzeit auf Wäldern und Wiesen in Brasilien, Argentinien, Kolumbien, Ecuador und Paraguay angebaut. Mit dem zusätzlichen Anbau von Soja wurden in Brasilien bereits 21 Hektar Wald abgeholzt. In Argentinien sind es 14 Hektar. Diese Entwicklung wird weiter fortschreiten. Schon allein deshalb, weil Preise für Getreide weiter steigen werden. Soja wird für die Herstellung von Diesel eingesetzt.

China ist zudem immer auf der Suche nach Energiequellen: Die großen landwirtschaftlichen Anbauflächen für Nahrungsmittel werden auch dort in Anbauflächen für Feldfrüchte zur Herstellung von Bio-Kraftstoff umgewandelt. In der EU wird Bio-Diesel unter Verwendung von Rapssamen hergestellt. Rapssamen werden im Allgemeinen für Tierfutter verarbeitet. Und das Ergebnis? Die Preise für Fleisch steigen kräftig. Ziel der EU ist, mindestens 10% des herkömmlichen Kraftstoffes durch Bio-Kraftstoff zu ersetzen. Eine unkluge Entscheidung, werden doch für den Anbau der dafür notwendigen Feldfrüchte 18% der gesamten landwirtschaftlichen EU-Anbauflächen benötigt. Die Ernte würde dann als Bio-Kraftstoff „verbrannt“. Die großen Ölkonzerne steigen ebenfalls in das Geschäft mit Bio-Kraftstoff ein. Neben Professor David Pimentel von der Cornell University stellen auch andere Wissenschaftler die folgende Behauptung auf: Der Nettoenergieertrag von Bio-Ethanol ist kleiner als die für dessen Herstellung benötigten fossilen Brennstoffe. Somit ist es nur natürlich, dass ExxonMobil, Chevron und BP im Bio-Ethanol-Geschäft mit von der Partie sind. BP verkündete im Mai dieses Jahres den bislang größten R&D-Zuschuss: Die Berkeley University (Kalifornien) erhält 500 Mio. USD. Mit diesem Geld wird ein Kosten- und Entwicklungsprogramm für alternative Energien finanziert. Stanfords globales Klima- und Energieprogramm erhielt 100 Mio. USD von ExxonMobil, US-Davis wiederum bekam 25 Mio. USD von Chevron für seine Bioenergie-Forschungsgruppe. Die Initiative für Kohlenstoff-Reduktion der Princeton University bekam 15 Mio. USD von BP. Nur wenige Märkte boomen heute so wie der für Bio-Kraftstoff. Für die globalen Agrarkonzerne wie Cargill, Archer Daniels Midland (ADM) und Syngenta ein gefundenes Fressen.

China ist zudem immer auf der Suche nach Energiequellen: Die großen landwirtschaftlichen Anbauflächen für Nahrungsmittel werden auch dort in Anbauflächen für Feldfrüchte zur Herstellung von Bio-Kraftstoff umgewandelt. In der EU wird Bio-Diesel unter Verwendung von Rapssamen hergestellt. Rapssamen werden im Allgemeinen für Tierfutter verarbeitet. Und das Ergebnis? Die Preise für Fleisch steigen kräftig. Ziel der EU ist, mindestens 10% des herkömmlichen Kraftstoffes durch Bio-Kraftstoff zu ersetzen. Eine unkluge Entscheidung, werden doch für den Anbau der dafür notwendigen Feldfrüchte 18% der gesamten landwirtschaftlichen EU-Anbauflächen benötigt. Die Ernte würde dann als Bio-Kraftstoff „verbrannt“. Die großen Ölkonzerne steigen ebenfalls in das Geschäft mit Bio-Kraftstoff ein. Neben Professor David Pimentel von der Cornell University stellen auch andere Wissenschaftler die folgende Behauptung auf: Der Nettoenergieertrag von Bio-Ethanol ist kleiner als die für dessen Herstellung benötigten fossilen Brennstoffe. Somit ist es nur natürlich, dass ExxonMobil, Chevron und BP im Bio-Ethanol-Geschäft mit von der Partie sind. BP verkündete im Mai dieses Jahres den bislang größten R&D-Zuschuss: Die Berkeley University (Kalifornien) erhält 500 Mio. USD. Mit diesem Geld wird ein Kosten- und Entwicklungsprogramm für alternative Energien finanziert. Stanfords globales Klima- und Energieprogramm erhielt 100 Mio. USD von ExxonMobil, US-Davis wiederum bekam 25 Mio. USD von Chevron für seine Bioenergie-Forschungsgruppe. Die Initiative für Kohlenstoff-Reduktion der Princeton University bekam 15 Mio. USD von BP. Nur wenige Märkte boomen heute so wie der für Bio-Kraftstoff. Für die globalen Agrarkonzerne wie Cargill, Archer Daniels Midland (ADM) und Syngenta ein gefundenes Fressen.

Fazit

Zusätzlich zu den oben genannten Punkten wirken sich die schlechten Wetterbedingungen in China, Australien und weiten Teilen der EU negativ auf die diesjährige Ernte aus: Die Preise für Getreide werden daher in den nächsten Monaten weiter steigen.



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



Minikredite für arme Existenzgründer

Noch werden die Renditen von Mikrofinanzfonds durch hohe Kosten geschmälert



Foto: pixelto.de

Geld für eine kleine Telefonstation oder einen Blumenladen – Kleinstkredite verhelfen Menschen in Entwicklungsländern zu etwas mehr Selbstständigkeit. Als der Friedensnobelpreisträger und Wirtschaftswissenschaftler Muhammad Yunus vor 24 Jahren über die von ihm 1976 in Bangladesh gegründete Grameen Bank erstmals Minidarlehen von 20 USD an Bedürftige vergab, wurde er von vielen belächelt. Doch die Idee ging auf und überzeugte durch eine hohe Rückzahlungsquote von 98%. Inzwischen erhalten immer mehr ärmere Bevölkerungsschichten Zugang zu kleinen Darlehen,



Muhammad Yunus (2. v. l.) im Kreise seiner Kreditnehmer; Foto: Grameen Bank

die ihnen zuvor wegen fehlender Sicherheiten meist verwehrt geblieben waren. Das Startkapital sorgt beim Empfänger nicht nur für Beschäftigung und Einkommen, sondern fördert auch das Wachstum in der Region.

Markt längst noch nicht ausgeschöpft

Der Markt für Minikredite ist riesig: Die Weltbank taxiert die Nachfrage auf rund 280 Mrd. USD. Ernst Brugger, Verwaltungsratspräsident bei Blue Orchard Finance, einem auf die Verwaltung von Mikrofinanzprodukten spezialisierten Genfer Unternehmen, hält das Potenzial mit einem Kreditvolumen von aktuell 17 Mrd. USD längst noch nicht für ausgeschöpft. Schon jetzt helfen nach Angaben der US-Ratingagentur Morningstar rund 10.000 Mikrofinanzinstitutionen (MFI) mit Minikrediten, kleine Geschäftsideen zu verwirklichen. In den Sektor der Kleindarlehen ist Professionalität eingekehrt. So werden die Projekte einer sorgfältigen Kreditrisikoanalyse unterzogen. Auch sind erste Fonds von Kreditratingagenturen eingestuft worden, so dass Anleger die Risiken eines Investments besser einschätzen können.

Vier Mikrofinanzfonds für Privatanleger

Während sich die Aufmerksamkeit internationaler Investoren auf etwa 50 Mikrofinanzfonds konzentriert, können deutsche Privatanleger derzeit nur in vier Produkte investieren. Der Dexia Micro Credit Fund (Beratung: Blue Orchard/ISIN:

LU0164081316), der VPM Vision Microfinance (Auswahl der Projekte durch die Genfer Agentur Symbiotics, ISIN: LU0180190273) sowie der Credit Suisse Microfinance Fund (ISIN: LU0180190273) vergeben weltweit Darlehen an MFIs oder lokale Geldinstitute, die das Kapital als Minidarlehen an Kleingewerbler vergeben. Auch wenn die ersten beiden Fonds in Deutschland nicht aktiv vertrieben werden, so erhalten Anleger sie aber auf Nachfrage und müssen auch keine steuerlichen Nachteile fürchten.

Zielrendite orientiert sich am Geldmarkt

Dafür gilt es zwei andere Hürden zu überwinden: Während das Produkt von Credit Suisse schon für 1.000 EUR zu haben ist, müssen beim Dexia-Fonds schon 10.000 EUR und für das Produkt der VPM AG, Wien, gar 50.000 EUR aufgebracht werden. Außerdem sind alle drei Investmentfonds von einem täglichen Handel weit entfernt, beim Vision VPM können Investoren nur einmal pro Monat Anteile kaufen und verkaufen. Da die Fonds von Dexia und Credit Suisse wiederum ihre Kredite per Schuldschein vergeben, können sie ihre Anlagen nicht kurzzeitig abziehen. Daher dürfen die Einlagen auch nur mit einer Frist von 45 Tagen gekündigt werden. Die Zielrendite des Dexia Micro Credit Fund orientiert sich am Geldmarktzins – er liegt aktuell bei rund 4% – plus 1 bis 2%. Damit ist der Fonds für Anleger geeignet, die eine beständige, aber bessere Rendite als am Geldmarkt erzielen möchten. Allerdings wird das Geschäft auf Dollarbasis abgewickelt. Die Folge: 2005 erzielte zwar die Dollar-Variante des Dexia-Fonds ein Plus von 4,7%, die Euro-Tranche legte dagegen nur um 3,6% zu, wohlgermerkt nach Abzug aller Kosten und Gebühren. Die Gesamtkostenquote (TER) lag zuletzt bei über 3% (bezogen auf den Dexia Fund). Der Kostenanteil ist deshalb so hoch, weil die Abwicklung der Projekte aufwendig und die Verwaltung teuer ist.

Fazit

Mikrofinanzfonds funktionieren auf lokaler Ebene und hängen damit nur in sehr geringem Ausmaß von den Weltfinanzmärkten ab. Das macht sie im doppelten Sinne zu einem alternativen Investment. Die Gesamtkostenquote dürfte in den nächsten Jahren sinken, da der Sektor zunehmend reifer und das derzeit noch schwache Handelsvolumen wachsen wird. Dann sollte sich auch der Performancevorsprung der Mikrofinanzfonds gegenüber dem Geldmarktzins vergrößern.

Michael Heimrich



PRINZIPIEN DES MARKTES

Trägheit der Massen

Schon vor mehr als dreihundert Jahren postulierte Sir Isaac Newton, was später als Massenträgheit bekannt wurde: Eine Masse, auf die in der Summe keine äußeren Kräfte einwirken, verharrt in ihrem Zustand der Ruhe oder in konstanter geradliniger Bewegung.

Die Masse macht's

Was also in der stofflichen Welt so einleuchtend klingt, ist, zur „Trägheit der Massen“ gewandelt, auch an der Börse angekommen. Da fügt es sich, dass sowohl der Begriff der Masse als auch der der Trägheit eine gewisse Mehrdeutigkeit für sich in Anspruch nehmen können. Während die Masse der Physik bereits als Eigenschaft nur eines Körpers gegeben ist, entsteht die Masse an der Börse erst durch das Zusammenspiel vieler. Kaum ein Begriff ist so eng mit dem Börsengeschehen verbunden, wie der der Masse – und vieles im Verhalten der Marktteilnehmer erinnert an die wenig schmeichelhafte Charakterisierung, die Gustave Le Bon bereits Ende des vorletzten Jahrhunderts vorgenommen hat: Die Masse zeichne sich demnach durch geringe Urteilsfähigkeit, den Mangel an kritischem Denken, ihre Erregbarkeit, Leichtgläubigkeit und Einfalt aus, um nur einiges zu nennen. Das hindert den Einzelnen aber regelmäßig nicht daran, sich als Individualisten zu sehen, der den Gedanken, selbst Teil einer Masse zu sein, entrüstet von sich weist: Strategie immer, Masse nimmer.

Physikalische und sonstige Trägheit

Den Aspekt der Trägheit finden wir an der Börse dagegen häufig in direkter Form. Gemeint ist hier allerdings nicht die Trägheit des Einzelnen im Sinne von Faulheit, sondern das Newtonsche Beharrungsvermögen. Gerade Trends zeichnen sich regelmäßig durch ein derartiges Beharrungsvermögen aus. Der Erfolg sämtlicher Momentums- und Relative Stärke-Ansätze basiert letztlich auf der Trägheit einer absoluten oder relativen Bewegung. Anschaulich ist das Beispiel eines fahrenden Zuges, der ebenfalls nicht abrupt die Richtung wechselt oder auf dem Absatz kehrt macht. Daher käme auch niemand auf die verwegene Idee, sich auf den Gleiskörper zu stellen und sein Leben einem herannahenden Zug auszusetzen, alleine in der vagen Hoffnung, dieser werde schon rechtzeitig kehrt machen. An der Börse aber passiert genau das millionenfach, wenngleich es sich hier nur um Geld handelt, das eingesetzt wird. All jene werden es leidvoll bestätigen können, die wieder einmal den müßigen Versuch unternommen haben, allzu eifertig das Ende eines Trends zu antizipieren...

Ignoranz und Hektik

Aber es gibt auch Unterschiede zur Physik. Trends beharren mitunter auch dann auf ihrer Richtung, wenn bereits gegenläufige Nachrichten und Hinweise (physikalisch: Kräfte) einsickern. In Analogie zur Physik müsste man dann fordern, dass erst solche Informationen neue Kräfte auf das System ausüben, die auch tatsächlich wahrgenommen und verarbeitet werden – und die Masse ist nicht eben berühmt dafür, Informationen vorurteilslos wahrzunehmen, differenziert zu bewerten und in der Folge angemessen zu handeln (s. o.). Auch muss sich die Trägheit des Ganzen nicht unbedingt im Individuum widerspiegeln. Im Gegenteil: Einzelne Individuen können geradezu hektische Aktivitäten entfalten, was das Ganze dennoch ebenso unberührt lässt wie ein tanzender Wassertropfen auf einem reißenden Strom. Auch soll an dieser Stelle nicht verschwiegen werden, dass das physikalische Trägheitsmodell, das eine allmähliche Umkehr favorisiert, nur eine von mehreren Varianten für das Ende eines Trends ist. Manche Trends gehen auch in eine Beschleunigungsphase über, aus der sie jäh abstürzen. Ohne die Analogie zur Physik überstrapazieren zu wollen, zerschellen diese Trends, als ob sie mit voller Wucht gegen eine Wand gefahren wurden.



Alles dreht sich um die Masse
Foto: pixelio.de

Fazit

Die Massenträgheit liefert eine brauchbare Metapher für das Beharrungsvermögen von „Mr. Trend“ und warnt vor der frühzeitigen Verkündung von dessen Ende. Oder frei nach Mark Twain: „Gerüchte über mein Ableben sind stark übertrieben.“

Ralph Malisch



Fotos: bilderbox.de

DERIVATE

Bereicherung durch Fremdwährungen

Wie Sie mit Devisenprodukten Ihr Portfolio diversifizieren

Währungen für jedes Risikoprofil

Bei den Anlagemöglichkeiten für Privatanleger im Bereich der Devisen hat die Zertifikate-Industrie gegenüber den Fondsanbietern ganz klar die Nase vorn. Investitionen in Devisenfonds bleiben durch hohe Mindestanlagesummen meist institutionellen Investoren vorbehalten. Bei Zertifikaten und Hebelprodukten sieht das Angebot für private Investoren deutlich besser aus. Sowohl für den konservativeren Anleger, der durch Anlagen in Devisen sein Portfolio breiter streuen möchte, als auch für den kurzfristig orientierten Trader, der mit Optionsscheinen oder Knock-out-Produkten in kürzeren Zeithorizonten agieren will, gibt es mittlerweile eine beachtliche Vielfalt an Devisenprodukten, die sich nicht nur auf die großen drei Währungen Euro, amerikanischer Dollar und japanischer Yen beziehen.

Carry Trades und kein Ende?

Die Idee klingt wie die Lizenz zum Gelddrucken: billig Geld leihen und zu höheren Zinsen anlegen. Seit geraumer Zeit ist eine immer höhere Verschuldung im japanischen Yen zu beobachten. Kein Wunder, denn der Leitzins der japanischen Noten-

bank liegt bei mageren 0,5%. Anleger, die weiter von einem schwachen Yen ausgehen, können diese Idee mit dem Yen-Carry-Zertifikat aus dem Hause Goldman Sachs (WKN: GS1 FJP) umsetzen. Das Papier wurde im März zu 100 EUR begeben, für einen Euro mussten zum Emissionszeitpunkt 154,89 JPY gezahlt werden. Im Zertifikat enthalten ist eine Outperformance-Komponente. Zum Laufzeitende am 13.03.2012 wird der EUR/JPY-Wechselkurs durch den Devisenkurs bei Emission geteilt und mit dem Faktor 1,28 gehebelt. Läge zum Laufzeitende die EUR/JPY-Parität bei 168 JPY, also etwa auf aktuellem Niveau, würde der Anleger 138,83 EUR erhalten. Der aktuelle (18.07.) Kurs des Zertifikats liegt bei 104,70 EUR. Erst wenn EUR/JPY zum Laufzeitende mehr als 21,9% fällt und damit der Yen steigt, macht der Anleger bezogen auf den Emissionspreis Verluste. Analog zur Vereinnahmung von Dividenden bei Aktienzertifikaten verbleiben die Zinserträge zur Finanzierung der Zertifikatestruktur – wie oft bei Devisen-Zertifikaten – hier beim Emittenten. Aus einem Anlagespektrum von zehn Währungen wählt die UBS mit ihrem Carry-Trade-Total-Return-Index-Zertifikat (WKN: UB0 G10) aus. Euro, amerikanischer Dollar und japanische Yen, neuseeländischer, kanadischer und australischer Dollar, britisches Pfund, norwegische und schwedische Krone sowie der Schweizer Franken bilden das potenzielle Anlagespektrum. Die Hedgefonds-ähnliche Strategie des Zertifikats versucht Ineffizienzen an den Devisenmärkten zu nutzen. Grundlage dieser Strategie ist die Tatsache, dass am Terminmarkt die tatsächlichen Veränderungen an den Kassakursen überschätzt werden, das sogenannte „Forward Rate Bias“. Mit den drei Währungen, die das höchste Zinsniveau aufweisen, und den drei Währungen mit dem niedrigsten Zinsniveau werden klassische Carry Trades ausgeführt. Dadurch kann der Anleger den höheren Zinssatz für sich vereinnahmen und muss nur den niedrigeren Zinssatz bezahlen. In Marktsituationen, in denen Carry Trades zu Verlusten führen können, kann diese Strategie auch umgekehrt werden. Der Emittent berechnet für das Risikomanagement eine Gebühr von 1% p. a. und behält zusätzlich einen Abschlag auf die Zinserträge ein. Seit Emission

Anzeige

rohstoffSPIEGEL
DER ETWAS ANDERE NEWSLETTER FÜR ROHSTOFFE

Jetzt kostenlos abonnieren!

WWW.ROHSTOFF-SPIEGEL.DE

im Januar ist das Konzept allerdings noch nicht aufgegangen, das Zertifikat befindet sich mit gut 2,3% im roten Bereich.

Währungs-Hedgefonds

In zwei Varianten – nämlich mit (WKN: A0K RSR) und ohne Hebel (WKN: A0K RSQ) – können Anleger Zertifikate der DWS GO auf einen Währungs-Hedgefonds der DWS erwerben, der Long- und Short-Positionen in 30 Währungen eingeht. Die Tracker-Variante bildet den zu Grunde liegenden Hedgefonds 1:1 ab. Die Managementgebühr liegt bei üppigen 1,5% p. a. Darüber hinaus kann zusätzlich eine unserer Ansicht nach überhöhte Erfolgsgebühr in Höhe von 20% anfallen. In der gehebelten Variante werden darüber hinaus Finanzierungskosten fällig. Während die Partizipationsvariante mit 0,71% im Plus liegt, verzeichnet das gehebelte Produkt noch einen Verlust gegenüber dem Emissionskurs. Die bei Emission des Tracker-Zertifikats im Oktober 2006 avisierte Wertentwicklung von 8,5% p. a. dürfte sich allerdings als unrealistisch erweisen.

Zertifikate auf Emerging Markets-Devisen

Ein mögliches Aufwertungspotenzial der asiatischen Währungen kann der Anleger mit dem Asian Currencies Basket der ABN Amro (WKN: ABN 1MP) für sich nutzen. Das Papier beinhaltet fünf asiatische Währungen, nämlich den chinesischen Renminbi, den koreanischen Won, den Singapur-Dollar, den thailändischen Baht und den Taiwan-Dollar. Das im April 2004 emittierte Papier notiert aktuell (18.07.) mit 9,86 EUR nahe am Emissionskurs von 10 EUR. Auf einen osteuropäischen Währungsbasket setzen Anleger mit einem neuen Garantie-Zertifikat von Goldman Sachs (WKN: GS0 QFX). Das Zertifikat bietet die Möglichkeit an einer Wertsteigerung von Währungen wachstumsstarker osteuropäischer Länder gegenüber dem Euro zu profitieren. Neben dem russischen Rubel bilden die türkische Lira, die slowakische Krone, der rumänische Leu und die ukrainische Hrywnja die Basiswerte. Laufzeitende ist der 13.07.2010. Die Auszahlung des Nominalwertes zur Fälligkeit ist in jedem Fall garantiert. Der Anleger partizipiert nicht an höheren Zinsen, sondern nur an der Wertentwicklung dieser Währungen mit einem Faktor von ca. 7. Die genaue Festlegung erfolgt erst nach Redaktionsschluss. Dem Top Zins Währungspicker-Zertifikat (WKN: LBB 1WS; Fälligkeit: 18.08.2016) der Landesbank Berlin liegt ein Trendfolgemodell zu Grunde. Einmal jährlich wird ein Korb von Währungen ausgesucht, in die investiert werden kann. Auswahlkriterien sind die Höhe des Zinses und die freie Handelbarkeit der Devisen. Aus diesen acht möglichen Währungen werden monatlich die vier attraktivsten gefiltert. Investiert wird dann in 1-Monats-Festgelder dieser Währungen. Aktuell sind der ungarische Forint, der rumänische Leu sowie australischer und neuseeländischer Dollar die Favoriten. Die



Über Zertifikate können Anleger an „globalen Devisenspielen“ teilhaben

Verwaltungsgebühr beträgt 0,7% p. a. Leider ist zusätzlich eine Performancegebühr fällig. Erfreulich hingegen ist die bisherige Wertentwicklung. Seit Emission des Zertifikates im August 2006 schlägt eine Wertsteigerung von über 10% zu Buche.

Währungen im Korridor und im Quadrat

Nicht nur auf exotische Währungen können Anleger im spekulativen Segment der Optionsscheine und Knock-out-Produkte setzen. Auch exotische Optionsscheinkonstruktionen bieten die Emittenten an. Wer darauf setzt, dass die EUR/GBP-Parität während der Laufzeit bis zum 24.09. die Barrieren von 0,65 und 0,70 des Euro in britischen Pfund nicht berührt, erhält bei Fälligkeit des Double-Lock-out-Scheins der UBS (WKN: UB5 890) eine Auszahlung von 10 EUR. Bei Berühren der Barrieren verfällt das Papier sofort wertlos. Andere Auszahlungsprofile lassen sich mit Power-Optionsscheinen abbilden. Der Power-Call-Optionsschein auf den EUR/JPY-Wechselkurs (WKN: TB0 QJ3) von Trinkaus & Burkhardt beispielsweise ist mit einem Basispreis von 166 JPY und einem Cap bei 170 JPY ausgestattet. Fälligkeit ist am 17.03.2008. Wenn zu diesem Zeitpunkt für einen Euro 170 JPY oder mehr gezahlt werden, erfolgt die maximale Auszahlung von 1.600 JPY. Berechnet wird dieser Auszahlungsbetrag zunächst aus der Differenz zwischen Cap und Basispreis. Das Ergebnis wird mit dem Bezugsverhältnis – in diesem Fall 10 – multipliziert und dann quadriert. Der Power-Optionsschein kann während der Laufzeit nicht ausgeknockt werden. Wie klassische Optionsscheine verfällt er aber zum Laufzeitende wertlos, wenn die EUR/JPY-Parität zu diesem Zeitpunkt unter 166 JPY notiert.

Christian Bayer



Alles unter einem Dach

Dachfonds: was steckt hinter den Allzweckwaffen?

Mit Aktienfonds war in den vergangenen Jahren wirklich kein Staat zu machen. Mancher Vertriebler blickte fast schon ein wenig irritiert zu den Kollegen, die Dachfonds an den Mann bringen durften. Alles unter einem Dach bei geringerem Risiko und überschaubaren Kosten – das zieht. Zu Recht?

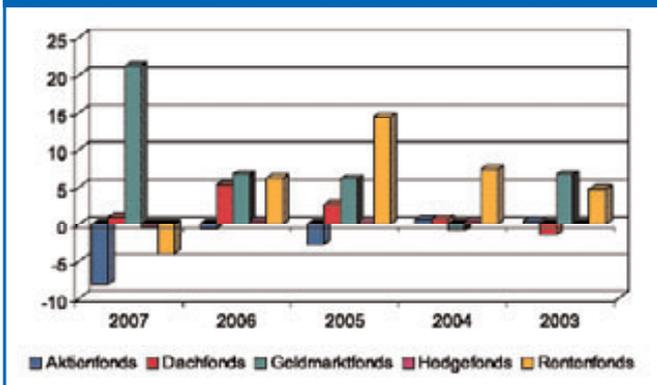
Zurück zu den Wurzeln

Dachfonds hing lange Zeit ein zweifelhafter Ruf an. Im Jahr 1962 legte die Investmentgesellschaft IOS den ersten Dachfonds auf, investierte dessen Vermögen aber nicht nur in Fonds, sondern eben auch in hochriskante Termingeschäfte oder die Erschließung von Rohstoffvorkommen. Bernard Cornfeld zweckentfremdete also die Anlegergelder und sattelte dafür auch noch enorme Gebühren obenauf. Durchschnittliche Leistung für viel Geld, das war das Image von Dachfonds. Auch in Deutschland, weshalb Dachfonds bis 1998 verboten blieben. Dann aber starteten sie ein fulminantes Comeback. Der Gedanke, das Geld der Anleger wird in einem Dachfonds durch die Investition in Subfonds breit diversifiziert, war inmitten der Aktieneuphorie plötzlich wieder en vogue. Gut, im Zuge des Platzens der Technologieblase war der Weg ein ziemlich holpriger, aber die Baisse zwang die Dachfondsgesellschaften, ihre Ansätze grundsätzlich zu überprüfen und „wetterfest“ zu machen. Dies kann man durchaus als die Geburtsstunde der Dachfondsboutiquen sehen. Ihr größter Kontrahent, die Vermögensverwaltung mit Fonds, hatte ab da einen schweren Stand. Mit Argumenten wie niedrigeren Kosten und größerer Individualität waren immer weniger Kunden zu locken, da zudem die Ergebnisse nicht selten wenig schmeichelhaft waren. Die professionelle Fondsselektion in den Dachfondsboutiquen ist von nur wenigen Bankberatern in dieser Qualität zu leisten.

Lockruf der Streuung

Exakt damit haben die Dachfondsgesellschaften ein handfestes Argument für ihre Produkte auf der Hand. Ebenfalls sollen Kunden mit einer breiteren Streuung, die das Risiko vermindert, gelockt werden. Doch so schön dieser investmenttheoretische Gedanke ist: Solange Dachfonds ähnlich oder sogar besser performen als

ABB. 1: NETTOMITTELAUFKOMMEN DT. FONDS IN MRD. EUR



Quelle: BVI

Aktienfonds, steht zu vermuten, dass sie auch in schwächeren Zeiten ähnlich stark oder stärker verlieren. Allerdings erwarten Anleger exakt das Gegenteil. Hier könnte das Marketing gefordert sein, sobald ein kleiner Sturm über die Börsen zieht und die Renditen plötzlich nicht nur zurückgehen, sondern die Anteilspreise von Dachfonds ähnlich stark schwanken wie beispielsweise jene von Aktien oder zuletzt Rentenfonds. Aber welche Art von Dachfonds gibt es eigentlich? Natürlich sind an erster Stelle Dachfonds für Aktien- und Rentenfonds zu nennen. Das hier für den Anleger investierbare Universum ist sehr groß, die Möglichkeiten, die für den jeweiligen Selektionsprozess richtigen Fonds zu finden, nahezu unbegrenzt. Bei Dachfonds für Hedgefonds, Immobilienfonds oder Private Equity wird es schon schwieriger.

Überschaubare Auswahl

Die Grundgesamtheit etwa an Immobilien-Dachfonds ist recht gering. Beispielsweise gibt es den DJE Real Estate P. Ein „reiner“ ist er zwar nicht, können doch Aktien und Zertifikate beigemischt werden. Aber die Allokation kommt dem schon nahe, was man von einem Dachfonds im Immobiliensegment erwartet. Derzeit sind gut drei Viertel in Immobilienfonds investiert, am prominenten

Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:



www.dje.de



www.loys.de



www.marketcontrol.de



www.fivv.de



www.madauscp.de



www.universal-investment.de

Mit freundlicher Unterstützung von:



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

testen sind der SEB ImmoInvest sowie der AXA ImmoSelect mit knapp 13 respektive 11% gewichtet. Der Fonds konnte zuletzt seine interne Benchmark, den GPF Deutsche Offene Immobilienfonds, nicht mehr schlagen. Aber solche Auszeiten hat sich der Fonds auch in der Vergangenheit genommen. Darüber hinaus gäbe es zahlreiche geschlossene Dachfonds-Konzepte im Immobilienbereich, sie sollen jedoch an anderer Stelle besprochen werden. Insgesamt hat Deutschland in diesem Segment Nachholbedarf. In Großbritannien zum Beispiel sind Immobilien-Dachfonds seit gut sieben Jahren am Markt präsent.

Kein leichtes Feld

Mit einem Dach-Hedgefonds haben Anleger ebenfalls kein ganz einfaches Spiel. Schon die Erklärung, was ein Single-Hedgefonds genau macht, dürfte vielen Privaten Grenzen ihres Börsen-Wissensfundus aufzeigen. Viele Hedgefonds unter einem Dach – nicht nur Bankberater stürzen da schnell in ein Dilemma. Dabei haben Hedgefonds in Folge der geringeren Korrelation mit anderen Anlageklassen wie Aktien oder Rohstoffe (s. auch Fonds: Kolumne auf S. 47) eigentlich genug Argumente auf ihrer Seite. Bedenkt man allerdings, wie merkwürdig gleichförmig alle Anlageklassen zuletzt

„Eine Wand von Kosten“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Hans Albrecht, Managing Director bei Nordwind Capital, über die Gebühren-Gerüste von Private Equity-Dachfonds und den Zugang zu geeigneten Zielfonds.

Smart Investor: Herr Dr. Albrecht, wie beurteilen Sie die Kosten-„Gerüste“ von Private Equity-Dachfonds?

Albrecht: Wenn man alle Gebühren zusammen zählt die anfallen, bis Erträge aus einer PE-Transaktion beim Anleger ankommen, ergibt dies eine Wand von Gebühren, die gewaltig hoch ist. Wir reden hier nicht nur von Erfolgsbeteiligungen, Verwaltungs- und Vermittlungsgebühren, sondern auch von offenen und versteckten Vertriebsprovisionen und jeder Menge Transaktionskosten. Ob die Erwartungen der Investoren tatsächlich gehalten, also trotz dieser Kosten mit Private Equity noch die erhofften Renditen verdient werden können, ist damit insbesondere im heutigen Umfeld fraglich.

Smart Investor: Anleger sollten diese Produkte also derzeit eher meiden?

Albrecht: Geworben wird immer mit phantastischen Erträgen aus der Vergangenheit des sogenannten „besten Viertels“ der PE-Funds. In Wahrheit waren aber schon in der Vergangenheit die meisten Private Equity-Funds nicht profitabler als Marktindizes. Der Durchschnitt schaffte es also nicht, besser als der Markt abzuschneiden. Schlagen Sie dann die ganzen Gebühren auf, liegen Sie insbesondere bei den heute sehr gestiegenen Preisen für Unternehmenskäufe schnell weit hinten. David Swensen, Chef der Vermögensverwaltung der Yale University, hat dies in seinem Buch „Unconventional success“ (in Deutsch: Erfolgreich Investieren) eindrücklich dargelegt. Demnach sollten Sie als Privatanleger besser Exchange Traded Funds (ETFs) kaufen.

Smart Investor: Für wen sind Private Equity-Dachfonds eigentlich gemacht?

Albrecht: PE-Dachfonds sind ursprünglich entstanden, um es kleineren Versicherungen und anderen institutionellen Investoren, die keine eigenen PE-Abteilungen aufbauen wollten, zu ermöglichen, in PE zu investieren. Erst in zweiter Linie wurden PE-Dachfonds dann für den Retail-Markt konzipiert, mit allerdings teilweise noch höheren Gebühren und natürlich oft weit

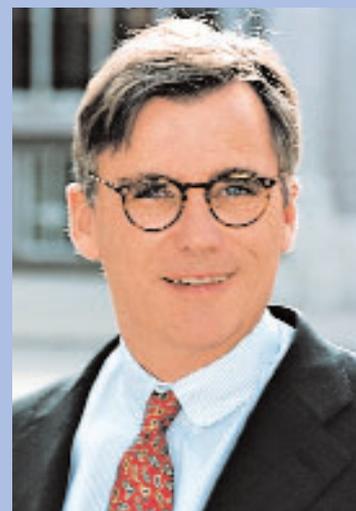
weniger Erfahrung als bei den etablierten institutionellen Dachfonds.

Smart Investor: Haben deutsche Hedge- und PE-Dachfonds Zugang zu den besten Zielfonds?

Albrecht: Dort, wo keine angestammte Beziehung zu den Zielfonds besteht, etwa weil ein Dachfonds erst relativ spät aufgelegt wurde, ist der Zugang sicherlich erschwert. Aber wenn Sie sich anschauen, wie die Volumina im PE-Segment steigen, dann scheinen sich auch die größten Fonds neuen Anlagegeldern nicht zu verschließen. Für mich ist es daher eher eine Frage der Erfahrung des PE-Dachfondsmanagers, also wie viele Firmen, Regionen und Zyklen er beurteilt hat. Wenn Sie aber die Dilligence eines neuen Dachfonds mit der einer Yale University vergleichen, dann ist wohl selbst der Vergleich zwischen Mofa und Formel-1-Rennwagen nicht deutlich genug.

Smart Investor: Herzlichen Dank für die klaren Worte.

Interview: Tobias Karow



Bevor Dr. Hans Albrecht Nordwind Capital gründete, war er Geschäftsführer und Mitgründer von Carlyle Europe Partners. Davor war Dr. Albrecht geschäftsführender Gesellschafter der IMM Industrie Management München, einer der damals führenden deutschen Private Equity Gruppen, vor seiner Tätigkeit bei der IMM war er Manager bei der Boston Consulting Gruppe in München.

nach oben gelaufen sind, können Zweifel bezüglich der viel gepriesenen Vollkommenheit von Hedgefonds aufkommen. In stürmischeren Börsenphasen mag dies anders aussehen. Unbehagen lösen zudem auch bei Dach-Hedgefonds Hinweise auf einen möglichen Totalverlust in den Prospekten aus. Ein Kritikpunkt ist immer die Kostenintransparenz bei Dach-Hedgefonds. Hier wurde mit dem Ausweis der Gesamtkostenbelastung Abhilfe geschaffen, allein dies bringt noch kein Versprechen mehr Performance. Was die Qualität der Ziel-Hedgefonds angeht, so sind die deutschen Dachfondsanbieter hier an ein strenges Regularium gebunden. Etwas Ähnliches gibt es nirgendwo auf der Welt, dem „Amt für Hedgefondsfragen“ sei dank. Aber im Ernst: Ein deutscher Dach-Hedgefonds kann nur Hedgefonds kaufen, die nicht in andere Hedgefonds investieren, die laut Prospekt die Möglichkeit zu Leerverkäufen haben und deren Fondsmanager bestätigen, höchstens 30% des Fondsvolumens in Private Equity zu investieren. Angelsachsen reagieren da nicht selten irritiert.



Dach-Hedgefonds, deren Zielfonds gerne auch als Heuschrecken verunglimpft werden, sind bislang nicht der große Renner; Foto: bilderbox.de

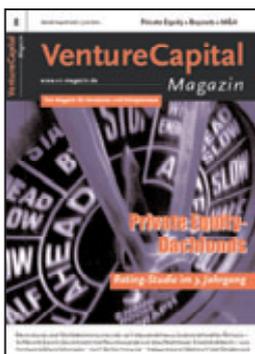
doch, müssten Anleger sicherlich Verluste ihrer Einlage in Kauf nehmen. Um differenziert Chancen, Risiken (immerhin ist das Ausfallrisiko bei den Zielfonds überdurchschnittlich hoch), Qualität des Managements und Kosten gegenüber zu stellen, hat das VentureCapital Magazin, eine Schwesterpublikation von Smart Investor, mittlerweile in der dritten Auflage eine Studie zum Thema Private Equity-Dachfonds lanciert. Mehr Informationen hierzu erhalten Sie unter www.vc-magazin.de.

Mit Vorsicht zu genießen

Private Equity und Hedgefonds werden zunehmend in Dachfonds-Konstruktionen gepackt, Öko-Investments dürfen da nicht fehlen. Aber meist, wenn eine Mode selbst den hintersten Winkel der Produktküchen erreicht hat, sollten Anleger schon genau hinschauen, was da alles unter ein Dach gepackt wird. Vor drei Jahren wurde der erste „grüne“ Dachfonds aufgelegt, heute profitieren diese von den immer zahlreicher aufgelegten Zielfonds, die sich Nachhaltigkeit als oberste Investmentprämisse auf die Fahnen geschrieben haben. Öko-Dachfonds können mittlerweile zwischen 130 Fonds wählen. Ein Platzhirsch ist der BHF Sustainable-Select FT. Ein Anreiz, ordentliche Renditen zu erwirtschaften, ist das Gebührenmodell: Erst ab einem Gewinn von 5% im Jahr wird eine Verwaltungspauschale erhoben. Mit dem Warburg Zukunft Strategiefonds ist ein Dachfonds auf dem Markt, der derzeit praktisch vollständig in Aktien investiert ist, theoretisch aber auch 49% Rentenfonds berücksichtigen könnte. Ebbs die grüne Welle mal ab, könnte das vielleicht zu wenig sein.

Private Equity in Hochform

Apropos Private Equity. In diesem Bereich werden im Moment immer größere Räder gedreht, und mit Hilfe von PE-Dachfonds steht Privatanlegern das ansonsten verschlossene Segment von nicht-börsennotierten Unternehmensbeteiligungen offen. Allerdings sind das K.O.-Kriterium dieser Dachfonds die Kostenstrukturen (s. auch Interview mit Dr. Hans Albrecht auf S. 42). Immerhin müssen den Chancen auf eine Vervielfachung des eingesetzten Kapitals Kosten für Konzeption, Vertrieb usw. entgegen-



Special „Private-Equity Dachfonds“ des VentureCapital Magazins 8/2007

gestellt werden. Je höher die Preise steigen, desto schwieriger wird es für die Dachfonds, die avisierten Renditen zu erwirtschaften. Zudem fehlt ein geregelter Zweitmarkt, auf dem Anteile vor Ablauf der Laufzeit zurückgegeben werden könnten. Geschäfte dies

Indexfonds als Basis

Die neueste Kreation sind nun Dachfonds auf Indexfonds. Hier könnte es weit mehr als eine Modewelle sein, denn Indexfonds sind aufgrund ihrer unbestreitbaren Vorteile auf dem Vormarsch. Passive Indexinvestments ohne übermäßige Kostenbelastungen schlagen viele aktiv gemanagte Produkte, die einen Index zum Gegner haben. Hierüber gibt es zahlreiche empirische Untersuchungen. Der ETF-Dachfonds der Société Générale-Tochter Veritas SG hat einen vermögensverwaltenden Ansatz (s. auch Interview mit Manager Markus Kaiser auf S. 74) und gibt dem Anleger durch den Erwerb ohne Ausgabeaufschlag die Möglichkeit, das



Dachfondskonzepte stehen auf den unterschiedlichsten Säulen
Foto: fotolia.de

Produkt auszuprobieren und die Funktionsweise zu testen. Da zudem Abschlussprovisionen außen vor bleiben, ist der ETF-Dachfonds für Berater interessant, die mit ihren Kunden via Honorarvereinbarung zusammenarbeiten. Setzen sich also Indexfonds endgültig als Basisinvestment durch, dürften auch ETF-Dachfonds auf die Siegerstraße wechseln. Schwachpunkt ist aber die Allokation, denn bisher werden nur Renten und Aktien gemischt. Dies ist zwar flexibel, aber es gibt eben auch andere Anlageklassen wie Rohstoffe oder Immobilien, die noch nicht berücksichtigt sind. Erst dann wäre das ETF-Konzept in seiner aktiven Ausrichtung ganzheitlich.

Köpfe gesucht

Trotz aller Produktvielfalt sind Dachfonds jedoch nicht viel mehr wert als ihre Manager. Ohne eine strukturierte Auswahl ist alles nichts. Der bereits erwähnte Markus Kaiser setzt auf sein quantitatives Modell und versucht, Märkten Trends zuzuordnen und diese dann gegebenenfalls zu spielen. Ähnlich geht die österreichische Dachfonds-Boutique C-Quadrat vor. Der Arts best Momentum-Dachfonds ist praktisch ein Mischfonds, der auf Basis des quantitativen Handelssystems solche Fonds übergewichtet, die ein kurz- und mittelfristig positives Trendverhalten zeigen. Interessant ist dieser sehr aktive Stil deshalb, weil er sich nicht an einem Vergleichsmaßstab orientiert. Bernd Greisinger von Arcturus investiert auch mit dem Trend, für ihn ist jedoch das richtige Markttiming von entscheidender Bedeutung für den Anlageerfolg. Greisinger wechselt demzufolge auch immer dann rasch in die Defensive, wenn die Kurse fallen. Von „Buy-and-Hold“-Strategien hält er auch in Dachfonds wenig. Eckhart Sauren dagegen, wahrscheinlich der deutsche Dachfonds-Pionier schlechthin, setzt eindeutig auf den Manager. Ein eigens entwickeltes Rating identifiziert die besten Manager, und in diese investieren dann Saurens Dachfonds. Mittlerweile gehört Sauren mit verwalteten Volumina in Höhe von weit über 1 Mrd. EUR zur Gruppe der etablierten Investment-Boutiquen.



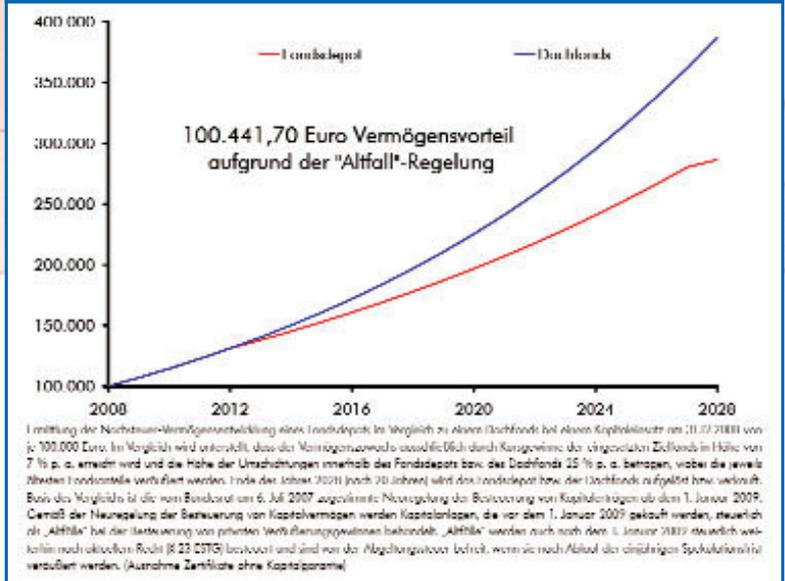
Die einen suchen Köpfe, die anderen nach Trends an den Märkten



Nicht wirklich aktiv

Anders als diese aktiven, echten Dachfondsansätze gibt es aber zahlreiche „unechte“ Dachfonds. Zum Beispiel in vielen großen Häusern, oder aber der renommierten französischen Boutique Carmingac. Deren Dachfonds Reactif 100 ist von der Wertentwicklung her über drei und fünf Jahre vorne mit dabei und über alle Zweifel erhaben, investiert die eingesammelten Gelder aber zu 90% in hauseigene Fonds. Vielleicht trauen sich die Franzosen die

Abb. 2: Konsequenzen der Abgeltungssteuer



Quelle: Sauren Fonds-Service AG

Auswahl aushäusiger Produkte nicht zu, vielleicht sind Dachfonds aber in diesem Kontext ein Artenschutzprogramm für von Anlegern verschmähte Fonds. Solange die Performance stimmt, dürfte eine solche Kritik nahezu ungehört verhallen.

Der Fonds und die Steuer

Mit Einführung der Abgeltungssteuer schließlich entledigt sich die Dachfondsbranche vermutlich, wohlgermerkt nicht bewusst, eines bislang noch stattlichen Kontrahenten. Die Vermögensverwaltung mit Fonds dürfte aufgrund der anfallenden Besteuerung in Höhe von gut 26% (Abgeltungssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) des Gewinns vom Anleger nicht mehr gewünscht werden. Stattdessen dürften Dachfonds, deren Umschichtungen von der Abgeltungssteuer ausgenommen sind, überproportional profitieren. Die Branche rechnet bereits mit Wachstumsschüben Ende dieses und im Laufe des gesamten Jahres 2008. In Dachfonds finden schlicht keine steuerschädlichen Handlungen statt, die dadurch gewonnene Flexibilität in Kombination mit einer wachsenden Produktvielfalt verleiht Rückenwind. Ebenfalls auf der Agenda stehen Neuprodukte, etwa im Bereich von ETF-Dachfonds, die aber kostenseitig so fair wie das Produkt von Veritas gepreist sein müssen. Sonst gäbe es keinen Grund für den Anleger, nicht doch direkt den ein oder anderen ETF zu erwerben, zumal nicht jeder den überaus aktiven Stil gutheißen kann oder will.

Fazit

Dachfonds grundsätzlich zu verschmähen, wäre der falsche Weg. Andersherum seine gesamte Altersvorsorge auf Dachfonds aufzubauen, kann ein teurer Spaß sein. Die Wahrheit liegt wie so oft in der Mitte, für den Anleger also in der richtigen Mischung der Instrumente. Grundsätzlich dürften Investoren bei Boutiquen mit flexiblen, innovativen und unabhängigen Ansätzen besser aufgehoben sein. Wie viele Dachfonds die vollmundigen Versprechen der Marketing-Abteilungen erfüllen können, dürfte jedoch erst eine schwierigere Börsenphase zeigen. So leicht wie in den vergangenen drei Jahren werden es Dachfonds dann auch nicht mehr haben.

Tobias Karow

SQUAD Capital – SQUAD Growth

Gastbeitrag von Daniel Flück, Vorstand Arcturus AG

Das Platzen der New Economy-Blase führte bei vielen Anlegern zu einer völligen Abkehr von deutschen Nebenwerten. Sieben Jahre später haben einige Unternehmen aus der zweiten und dritten Reihe einen erfolgreichen Restrukturierungsprozess durchlaufen und befinden sich wieder auf einem profitablen Wachstumspfad. Gute Makrofaktoren, ein verbessertes politisches Umfeld und das steigende Interesse ausländischer Investoren sind weitere positive Rahmenbedingungen.

Gut ein Jahr am Markt

Der flexible Aktienfonds SQUAD Growth wurde am 17.02.2006 in Kooperation mit der Axxion S.A. auf Anregung der Discover Capital GmbH aufgelegt. In ihrer Funktion als Mitglied des Anlageausschusses geben Stephan Hornung und Christian Struck Anlageempfehlungen für die Zusammensetzung des Fondsportfolios. Stephan Hornung wurde im Jahr 2006 von der Sauren Funds Research mit zwei Goldmedaillen für den SQUAD Growth-Fonds ausgezeichnet.

Investmentphilosophie

Der Fonds investiert überwiegend in Nebenwerte aus dem deutschsprachigen Raum, deren Marktkapitalisierung in der Regel unter 100 Mio. EUR liegt. In diesem Marktsegment ist es nach Meinung des Beraterteams am besten möglich, von vorherrschenden Marktineffizienzen zu profitieren. Das Ziel des Fonds ist es, unterbewertete und unentdeckte Unternehmen frühzeitig zu identifizieren und von deren hohem Renditepotenzial zu profitieren. Hierzu wird ein klarer Stockpicking-Ansatz verfolgt, ohne sich an einer Benchmark zu orientieren. Der Fonds wird aktiv gemanagt.

Anlageprozess

Auf Grundlage von qualitativen und quantitativen Faktoren erfolgt die Selektion der Einzeltitel. Auf Basis des angestrebten Kurs/Gewinn- bzw. Kurs/Buchwert-Verhältnisses errechnet das Fondsmangement für die Einzeltitel einen fairen Wert. Zusätzlich werden qualitative Faktoren wie die Aktionärsstruktur, Katalysatoren, Managementqualität, Wachstumschancen und Wettbewerbsvorteile untersucht und bewertet. Im Wesentlichen verfolgt der Fonds folgende vier Investmentstrategien:

- ◆ 1. Wachstum (Unternehmen mit überdurchschnittlichen Wachstumsaussichten)
- ◆ 2. Distressed Securities & Turnarounds (angeschlagene Unternehmen mit lösbaren Krisengründen)
- ◆ 3. Trendinvestments (Momentum getriebene Themeninvestments)

- ◆ 4. Pre-IPOs und Neuemissionen

Risikomanagement

Das wesentliche Risiko bei der Investition in derart niedrig kapitalisierten Unternehmen besteht in der fehlenden Liquidität. Daher ist ein diszipliniertes Vorgehen bei der Portfoliokonstruktion erforderlich. Die Gewichtung der Einzeltitel ist in der Regel nicht größer als 5%. Derzeit befinden sich ca. 50 Titel im Portfolio. Oft werden die Positionen bei niedrigen Umsätzen über mehrere Tage aufgebaut. In diesem Marktsegment erfolgt bei entsprechenden Meldungen zu den Unternehmen oft ein sprunghafter Anstieg der Umsätze. In diesen Situationen befindet sich der SQUAD Growth-Fonds häufig bereits auf der Verkäuferseite. Diese Vorgehensweise gewährleistet eine relativ zeitnahe Liquidationsmöglichkeit einzelner Titel. Es ist beabsichtigt, den Fonds bei einem Fondsvolumen von 40-50 Mio. EUR zu schließen, um die Umsetzung der Investmentstrategie langfristig zu gewährleisten.

Fazit

Die Investition in Small und Micro Caps erfordert ein spezielles Know-how des Fondsmagements. Der Track Record ist recht kurz, doch das Beraterteam hat bereits mit seinem Vorprodukt (SQUAD Value) überzeugen können.

Der Liquiditätsproblematik wird durch die konsequente Begrenzung des Fondsvolumens entgegengewirkt. Der Fonds eignet sich für Anleger, die am enormen Kurspotenzial von Klein- und Kleinstwerten partizipieren möchten. Durch die hohe Volatilität des Marktsegments sollte der Fonds jedoch nur als Beimischung in einem breit diversifizierten Portfolio genutzt werden.



Daniel Flück, Dipl. Betriebswirt (FH), ist Vorstandsmitglied der Arcturus AG und leitender Analyst des BG Umbrella Fund. Neben der technischen und fundamentalen Analyse von Finanzmärkten beschäftigt er sich mit der Selektion geeigneter Investmentfonds. Zusätzlich verfügt er über profunde praktische und theoretische Kenntnisse im Management von Dachfondskonzepten.

STAMMDATEN SQUAD GROWTH

Volumen:	28,5 Mio. EUR
WKN:	A0H1HX
Perf. 1 Jahr:	34,9%
Aa:	5% p. a.
Performance-Gebühr:	10%
Kosten (jährlich):	2,11%

Deutschland, die verspätete Hedgefonds-Nation

Gastbeitrag von Dr. Christoph Bruns,
LOYS GmbH, Oldenburg, Frankfurt, Chicago

Eine Rätselfrage könnte folgendermaßen lauten: Was ist in aller Munde und in keinem Depot? Die richtige Antwort lautet: Hedgefonds. Zuletzt war die Rede von zwei amerikanischen Hedgefonds, die sich mit Hypothekenanleihen verspekuliert hatten. Für die Medien ist dies ein gefundenes Fressen, können sie doch über ein bereits dämonisiertes Thema berichten. Der aufmerksame Beobachter der Szene fühlt sich dabei daran erinnert, wie ausgiebig die Medien über Flugzeugabstürze berichten, nicht aber über erfolgreiche Flüge. Verdammt wird die Fliegerei dabei nicht. Beim Thema Hedgefonds jedoch drängt sich der Eindruck auf, einzelne Spekulationsexzesse werden zu einer Verunglimpfung der gesamten Branche genutzt.

Kulturprobleme

Wer an einer sachlichen Diskussion um Hedgefonds interessiert ist, wird sich zunächst mit den Fakten beschäftigen. Immerhin muss es einige gute Gründe geben, warum inzwischen ca. 1.500 Mrd. EUR weltweit in Hedgefonds angelegt wurden. Wahrscheinlich ist es ganz ähnlich wie beim Fliegen. Dort gibt es Risiken, aber sie lassen sich durch professionelle Handhabung beherrschen. Warum aber tun sich Hedgefonds gerade in Deutschland bislang so schwer? Die Beobachtung, Deutschland besäße keine Aktien- und Kapitalmarktkultur, ist zunächst nicht leicht von der Hand zu weisen. Wer die enorme Fehlallokation deutschen Sparvermögens in den vergangenen sechs Jahrzehnten gewärtigt, vermag die Unterschiede zu anderen Ländern deutlich zu sehen.

Sicher ist sicher

Vielmehr weisen sich deutsche Anleger überwiegend durch Sicherheitsfanatismus (Beispiel Kapitallebensversicherung) und Steuerbesessenheit aus. Zudem ist der deutsche Aktienmarkt im Vergleich zur Größe der deutschen Volkswirtschaft kümmerlich ausgeprägt. Immerhin gerät man ins Schmunzeln, wenn man dieser Tage die gewerkschaftliche Forderung vernimmt, deren Mitgliedern Anteil an den zuletzt üppigen Gewinnsteigerungen der hiesigen Unternehmen zu verschaffen. Den Gewerkschaften scheint aufgefallen zu sein, wie lukrativ unternehmerische Betätigung langfristig sein kann. Nur muss es klar ausgesprochen werden: Um Anteil an unternehmerischem Erfolg zu haben, muss man sich am Kapital von Unternehmen beteiligen. Und das Instrument dazu heißt Aktie!

Ein Land hat Verspätung

Auch bei Hedgefonds war Deutschland lange Zeit hinten nach. Erst 2005 wurde nach vielen verschlafenen Jahren bei Hedgefonds durch das Investmentmodernisierungsgesetz Anschluss auf dem juristi-

schen Parkett gefunden. Man mag sich daran erinnern, wie hierzulande mit der Gründung der Deutschen Terminbörse und des damit einhergehenden Starts des Handels mit Optionen und Futures der Siegeszug der Finanzderivate lange verpasst wurde. Insbesondere wurden auch damals die Bürger für unmündig gehalten. „Termingeschäftsfähigkeit“ hieß die Abschreckformel. Es mag daher Anlass zur Hoffnung für die Hedgefonds-Branche sein, dass Deutschland diesen zeitlichen Rückstand nicht nur aufholen konnte, sondern mit der Eurex zwischenzeitlich auch die größte Derivatebörse der Welt betrieben hat. Derivate haben offensichtlich ihren Nutzen für die Anleger, bei Hedgefonds ist es nicht anders. Allein, in Deutschland hat der Gedanke noch nicht Fuß gefasst, weshalb man von Deutschland als verspäteter Hedgefondsnation sprechen könnte.

Große Flexibilität

Dabei liegt der größte Vorteil des Hedgefonds in seiner inhaltlichen Flexibilität. Frei von gesetzlichen Auflagen kann er so investieren, wie es dem Fondsmanagement ökonomisch geboten erscheint. Unnötig zu erwähnen, dass diese hohe Flexibilität ihn gerade vor der sich ändernden steuerlichen Situation bei der Realisierung von Kursgewinnen zukünftig noch attraktiver macht. Ein weiteres Argument zugunsten des Instruments Hedgefonds ist die dort regelmäßig vereinbarte Vergütungs- und Eigentümerstruktur. In aller Regel sind die Hedgefonds-Manager Mitinhaber der jeweiligen Hedgefonds-Gesellschaft und außerdem Mitinvestoren in ihrem Hedgefonds. Die in der Fondsbranche nicht unübliche Interessensungleichheit zwischen Kunden und Fondsmanager entfällt bei Hedgefonds weitgehend. Verstärkt wird dieser Effekt durch die überwiegend erfolgsorientierte Vergütung. Und schließlich weisen Hedgefonds im Allgemeinen geringere Risiken als vergleichbare Fonds auf, da sie geringere Korrelationen zur allgemeinen Marktentwicklung des jeweiligen Kapitalmarktsegmentes aufweisen.



Dr. Christoph Bruns studierte Betriebswirtschaftslehre und promovierte an der Universität Münster über das Thema „Bubbles und Excess Volatility auf dem deutschen Aktienmarkt“. Bruns arbeitete zunächst als Fondsmanager bei Union-Investment, bevor er 2002 in die USA übersiedelte. Seit 2004 ist er Geschäftsführer bei LOYS und managt u. a. den SEB LOYS Global Hedgefonds.

Dachfonds

Große Vielfalt

Nach den BVI-Statistiken gibt es gut 500 Dachfonds, die in Deutschland zum Vertrieb zugelassen sind. Eine ordentliche Grundgesamtheit, aus der es nun für den Anleger auszuwählen gilt. In der Tabelle finden Sie eine Auswahl von Ideen für die verschiedensten Anlageklassen, die keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt.

Genügend Zielfonds

Bei den Aktienfonds ist das Universum sicherlich am größten, daher könne sich die Dachfonds-Manager hier richtig austoben und ihre Ansätze vollends zur Entfaltung bringen. Wir hätten also gut und gerne 20 Produkte auflisten können. Bei Rentenfonds ist die Gruppe der Zielfonds auch ausreichend groß, angesichts der Renditen kommen Anleger aber hier und da ins Grübeln, ob nicht ein einfacher Geldmarktfonds, ohne Ausgabeaufschlag beim Discountbroker erworben, die bessere Alternative gewesen wäre.

Aus den Startlöchern

In den Öko-Dachfonds können die Fondsenker mittlerweile auf gut 100 nachhaltig investierende Fonds zurückgreifen. Ob

DACHFONDS				
FONDS	ISIN	RATING	PERF. 1 JAHR	PERF. 5 JAHRE
DACHFONDS AKTIEN				
SAUREN GLOBAL OPPORTUNITIES	LU0106280919	5	26,1%	18,6%
C-QUADRAT ARTS BEST MOMENTUM	AT0000825393	5	24,6%	16,4%
BG GLOBAL CHALLENGE	LU0161562482	1	7,6%	-
DACHFONDS RENTEN				
LBBW-BALANCED-CR 20	LU0097711666	5	8,5%	6,6%
BEST INVEST BOND SATELLITE	DE0005319909	5	6,7%	-
DACHFONDS GEMISCHT				
C-QUADRAT ARTS TR GLOBAL	DE000A0F5G98	5	23,2%	12,7%
W&W DACHFONDS DEFENSIV	DE0005326219	4	9,3%	6,1%
SAUREN GLOBAL DEFENSIV	LU0163675910	3	7,3%	-
HEDGE-DACHFONDS				
SAUREN GLOBAL HEDGEFONDS	LU0191372795	-	9,1%	-
GRÜNE DACHFONDS				
BHF SUSTAINABLESELECT FT	DE000A0D95R8	-	18,5%	-
WARBURG ZUKUNFT STRATEGIEFONDS	DE0006780265	-	23,9%	-
ETF-DACHFONDS				
VERITAS ETF-DACHFONDS	DE0005561674	-	4,6%*	-
IMMOBILIEN-DACHFONDS				
DJE REAL ESTATE	LU0188853955	4	6,8%	-

in das Morningstar-Rating fließen Kriterien ein wie die 3-Jahresperformance, das Risiko, die Kosten, der Portfolioinhalt, der europaweite Peer Group-Vergleich; ein Stern wird für die 10 % schlechtesten Fonds vergeben, fünf Sterne für die 10 % besten Fonds; Informationen unter www.morningstar.de; *seit Auflage; Quelle: Morningstar

sich grüne Dachfonds jedoch dauerhaft gegen „normale“ Aktienfonds werden behaupten können, bleibt abzuwarten. Deshalb haben wir bewusst nur zwei Anregungen genannt. Bei ETF-Dachfonds dürfte das interessante Veritas-Produkt nicht das letzte seiner Art sein. Im Immobiliensegment scheint die Branche ebenfalls einen gewissen Nachholbedarf zu haben, allerdings dürfte die REITs-Einführung diesbezüglich vorerst keine signifikante Erweiterung der Produktvielfalt bringen.

Tobias Karow

Anzeige

Die Geschichte des Wertpapiers

Bestellen Sie jetzt die packende DVD* zur Geschichte des Wertpapiers. Erleben Sie Finanz- und Wirtschaftshistorie in 13 spannenden Kapiteln.

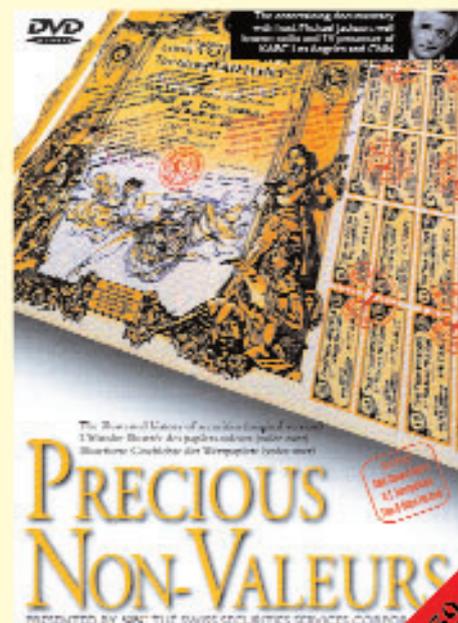
Bestellen Sie Ihre DVD für nur 39 Euro:

E-Mail: schmitt@hwph.de

Telefon: 08106 - 24 61 86

Fax: 08106 - 24 61 88

*Der Film ist in drei Sprachen auf der DVD enthalten: Englisch (Originalton), Deutsch und Französisch als Voice Cover



Angebot gültig, solange Vorrat reicht.

nur 39 Euro

DAS GROSSE BILD

Keine Entwarnung

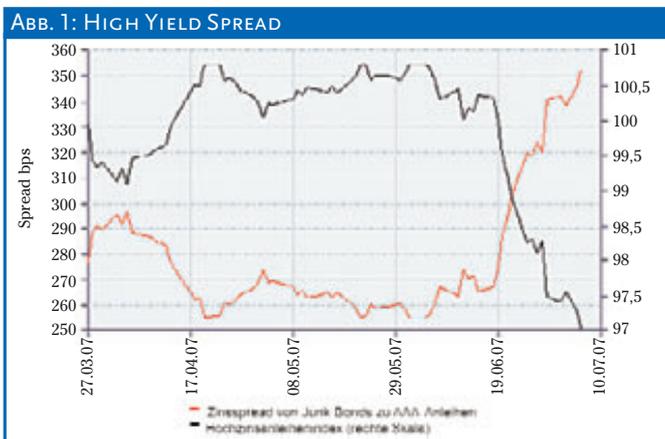
Vor vier Wochen wiesen wir an dieser Stelle auf die unserer Ansicht nach zunehmenden Gefahren an den Aktienmärkten hin. Heute können wir diesbezüglich leider keine Entwarnung geben, im Gegenteil: Die Lage hat sich verschlimmert.

Zwischen den Märkten

Die Titelgeschichte dieser Ausgabe beschäftigt sich mit der Intermarket-Analyse (das lateinische Wort „inter“ bedeutet „zwischen“), also dem Erforschen der Wechselbeziehungen zwischen den einzelnen Märkten bzw. Assetklassen. Damit hat unser Gastautor Rolf Wetzter natürlich kein grundlegend neues Wissen vermittelt, vielmehr ist das Inbeziehungsetzen verschiedener Märkte eine gängige Vorgehensweise bei der Analyse. Smart Investor berücksichtigt parallele oder entgegengesetzte Verläufe unterschiedlicher Märkte sogar sehr intensiv, insbesondere in dieser Rubrik. Aber auch das „mechanische Analysesystem“ unseres regelmäßigen Gastautors Uwe Lang basiert zum Großteil auf Intermarket-Betrachtungen. Daher soll und kann die diesmalige Titelgeschichte nur den theoretischen Hintergrund, die Vor- und Nachteile und die möglichen Fallstricke bei der Interpretation von Intermarket-Beziehungen darstellen. Die praktischen Ableitungen lesen Sie dann Monat für Monat in diesem Heft und vor allem in dieser Rubrik.

Gift für die Aktien

Eine der wichtigsten Beziehungen zwischen zwei Märkten überhaupt, nämlich diejenige zwischen den Aktien und den Anleihen, besprachen wir bereits ausführlich in der letzten Smart Investor Ausgabe (SI 7/2007, S. 48ff). Wir kamen vor vier Wochen zu dem Schluss, dass der starke Zinsanstieg während der letzten Wochen als ernst zu nehmendes Indiz dafür zu sehen ist, dass für die Aktienbörse die Luft dünner wird. Denn die jetzige Situation hat eine gewisse Ähnlichkeit mit derjenigen von Mitte 1987, als die Zinsen parallel zu den Aktien nach oben gingen. Die sich dabei aufbauende Spannung entlud sich dann im legen-



Der Zinsspread zwischen Junk-Bonds und Anleihen erster Güte stieg in den letzten Wochen dramatisch an, im Gegenzug ging der Junk-Bond-Index deutlich nach unten



dären 1987er Crash (siehe hierzu Abb. 4 auf S. 50 in SI 7/2007). Steigende Zinsen sind „Gift für die Aktien“, lautet ein sehr bekanntes Bonmot. Und demnach sollte alleine aus diesem Grund das derzeitige Aktienkursniveau mit Vorsicht betrachtet werden.

Vorbote für unruhige Zeiten

Ebenso wie die Zinsstruktur, also die Relation der Zinsen am langen gegenüber denen am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums, zuletzt vom flachen in den leicht ansteigenden Verlauf überging („Kamineffekt“, siehe hierzu ebenfalls die letzte SI-Ausgabe), so hat sich in den vergangenen Wochen eine deutlichere Differenzierung hinsichtlich der Bonität ergeben. Die Rendite von Junk Bonds (Anleihen, deren Emittenten Schuldner mit schlechter Bonität sind) ist in den vergangenen Wochen markant angesprungen, was eine deutliche Ausweitung des Zins-Abstands zu Anleihen guter Bonität zur Folge hatte (Abb. 1). Und dementsprechend ging auch der Index für Hochzinsanleihen seit Anfang Juni rasant nach unten. Es kommt also Bewegung in die Anleihenmärkte, und die lange anhaltende Undifferenziertheit zwischen langen und kurzen Laufzeiten und zwischen guten und schlechten Schuldnern scheint nun zu weichen. Die Anleger sehen wieder das Risiko, welches lange Laufzeiten und schlechte Schuldner bergen, und verlangen dementsprechend für ihr Engagement eine höhere Prämie. Dieser abrupte Wandel am Rentenmarkt könnte ein Vorbote unruhiger Zeiten am Aktienmarkt sein.

Öl und Dollar wirken ebenfalls belastend

Aber auch die anderen beiden Märkte Rohstoffe (Öl) und Währungen (USD/EUR) entwickelten sich in den letzten Wochen ungünstig für Aktien. Der Ölpreis stieg in den letzten Wochen deutlich an und befindet sich derzeit nur noch wenige



Punkte von seinem Allzeithoch entfernt. Da große Bereiche der Wirtschaft Öl-abhängig sind, ist hier mittelfristig eine negative Rückkopplung auf dem Aktienmarkt zu erwarten. Auch der Verfall des Dollars gegenüber dem Euro war in den letzten Wochen markant. Hier sind es vor allem die nichtamerikanischen Exporttitel wie z. B. die deutschen Autobauer, welche über die Maßen darunter leiden. Es lässt sich also zusammenfassen: Die drei wichtigen Märkte Anleihen, Rohstoffe und Währungen entwickeln sich derzeit ungünstig für die Aktien. Dass letztere dennoch ihre luftigen Positionen halten können, ließe sich aus dem (massen-)psychologischen Blickwinkel mit dem Begriff „Verdrängung“ erklären. Sobald diese Verdrängung jedoch „aufgelöst“ wird – und die jüngsten Entwicklungen an den Rentenmärkten deuten dies an –, könnte sich das gesamte Finanz-Gefüge weltweit relativ ruckartig verschieben. Im Übrigen deuten chart- wie auch sentimenttechnische Konstellationen darauf hin, dass sowohl die Zinsen als auch das Öl demnächst Wenden nach unten vollziehen könnten, zumindest temporär. Wir vermuten daher: Eine Korrektur bei den Aktien würde vermutlich simultan mit rückläufigen Zinsen, Öl (s. CoT, Seite 55) und Euro einhergehen.

Steht eine Bankenkrise bevor?

Als weiteres Indiz dafür, dass eine größere und vielleicht auch dramatische Entwicklung an den Börsen bevorsteht, sind die Chartbilder vieler Finanztitel zu sehen. Der Nasdaq Bank Index umfasst über 500 solcher Aktien und gibt damit wie kein anderes Barometer einen Einblick in diese Branche. Dessen Kursverlauf in Abb. 3 spricht Bände. Nach einer Doppeltop-Bildung Anfang dieses Jahres kam es zum Durchbruch einer wichtigen Unterstützung (rote waagerechte Linie) sowie des 200-Tage-Durchschnitts (blau) und zuletzt sogar noch zum Bruch des Aufwärtstrends seit 2004 (rote ansteigende Linie). Dieser Index kippt, charttechnisch gesprochen, regelrecht vorne über – verheerender kann ein Kursverlauf unserer Ansicht nach kaum aussehen. Droht am Ende eine Bankenkrise?

Natürlich stellt sich dabei sofort die Frage, was eine solche wie auch immer geartete Bankenkrise auslösen könnte. Der naheliegende Gedanke hierzu ist, eine Ausweitung der Subprime-Hypotheken-Problematik in den USA zu sehen. Die jüngsten Pleiten zweier in diesem Bereich tätigen Hedgefonds des US-Brokerhauses Bear Stearns wären dabei dann als die ersten Vorläufer dieser Krise zu betrachten. Was sich genau hier in Zukunft abspielen könnte, das erläutern unsere

Gesprächspartner Karl Steinhart und Dr. Markus Stahl im Interview auf S. 21.

Das Ponzi-Spiel

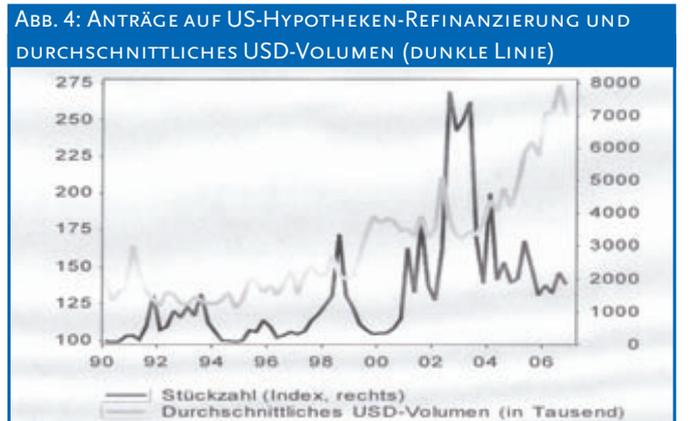
Eine weitere interessante Facette des amerikanischen Hypothekenmarktes gibt Abb. 4 wieder. Sie zeigt die Anzahl der Anträge auf Refinanzierung von bestehenden Hypothekendarlehen (helle Linie), welche sich seit dem Hochpunkt von fast 8 Mio. im Jahre 2003 markant auf jetzt etwa 2 Mio. Anträge zurückbildete. Dies ist insofern logisch, da sich in dieser Zeit die Zinsen tendenziell erhöhten und damit Refinanzierungen eigentlich kaum mehr Sinn machen. Erstaunlicherweise aber hat sich das durchschnittliche USD-Volumen dieser Refinanzierungen (schwarze Linie) in den letzten drei Jahren dramatisch erhöht, was angesichts der beschriebenen Zinsentwicklung eben nicht sinnvoll erscheint. Verständlich wird dies aber dann, wenn man unterstellt, dass es eine Gruppe von „klammen“ Hypothekenschuldnern gibt, welche selbst ihren laufenden Zinszahlungsverpflichtungen nicht nachkommen können. Sie sind daher gezwungen, ihre Hypotheken zu immer wieder höheren Volumina und in letzter Zeit auch zu höheren Zinsen zu erneuern. Dieses Aufschulden nennt man in der Statistik auch Ponzi-Spiel. Es versteht sich von selbst, dass es sich bei diesen Schuldnern schlechter, um nicht zu sagen: miserabler Bonität um eine „Zeitbombe“ handelt, welche in einem Umfeld rückläufiger Konjunktur explodieren könnte.

Wer hat Angst vorm schwarzen Mann?

Es gibt derzeit eine Reihe von Auffälligkeiten, die auf ein markantes Top an den Aktienmärkten hinweisen. Beispielsweise wurde kürzlich mit Blackstone eine der größten Private Equity Gesellschaften an die Börse gebracht, und zwar zu einem Preis, welcher weit jenseits des Vertretbaren liegt. Wir schätzen Firmengründer Stephen Schwarzmann clever, abgebrüht und markterfahren genug ein, um dabei den optimalen Zeitpunkt gewählt zu haben – optimal für ihn, versteht sich. Die Zeichner dieser Emission dürften für längere Zeit nicht viel Freude mit ihren Aktien haben. Im übrigen kam der Börsengang der weltweit größten Investmenbank Goldman Sachs nur wenige Monate vor dem Hoch der Tech-Bubble im Jahre 2000!

Russell im Bullen-Lager

Richard Russell, Herausgeber des weitverbreitetsten US-Börsenbriefes „Dow Theory Letter“, war lange Zeit bearish gegen-



Quelle: Union Investment



Stephen Schwarzmann, Richard Russell, Ed Schloss, Ray Merriman

über den Aktienmärkten eingestellt, mutierte aber vor einigen Wochen „etwas widerwillig“ zum „Bullen“. Wenn bei Marktstrategen wie Russell, die stark im Fokus der Öffentlichkeit stehen, der „Leidensdruck“ so groß wird, dass sie irgendwann ihre vorher so vehement vertretene Meinung nicht mehr aufrecht erhalten können, dann erwischen sie beim Meinungswechsel verblüffend oft den „richtigen“ Zeitpunkt. Auch dies könnte ein Indiz dafür sein, dass den Aktienbörsen etwas größeres nach unten bevorsteht.

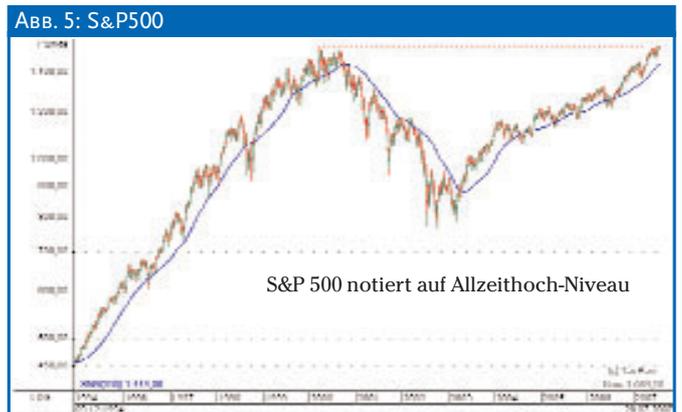
Value-Investoren tun sich schwer

Auf der kürzlich von der Bayerischen Landesbank ausgerichteten „Value Intelligence Conference“ waren einige der besten Value-Investoren der Welt vertreten, z. B. Ed Schloss oder Tom Shragar von Tweedy Brown. Und unisono gaben sie zu verstehen, dass sie momentan kaum noch fundamental gute aber unterbewertete Aktien finden können, weshalb deren Cashquote derzeit relativ hoch ist. Auch dies wäre ein Hinweis darauf,

dass Korrekturbedarf besteht. Smart Investor wird in der kommenden Ausgabe ausführlicher über diese Konferenz berichten.

Eine Frage des Zeitpunktes

Wir können als bisheriges Fazit festhalten: Die bereits vor vier Wochen schon gefährliche Situation hat sich nochmals verschärft. Aber wann ist der richtige Zeitpunkt, um die Börse zu verlassen bzw. um sein Depot abzusichern? Smart Investor geht davon aus, dass dies jetzt der Fall sein könnte. Hierzu ein paar Überlegungen im Schnelldurchlauf: Der Zeitraum Mai bis Oktober ist durchschnittlich, aber statistisch signifikant die eindeutig schlechtere „Börsenjahreszeit“. Im Monat Juli ereigneten sich darüber hinaus schon des öfteren markante Hoch-



Anzeige



+++ Die Sonderausgabe „Biotechnologie 2007“ erscheint am 15. September +++

+++ Anzeigenschluss 3. September +++ Druckunterlagenchluss 7. September +++

+++ Ansprechpartner Karin Hofelich +++ Tel. (0)8171-4196590 +++

+++ eMail karin.hofelich@goingpublic.de +++

punkte, z. B. auch im Jahre 1997, welches aufgrund des hier schon häufig behandelten Dekadenzyklus ohnehin eine Ähnlichkeit unter strukturellen Gesichtspunkten mit dem Jahr 2007 aufweisen könnte (siehe hierzu SI 6/2007 auf S. 49, Abb.5). Weiterhin wäre gemäß dem Zyklenanalysten Ray Merriman der Sommer bzw. Herbst 2007 der ideale Zeitraum, um das noch anstehende Tief des signifikanten Vierjahreszyklus auszubilden. Und schließlich notieren gerade jetzt wichtige Indizes wie der S&P500, der FTSE100 oder der DAX auf dem Niveau ihrer Höchstkurse aus dem Jahre 2000, woraus sich für Charttechniker ein Kurswiderstand ableiten lässt.



Noch freuen sich die Bullen, die Frage ist nur: wie lange noch?

Abb. 6: DAX



Was dagegen spricht

Gegen all die hier genannten Gründe für eine anstehende Abwärtsbewegung an den Aktienmärkten spricht die nach wie vor gute bis exzellente charttechnische Situation bei vielen Indizes, insbesondere bei denjenigen aus den Emerging Markets. Indien, Hongkong oder Indonesien notieren beispielsweise allesamt in der Nähe ihrer Allzeithoch-Niveaus. Zuletzt legten auch die Edelmetalle wieder eine regelrechte Rally hin, obwohl es bis vor kurzem noch nach weiter schwächelnden Notierungen aussah (siehe S. 54). Ist dies am Ende gar als Zeichen einer bevorstehenden Krise zu werten? Auch das Sentiment ist in keiner Weise typisch für ein wichtiges Markthoch. Viele Marktteilnehmer hierzulande sind noch unterinvestiert oder skeptisch gegenüber der Börse. Dies zeigt zwar, dass die momentane Situation nicht mit derjenigen im Frühjahr 2000 vergleichbar ist, dennoch darf aus diesem Grund nicht kategorisch eine markante Korrektur ausgeschlossen werden.

Fazit

Die Gefahren für Aktien haben zugenommen, wenngleich die Situation noch nicht eindeutig ist. Vor allem die Charttechnik gibt flächendeckend noch keine Warnung, weshalb wir hier auf klare Signale warten sollten, die jedoch in manchen Indizes schon zum Greifen nahe sind. Im DAX beispielsweise würden Notierungen unterhalb der 7.750-Marke zu einem recht starken Verkaufssignal führen (Abb. 6). Da wir jedoch nur mit einer zeitlich begrenzten Abwärtsbewegung rechnen, raten wir tendenziell eher zur Absicherung bestehender Bestände und nicht so sehr zum Glattstellen – vorausgesetzt, die Titel sind fundamental einwandfrei. Im Musterdepot des Smart Investor verfolgen wir genau diese Strategie (S. 70). Fazit vom Fazit: Unsere Warnung vor einer Kursrutsch-Gefahr wollen wir auch dieses Mal wiederholen und sogar noch bekräftigen.

Ralf Flierl

Was plant die chinesische Regierung?

Es ist die derzeit weitverbreitete Meinung, dass die chinesische Regierung einen größeren Einbruch des überhitzten dortigen Aktienmarktes nicht zulassen würde. Schließlich finden im kommenden Jahr die Olympischen Spiele in Peking statt. Und da würde ein niedergehender Aktienmarkt einfach nicht dazu passen, zumindest nicht für die perfektionistischen Chinesen. Auch Smart Investor geht davon aus, dass sich das Reich der Mitte im Sommer 2008 in jeder Hinsicht, auch bezüglich des dortigen Finanzwesens, von der besten Seite zeigen will. Allerdings ist der dortige Aktienmarkt auch sehr teuer (wie hier öfter beschrieben). Um diese jetzt schon überhöhte Bewertung nicht ins Uferlose und damit ins Unkontrollierbare laufen zu lassen, wäre es doch sogar sinnvoll, gerade jetzt etwas Luft aus dem Markt herauszulassen. Da das fundamentale Umfeld weiterhin intakt ist, könnten die anschließenden Kurssteigerungen rechtzeitig zu den Pekinger Spielen das Land in einem guten Licht dastehen lassen. So oder so ähnlich könnte der Plan der dortigen Regierung lauten. Dass diese Überlegung kein bloßes Hirngespinnst ist, zeigt die Verdreifachung (von 0,1 auf 0,3%) der Stempelsteuer auf Aktiengeschäfte Anfang Juni. Damit wird dem dortigen Aktienmarkt bei unterstellter Konstanz der Umsatztätigkeit auf ein Gesamtjahr hochgerechnet ein Betrag von ca. 40 Mrd. USD entzogen, was in etwa dem chinesischen Verteidigungshaushalt entspricht. Diese Maßnahme zeigt unseres Erachtens ganz klar die Intention der chinesischen Regierung.



Vorsicht Kurssturzgefahr!

HINWEIS

Die Tabelle „Relative Stärke“ entfällt diesmal aus Platzgründen.

SENTIMENTTECHNIK

Titelblätter

Der Spiegel der Masse

Titelblätter von Börsenmagazinen stellen sozusagen den Spiegel der Anlegerschaft dar. Was dort zu sehen bzw. zu lesen ist, gibt in der Regel den augenblicklichen Zeitgeist wieder, also die Wünsche, das Verhalten und das Denken der „Masse“. Da die Masse in der Regel an den größeren Wendemarken falsch positioniert ist, kann der Analyse von Zeitschriften-Covers durchaus eine gewisse Bedeutung zugesprochen werden. Smart Investor passt übrigens nicht in dieses Raster, da es sich hierbei um keine Massenpublikation handelt. Deshalb sind unsere Themen und Titelgeschichten oftmals überhaupt nicht auf einer Linie mit denen unserer Konkurrenten.

Das Sentiment der deutschen Börsenjournalisten ist derzeit gut, wie sollte es angesichts der hohen Kurse auch anders sein. Rat versprechende Headlines wie „Börsengewinne mit System“ sind derzeit typisch. Interessant fanden wir in diesem Zusammenhang auch das Juli-Titelblatt des Monatsmagazins „Euro Finanzen“. Es deutet in minimalistischer Weise einen Bullen an, wobei nur die beiden Hörner sichtbar sind. Und darunter dann die etwas plumpe Headline „Bullen-Markt“. So richtig spannend wird es dann aber bei der zweiten Überschrift „So profitieren Sie vom Höhenflug deutscher Aktien“.



Euro Finanzen Nr. 07/2007

Der Leser erfährt also in dieser Zeitschrift, wie er mit Aktien jetzt Geld verdienen kann. Dumm nur, dass der DAX in den letzten vier Jahren bereits über 250% zugelegt hat, d. h. den ersten Schwung hat er dann schon verpasst. Dass sich die Euro-Redakteure mit einem solchen Cover an den Markt trauen, hat einen schlichten Grund: Weil Hefte mit genau solchen Titelblättern an den Kiosken derzeit nachgefragt werden. Denn viele haben erst jetzt von der tollen Performance des DAX erfahren und möchten nun natürlich Geld verdienen. Also her mit den Infos, wie das zu bewerkstelligen ist. So ähnlich dürfte sich das Verhältnis von Redakteur zu Leser derzeit gestalten, zumindest lassen solche Titelbilder kaum einen anderen Schluss zu. Und dies halten wir unter sentimenttechnischen Gesichtspunkten zumindest für bedenklich.

Ralf Flierl

HINWEIS

Den Artikel „Die Trägheit der Masse“ finden Sie auf S. 37.

CHARTTECHNIK

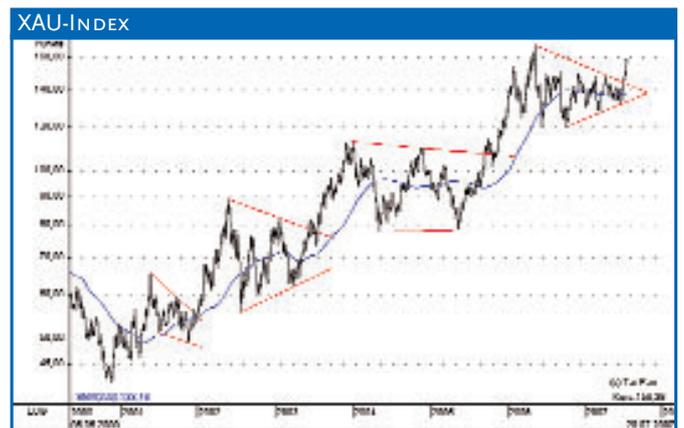
Goldaktien im Höhenrausch

Edelmetalle und die dazugehörigen Aktien zeigen sich seit einigen Tagen wieder von ihrer besten Seite

Nach mehr als einjähriger Konsolidierung auf hohem Niveau scheint sich nun bei den Edelmetallaktien wieder etwas zu tun. Der Gold- und Silberaktien-Index XAU schoss zuletzt vehement aus einer charttechnischen Dreiecksformation nach oben und gab damit ein Kaufsignal. Dadurch gelang auch ein überzeugendes Absetzen von der zuletzt sogar leicht negativ verlaufenden 200-Tage-Durchschnittslinie (blau im Chart).

Wir geben es zu: Etwas überrascht hat uns diese positive Entwicklung schon. Nicht dass wir den Edelmetallen langfristig nichts zutrauen würden. Viele Faktoren wie Knappheit des Angebots, ständig steigende Nachfrage und natürlich das Dauerthema Inflation dürften die Garanten für einen intakten Bullenmarkt bei Gold und Silber sein.

Dennoch hätten wir auf kurze Sicht tendenziell noch schwächere Kurse erwartet. Der jüngste Ausbruch ist allerdings zu eindeutig, als



dass wir uns hier noch länger an dieser Meinung festhalten wollen. Letztendlich hat der Markt am Ende Recht. Damit wollen wir nicht sagen, dass nun ein Riesenschub nach oben anstehen muss, immerhin wurden die Höchstkurse von Mitte 2006 noch nicht einmal erreicht. Aber die Lage hat sich doch deutlich aufgehellt, daran kann es keinen Zweifel geben. Hinweis: Das Oktober-Heft wird „Edelmetalle“ als Titelthema haben.

Ralf Flierl

Erdöl: kurzfristige Spekulation nimmt überhand

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

Am 9. Juli lief abends die Meldung über die Nachrichtenticker, dass die Internationale Energieagentur (IEA) vor einer Ölkrise warnt. Ihre Sorge gilt einer Angebotskrise auf dem Ölmarkt ab 2010. Die Frage, die sich einem antizyklisch denkenden Anleger stellt, ist der Zeitpunkt, wann eine solche Meldung in der Öffentlichkeit lanciert wird. Solche Meldungen erscheinen üblicherweise in der Nähe von Preishochs, damit sie Gehör finden. Aber es gibt zudem weitere Indizien, die dafür sprechen, dass die sechsmonatige Aufwärtsbewegung des Erdölpreises unmittelbar vor einem zumindest temporären Ende steht.

Höhere Lagerhaltung und größere Spekulation als an Preishochs 2006

Die Lagerbestände in den USA liegen auf einem höheren Niveau als zuletzt bei den beiden Preishochs im Mai und Juli/August 2006. Im CoT-Report vom 17.07.2007 ist zudem erkennbar, dass die Netto-Short-Positionierung der Commercials mit 104.263 Kontrakten auf einem höheren Niveau liegt als im August 2006 (Abb. 1). Aus diesen Daten ist zudem eine deutliche spekulative Schlagseite am Terminmarkt erkennbar.

Inverse Terminstrukturkurve unüblich

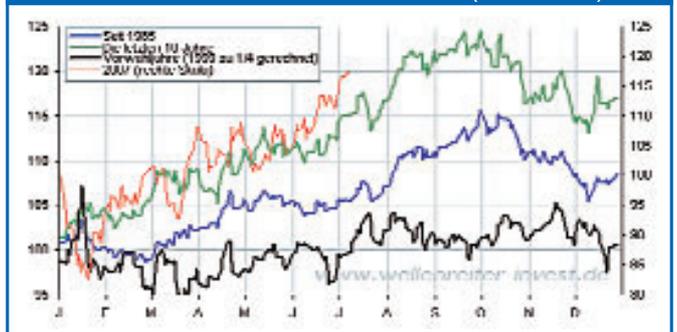
Diese kann man auch erkennen, wenn man momentan die Future-Kontrakte in der weiteren Zukunft betrachtet. Üblicherweise ist ein Future bei Erdöl mit langer Laufzeit teurer bzw. enthält eine höhere Prämie als ein solcher mit kurzer Laufzeit. Während der Future auf den August 2007 bei 75,57 USD notiert, liegt der Preis des Future auf den Juni 2008 lediglich bei 73,38 USD und enthält damit einen Discount von über 2 USD. Die Angst vor einem Angebotsproblem im Sommer 2007 drückt sich also sowohl in der extrem hohen spekulativen Positionie-



Ölförderung vor der Küste Nigerias
Foto: Total

rung in den CoT-Daten, aber auch in der Terminstrukturkurve aus, die einen flachen bis inversen Verlauf angenommen hat. Der durchschnittliche saisonale Verlauf (siehe Abb. 2) verliert zudem ab Anfang August seine für die weitere Preisentwicklung unterstützende Funktion.

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

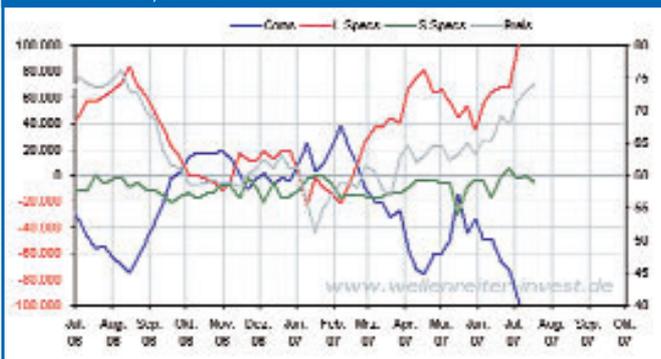


Fazit

Der Gebrauch des Wortes „zu“ sollte an der Börse immer sehr dosiert gewählt werden, da Angebot und Nachfrage den Preis bestimmen, auch wenn die Preisentwicklung weiter gegangen ist, als man selbst annehmen konnte. Bei Erdöl zeigt sich aber momentan eine „zu“ große Spekulation, so dass ein Überwinden der Preishochs von 2006 in diesem Jahr als sehr unwahrscheinlich anzusehen ist und der saisonale Zyklus in Kürze seine unterstützende Funktion verliert.

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

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



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)



EDELMETALLE

Platin – im Schatten des Goldes

Gastbeitrag von Wolfgang Wrzesniok-Rossbach, Heraeus Metallhandelsges. mbH

Platin erreichte 2006 gleich zweimal ein neues Allzeithoch, ein Umstand, von dem Gold und Silber trotz aller Kursgewinne nur träumen durften. Zunächst stieg es mit den anderen Metallen im Mai 2006 an und erreichte dabei einen Höchstkurs von 1.340 USD je Unze.

Platinmetalle en vogue

Sich verdichtende Gerüchte um einen ETF auf Platin sorgten schließlich im November für einen plötzlichen Ausbruch des Preises nach oben. Der Preis des Metalls stieg innerhalb von zwei Tagen spekulativ getrieben auf 1.400 EUR je Unze und damit auf ein neues Allzeithoch, fiel aber ebenso rasch wieder zurück. Auch bei den sog. „kleinen“ Platinmetallen hat sich einiges getan: Binnen eines Jahres verzehnfachte sich der Preis für Ruthenium auf über 800 USD je Unze (aktuell: 400 USD je Unze), nicht zuletzt aufgrund neuer technischer Entwicklungen in der Elektronikindustrie. Praktisch überhaupt keinen Rückgang gab es beim Preis für Rhodium, das mit Abstand teuerste Edelmetall. Von 1.300 USD je Unze Anfang 2005 stieg es zwischenzeitlich auf 6.400 USD je Unze.

Nicht nur teuer – auch extrem selten

Platinmetalle sind nicht nur teuer, sie sind auch selten. Gerade einmal vier Tonnen pro Jahr werden von dem ebenfalls zu dieser Gruppe gehörenden Iridium produziert. Bei Ruthenium und Rhodium sind es rund 25 Tonnen, die jeweils vom Volumen her unter einen Esszimmertisch passen würden. Allerdings läge der Preis für einen solchen Rhodium-Würfel bei wenig bescheidenen 3,5 Mrd. EUR. Vom Platin schließlich werden 210 Tonnen und von dem häufigsten Platinmetall, Palladium, immerhin 260 Tonnen pro Jahr ausgebracht. Diese Mengen erklären, warum die Metalle trotz der Tatsache, dass sie sich in praktisch kaum einem Anlageportfolio der Welt befinden, so teuer sind. Denn alle Platinmetalle werden, anders als z. B. Gold, in großem Maßstab industriell eingesetzt und dabei zunächst einmal „aufgebraucht“.

Platin oder Palladium?

Platin ist sicher das interessantere Metall. Zum einen sind bei ihm die Vorräte eng begrenzt, außerdem kommt es mehr noch als Palladium beispielsweise in Brennstoffzellen, in der Elektronikindustrie bei der Beschichtung von Festplatten und im Automobilbereich in

der Diesel-Technik zum Einsatz. Inzwischen kann zwar ein kleiner Teil dieses Metalls in diesen Katalysatoren durch Palladium ersetzt werden, durch die gleichzeitige Einführung von Partikelfiltern in dieselgetriebenen Fahrzeugen, die ebenfalls Platin benötigen, sinkt die eingesetzte Menge trotzdem nicht. Entscheidend wird auch sein, ob sich angesichts des hohen Benzinpreises der Diesel auch in den USA durchsetzen kann, zumal in Zukunft auch in Lkws moderne Abgasreinigungsanlagen verpflichtend sind. Eine sinkende Schmucknachfrage kann so problemlos ausgeglichen werden. Hinzu kommen andere, wachstumsstarke Anwendungsbereiche wie die Gasverflüssigung („gas to liquid“ genannt). Abhängig vom technischen Konzept bindet u. U. eine Anlage alleine dauerhaft mehrere Tonnen Platin.

Produktion wird langsam, aber sicher zunehmen

Der mit großer Sicherheit in Zukunft steigende Bedarf – wohlge- merkt ohne Berücksichtigung eines Platin-ETF – wird wohl nur durch eine gleichzeitig steigende Produktion in Südafrika überhaupt befriedigt werden können. Allerdings hatte ein fester Rand in der Vergangenheit etliche Male zu einer nachträglichen Reduzierung bereits angekündigter Projekte geführt. Ebenso schwer lösba- re technische Herausforderungen. Abhilfe könnten hier Junior-Ge- sellschaften bringen, von denen über 20 in den nächsten Jahren die Aufnahme der Produktion planen. Analysten zufolge könnte da- durch auf längere Sicht die Ausbringung um bis zu 50% steigen.

Fazit

In absehbarer Zeit wird es angesichts der beschriebenen Ausgangs- lage eher nicht zu einem massiven Einbruch der Platinnotierung kommen. Auf der anderen Seite besteht (aus Sicht der industriellen Verbraucher) die Gefahr durch spekulative Attacken, die die Notie- rung noch einmal deutlich nach oben treiben könnten, insbesonde- re dann, wenn in den USA ein Exchange Traded Fund aufgelegt wer- den sollte.



Wolfgang Wrzesniok-Rossbach ist Leiter Marketing & Sales bei der Heraeus Metallhandelsges. mbH (HMG) im hessischen Hanau und seit über 20 Jahren im Edelmetallgeschäft tätig. Bevor er 2005 zu Heraeus kam, leitete er den Edelmetall- und Rohstoffhandel der Dresdner Bank in Frankfurt.

DIE EDELMETALLE IM VIERWOCHE-VERGLEICH

	22.06.07	20.07.07	VERÄND.
GOLD (IN USD)	652,85	681,60	+4,40%
SILBER (IN USD)	13,15	13,29	+1,06%
PLATIN (IN USD)	1.301,00	1.332,00	+2,38%
PALLADIUM (IN USD)	375,00	370,50	-1,20%
XAU-GOLDMINENINDEX	139,24	158,39	+13,75%

BÖRSENSIGNALE

Risiken weiterhin deutlich höher als Chancen

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale

Trotz meiner massiven Baisse-Warnungen in der letzten Ausgabe haben sich die Aktienkurse weltweit bis heute (ich schreibe diese Zeilen am 17. Juli) noch gut gehalten. Die Gründe sind schnell aufgezählt: Die Inflation hält sich in Grenzen, die Konjunktur in den USA läuft besser als erwartet, die Unternehmensgewinne steigen noch und Anleihen sind mit Renditen von knapp unter 5% für viele Anleger immer noch nicht attraktiv genug als Alternative zu Aktien.

Ein eindeutiges Bild

Dennoch hat sich an meiner vorsichtigen Einschätzung nichts geändert. Die Frühindikatoren für den Aktienmarkt sind eher noch negativer geworden. So wurde der US-Dollar weiterhin schwächer (Euro über 1,37 USD, s. Abb.), der Ölpreis stieg fast bis 80 USD, und die Anleihezinsen bleiben weiterhin auf einem hohen Niveau, das es zuletzt 2002 gegeben hatte. Dazu nähern sich jetzt die traditionell schwachen Börsenmonate August und September, auch wenn 2005 und 2006 hier Ausnahmejahre waren. Die Börsensignale lauten also weiter insgesamt 4:1 für einen nahe bevorstehenden Baisse-Trend. Den einzig positiven Indikator bilden die Trends der Aktienindizes selbst. Sonst spricht nichts für eine weitere Hausse; die Konjunktur- und Unternehmenszahlen sind im derzeitigen Kursniveau schon enthalten.

Fehlender Funke

Dass die Baisse noch nicht eingesetzt hat, liegt daran, dass der Beginn eines Baisse-Trends vom Timing her schon immer sehr schwer abzuschätzen war. In zwei Drittel aller Zeiten gehen die Aktienkurse ja nach oben, Baisse-Bewegungen setzen plötzlich und schnell ein. Oft fehlt nur noch ein Funke, der den Kursverfall auslöst. Könnte ein solches Signal von der „Dollar-Front“ kommen? An dieser Stelle hilft die Intermarket-Analyse weiter (s. Titelstory ab S. 6). Ken Fisher, einer der besten Vermögensverwalter der letzten 20 Jahre, behauptet in seinem Buch „Das zählt an der Börse“, ein Einfluss des US-Dollars auf den US-Aktienmarkt sei ein bloßes Gerücht. In der Tat ist die Einflussnahme der US-Währung auf die Wall Street nicht sehr groß. Und es gab auch Jahre, wo die Weltbörsen trotz schwachem US-Dollar kräftig stiegen, zum Beispiel 1985, 2003 und 2006/2007. Dennoch hätte Ken Fisher etwas besser hinsehen sollen. Dann hätte er entdeckt, dass sich in manchen Jahren der Dollar und der DAX fast bis in die kleinsten Einzelheiten parallel entwickelten. So zum Beispiel in den Jahren 1992, 1995 und 1997

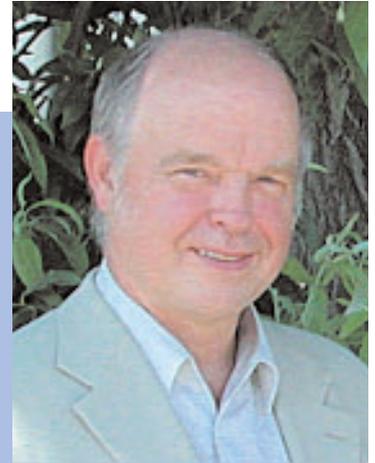
bzw. 1998. Die Zusammenhänge der Kurven in diesen Jahren sind frappierend. Und wer genau hinsieht, stellt fest, dass der Dollar den Trend vorgibt und der DAX nachzieht. (Andernfalls wäre ja sonst der DAX ein Indikator für den Dollarkurs anstatt umgekehrt.)

Fast immer richtig

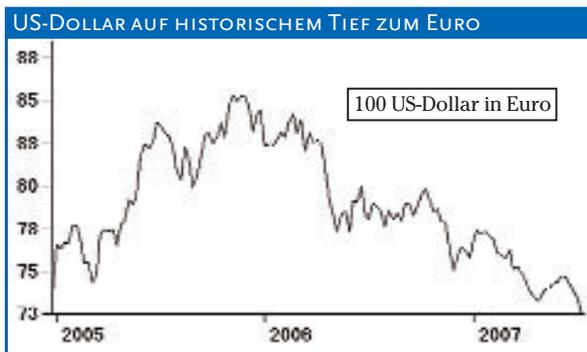
Die hohe Korrelation beider Kurven ist jedoch nicht durchgängig und vor allem bei überdurchschnittlicher Dollarstärke nicht immer gegeben. Insgesamt gesehen war das Dollarsignal im Vergleich zu anderen Indikatoren (Zinsen, Saison, Ölpreis) in 37 Jahren nicht überwältigend gut. Grund: Das 15-Wochen-Hoch des Dollars kommt oft zu spät; zu viele Aufwärtsbewegungen werden verpasst. Vor allem Anleger in den USA, Japan, Singapur und Großbritannien hätten als Daueranleger in ihrem Index mehr Erfolg gehabt, als wenn sie auf das Signal Dollar gegen Euro gehört hätten. Den DAX und den SMI konnte der Dollarindikator insgesamt noch knapp schlagen. Die Stärke des Dollar-Signals liegt aber darin, dass sein Hausse-Signal fast immer richtig war: Meldete der US-Dollar ein 15-Wochen-Hoch gegen den Euro (oder umgekehrt der Euro ein 15-Wochen-Tief zum Dollar), dann konnte man sich fast immer darauf verlassen, dass eine Aktienbaisse unwahrscheinlich war, solange nicht ein Gegensignal erfolgte.

Fazit

Sie werden es vermutlich nicht bereuen, wenn Sie jetzt Ihre schönen Kursgewinne einmal mitgenommen haben und bis Ende September allenfalls noch auf kleinen Positionen von Aktien sitzen. Genießen Sie lieber den schönen Sommer, ohne vor Kursverlusten Angst haben zu müssen.



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.



Highlight Communications AG

Diversifiziert und ertragsstark

Ohne viel Aufsehen und getreu dem Klischee vom fleißigen, schweisgsamen Eidgenossen hat sich die Highlight-Gruppe über die zurückliegenden Jahre zu einem der führenden Medienunternehmen im deutschsprachigen Raum weiterentwickelt. Nach dem Kauf des Sportvermarkters T.E.A.M. folgte die Übernahme der Constantin Film. Doch damit scheint der Expansionshunger der Schweizer längst nicht gestillt zu sein. Besonders die Beteiligung am DSF-Eigentümer EM.TV bietet Anlass für allerlei Spekulationen.

Daheim in Kino, TV und Sportarena

Anfangen von der Kino-Veröffentlichung über den DVD-Vertrieb bis zur späteren Fernsehvermarktung im Pay-TV und Free-TV betreibt Highlight das Lizenzgeschäft in der heutigen Ausrichtung über alle Verwertungsstufen. Dabei kommt der Tochter Constantin Film eine Schlüsselrolle in den Bereichen des Lizenzeinkaufs und des Kinoverleihs zu, den diese für die gesamte Gruppe übernimmt und koordiniert. Auch produziert Constantin zahlreiche TV-Formate für Sender wie das ZDF, SAT.1 und RTL2 („Richter Alexander Hold“, „Lenßen & Partner“, „Frauentausch“). Daneben bildet das Segment „Home Entertainment“ mit dem DVD-Geschäft einen weiteren wesentlichen Eckpfeiler der Unternehmensstrategie. Ständig sinkende Verkaufspreise führten jedoch in der Vergangenheit hier zu einem harten Verdrängungswettbewerb, den vor allem kleinere Anbieter teuer bezahlten. Zuletzt zogen die durchschnittlichen Verkaufspreise pro DVD wieder leicht an, was die Hoffnung auf eine Trendwende nährt. Wenngleich auf das Filmsegment mehr als 80% der Konzernumsätze entfallen, dürfen Highlights Aktivitäten auf dem Gebiet des Sport- und Event-Marketings nicht unerwähnt bleiben. Die T.E.A.M.-Gruppe, an der Highlight eine Mehrheitsbeteiligung (80%) hält, vermarktet im Auftrag der UEFA u. a. die Champions League und den UEFA Cup. Auch der „Eurovision Song Contest“ wird von T.E.A.M. ausgewertet.

HIGHLIGHT COMMUNICATIONS

BRANCHE	MEDIEN		
WKN	920 299	AKTIENZAHL (MIO.)	47,25
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 20.7.07 (EUR)	8,31
MITARBEITER	432	MCAP (MIO. EUR)	392,65

	2006	2007E	2008E
UMSATZ (MIO. CHF)	546,4	528,0	565,0
% GGÜ. VJ.	+18,2%	-3,4%	+7,0%
EPS (EUR)	0,35	0,39	0,44
% GGÜ. VJ.	+16,3%	+11,4%	+12,8%
KGV	23,7	21,3	18,9

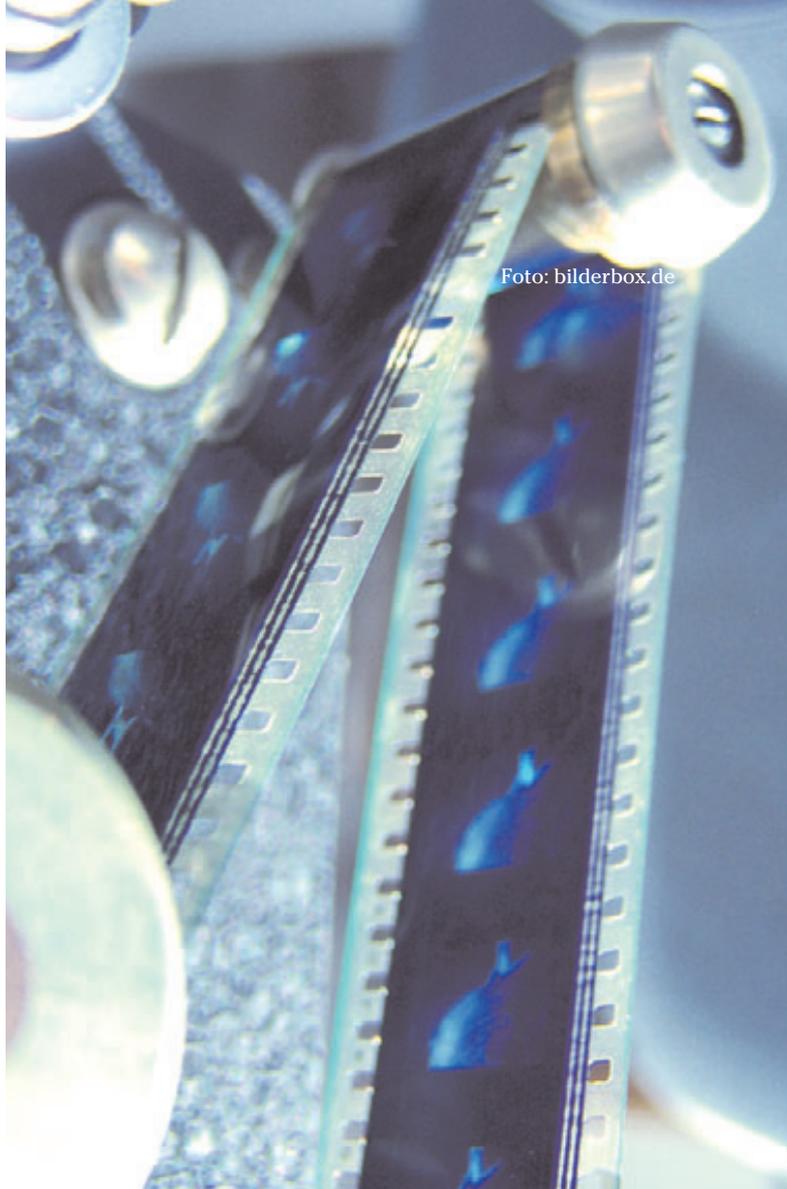


Foto: bilderbox.de

Neues Objekt der Begierde

2006 erfolgte der Kauf eines knapp 5%igen-Aktienpakets an dem einstigen Neuer Markt-Schwergewicht EM.TV. Dort setzt der neue Vorstand Werner Klatten mit dem DSF und dem Internetportal Sport1 ganz auf den Sportbereich. Wie die EM.TV-Hauptversammlung erst kürzlich beschloss, soll die Unterhaltungssparte um Biene Maja & Co. verkauft und das Unternehmen in EM.Sport Media umbenannt werden. Nach dem Erwerb einer Kauf-Option können Highlight nunmehr bereits 13% der Stimmrechte an EM.TV zugerechnet werden. Es gilt als wahrscheinlich, dass die Schweizer die Option bis Oktober ausüben werden, da der EM.TV-Kurs derzeit deutlich über dem fixierten Preis von 4,00 EUR notiert. Doch was kommt danach? Wie Highlight mitteilte, prüfe man verschiedene Formen einer strategischen Zusammenarbeit. Auch eine Komplettübernahme ist aus unserer Sicht dabei denkbar.

Zahlen und Ausblick

Das vergangene Geschäftsjahr stand zunächst im Zeichen der Integration der Constantin Film. Das mit dem Bereich „Home Entertainment“ wieder zusammengeführte Filmgeschäft erreichte einen respektablen Umsatzzanstieg um rund 15% auf 470 Mio. CHF. Hierzu trugen sowohl erfolgreiche Großproduktionen wie „Das Parfum“ als auch die stabilen Beiträge aus dem Bereich der TV-Auftragsarbeiten bei. Auf die Marketing-Division unter dem Dach der T.E.A.M.-Gruppe entfielen Erlöse von 76,1 Mio. CHF und damit knapp 40% mehr als noch in 2005. Insgesamt

samt konnte Highlight den eigenen Aktionären eine Steigerung im Konzernergebnis um 18% auf 26,6 Mio. CHF vermelden. Das Management legt großen Wert auf eine klare Kommunikation mit dem Kapitalmarkt. Bereits mit der Vorlage der 2006er-Bilanz Ende März äußerte es sich zu den Zielen für 2007. Demnach erwartet der Vorstand einen leichten Umsatzrückgang auf 500 bis 520 Mio. CHF bei einem Gewinn pro Aktie zwischen 36 und 38 Cent. Der auch angesichts der soliden Geschäftsentwicklung im ersten Quartal (Umsatz +18%, Ergebnis aus betrieblicher Tätigkeit +17%) sicherlich konservative Umsatzausblick enttäuschte anfangs manche Anleger. Allerdings muss man bedenken, dass in das Jahr 2006 einige „Highlights“ wie die Kinoauswertung der Bestseller-Verfilmung „Das Parfüm“ fielen, die sich in diesem Jahr nur schwer wiederholen lassen.

Aktie ausreichend bewertet

Parallel zur erfreulichen Geschäftsentwicklung konnte die Highlight-Aktie in den zurückliegenden zwölf Monaten den ohnehin haussierenden Gesamtmarkt nochmals outperformen. Der Wert legte in der Spitze nahezu eine Verdopplung aufs Parkett. Zwar kam es über die letzten Wochen zu einer Korrektur, doch auch bei Notierungen um 8,40 EUR erreicht das Unternehmen eine Marktbewertung von knapp 400 Mio. EUR. Das entspricht ca. dem 1,3fachen des für dieses Jahr anvisierten Umsatzes. Das KGV beläuft



In der letzten Saison noch Champions League-Spielstätte: die ehemalige AOL-Arena in Hamburg; Foto: pixelio.de

sich sogar am oberen Ende der Guidance auf keineswegs mehr günstige 22. Mit Blick auf 2008 – und darauf schaut die Börse – ist unter der Prämisse einer unveränderten Konzernstruktur, d.h. ohne eine mögliche Übernahme von EM.TV, von einer weiteren Ertragsverbesserung zwischen 10 und 15% auszugehen. Damit würde sich das Gewinnmultiple auf einen Wert von ca. 19 bis 20 reduzieren. In der Gesamtschau sollte der gestiegene Schuldenstand nicht ausgeklammert werden. Der Finanzierungsaufwand hat sich vorrangig aufgrund der eingegangenen EM.TV-Beteiligung im ersten Quartal mehr als verdoppelt. Eine Kapitalerhöhung erscheint daher recht wahrscheinlich, sollte man sich stärker beim DSF-Eigentümer engagieren wollen.

Fazit

Highlight überzeugt gerade im direkten Vergleich mit anderen Medienunternehmen durch die Diversifikation seiner Geschäftsaktivitäten (Film/TV/Home Entertainment/Sport), die hohe Ertragsstabilität und – wie die Beispiele Constantin und T.E.A.M. dokumentieren – eine bislang erfolgreiche Akquisitionspolitik. All das rechtfertigt zwar einen gewissen Bewertungsaufschlag gegenüber der Peergroup, dennoch sehen wir auf dem derzeitigen Kursniveau kein ausreichendes Potenzial. Sollte es in den nächsten Monaten zu einer Korrektur am Gesamtmarkt kommen, so könnten sich jedoch bei diesem Top-Wert aus der Medienbranche aber durchaus interessante Einstiegskurse ergeben.

Marcus Wessel

Anzeige

financial.de
Information you can trust

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



Firmensitz der biolitec AG in Jena;
Cellulite ade – dank bilitec-Lasern
Fotos: biolitec

GASTANALYSE

biolitec AG

Mehr als innovative Medizintechnik

Gastbeitrag von Dr. Roger Becker, CEFA Concord Investmentbank AG

Tätigkeit und Geschäftsmodell

Die international tätige biolitec AG ist ein Spezialist in der Entwicklung von innovativen Lasertherapien, die die Fortschritte der laserbasierten Medizintechnik mit neuen pharmakologischen Wirkprinzipien kombiniert. Mit der Zusammenführung aus Medizintechnik und Wirkstoffentwicklung ist biolitec im deutschen Markt einzigartig und hinsichtlich der Werthaltigkeit seitens mancher institutioneller Investoren verkannt. Kennzeichnend für den Geschäftsbereich Medizintechnik ist die minimal-invasive Vorgehensweise, die sowohl aus medizinischer als auch aus pharmakökonomischer Sicht erhebliche Vorteile bietet. Die vom Unternehmen entwickelte Technologieplattform medizinischer Lasersysteme eröffnet generell ein breites Indikationsspektrum. Eine Fokussierung auf wirtschaftlich besonders attraktive Marktsegmente ist für ein Unternehmen dieser Größenordnung daher unerlässlich, sowohl aus Gründen der Risikominimierung als auch der Visibilität im Markt. Schwerpunkte im Bereich der medizinischen Anwendungen sind die Behandlung von venösen Erkrankungen wie Varizen (Krampfadern), der benignen Prostatahyperplasie (BPH), der Cellulite sowie die PDT benigner und maligner Pathologien. Die vorgenannten Indikationen adressieren Märkte mit enormem Wachstumspotenzial, nicht nur aufgrund der demographischen Entwicklung und damit einhergehend zunehmender Inzidenzen, sondern auch aufgrund des bisher noch eher ge-

ringen Anteils an minimal-invasiven Methoden generell.

Mehrheitlich Verbrauchsmaterial

Das Geschäftsmodell basiert überwiegend (derzeit über 60%) auf dem Absatz von Verbrauchsmaterial. Diese Einmalartikel, Lasersonden und Lichtwellenleiter stellen die Werttreiber des Unternehmens dar. Aufgrund der relativ hohen Anschaffungskosten für die Lasergeräte bietet die Gesellschaft den Abnehmern (Kliniken, niedergelassene Fachärzte) verschiedene Absatzfinanzierungsmodelle an, die kundenseitig gerne angenommen werden. Hierzu bietet biolitec, neben dem direkten Verkauf, sowohl Leasingmodelle als auch Amortisationsfinanzierungen für Geräte, die Abnahme von Zubehör und Verbrauchsmittel an. So amortisiert sich beispielsweise ein Gerät bereits nach ca. 200-300 Laserbehandlungen beim Kunden. Beide Modelle bewirken eine starke Kundenbindung. biolitec arbeitet generell auf allen drei Ebenen der Wertschöpfungskette: Entwicklung, Herstellung und Vertrieb. In Ausnahmefällen, d. h. bei wirtschaftlich sinnvoller Betrachtung, bedient sich die Gesellschaft Dritter in den Bereichen Lohnfertigung und Distribution. So wird etwa das System für die Behandlung der BPH in den USA sowohl im Direktvertrieb mit derzeit sieben Außendienstmitarbeitern als auch zusätzlich über Verleihfirmen vertrieben.



Dr. Roger Becker

Auf neuen Wegen

Während der Umsatz aus dem Venentherapie-System (ELVeS) mittlerweile als stabiles Basisgeschäft betrachtet werden kann und sich biolitec in diesem Segment als Marktführer etabliert

Abb. 1: UMSATZENTWICKLUNG (MIO. EUR)



hat, sind die Geschäftsbereiche „Cellulite“ und „BPH“ noch im Aufbau. Die bisher erzielten Behandlungsergebnisse in beiden Indikationen sind viel versprechend:

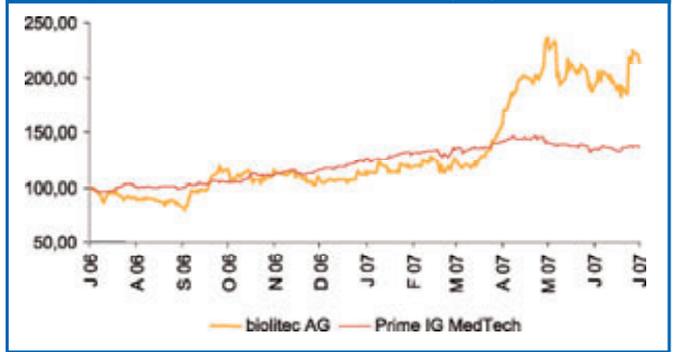
- ◆ das ästhetische Bild der Cellulite verbessert sich im Vergleich zu herkömmlichen Behandlungsmethoden (Lotionen, Massagen, Vitamininjektionen) deutlich;
- ◆ die Laserverdampfung überschüssigen Gewebes bei der Behandlung der BPH ist besonders schonend und minimiert das Auftreten von post-operativen Nebenwirkungen wie Impotenz und Inkontinenz.

Im Bereich der Urologielaser konnte das Unternehmen gleich zu Beginn des neuen Geschäftsjahres einen Großauftrag einer Verleihfirma in Höhe von 9,5 Mio. USD vermelden. Dies zeigt deutlich die positive Akzeptanz dieses Behandlungssystems im US-Markt, den wir als wegbereitend für die mittelfristige Bearbeitung der europäischen Schlüsselmärkte ansehen.

Akzeptanzprobleme

Eine spezielle Situation sehen wir im Pharmasegment mit der Foscan®-basierten PDT. Obwohl die von der EMEA geforderte Bestätigungsstudie für die Therapie von Hals- und Kopftumoren erfolgreich abgeschlossen wurde und damit auch zu einem beschleunigten Zulassungsverfahren in den USA führen dürfte, geht die Akzeptanz in der medizinischen Fachwelt langsamer als gewünscht voran. Der weitere Ausbau von klinischen Referenzzentren, die Erweiterung der Indikationen sowie die Übernahme in den Leistungskatalog der Krankenkassen dürfte den Weg für eine breitere Anwendung von Foscan ebnen. Zurzeit werden weitere Studien für folgende Tumorarten durchgeführt: Basaliom (Basalzell-Hautkrebs), Lipome (gutartige Tumoren des Fettgewebes), Gallengang- und Prostatakarzinom. Foscan ist bis 2014 patentrechtlich geschützt.

ABB. 3: 1J. BIOLITEC AG VS. PRIME IG MEDTECH (REL.)



27% auf. Die Behandlung der Cellulite steht erst am Anfang ihres Vermarktungszyklus. Strategisches Ziel des Managements ist der Ausbau des Vertriebs, unter anderem durch die Etablierung von Referenzzentren sowie die Durchführung weiterer klinischer Studien. Aufgrund der hohen Zahl betroffener Frauen und der bislang wenig zufrieden stellenden alternativen Behandlungsmethoden sieht sich die biolitec einem potenziellen Markt von 6 Mrd. USD gegenüber. Das Spektrum potenzieller Anwendungen von Foscan in der Tumortherapie ist, wie oben dargestellt, breit. Die PDT wird die konventionellen Ansätze sicherlich nicht verdrängen, gleichwohl als zusätzliche Therapieoption die Heilungschancen sehr wahrscheinlich erhöhen.

Bewertung

Der derzeitige Werttreiber im Unternehmen ist das Medizintechnik-Segment mit den minimal-invasiven Behandlungssystemen für die Ästhetik (Venentherapie und Cellulite) sowie für die Therapie der BPH. Die Foscan-basierte Lasertherapie bestimmter Tumoren spielt gegenwärtig – gemessen am Umsatz – noch eine untergeordnete Rolle.

Biolitec hat seit ihrer Gründung eine Wachstumsrate der Umsätze (CAGR) von 21,6%, unter Berücksichtigung unserer Prognose für das GJ 06/07 sogar von 23,4%, vorzuweisen (Abb. 1 u. 2). Derzeit hat die Aktie – bezogen auf das aktuelle GJ 07/08 – ein KGV von 29,2 und liegt damit über der nationalen und internationalen Peergroup (Median: 23,0 bzw. 24,0). Die Kapitalmarktbeurteilung ergibt auf dieser Basis einen Wert der Aktie in Höhe von 11,98 EUR. Die Wertanalyse auf Basis der von uns prognostizierten freien Cashflows ergibt einen Wert von 22,38 EUR. Beide Verfahren gewichten wir zu gleichen Teilen, so dass sich ein rechnerischer Wert von 17,18 EUR je Anteilschein ergibt. Wir sehen die Aktie fair bewertet in einem Korridor von 17 bis 17,50 EUR. Auf Grundlage unserer Analyse ist die biolitec-Aktie damit bei einem derzeitigen Kurs von 14,90 EUR (Stand 10.7.2007) unterbewertet. Die im Vergleich zur Benchmark „Prime IG MedTech“ überdurchschnittliche Performance seit Anfang April 2007 spiegelt die Wachstumsdynamik des Unternehmens wider (Abb. 3).

ABB. 2: 9M-ERGEBNIS IM VERGLEICH (IN Mio.) UND PROGNOSE CJ 06/07

Geschäftsjahr 30/06 - IFRS	berichtet			Prognose
	9M-06/07	Veränd.	9M-05/06	FY06/07e
Umsatzerlöse	26,43	36%	19,45	39,89
Herstellkosten	8,19	28%	6,38	12,10
Rohertrag	18,25		13,07	27,79
v. Umsatz	69%		67%	70%
EBIT	3,81	245%	1,11	5,79
v. Umsatz	14%		6%	15%
Ergeb. v. Steuern u. Minderheiten	3,74	n.a.	0,87	5,89
Ertragssteuern	0,69	n.a.	0,33	1,20
Ergebnis nach Steuern	3,05	n.a.	0,54	4,69
- Minderheitenanteile	0,12	n.a.	-0,34	0,15
Netto-Ergebnis	3,17	n.a.	0,88	4,84
Anzahl d. Aktien	10,02		10,02	10,02
Adjustiertes Ergebnis/Aktie (EpA)	0,32	n.a.	0,09	0,48

Differenziertes Marktumfeld

Das weltweite Marktvolumen für medizinische Lasersysteme (Lasengeräte und Lichtübertragungssysteme) betrug im Jahr 2002 laut einer Metastudie des BMBF (BMBF-Medizintechnikstudie 2005) zwischen 1,5 und 2,3 Mrd. EUR. International sind derzeit die USA mit ca. 62% der größte Markt für medizinische Laser, gefolgt von Europa mit ca. 23% und Asien mit 15%. Der weltweite Umsatz mit Diodenlasern für medizinische Anwendungen, wie sie von biolitec entwickelt werden, betrug 2006 nach Angaben von Laser Focus World 60,4 Mio. USD (Prognose 2007: 64,6 Mio. USD) und weist damit ein 5J-CAGR von ca.

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!

„Erwartungshaltung nicht noch mehr anheizen“

Smart Investor sprach mit Otto Dauer, Vorstandschef der Advanced Medien AG (IK), über die Wachstumschancen bei der Bordunterhaltung, die Erfahrungen aus den eigenen Akquisitionen und die Erwartungen seitens des Kapitalmarktes.

Smart Investor: Sie haben sich dank der Zukäufe die Marktführerschaft auf dem Gebiet des „Inflight Entertainment“ gesichert. Welche strategischen Ziele setzen Sie sich für die kommenden drei bis fünf Jahre?

Dauer: Wir wollen unsere Marktführerschaft ausbauen und, sobald sich die Chance ergibt, unser Geschäftsfeld von der Bordunterhaltung auf weitere Services an Bord ausdehnen. Von der Absicht, ein zweites Geschäftsfeld aufzubauen, haben wir uns schon Ende 2006 gelöst. Unsere volle Konzentration gilt derzeit dem Geschäftsfeld Bordunterhaltung und weiteren Akquisitionen in diesem Geschäftsfeld sowohl von direkten Wettbewerbern als auch von ergänzenden Inhalten bei der Bordunterhaltung, in denen wir noch gering oder gar nicht vertreten sind.

Smart Investor: Welches Wachstumspotenzial billigen Sie Ihrem Geschäftsmodell zu?

Dauer: In der Bordunterhaltung alleine können wir mit einem organischen Wachstum zwischen 6 bis 10% in den nächsten drei Jahren ein

Umsatzvolumen von 100 bis 130 Mio. EUR erreichen. Hinzu kommt das anorganische Wachstum durch Akquisitionen. Über 200 Mio. EUR hinaus können wir nur wachsen, wenn wir die Grenzen der Bordunterhaltung überschreiten und die Produktpalette für unsere Airline-Kunden erweitern.

Smart Investor: Gibt es entsprechende Pläne?

Dauer: Im Sektor „Computerspiele an Bord“ gibt es konkrete Ansätze, da es sich um einen wachsenden Teilbereich der Bordunterhaltung handelt, der



Otto Dauer

ADVANCED MEDIEN AG

Das heutige Geschäft unseres Musterdepotwertes Advanced Medien hat nichts mehr mit dem des Rechthändlers aus Neuer Marktzeiten gemein. Die Münchner Gesellschaft unter ihrem umtriebigen Vorstand Otto Dauer sicherte sich mittels Zukäufe die Marktführerschaft im Bereich des „Inflight Entertainment“, d. h. bei der Bordunterhaltung in Passagierflugzeugen. Nach der Übernahme der Atlas Air Film + Media im Juni 2004 folgte Ende 2005 mit dem Kauf der britischen Inflight Productions der zweite strategisch äußerst bedeutsame Schritt in diese Richtung. Beide Töchter wurden organisatorisch unter dem Dach der „IFE Alliance“ zusammengefasst. Daneben hält Advanced einen Minderheitenanteil an der Telcast Media Group. Als Betreiber u. a. des von vielen Fernsehsendern (u. a. n-tv, N24, RTL) genutzten Formats „Earth TV“ mit seinen Kamerastationen rund um den Globus passt die Beteiligung jedoch nicht in das Kerngeschäft „Inflight Entertainment“. Ein Verkauf scheint daher eine denkbare Option (siehe Interview).

Nachdem Advanced Medien das vergangene Geschäftsjahr mit einem Rekordumsatz von 64,2 Mio. EUR und einem Überschuss von 3,7 Mio. EUR bzw. 24 Cent pro Aktie abschließen konnte, stehen

auch 2007 die Zeichen auf Wachstum. So prognostiziert der Vorstand für das Gesamtjahr einen Umsatz zwischen 74 und 78 Mio. EUR. Das Ergebnis pro Aktie wird dabei in einem Korridor von 24 bis 28 Cent erwartet. Auf der Anfang Juli abgehaltenen Hauptversammlung, gegen deren Tagesordnungspunkte ein Aktionär wie bereits in den Vorjahren Widerspruch zu Protokoll gab, wurde die Umfirmierung in Advanced Inflight Alliance beschlossen.



profitabel und damit für uns interessant ist. Hier könnte es im Jahresverlauf Neuigkeiten geben.

Smart Investor: Externes Wachstum und Akquisitionen sind nicht selten problematisch. Was sind Ihre Erfahrungen aus der Integration von Inflight Productions und Atlas Air?

Dauer: Der Gründer der US-Private Equity-Gesellschaft KKR hat vor kurzem gesagt: „Firmen kaufen kann jeder Narr. Die wirkliche Arbeit beginnt erst hinterher.“ So ganz Unrecht hat er nicht, wenngleich für uns die strategische Auswahl im Vordergrund steht. Bei den Due Diligence-Prüfungen ist es uns bisher immer gelungen, alle kleineren und größeren Haken zu finden. Zu den größeren Herausforderungen zählt, das Management zu integrieren und zu Teamspielern zu formen und nicht zuletzt die Kunden bei der Stange zu halten. Ein wichtiger Schachzug war die Errichtung einer Geschäftsfeldleitung, in der die Geschäftsführer der Tochtergesellschaften versammelt sind, um die gemeinsamen operativen Ziele voranzutreiben. Hier wurden auch Zuständigkeiten für den Airline-Rechtehandel, das Marketing und die Bordunterhaltungstechnologie vergeben.

Smart Investor: Spüren Sie weiterhin Preisdruck in den Verhandlungen mit den Airlines? Über welche operativen Maßnahmen steuern Sie diesem entgegen?

Dauer: Das ist ein sehr sensibles Thema, weil Sie nicht wissen können, ob hier nicht der eine oder andere Angestellte von Airlines begeisterter Smart Investor-Abonnent ist und mitliest. Ja, wir spüren Preisdruck. Es war aber noch nie anders.

Smart Investor: Geben Sie unseren Lesern doch einen kleinen Vorgeschmack auf die Halbjahreszahlen: Haben sich Ihre Erwartungen an das Geschäft in der ersten Jahreshälfte erfüllt?

Dauer: Wir wissen die Zahlen zum 30.06. selbst noch nicht. Im letzten Jahr mussten wir schlechte Erfahrungen mit unseren Halbjahreszahlen machen, die wir für gut hielten, der Markt diese jedoch mit Kursabschlägen bewertete. Selbst umfangreiche Erläuterungen mit einem Aktionärsbrief und Aktienerwerbe durch den Vorstand konnten den Fall des Aktienkurses nicht aufhalten. In diesem

Jahr scheinen die Erwartungen geschürt durch ein günstiges Börsenumfeld sehr hoch zu sein. Ich möchte diese Erwartungshaltung jetzt nicht noch mehr anheizen.

Smart Investor: Denken Sie angesichts dieser Entwicklung über eine Anhebung der Planzahlen nach?

Dauer: Wir werden sicher im Verlauf des dritten Quartals unsere Planzahlen zu Umsatz und Ertrag präzisieren. Auch hierzu kann ich noch nicht mehr sagen.

Smart Investor: Ihre Beteiligung an Telcast steht eigentlich im Widerspruch zu Ihrem Bekenntnis, sich auf die Bordunterhaltung konzentrieren zu wollen. Wäre es da nicht konsequent, sich von Telcast zu trennen?

Dauer: Die Telcast Media Group hat sich 2006 gut entwickelt. Diese Tendenz setzt sich nach Angaben des Managements 2007 fort. Da wir uns auf die Bordunterhaltung konzentrieren wollen, ist ein Verkauf der Beteiligung nicht ausgeschlossen. Weil wir aktuell jedoch keinen dringenden Liquiditätsbedarf haben, sind wir in der günstigen Situation, die weitere Entwicklung abwarten zu können.

Smart Investor: Herr Dauer, besten Dank für das Gespräch!

Interview: Marcus Wessel



Messestand der IFE-Alliance auf der WAEA in Miami; Foto: Advanced Medien

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).

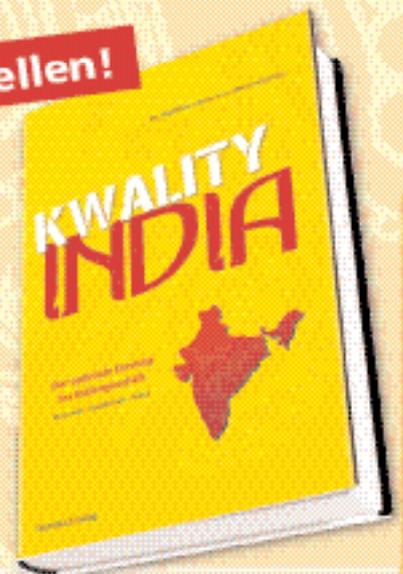
Anzeige

INDIEN!

Mit hilfreichen Hinweisen über Kultur, Verhalten und Wesen der Inder sorgt er für ein besseres Verständnis der Indischen Handels- und Geschäftsgepflogenheiten, zusätzlich gibt er dem Leser praktische Ratschläge an die Hand.

Wolffhart Auer von Herrenkrüchen | Kwaliti India | 256 Seiten, Hardcover mit Schutzumschlag
29,90 € (D), 30,80 € (A), 48,50 CHF | ISBN 978-3-89879-278-3; FinanzBuch Verlag

Jetzt bestellen!



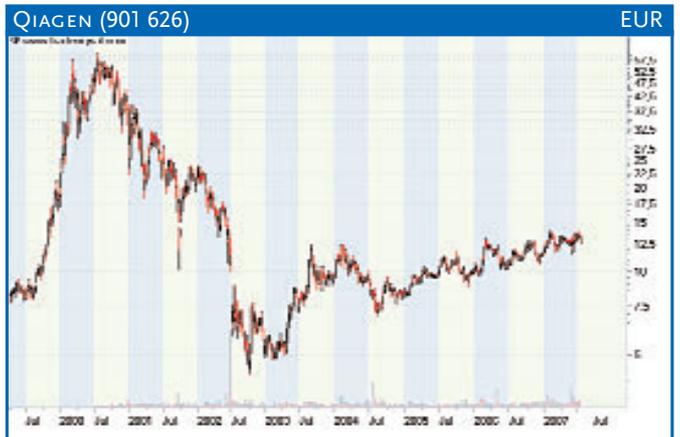
BUY OR GOOD BYE

GoodBye: Qiagen

Akquisitionen sind per se eine diffizile Angelegenheit. Die meisten bringen nicht das, was sich der Käufer im Vorhinein von ihnen erwartet hat. Statt Werte zu schaffen, werden Werte vernichtet. Das Biotech-Unternehmen Qiagen ließ zuletzt mit der Nachricht über den Kauf der amerikanischen Digene aufhören. Rund 1,6 Mrd. USD ist Qiagen-Chef Peer Schatz bereit, für den Diagnostiker auf den Tisch zu legen. Ein Preis, der angesichts der Wachstumschancen von Digene „unglaublich günstig“ sei, so Schatz. Zweifel an dieser Aussage sind jedoch angebracht: Auch wenn das Unternehmen mit 30% per annum wächst, zahlt Qiagen voraussichtlich das Sechsfache des für 2008 anvisierten Umsatzes bzw. das 40fache des diesjährigen Gewinns. Schnäppchen sehen anders aus. Schatz vertraut darauf, dass der von Digene entwickelte Test für den genetischen Nachweis des HPV (Humaner Papillomavirus), der für die Entstehung von Gebärmutterhalskrebs verantwortlich ist, einen Standard im Markt für molekulare Diagnostik setzt.

Was die Börse von dem Deal hält, lässt sich leicht am Aktienkurs ablesen. Dieser schlängelt sich seit 2003 in einer engen Bandbreite und ohne Dynamik in höhere Regionen. Daran hat sich auch seit Bekanntgabe der Übernahmepläne nichts geändert. Offenbar teilt die Börse unsere Bedenken. Was wäre, wenn im Zuge der Integration operative Probleme auftauchen würden,

von denen das Management jetzt noch nichts ahnt? Was, wenn ein Konkurrent die Zulassung für einen vergleichbaren HPV-Test erhält? Keine Frage: Qiagen ist ein hochprofitables Unternehmen in einem attraktiven Markt. Doch die aktuelle Bewertung nimmt den Großteil des zukünftigen Wachstums bereits vorweg. Im Zuge einer starken Marktkorrektur wäre der Titel dann jedoch wieder eine Versuchung wert. Mehr als 8 EUR sollten Anleger allerdings auch dann nicht bezahlen.



GoodBye: Salzgitter

Die Salzgitter-Aktie gehört schon seit Jahren zu den Top-Performern am deutschen Aktienmarkt. Angetrieben von einer scheinbar unzerstörbaren Stahlkonjunktur, einem regelrechten Megazyklus, der das typisch Zyklische vermissen lässt, weist das Papier allein in den letzten zwölf Monaten ein Kursplus von über 150% aus. Bislang ziehen die Gewinne noch mit, weshalb das KGV von 12 für dieses Jahr auf den ersten Blick recht moderat ausfällt. Zwar rechnen auch wir bei der Stahlnachfrage nicht mit einem drastischen Einbruch – dafür ist das globale Wachstum einfach zu robust –, die mittlerweile erreichte Marktbewertung von knapp 10 Mrd. EUR macht den Titel aber zunehmend anfällig für eine stärkere Korrektur. Daher sollten Anleger sich jetzt von ihren Anteilen trennen – ein späterer Rückkauf sollte dabei jedoch nicht ausgeschlossen werden.

Salzgitter zählt innerhalb seiner Branche nämlich zweifellos zu den Top-Picks. Einerseits hebt sich der Konzern mit seiner Ausrichtung auf höherwertige Stahlprodukte von den meisten Massen Anbietern ab. Und mit dem Röhren-Bereich verfügt man über ein zusätzliches Standbein, das unmittelbar von den hohen Energiepreisen profitiert. Wie der Kauf der Klöckner-Werke zeigt, arbeitet Vorstandschef Wolfgang Leese zudem aktiv an der Verbreiterung der Ergebnisbasis. Für weitere Akquisitionen stehen Salzgitter nochmals 2,5

Mrd. EUR an Barmitteln zur Verfügung. Summa summarum: Bei Salzgitter gilt es klar zwischen der Aktie und dem Unternehmen zu unterscheiden. Während letzteres operativ auf Kurs bleibt, benötigt die Aktie dringend eine Verschnaufpause. Die Betonung liegt hierbei auf „Pause“. Längerfristig trauen wir dem Wert nicht nur deutlich höhere Kurse, sondern auch den Aufstieg in den DAX30 zu.



TURNAROUND

3U Telecom

Versteckte Qualitäten

Der Name 3U ist vielen von den günstigen Call by Call-Vorwahlnummern ein Begriff. An der Börse war es um das Unternehmen jedoch lange Zeit ruhig. Während Aktien auf breiter Front haussierten, dümpelte das Papier von 3U im Bereich eines Penny Stocks – doch damit ist jetzt offenbar Schluss. Parallel zu der Ankündigung, die Tochter LambdaNet verkaufen zu wollen, hat sich der Aktienkurs zuletzt nahezu verdoppelt. Bleibt die Frage, ob der Anstieg fundamental gerechtfertigt ist und der Wert noch über weiteres Potenzial verfügt.

Preiskampf erzwingt Neuausrichtung

Nach der Liberalisierung des heimischen Telefonmarktes entstanden unzählige neue Telekomanbieter, die u. a. über günstige Call by Call-Vorwahlen dem einstigen Monopolisten Deutsche Telekom die Kunden abzugewinnen versuchten. 3U war einer dieser Herausforderer. Das mit dem Abjagen hat seitdem zwar bestens funktioniert, allerdings ruinierten die neuen Anbieter zugleich die Preise für die meisten Telekomdienste. Aus diesem Grund entschied das 3U-Management bereits vergangenes Jahr, die aktive Vermarktung der defizitären DSL- und Preselection-Angebote einzustellen. In der Sparte Festnetztelefonie wollte man sich auf die erprobten Call by Call-Aktivitäten und den Handel mit Telefonminuten konzentrieren. Hinzu kam das Segment Breitband/IP, das nach der Restrukturierung der 2004 erworbenen LambdaNet auf EBITDA-Basis profitabel arbeitete.

Ein großer Schritt

Zu Jahresbeginn fiel die Entscheidung für eine Neupositionierung der Gesellschaft als Management- und Beteiligungsholding. Die Festnetzsparte soll dabei zukünftig wie eine Beteiligung geführt, der Vorstand in der AG zugleich auf zwei Personen verkleinert werden. Neben Engagements in Unternehmen aus dem Tech-Umfeld will der neue Finanzvorstand Oliver Zimmermann



auch in Restrukturierungsstorys aus ganz unterschiedlichen Branchen investieren. Das nötige Know-how bringt der ehemalige Roland Berger-Consultant hierfür nach rund 20 durchgeführten Restrukturierungen jedenfalls mit. Im Zuge der Neupositionierung reifte der Entschluss, sich von LambdaNet zu trennen, da die Tochter für den Betrieb des Festnetzgeschäfts nicht länger benötigt wird. Die derzeit laufenden Gespräche mit Interessenten aus der Telekombranche und Finanzinvestoren will Zimmermann bis zum Herbst abschließen. Mehrere Banken taxieren den Wert von LambdaNet auf 70 bis 100 Mio. EUR, wobei dieser Betrag für eine Schätzung des tatsächlichen Verkaufspreises noch um Leasingverbindlichkeiten (19 Mio. EUR im Konzern) und Finanzschulden – letzte beliefen sich per Ende März konzernweit auf 13 Mio. EUR – bereinigt werden muss.

Medienpräsenz nicht unproblematisch

Mit der Aussicht auf einen Verkauf der LambdaNet und damit verbunden einen warmen Geldregen griff bereits eine Reihe von Börsenbriefen die 3U-Story in den zurückliegenden Wochen auf. Wie sich an den sprunghaft angestiegenen Handelsvolumina in der Aktie ablesen lässt, dürften derzeit auch viele eher kurzfristig orientierte Trader Positionen aufgebaut haben. Das erhöht zumindest für die nächsten Wochen die Wahrscheinlichkeit für eine deutlichere Korrektur. Fundamental ließen sich allein angesichts einer Liquidität im Konzern von 37 Mio. EUR und eines um Verbindlichkeiten bereinigten Unternehmenswertes von 50 Mio. EUR für LambdaNet Notierungen bis zu 1,80 EUR rechtfertigen. Selbst dann würde der Titel lediglich auf Cash-Niveau gehandelt.

Fazit

Obwohl auf die Aussagen und Ankündigungen von 3U in der Vergangenheit – zurückhaltend formuliert – nicht immer Verlass war, sollten risikofreudige Anleger den Wert auf ihre Watchlist setzen. Die Grundlagen für einen längeren Kursaufschwung sind mit den eingeleiteten Verkaufsgesprächen und der in Kürze abgeschlossenen Reorganisation jedenfalls gelegt.

Marcus Wessel

3U TELECOM			
BRANCHE	TELEKOM		
WKN	516 790	AKTIENZAHL (MIO.)	46,84
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 20.7.07 (EUR)	1,09
MITARBEITER	183	MCAP (MIO. EUR)	51,06

	2006	2007E	2008E
UMSATZ (MIO. EUR)	127,5	102,0	81,0
% GGÜ. VJ.	+3,3%	-20,0%	-20,6%
EPS (EUR)	-0,08	-0,12	-0,05
% GGÜ. VJ.	N.BER.	N.BER.	N.BER.
KUV	0,37	0,46	0,58
KGV	N.BER.	N.BER.	N.BER.

EMERGING MARKETS AKTIE

Banco Itaú Holding Financeira S.A. (Brasilien)

Expansion am Zuckerhut

Die Banco Itaú gehört zu den vier großen Banken Brasiliens. Das von der Familie Setubal kontrollierte Unternehmen wurde 1945 als Central de Credito gegründet und fusionierte 1964 mit der Banco Federal zur Banco Itaú. Es folgte eine ganze Reihe weiterer Übernahmen und Fusionen – und dieser aggressive Wachstumskurs wird auch heute noch fortgesetzt. Die Aktie ist in den vergangenen Jahren extrem gut gelaufen und mittlerweile bei Kursen um 35 EUR mit einem KGV von 19 für das laufende Geschäftsjahr nicht mehr billig – doch viele Analysten sehen aufgrund der Wachstumsdynamik noch Luft nach oben.

Als Universalbank extrem breit aufgestellt

Das Geschäft der Holding deckt alle Sparten der Finanzdienstleistungen ab. Banco Itaú S.A. arbeitet als klassische Retailbank, Banco Itaú BBA S.A. als Geschäftsbank und Itaúsa Investimentos S.A. als Investmentbank. Der Bereich Kreditkarten, Vorsorge, Versicherungen wird über die Itaúcred abgewickelt. Dabei bietet Itaúcred zum Beispiel auch Kredite für Menschen ohne eigenes Bankkonto. In Europa ist die Bank durch Aktivitäten in Spanien und Portugal ein Begriff, vor allem aber seit 2002 nach der Übernahme der Banco Fiat, wobei alle Autofinanzierungen der italienischen Autobauer übernommen wurden. 2006 akquirierte Banco Itaú die brasilianischen, chilenischen und uruguayischen Finanzbereiche der Bank-Boston von der Bank of America, die diese nach dem Erwerb der FleetBoston an Banco Itaú weiterreichte. Im Gegenzug erhielt die Bank of America einen Anteil an der Banco Itaú von 6%. Zuletzt übernahm Itaú im April verschiedene Privatbank-Sparten der ABN Amro in Südamerika.

Gute Ergebnisse im 1. Quartal

Im ersten Quartal steigerte die Holding den Nettogewinn gegenüber dem Vorjahr um knapp ein Drittel auf 940 Mio. USD. Ein Teil des Zuwachses geht auf die jüngsten Akquisitionen zurück, aber vor allem die Ausleihungen wuchsen mit 40% rasant. Insbesondere bei Verbraucher- (+40%) und Autokrediten (+59%) partizipiert Itaú mehr als die großen Mitkonkurrenten, Unibanco zum Beispiel muss-



te sich mit 13% Zuwachs bei den Krediten begnügen. Kaum einzuschätzen ist, ob das auch daran liegt, dass um des Wachstums Willen höhere Risiken eingegangen werden, in der Vergangenheit jedenfalls ist Itaú nicht wegen erhöhten Berichtigungsbedarfes aufgefallen, im Jahresvergleich konnte der Berichtigungsbedarf sogar um ca. 80 Mio. USD gesenkt werden. Leicht vermindert haben sich hingegen die Erlöse aus Gebühren und Provisionen, was Itaú vor allem auf die saisonal bedingte Abschwächung an der Börse einschließlich Emissionsbegleitung zurückführt.

Anders als in den USA und Europa sind die Zinsen in Brasilien in den vergangenen Jahren gefallen – von in der Spitze 19,75% im September 2005 auf nunmehr 12%. Investoren wie Katy Dobson, Fondsmanagerin bei Threadneedle, rechnen in den kommenden zwei Jahren mit weiter fallenden Zinsen. Das könnte die Margen unter Druck bringen, sorgt auf den anderen Seite aber auch für stark erhöhte Nachfrage. Besonderes Wachstum erwartet Dobson im Bereich Immobilienfinanzierungen. Derzeit macht diese Sparte lediglich 5% der gesamten Kreditsumme in Brasilien aus.

Fazit

Die Banco Itaú ist in einem Markt, dem weiterhin stabiles Wachstum zugetraut wird, bestens aufgestellt. Zukäufe, die weitere Expansion in andere südamerikanische Länder und nicht zuletzt die Ausweitung des Marktanteils in Brasilien von derzeit 11% geben dem Wert Phantasie. Auf der anderen Seite ist die Aktie durchaus ambitioniert bewertet und auf dem derzeitigen Niveau nicht unbedingt ein Kauf. Sollte der Kurs aber im Zuge einer allgemeinen Marktschwäche zurückkommen, nicht zuletzt weil die Börse in São Paulo reif für eine markantere Korrektur wäre, bietet sich die Eröffnung einer Position an. Angesichts des Wachstums ist ein KGV von 15 vertretbar, was einem Kurs von etwa 29 EUR entspricht.

Stefan Preuß

Das Finanzzentrum Brasiliens: São Paulo
Foto: pixelio.de

NACHRICHTEN AUS DEN UNTERNEHMEN

Fakten und Gerüchte zur Sommerzeit

Es bewegt sich etwas

MLP: Auslandsgeschäft ohne Fortune

Der Heidelberger Finanzdienstleister MLP hat mit seinem Auslandsgeschäft wenig Glück. Nachdem man sich bereits Anfang 2006 aus der Schweiz zurückgezogen hatte, wurden nun die Tochtergesellschaften in Spanien und Großbritannien an einen nationalen Anbieter veräußert. Auch dort gelang es nicht, den Break-even zu erreichen. Der Rückzug wird einen Restrukturierungsaufwand in einstelliger Millionenhöhe zur Folge haben, teilte das Unternehmen weiter mit. An der EBIT-Prognose von 110 Mio. EUR für 2007 ändere sich aber nichts. In Zukunft will sich MLP auf die verbliebenen Auslandsmärkte Österreich und Niederlande konzentrieren. Zuletzt trieben Gerüchte über einen möglichen Einstieg des französischen AXA-Konzerns den Kurs an. AXA hatte angekündigt, auch in Deutschland zukaufen zu wollen, was Übernahmespekulationen nährte.

SI-Kommentar: Das Aus für zwei weitere Auslandsmärkte beschneidet perspektivisch das Wachstumspotenzial für MLP beträchtlich. Sollten sich die Gerüchte wieder zerschlagen, drohen weitere Kursverluste.

BayWa: Verkauf bringt Sonderertrag

Es ist ein offenes Geheimnis, dass in der Bilanz des Handelskonzerns BayWa manch verborgene Werte schlummern. Das wurde zuletzt beim Verkauf des Snack-Herstellers Kelly wieder einmal deutlich. Das Unternehmen ist in Österreich mit einem Jahresumsatz von 64 Mio. EUR der führende Hersteller von Knabbergebäck. BayWa veräußerte über eine Tochter den 25%-Anteil an ein Beteiligungsunternehmen des Bankhauses Metzler. Aus der Transaktion resultiert nach Angaben von BayWa ein außerordentlicher Ertrag über rund 21 Mio. EUR, was die Börse mit deutlichen Kursgewinnen auf ein neues Allzeithoch honorierte.

SI-Kommentar: Unsere Alt-Empfehlung BayWa gehört auch in diesem Jahr erneut zu den Top-Performern im SDAX. Anleger sollten ihre Gewinne laufen lassen. Ein Neueinstieg bietet sich erst nach einem deutlichen Rücksetzer an.

Impreglon (IK): Weitere Akquisition

Nach dem im Mai vollzogenen Kauf der Starnberger Beschichtungen GmbH befindet sich Impreglon-

Chef Henning J. Claassen weiter auf Einkaufstour. Ein Teil der Gelder aus der erst kürzlich zu 9,25 EUR abgeschlossenen Kapitalerhöhung wurde jetzt für den Erwerb sämtlicher Anteile an der Te Strake Surface Technology ausgegeben. Damit verstärken die Niedersachsen ihre Beschichtungsaktivitäten auf dem Gebiet der Massen- und Serienteile. Die Standorte von Te Strake in Obrigheim und im holländischen Deurne sollen rasch in den Konzern integriert werden. Für das Gesamtjahr erwartet Impreglon nunmehr einen Umsatz von ca. 40 Mio. EUR. Zum Vergleich: 2006 setzte man lediglich 20,3 Mio. EUR um. Gut möglich, dass dieses Ziel in den nächsten Monaten nochmals nach oben korrigiert werden muss.

SI-Kommentar: Claassen hat in der Vergangenheit bewiesen, dass er es versteht, Zukäufe geräuschlos zu integrieren. Gelingt ihm das auch bei Starnberger und Te Strake, winken weitere Kursgewinne.

Atoss Software: Geschäft brummt

Atoss – ein Anbieter von Softwarelösungen zur Personaleinsatzplanung – legte bereits überaus erfreuliche Eckdaten zum zweiten Quartal vor. Von April bis Juni erzielte das Unternehmen dank einem starken Geschäft mit hochmargigen Software-Lizenzen ein operatives Ergebnis von 1,0 Mio. EUR (+73% gegenüber Vorjahr). Für das erste Halbjahr summiert sich das EBIT auf einen Wert von 1,9 Mio. EUR (Vj.: 1,3 Mio. EUR), weshalb der Vorstand für das Gesamtjahr nunmehr mit einem EBIT von mindestens 3,0 Mio. EUR kalkuliert. Auf der Umsatzseite verbuchte Atoss im ersten Halbjahr ein Plus um 12% auf 11,7 Mio. EUR. Hierbei macht sich vor allem die gute konjunkturelle Situation im Inland bemerkbar.

SI-Kommentar: Angesichts des traditionell starken vierten Quartals sollte die Zielvorgabe im Ergebnis sicher erreicht werden. Es besteht sogar Raum für die eine oder andere positive Überraschung.

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).

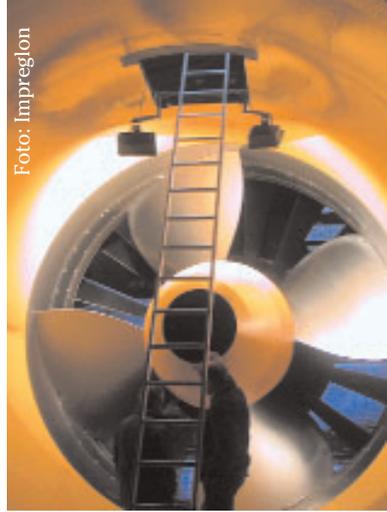


Foto: Impreglon



Foto: MLP



Foto: BayWa



Foto: Atoss

NACHRICHTEN AUS DEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN

Ein Blick auf die Kleinen und die Neuen

Greiffenberger: Informiert über Jahresauftakt

Die in Augsburg ansässige Greiffenberger AG fungiert als Holding für drei Beteiligungen (ABM, Eberle, BKP) aus dem industriellen Umfeld und dem des Maschinen- und Anlagenbaus.



Foto: Greiffenberger

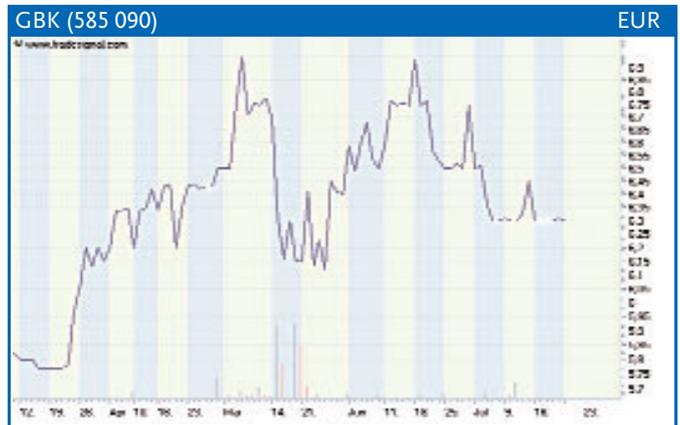
Auf der Hauptversammlung gab Vorstand Stefan Greiffenberger einen Überblick über die Entwicklungen während der ersten fünf Monate. Demnach hielt der positive Trend aus dem vergangenen Jahr auch 2007 bislang an. Per Ende Mai erhöhten sich die Bestelleingänge gegenüber dem Vorjahreszeitraum um knapp 5% auf 64,1 Mio. EUR, gleichzeitig verbesserte sich der Umsatz um 7%. Für das Gesamtjahr peilt Greiffenberger Erlöse in Höhe von 144 bis 150 Mio. EUR (2006: 138,4 Mio. EUR) sowie ein EBIT-

DA zwischen 18 und 22 Mio. EUR (2006: 20 Mio. EUR) an. Wie der Vorstand weiter mitteilte, soll die Ergebniserwartung nach Vorlage des Halbjahresberichts und der Zahlen zum dritten Quartal präzisiert werden.

SI-Kommentar: Die Greiffenberger-Aktie sollte nach dem starken Anstieg der letzten Wochen zunächst in eine Konsolidierungsphase eintreten. Immerhin ist das Papier auch auf dem aktuellen Niveau weiterhin moderat (KGV 9) bewertet.

GBK: Frisches Geld für neue Beteiligungen

Die Hamburger auf MBO-, Buyout- und Expansions-Finanzierungen spezialisierte GBK AG arbeitet derzeit intensiv am Ausbau ihres Beteiligungsportfolios. Vorstand Christoph Schopp will die zuletzt im Rahmen einer Kapitalerhöhung eingesammelten Mittel sukzessive für Neuengagements einsetzen, wobei bereits kurzfristig Neuigkeiten anstehen sollen. Insgesamt entwickelte sich das aus 24 Beteiligungen bestehende Portfolio im ersten Halbjahr sehr zufrieden stellend. So gab die im Bereich der Gewerbeimmobilien tätige Polis AG Mitte März ihr Debüt im Prime



Standard. GBK hält nach dem IPO noch rund 2% an der Gesellschaft. Auf der Hauptversammlung wurde zudem die Ausschüttung einer von 12 auf 20 Cent erhöhten Dividende beschlossen. **SI-Kommentar:** Die GBK zählt zu den konservativen Beteiligungsgesellschaften, die mit ihrer soliden Dividendenpolitik und kontinuierlichen Wertzuwachsen überzeugen. Für langfristig orientierte Value-Investoren interessant.

DeTeBe: Attraktiver Börsenneuling

Seit dem 15. Juni ist die Aktie der in München ansässigen Deutsche Technologie Beteiligungen AG (DeTeBe) im Entry Standard gelistet. Emittiert zum Festpreis von 4,40 EUR, notiert das Papier mittlerweile nur noch bei 4,05 EUR. Eigentlich unverständlich, läuft es doch bei den Kernbeteiligungen Plan Optik – die DeTeBe hält rund 31% an dem Wafer-Produzenten – und InterCard (DeTeBe-Anteil: 44,7%) weiterhin rund. Die DeTeBe will sich bewusst aus dem operativen Geschäft der Portfolio-Unternehmen heraushalten. Stattdessen sollen mit vergleichsweise geringem Mitteleinsatz (max. 1 Mio. EUR pro Investment) zuvor brach liegende



Freiland-Anlage der DeTeBe-Beteiligung Climasol in Pocking mit 240 kWp; Foto: DeTeBe

Wachstumspotenziale freigesetzt werden. Der Fokus liegt hierbei auf mittelständischen, innovativen Unternehmen, die entweder bereits über eigene Produkte oder eine etablierte Marke verfügen. Neben den beiden börsennotierten Beteiligungen gehören der Solarpark-Projektierer Climasol, die Frank Optic Products GmbH und die im Bereich der Material- und Produktprüfung tätige Bautest GmbH dem DeTeBe-Portfolio an.

Anzeige

Der Wellenreiter
Wirtschaftsthemen der Zeit

Zyklen, Verlaufsvergleiche, Kommentare
Jeden Montag CoT-Auswertung

Schnupperabo 14 Tage kostenlos

www.wellenreiter-invest.de

SI-Kommentar: Der Wert der Anteile an Plan Optik und Inter-Card sowie die liquiden Mitteln decken die aktuelle Marktkapitalisierung bereits mehr als ab. Gewissermaßen als kostenlose Dreingabe erhält der Aktionär ein erprobtes Geschäftsmodell und drei weitere Beteiligungen.



Blue Cap: Experte für „Special Situations“

Die seit Mitte April im Entry Standard und im M:access der Münchner Börse notierte Blue Cap AG hat sich vergleichbar einer Arques (IK) und Aurelius auf mittelständische Unternehmen in Umbruch- und Sondersituationen spezialisiert. Dazu gehören Sanierungsfäl-

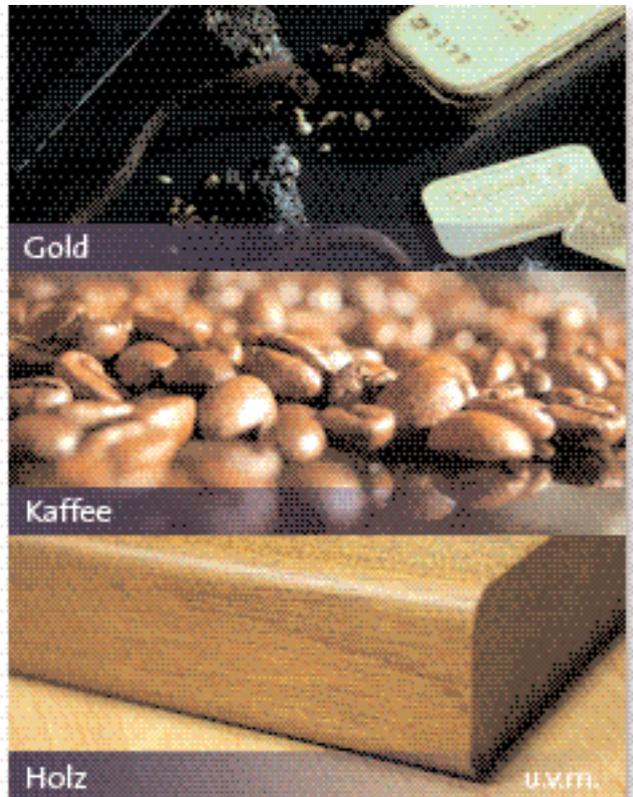
le, Spin-offs größerer Konzerne und ungelöste Nachfolgeregelungen, wobei jedoch weniger forsch durchgegriffen wird, schon allein weil Blue Cap im Gegensatz zu einer Arques bislang jeweils nur einen Minderheitenanteil hält. Oftmals handelt es sich auch lediglich um Finanzierungsprobleme, die in Zusammenarbeit mit dem bestehenden Management und frischem Kapital gelöst werden können. Nach der zuletzt durchgeführten Kapitalerhöhung plant das Management in Zukunft auch Mehrheitsübernahmen. So will man bis zum Jahresende mindestens zwei Neuzugänge präsentieren. Mit der Entwicklung bei der Beteiligung SMB David – einer früheren Tochter des MAN-Konzerns – zeigt sich der Vorstand besonders zufrieden. Das Unternehmen stellt Maschinen und Anlagen zur Isolier- und Dämmstoffbearbeitung her. Die Auftragsbücher sind voll, vor allem die Nachfrage aus den USA hat spürbar angezogen.

SI-Kommentar: Auch wenn die Börsenhistorie des Unternehmens noch recht jung ist, hat das Team mit seinen 15 Jahren Erfahrung im Beteiligungsgeschäft schon einige Erfolge vorzuweisen. Jetzt muss Blue Cap zeigen, dass auch die neuen Gelder sinnvoll investiert werden.

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



45 Rohstoffe, mehr als 50 Nachrichten pro Tag und mehrere 100 Rohstoffaktien.

WWW.ROHSTOFFWELT.DE



ROHSTOFFWELT
DIE GANZE WELT DER ROHSTOFFE

MUSTERDEPOT

Dem DAX dicht auf den Fersen

Mit Siebenmeilenstiefeln machte sich unser Depot zuletzt daran, den angefallenen Performance-Rückstand zur Benchmark aufzuholen. Zu verdanken haben wir das gleich einem halben Dutzend Aktien.

Nachdem der DAX sein altes Allzeithoch aus dem Jahr 2000 aus dem Markt nahm, trat er recht schnell den Rückzug an. Im Monatsvergleich ging es für die deutschen Blue Chips in Summe sogar um 1% abwärts. Ganz anders verhielt sich da unser Musterdepot. Mit einem Zugewinn von 4,8% gelang dem Depot über die letzten vier Wochen der größte Performance-Sprung seit dem vergangenen Oktober. Zu verdanken haben wir das einer Vielzahl von Aktien. So legten Arques (IK), D+S (IK), Banpu und Anvil prozentual jeweils zweistellig zu. Aber auch die übrigen Titel weisen teilweise ordentliche Zugewinne auf, was uns in der Titelauswahl einmal mehr bestätigt. Dass uns der DAX zwischenzeitlich schon einmal deutlicher die Rücklichter zeigte, lag dann auch eher daran, dass wir auf reichlich Liquidität saßen und nicht zu 100% investiert waren.

Unsere Absicherungsstrategie

Bis zum Redaktionsschluss kam es noch nicht zu der anvisierten Aufnahme des Short-Hebelzertifikats (WKN CB5PGT) auf den DAX. Der Sell Stop soll erst ab einem Indexstand von 7.840 Punkten auf Schlusskursbasis ausgelöst werden. Wenn Sie jetzt den Smart Investor in Händen halten, könnte es bereits sein, dass der DAX dieses Niveau nach unten durchbrochen hat und wir das Zertifikat folglich erworben haben. Darüber werden wir Sie wie ge-

wohnt im Rahmen des „Smart Investor Weekly“ (SIW) auf dem Laufenden halten. Mittels des Zertifikats und des im Depot befindlichen Puts versuchen wir, uns zu einem Großteil gegen eine Schwäche des Gesamtmarktes abzusichern. Während der Put erst bei dramatischen Kursverlusten greift, läuft das Zertifikat über seine lineare Abdeckung bereits von Anfang an mit. Im Gegenzug werden wir davon absehen, im größeren Stil Aktienpositionen zu verkaufen. Aus der letzten Korrektur und dem vorzeitigen Verkauf von fundamental erstklassigen Titeln wie Stratec und K+S haben wir gelernt. Sollte das von uns favorisierte Korrektur-Szenario wie im „Großen Bild“ skizziert eintreten, wollen wir vielmehr die Aktienquote erhöhen. Kandidaten für eine Depotaufnahme finden sich z. B. auf Seite 18. Für Metis Capital (WKN: 936 734; siehe Analyse in SI 7/2007, S. 65) haben wir bereits ein Kauflimit bei 2,49 EUR für 4.000 Stück gelegt.

Arques (IK) verkauft restlichen SKW-Anteil

Anleger mit schwachen Nerven sollten momentan nicht allzu oft auf den Arques-Kurs blicken. Nachdem der Titel zwischenzeitlich im Monatsvergleich um über 30% zulegen konnte und sogar über der Marke von 40 EUR notierte, folgte eine heftige Korrektur. Als Erklärung fanden sich neben den in einem solchen Fall üblichen

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EUR) STICHTAG: 20.7.2007
 PERFORMANCE: +18,1% SEIT JAHRESANFANG (DAX: +19,4%); +4,8% GG. VORMONAT (DAX: -1,0%); +195,0% SEIT DEPOTSTART (DAX: +207,8%)

	WKN	BRANCHE/ LAND	SIP ²	C/R [*]	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT	WERT AKT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	SEIT KAUF
ARQUES INDUSTRIES [D]	IK 515 600	SANIERUNGSSPEZ.	C	8/6	700	27.10.2003	1,60	36,20	25.340	8,6%	+16,8%	+2162,5%
PALFINGER [ÖST]	919 964	SPEZIALKRÄNE	C	6/5	600	21.06.2006	17,97	38,70	23.220	7,9%	+1,0%	+115,4%
D+S EUROPE [D]	IK 533 680	OUTSOURCING	C	6/5	1.500	18.10.2006	6,52	13,05	19.575	6,6%	+19,5%	+100,2%
ANVIL MINING [AUS]	A0B 6G3	KUPFER-PRODUZENT	C	6/6	1.000	06.12.2006	7,90	13,10	13.100	4,4%	+12,3%	+65,8%
ADVANCED MEDIEN [D]	IK 126 218	MEDIEN	B	7/5	5.000	22.12.2004	1,84	2,82	14.100	4,8%	+3,3%	+53,3%
CANADIAN NATURAL [CAN]	865 114	ÖL- UND GAS	B	6/4	300	28.02.2007	38,18	53,23	15.969	5,4%	+7,0%	+39,4%
BANPU [THAI]	882 131	KOHLEPRODUZENT	B	7/5	2.000	04.04.2007	4,72	6,28	12.560	4,3%	+10,0%	+33,1%
KRONES [D]	633 500	MASCHINENBAU	B	5/4	100	18.04.2007	144,50	181,30	18.130	6,1%	+5,1%	+25,5%
VOESTALPINE [ÖST]	897 200	INDUSTRIEKONZERN	C	5/4	250	11.04.2007	52,75	63,32	15.830	5,4%	+3,9%	+20,0%
STATOIL [NOR]	IK 675 213	ÖL- UND GAS	B	5/4	500	28.02.2007	19,60	23,10	11.550	3,9%	+5,0%	+17,9%
TUI [D]	TUA G00	TOURISTIK/LOGISTIK	D	7/6	700	11.04.2007	19,57	20,35	14.245	4,8%	+6,3%	+4,0%
CHINA HAIDA [CHN]	A0D 80N	BAU-ZULIEFERER	C	6/4	50.000	11.04.2007	0,169	0,152	7.600	2,6%	-7,9%	-10,1%
DAX-PUT; 6.400; DEZ. 07	G50 JYT	DAX-AKTIE	D	9/8	6.000	30.05.2007	1,40	0,68	4.080	1,4%	+6,3%	-51,4%

* 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.

AKTIENBESTAND	195.299	66,2%
LIQUIDITÄT	99.740	33,8%
GESAMTWERT	295.039	100,0%

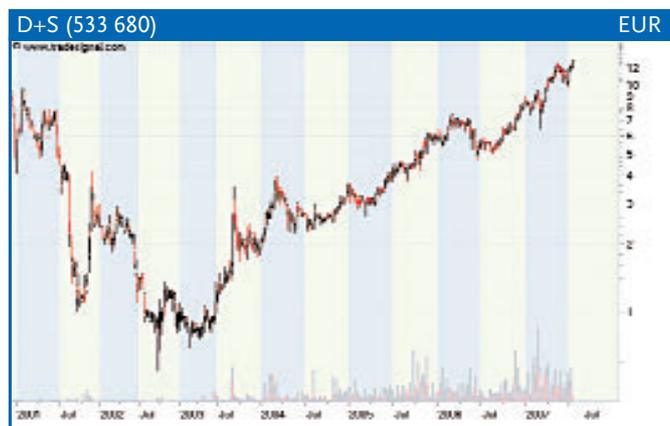
IK: Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum!

HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

Gewinnmitnahmen auch Spekulationen um eine Personalie bei der Druckerei-Tochter Arquana. Der dortige Finanzvorstand gab „aus persönlichen Gründen“ überraschend seinen Rücktritt bekannt. Ob dieser Schritt als Indiz für schwer wiegende operative Probleme zu werten ist, wie es der Arquana-Chart nahe legt, lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt jedoch nicht eindeutig klären. Fakt ist dagegen, dass Arques sich wie angekündigt vollständig von seiner Beteiligung an der SKW Metallurgie getrennt hat. Damit fließen der Gesellschaft brutto 82 Mio. EUR zu. Arques hatte SKW 2004 vom Degussa-Konzern übernommen und Ende 2006 an die Börse gebracht. Wir werten den Deal als weiteren Beweis für die konsequente Umsetzung der eigenen Investmentphilosophie. Und insgesamt sehen wir durch de überragenden Kursanstieg der Arques-Aktie unsere „Treue“ gegenüber diesem Titel – phasenweise entgegen dem kompletten Presse-Mainstream – bestätigt. Allerdings rechnen wir nun mit einer ausgeprägten und längeren Korrektur.

D+S (IK) schließt Übernahme ab

Anfang Juli meldete D+S Vollzug bei der bislang größten Übernahme der Firmengeschichte. Mit dem notariellen Abschluss ist der Kauf der Heycom-Gruppe besiegelt. Damit verstärkt sich D+S auf dem wachstumsstarken Gebiet der e-Commerce-Dienstleistungen. Heycom betreibt Onlineshops und bietet darüber hinaus die komplette Transaktionsabwicklung im Bereich e-Commerce an. Mit diesem Schritt sollte sich zudem das Bild des Unternehmens unter Investoren weiter von dem eines reinen Call Center-Betreibers weg bewegen. Schon lange stimmt diese Klassifizierung nicht mehr, was sich teilweise in einer Neubewertung der Aktie bereits niedergeschlagen hat. Vorstandschef Achim Plate bestätigte die ehrgeizigen Ziele bis zum Jahr 2009. Demnach soll der Umsatz von 240 Mio. EUR in diesem Jahr auf mehr als 390 Mio. EUR in 2009 zulegen. Das Ergebnis pro Aktie erwartet Plate im kommenden Jahr bei mehr als 80 Cent, 2009 peilt der umtriebige Firmenlenker dann einen Wert von über 1 EUR an. Zuletzt wurde bekannt, dass die Beteiligungsgesellschaft TOCOS 2,7% der Anteile an D+S erworben hat. Hinter TOCOS verbirgt sich der Textilunternehmer Detlev Meyer. Man darf spekulieren, inwieweit D+S Meyers Kontakte in die Modebranche bei der Akquise neuer Kunden nutzen kann.



bers weg bewegen. Schon lange stimmt diese Klassifizierung nicht mehr, was sich teilweise in einer Neubewertung der Aktie bereits niedergeschlagen hat. Vorstandschef Achim Plate bestätigte die ehrgeizigen Ziele bis zum Jahr 2009. Demnach soll der Umsatz von 240 Mio. EUR in diesem Jahr auf mehr als 390 Mio. EUR in 2009 zulegen. Das Ergebnis pro Aktie erwartet Plate im kommenden Jahr bei mehr als 80 Cent, 2009 peilt der umtriebige Firmenlenker dann einen Wert von über 1 EUR an. Zuletzt wurde bekannt, dass die Beteiligungsgesellschaft TOCOS 2,7% der Anteile an D+S erworben hat. Hinter TOCOS verbirgt sich der Textilunternehmer Detlev Meyer. Man darf spekulieren, inwieweit D+S Meyers Kontakte in die Modebranche bei der Akquise neuer Kunden nutzen kann.

China Haida im Dornröschenschlaf

Entgegen den meisten Depotwerten trat die Aktie von China Haida auch in den letzten Wochen auf der Stelle. Unter Schwankungen notierte der Kurs zumeist um die Marke von 16 Cent. Das mag damit zusammenhängen, dass es derzeit an echten kursrelevanten



Von Chinas Bauboom profitiert auch China Haida; Foto: pixelio.de

Nachrichten mangelt. So steht der Halbjahresbericht erst noch zur Veröffentlichung an. Die zuletzt gemeldeten Daten zum chinesischen Wirtschaftswachstum – das BIP verbesserte sich im zweiten Quartal um beeindruckende 11,9% – deuten aber bereits an, dass sich das Geschäft mit den von China Haida hergestellten Verbundplatten aus Aluminium weiterhin äußerst robust entwickelt haben sollte. Diese finden u. a. beim Fassadenbau von Bürokomplexen, Flughäfen (Shanghai, Peking), Einkaufszentren und Hotels Verwendung. Obwohl das Unternehmen mittlerweile rund ein Drittel seiner Umsätze im Ausland erzielt, liegt der Schwerpunkt der Aktivitäten nach wie vor auf dem Heimatmarkt China. Mit Blick auf die Olympischen Spiele im kommenden Jahr dürfte es Schlimmeres geben.

Aktiensplitt bei Palfinger

Wie von der Hauptversammlung beschlossen, trat Ende Juni der Aktiensplitt im Verhältnis 1:4 bei der Palfinger-Aktie in Kraft. Als direkte Folge viertelte sich die Notierung. Die optische Verbilligung soll den Titel auch für Privatanleger leichter handelbar machen und zu einer weiteren Verbesserung der Börsenumsätze beitragen. Spannend wird es bei Palfinger wieder am 8. August. Dann stehen die Halbjahreszahlen zur Veröffentlichung an. Es ist davon auszugehen, dass den Aktionären neue Bestmarken bei Umsatz und Ergebnis vermeldet werden können.

Fazit

Gerade mit der Entwicklung in den letzten Wochen können wir sehr zufrieden sein. Die meisten Depotwerte legten in einem zunehmend volatileren Umfeld kräftig zu. Jetzt gilt es, sich für stürmischere Zeiten zu rüsten. Unsere hohe Cash-Quote und der beabsichtigte Kauf des Short-Zertifikats stehen in Übereinstimmung mit unserer Gesamtmarktprognose. Nachtrag: Wir nehmen wieder mit einer eher auf Trading ausgerichteten Strategie am Musterdepotwettbewerb des Magazins „Cash“ teil. Die Transaktionen und einzelnen Depots lassen sich auf www.musterdepotwettbewerb.de einsehen.

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).



Fotos: bilderbox.de

INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

„Es mehren sich die Warnsignale“

Fondsmanager Markus Kaiser erklärt im Gespräch mit Smart Investor sein Trend-Phasen-Modell, blickt sorgenvoll in die Emerging Markets und nimmt Dachfonds-Kritikern den Wind aus den Segeln.

Smart Investor: Herr Kaiser, skizzieren Sie uns bitte grundsätzlich Ihren Ansatz der Fondsselektion in Ihrem Dachfonds.

Kaiser: Im Mittelpunkt des Investmentprozesses steht ein selbst entwickeltes, quantitatives Modell, das in erster Linie auf Indikatoren aus der technischen Analyse aufbaut. Fundamentalfaktoren bleiben damit weitgehend außen vor, ebenso Aspekte der Sentimentanalyse. Auf Basis der Ergebnisse des Modells mit Hilfe einer Scoring-Analyse können wir weltweit investieren, beispielsweise auch gezielt in die Emerging Markets. Das Modell – wir bezeichnen es als „Trend-Phasen-Modell“ – gewährleistet ein systematisches und kontinuierliches Vorgehen und verwendet zahlreiche technische Indikatoren: Einflussfaktoren sind u. a. klassische Trendfolger, wie MACD und gleitende Durchschnitte, aber auch Momentumindikatoren und Relative Stärke fließen mit in die Analyse ein. Auf diese Weise können wir schnell herausfinden, in welcher Phase der Trendentwicklung sich ein ausgewählter Markt befindet und ob er aktuell z. B. überkauft oder überverkauft ist. Wir verstehen uns nicht als altbewährter Fondsselektor, der klassisch danach fragt, welcher Fonds in einem Segment oder einer Region der Beste ist. Befinden wir einen Markt als unattraktiv, dann wollen wir hier weder in den Besten noch den schlechtesten Fonds investieren, sondern diesen Markt einfach komplett meiden. Auch können wir in bestimmten Marktsituationen einen bedeutenden Anteil an Cash halten, anders als bei Single-Fonds, deren Investitionsgrad nicht selten konstant nahe der 100%-Marke liegt.

Smart Investor: Berücksichtigt Ihr Modell in irgendeiner Weise Interdependenzen zwischen einzelnen Märkten?

Kaiser: Unser Modell ist in erster Linie darauf ausgerichtet, unterschiedlichen Märkten ihre jeweiligen Trendphasen zuzuordnen. Dennoch lassen sich hier auch Interdependenzen zwischen Märkten erkennen, spielen bei der Entscheidungsfindung aber eine untergeordnete Rolle. Die unterschiedlichen technischen Indikatoren werden über verschiedene Faktorgewichtungen aufsummiert und ergeben ein Gesamtbild, das die einzelnen Märkte bewertet. Dabei setzen wir auf unterschiedli-

che Zeiträume. Die strategische Positionierung der Portfolios basiert auf Wochentrends, die deutlich stabiler sind als eine Tagesindikation. Eine Feinsteuerung insbesondere für den taktischen Bereich wird über die Generierung von Tagessignalen ausgelöst. Diese Mechanismen spielen eine wesentliche Rolle, wenn es darum geht, auch antizyklisch zu agieren und sich beispielsweise frühzeitig aus Übertreibungen an den Märkten zurückzuziehen.

Smart Investor: Gibt es Phasen, in denen das Modell weniger gut funktioniert?

Kaiser: In der ausgeprägten Aufwärtsbewegung der Aktienmärkte in den vergangenen 12 Monaten hatten wir mit dem vermögensverwaltenden Ansatz wenig Gelegenheit uns zu beweisen, da die Volatilitäten stetig zurückgegangen sind. Risiko war nicht wirklich präsent und die Märkte sind eng miteinander korreliert nach oben gelaufen. Wenn man, wie unser Modell, Aufwärts- und Abwärtswellen zu antizipieren versucht, dann kann einem ein so starker Trend schon mal einen Strich durch die Rechnung machen.



Markus Kaiser ist studierter Volkswirtschaftswissenschaftler und Betriebswirt und war von 1997 an als Portfoliomanager bei der in Freiburg ansässigen Unternehmensberatung eloqu-managementconsulting tätig, die im Sommer 2000 von der PEH Wertpapier AG übernommen wurde. Im Oktober 2001 wechselte er zur Veritas SG Investment Trust GmbH und ist dort für das Dachfondsmanagement verantwortlich. Seit Juni 2007 ist er Geschäftsführer von Veritas.

Smart Investor: Was sagt Ihr Modell denn zur aktuellen Marktverfassung?

Kaiser: Ausgehend vom strategischen Ansatz sind die positiven Trends am Aktienmarkt weiter stabil, so haben auch die kurzen Dips im Februar und Juni an dieser Situation nichts geändert. Dennoch bekommen wir sukzessive Warnsignale aus unserem Modell geliefert, dass das Rückschlagpotenzial derzeit erheblich ist. Wenn auf ein oder zwei schwächere Tage einmal richtig nachhaltiger Verkaufsdruck aufkommt, dann wäre bei vielen Indizes eine ganze Menge Platz nach unten. Vor allem in den Emerging Markets, wo im Moment ja eine ungeheure Euphorie herrscht. Aus der detaillierten Betrachtung des MSCI Emerging Markets Index ergibt sich derzeit ein Abstand von gut 20% bis zur 200-Tage-Linie. Für Lateinamerika und Asien sind es sogar schon 24%. Von China mit gut 35% brauchen wir gar nicht erst reden. Sollten diese Märkte also mal ein Fünftel verlieren, wäre in einem langfristigen Betrachtungszeitraum per saldo kaum etwas passiert. Nun ist die 200-Tage-Linie nicht unser wichtigster Indikator, allerdings gibt sie uns Aufschlüsse über die kurzfristigen Risiken an den Märkten.

Smart Investor: In einem solchen Marktumfeld können Sie in Ihren Augen am flexibelsten mit ETFs* agieren?

Kaiser: Ganz richtig, deshalb haben wir inzwischen auch den ETF-Dachfonds aufgelegt, das ist nur die logische Weiterentwicklung unseres Modells. Wir haben über die Jahre hinweg in den klassischen Dachfonds ohnehin schon verstärkt mit ETFs Erfahrungen gesammelt. Je mehr sich das Universum hier vergrößerte, desto mehr ETFs haben wir dann auch eingesetzt. Als die Spielwiese groß genug wurde, um mit diesen Instrumenten richtige Vermögensverwaltung zu betreiben, fiel die Entscheidung für einen ETF-Dachfonds nicht mehr schwer. Bezüglich der Transparenz und Flexibilität in der Allokation sind wir damit sicherlich in eine neue Dimension vorgestoßen.

Smart Investor: Gibt es dagegen Bereiche, die Sie in Dachfonds für wenig sinnvoll halten?

Kaiser: Diese Frage stellt sich doch vor allem bei Modethemen, es gibt hierfür einige Beispiele. Als im Jahr 2000 beispielsweise noch Logistikfonds aufgelegt wurden, weil künftig nahezu jeder bei Amazon und Co. einkaufen würde (lacht), war klar, dass sich dieses nicht durchsetzen würde. In den letzten Monaten sind wir sehr stark mit dem Thema Klimawandel konfrontiert worden, was aus gegebenem Anlass sicher auch eine prima Marketing-Story ist. Aufgrund der Vermischung unterschiedlicher Sektoren ist es für uns im Moment allerdings nur schwer greifbar. Natürlich gibt es einzelne interessante Branchen, vor allem jene mit einem hohen Beta wie zum Beispiel Technologie, in denen wir uns positionieren, sobald diese Bereiche ins „Laufen“ kommen.

Smart Investor: Zudem gibt es einige Ansatzpunkte für Kritik bei Dachfonds zu diskutieren.

Kaiser: Wenn Sie die Kosten meinen, dann kann ich Ihnen da nicht zustimmen. Auf den ersten Blick bekommen zwar sowohl Dachfonds als auch Zielfonds ihre Verwaltungsgebühren und

der Anleger hat vermeintlich doppelte Kosten zu tragen. Genauer betrachtet zeigen sich aber die Vorteile, dass Dachfonds als institutionelle Investoren weit weniger Managementgebühr als Privatanleger bei der Fondsanlage zahlen. Darüber hinaus erhalten wir Bestandsprovisionen, die wiederum komplett in Dachfonds einfließen. Die Gesamtkostenquote TER lag für unsere aktienorientierten Dachfonds im vergangenen Jahr so z. B. bei 1,6%, da brauchen wir uns gegenüber international anlegenden Aktienfonds nicht zu verstecken.

Smart Investor: Und wie sieht es in punkto Überdiversifizierung aus?

Kaiser: Globale Portfolios erfordern im Sinne der Diversifikation eine gewisse Anzahl an Investments, um eine optimierte Risikostruktur abzubilden. Beim ETF-Dachfonds werden die Positionen daher in der Regel mit mindestens 2% gewichtet, um das Portfolio konzentriert zu halten. Derzeit sind wir sogar in weniger als 20 Einzelengagements investiert. Das ist überschaubar und steigert die Flexibilität.

Smart Investor: Wo steht das Dachfonds-Segment in zehn Jahren?

Kaiser: In meinen Augen wird es die heutige Vermögensverwaltung mit Fonds nicht mehr geben, Dachfondsportfolios dürften hier die Alternative sein. Somit wird auch die Rolle von Dachfonds als Investoren in Single-Fonds wichtiger werden. Kannibalisieren werden sich die Segmente jedoch nicht, da eine wachsende Anzahl an Dachfonds ein genügend großes Universum an Zielfonds benötigt. Insofern stehen die Zeichen auf Wachstum.

Smart Investor: Herr Kaiser, Ihr Wort in Gottes Ohr. Vielen Dank für das Gespräch.

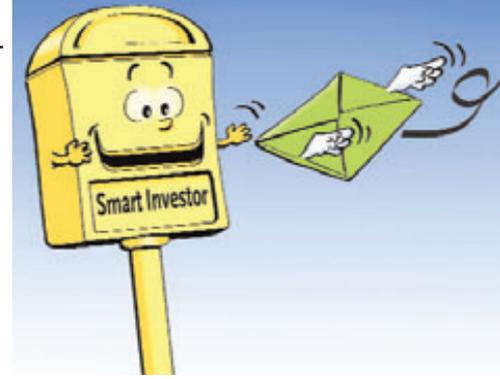
Interview: Tobias Karow



Kaisers Ansatz ist vermögensverwaltend – von China lässt er derzeit die Finger;
Fotos: bilderbox.de (oben), pixelio.de (rechts)



*Exchange Traded Funds: Börsengehandelte Fonds, die einen Index eins zu eins abbilden sollen.



LESERBRIEFE

Grundsätzliches und Prinzipielles



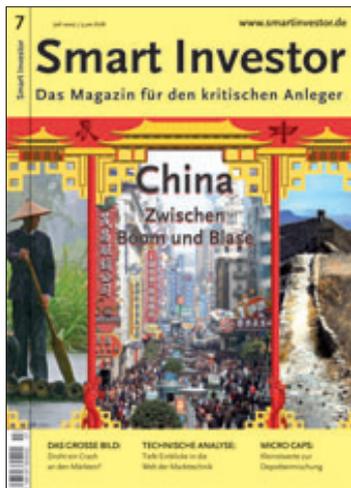
3D Capital

Das Unternehmen 3D Capital ist durch eine Fernsehreportage („frontal“) derzeit in aller Munde. Kann es sein, dass in einem Bericht in Ihrer jüngsten Ausgabe 3D empfohlen wurde, gegebenenfalls durch einen Gastautor?

Axel Schuster, per e-Mail



Nein, 3D Capital wurde bei uns nicht empfohlen. Im Übrigen wäre es sehr nett, wenn Sie nennen würden, was der Hintergrund für Ihre Frage ist. Nur so zur Information, falls das der Grund Ihrer Frage gewesen sein sollte: Das Geschäftsmodell von Smart Investor basiert nicht auf der Empfehlung von dubiosen, unseriösen oder gepushten Werten (wie z. B. ONA, Amitelo oder Russoil), wie dies bei vielen Börsenbriefen der Fall ist. Wir hoffen, Ihre Frage zufrieden stellend beantwortet zu haben.



Smart Investor 7/2007



Schlusskurs und Stop-Order

Ich bin ein glühender Fan Ihres „Smart Investor Weekly“. Da ich erst vor kurzem begonnen habe, mich mit Aktien und Derivaten zu beschäftigen, gibt es darin aber immer wieder die eine oder andere Frage, die auftaucht. Zum Beispiel weisen Sie im Zusammenhang mit dem Setzen einer Stop-Order für Aktien oder wie aktuell dem Short-Zertifikat in Ihrem Musterdepot hin, dass dieser zum Schlusskurs gültig sein soll. Abgesehen davon, dass ich mich zuerst einmal frage, wie ich eine Stop-Order zum Schlusskurs meinem Broker sage, stellt sich mir die Frage, wieso gerade der Schlusskurs entscheidend ist? Hat der Kurs zum Handelsende eine herausgehobene Stellung?

Robert Gavel, Frankfurt



Zunächst: Smart Investor steht für größtmögliche Transparenz. D. h. wir kündigen unsere Musterdepot-Transaktionen im Vorhinein an, zu Kursen, die von unseren Lesern nachvollziehbar sind. Wenn wir Empfehlungen zum Schlusskurs geben, dann hat das den Grund, dass innerhalb des Tages (intraday) oftmals große Kursausschläge zustande kommen, die das Kursbild nur verzerren. Der Schlusskurs ist der wichtigste Kurs des Tages, da sich hier die Angebots- und die Nachfrageseite für einige Stunden

aus dem Markt verabschieden. Zu vernachlässigende Kursspitzen, wie sie intraday oft vorkommen, gibt es hier nicht so häufig. Aus diesem Grunde nehmen wir die meisten Transaktionen zum Schlusskurs vor. Es ist uns bewusst, dass eine Sell Stop Order per Schlusskurs, wie wir sie im Falle dieses Zertifikates gegeben haben, für einen Leser nicht bequem nachbildbar ist. Er könnte erstens bis kurz vor 17.30 Uhr warten und bei Eintreffen der Bedingung handeln, oder aber – und das scheint der gängigste Weg zu sein – bei Erfüllung der Bedingung erst am nächsten Tag handeln.



Zur Fonds-Kolumne von Herrn Schwartzkopff

Herr Schwartzkopff schreibt in seinem Gastbeitrag in der Juli-Ausgabe: Die Globalisierung ist in vollem Gange, die Aktien sind unterbewertet, es gibt bald keine Aktien mehr, der deutsche Anleger ist doof und Korrekturen am Aktienmarkt gibt es nur noch bei chinesischer Mondfinsternis. Mag schon sein, dass der Trend noch einige Jahre weiterläuft, trotzdem ein ziemlich dünnes Brett. Diese Globalisierungs- und China-Besoffenheit erinnert mich schon fast an das TMT-Fieber von 1999/2000.

Georg Kainhuber, Mühlheim am Main



Zunächst: Herr Schwartzkopff hatte bei uns eine Kolumne geschrieben, und im Zuge einer solchen kann und darf sogar schon mal überspitzt formuliert werden. Darüber hinaus sieht Smart Investor die Lage an den Märkten prinzipiell nicht unähnlich, wie Sie unseren Beiträgen auch immer wieder entnehmen können. Zudem denken wir, dass momentan noch keine Gemeinsamkeiten mit den Jahren 1999/2000 gegeben sind. Allerdings werden wir dies noch erleben, vermutlich in den Jahren 2009/2010, so der Dekadenzyklus auch dieses Mal hinhaut. Ganz kurzfristig sehen wir jedoch in der Tat Gefahren für die Aktienbörsen, welche jedoch nicht nachhaltiger Natur sein dürften.



Passwort für Fragebogen

Im SIW habe ich gelesen, dass man bei Ihnen einen Fragebogen ausfüllen kann, allerdings wird dabei ein Passwort verlangt. Wo bekomme ich dieses?

Rudolph Beck, Dortmund



Nur Abonnenten des Magazins Smart Investor sind zu dieser Umfrage zugelassen, diese finden das Passwort im Editorial auf S. 3 des Heftes 7/2007. Da Sie offensichtlich kein Abonnent sind und nur den „Weekly“ beziehen, dürfen Sie an der Umfrage zum Heft leider nicht teilnehmen.



Zu skeptisch bei Edelmetallen

Nachdem vor kurzem das Edelmetall Silber charttechnisch (vordergründig) in eine heikle Lage gekommen war, gibt es nun Anzeichen, dass sich die Sache bald zum

Guten umkehren könnte. Was das charttechnisch bedeuten würde, dürfte wohl klar sein. Die Fundamentals sprechen ohnehin für steigende Preise. Ihre laufend skeptische Haltung gegenüber den Edelmetallen dürfte damit falsch sein.

Wilhelm Eberhardt, Huglfing

SI An den langfristig positiven Aussichten für Edelmetalle zweifeln wir ohnehin nicht. Ob kurzfristig die Charttechnik schon die Fortsetzung des Bullenmarktes ankündigt, wagen wir noch nicht zu behaupten, aber es sieht in der Tat schon wieder recht gut aus. Ganz eindeutig sind die Signale jedoch noch nicht. Im Übrigen können Sie an unserer differenzierten Haltung auch erkennen, dass wir keinen bullischen Bias haben, wie dies bei fast allen Börsenbriefen aus dem Rohstoffbereich der Fall ist. Und weiterhin: Smart Investor meldete im Frühjahr 2006 erstmals Bedenken an der Edelmetall-Hausse und wir sprachen von einer längeren Korrektur. Genau das ist auch eingetreten. Unsere Prognosequalitäten sind also so schlecht nicht. Gerne geben wir aber auch zu, dass wir die Dynamik insbesondere bei den Explorer-Aktien unterschätzt haben, welche sich von der Korrektur bei den Metallen teilweise vollkommen unbeeindruckt zeigten.

?

Wo bleibt der Weekly?

Erbitte e-Mail-Zusendung des Smart Investor Weekly (SIW) von dieser Woche, der mir diesmal nicht zugesandt wurde. Besten Dank.

Hans Schrom, per e-Mail

SI

Es kommt immer wieder mal vor, dass der SIW nicht automatisch zugestellt wird, auch wenn Sie sich im e-Mail-Verteiler befinden. Bitte gehen Sie in diesem Falle (wenn Dienstag spät abends noch kein e-Mail-Eingang festgestellt wurde) selbständig auf unsere Homepage www.smartinvestor.de. Dort finden den SIW in der Regel spätestens ab 18.30 Uhr.

?

Bücher zu Inflation und Österreichischer Schule

In Ihrer vorletzten Ausgabe haben Sie einen Artikel über das Thema Inflation nebst Geldmenge und Österreichische Schule veröffentlicht. Daher meine Frage: Ist Ihnen

ein Buch zur Vertiefung dieses Themas (auf deutsch oder englisch) bekannt, das diese Punkte zum Gegenstand hat?

Brigitte Müller, per e-Mail

SI

Eines der besten Bücher, welches man zum Thema Geld & Österreichische Schule empfehlen kann, ist unserer Ansicht nach „Das Scheingeld-System“ von Murray N. Rothbard. Aber auch die Bücher unseres Gastautors Roland Baader sind in diesem Zusammenhang sämtlich zu empfehlen, zumal er es vortrefflich versteht, auch komplexere Zusammenhänge einfach und verständlich darzustellen. Von Baader möchten wir Ihnen das Buch „Geld, Gold und Gottspieler“ empfehlen. Beide Bücher hatten wir in der März 2005-Ausgabe des Smart Investor besprochen.

?

Hässlich und zu viele Fachbegriffe

Ich habe die erste Ausgabe im Rahmen meines Smart Investor Probe-Abos erhalten und stelle fest, dass die Zeitschrift – abgesehen davon, dass sie ein hässliches Layout und eine unglücklich gewählte Papiersorte hat – nur für Fachleute geeignet ist. Sie strotzt geradezu von Fachbegriffen, die ich nicht verstehe. Daher möchte ich den Smart Investor nicht weiter beziehen.

A. Trumfheller, Stuttgart

SI

Danke für die direkten Worte. In Sachen Layout und Papier wird sich vermutlich bald schon etwas ändern. An unserem hohen Anspruch, welcher teilweise Fachbegriffe erfordert, werden wir jedoch festhalten. In der Tat ist nicht jedes Magazin für jeden Leser geeignet. Viel Glück bei der weiteren Suche!

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

INTERPREMECO

International Precious Metals and Commodities Convention

Munich, September 29–30, 2007

www.interpremecco.com

BUCHBESPRECHUNG I UND II

„Die Denker der Wirtschaft“

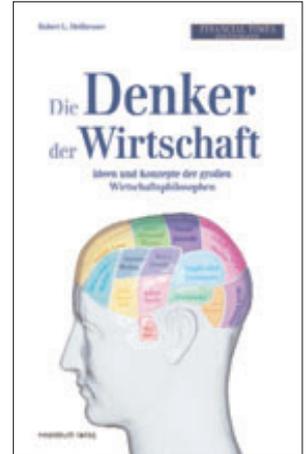
Die Menschheit ist in ihrer Entwicklungsgeschichte mehr als 90% ohne Wirtschaftsphilosophie ausgekommen. Erst in der Neuzeit ist mit den Werken von Adam Smith ein grundlegender philosophischer Gedankenkomplex entstanden, der die Grundlagen der Funktionsweise einer kapitalistisch geprägten Marktwirtschaft beschreibt. Während der Feudalherrschaften des Altertums und des Mittelalters war ein unabhängiger wirtschaftlicher Handel von Einzelsubjekten, zumindest beim überwiegenden Anteil der Gesellschaft, nicht denkbar. Es gab beispielsweise weder einen Begriff von Eigentum noch von Kapital. So war die Entstehung von modernen Wirtschaftssystemen unweigerlich mit der Auflösung traditioneller politischer und sozialer Strukturen verknüpft.

Das vorliegende Werk von Robert L. Heilbrunner zeigt in eindrucksvoller Weise mit profunder historischer Detailkenntnis die Hintergründe, wie die verschiedenen bekannten Wirtschaftstheorien entstehen konnten. Es ist ein Buch, das nicht nur den Wissenschaftstheoretiker anspricht, sondern auch denjenigen, der in anschaulicher Art und Weise eine Einführung in die philosophischen Hintergründe unserer ökonomischen Systeme sucht. Illustriert wird alles mit Anekdoten aus der Geschichte, die weit über das gängige Allgemeinwissen hinausgehen.

Am Schluss gibt der sich zur freien Marktwirtschaft bekennende Autor noch einen Ausblick in die Zukunft: Was kann Wirtschaftsphilosophie leisten, wie verhält sie sich zur allgemeinen weltlichen Philosophie, wie sind die Methoden im Vergleich zu den Naturwissenschaften zu werten? Ein wenig zu kurz kommen dabei Zukunftsaspekte wie Umwelt, Globalisierung, Radikalisierung von religiösen Minderheiten etc. und deren Bedeutung für unser wirtschaftliches Handeln. „The Worldly Philosophers“, so der Originaltitel, ist seit 1953 immer wieder neu aufgelegt worden und machte Robert L. Heilbrunner nach Nobelpreisträger und Lehrbuchautor Paul Samuelson zum erfolgreichsten Autor des Faches. Das Werk ist in einer gut leserlichen Sprache aus dem Amerikanischen übersetzt und eignet sich ebenfalls als anspruchsvolle Freizeitlektüre für den wirtschaftlich interessierten Leser.

Monika Ruth von Winckler

„Die Denker der Wirtschaft“ von Robert L. Heilbrunner, FinanzBuch Verlag, 326 Seiten, 34,90 EUR



„Magier der Märkte II“

Seinem ersten Band von „Magier der Märkte“ stellte Jack D. Schwager ein Zitat voran, welches gleichzeitig die Motivation des Autors als auch die seiner Leserschaft auf den Punkt bringt: „Wenn ich in allen Dingen erfolgreich sein wollte, würde ich die suchen, die erfolgreich sind, und es ihnen nachmachen.“ (Joseph M. Wade). Dabei ist Schwager selbst längst eine Legende. Über Jahre ging er in den Chefetagen der Wall Street ein und aus. Er leitete Research-Abteilungen großer Investmentbanken wie Prudential Securities, Paine Webber und Smith Barney. Seine Bücher „Fundamentale Analyse“ und „Technische Analyse“ sind unter Profis Standardwerke. Mit „Magier der Märkte“ hat er breitere Leserschichten erreicht.



Es gibt viele Wege zum Erfolg. Manche Profis benutzen ausschließlich charttechnische Signale, andere verlassen sich voll und ganz auf die fundamentale Analyse, und weitere benutzen auf viel-

fältige Art und Weise beide Methoden. Manche Top Trader handeln mechanisch nach einem selbst entwickelten System. Andere verlassen sich hauptsächlich auf ihre Intuition. Gemeinsamkeiten: Niemand verlässt sich auf die Analysen anderer. Diese Interviews können dem interessierten Leser helfen, seine eigenen Vorlieben zu erkennen und die Gefahren der Börse und seines eigenen Charakters besser einschätzen zu können.

Dieses Buch ist hervorragend als Urlaubslektüre geeignet, reiht sich doch ein in sich geschlossenes Interview an das nächste und niemand ist gezwungen, die vollen 559 Seiten in einem Stück zu erobern. Dennoch scheint es Börsianern schwer zu fallen, sich von dem Buch zu trennen, auch nach der Lektüre. Vom ersten Band gibt es bei Amazon nur ein einziges, gebrauchtes Exemplar (für 190 EUR) zu erwerben. Zum Glück plant der FinanzBuch Verlag noch 2007 eine Neuauflage. Fazit: Kaufenswert! Beide Bände!

Daniel Haase

„Magier der Märkte II“ von Jack D. Schwager; Börsenmedien 2006; 559 Seiten; 39,00 Euro

BUCHBESPRECHUNG III UND IV

„Puppenmord oder Bis dass ihr Tod ihn scheidet“

Für alle smarte Investoren, die gleichzeitig auch Freunde des schwarzen, britischen Humors sind, ist Tom Sharpes „Puppenmord“ genau die passende, auflockernde Lektüre zwischen zwei Sachbüchern.

Henry Wilt, Hilfslehrer für Allgemeinbildung an einer Berufsschule, ist der Romanheld. Wobei der Begriff Held in diesem Zusammenhang etwas deplaziert wirkt, denn Wilt ist auf den ersten Blick alles andere als ein solcher. Seit Jahren ist er ohne jede Beförderung in seinem dämlichen Job gefangen. Für linke Bildungsutopien ist in seinen Gewerbeklassen (Fleisch I oder Drucker IV) kein Platz. Daheim wird der eher schwächliche Lehrer von seinem – auch körperlich – übermächtigen Ehefrau Eva dominiert. Eva Wilt ist für jede neue Mode schnell – wenn auch nicht nachhaltig – stark zu begeistern. Und neue Moden gibt es in den 70er Jahren ausreichend: Judo, transzendente Meditation, Ikebana, Trampolinspringen usw. Ohnmächtig zwischen Job und Heim gefangen kreisen Henry Wilts Gedanken um immer absonderlichere, mörderische Pläne. Als er in

volltrunkenem Zustand probenhalber eine Plastikpuppe in einem Bohrloch direkt neben seiner Schule versenkt und tags drauf Eva Wilt verschwunden ist, nimmt das Unheil seinen Lauf...



Auch der 1928 in England geborene Tom Sharpe war jahrelang Hilfslehrer an einer Berufsschule in Cambridge, bevor ihm der große Erfolg seiner skurrilen Bücher die „Freiheit“ schenkte. Des Öfteren nimmt Sharpe in diesen auch die absurden Verirrungen der 68er-Generation aufs Korn und lässt seinen anfangs wie einen Versager erscheinenden Henry Wilt am Ende doch zu dem werden, was er in diesem Roman sein sollte: ein Held.

Daniel Haase

„Puppenmord oder Bis dass ihr Tod ihn scheidet“ von Tom Sharpe; Ullstein Tb 1982; 286 Seiten; Gebraucht ab 0,01 Euro (bei Amazon)

„Der Doppelmord an Uwe Barschel“

Zugegeben: eine erfrischende leichte Sommerlektüre ist etwas anderes. Warum dieses Buch dennoch an dieser Stelle besprochen wird, hat einen anderen Grund. Die Barschel-Affäre, die wie keine andere die deutsche Republik erschüttert hat, jährt sich in diesem September/Oktobre zum 20sten Mal. Wer also schon mal seine Erinnerungen an diese Zeit auffrischen will, um gewappnet zu sein, wenn die Medien das Thema anlässlich dieses „Jubiläums“ wieder hochkochen, der ist mit diesem Buch sicherlich gut bedient. Aber Vorsicht! Wie der Titel schon sagt, behandelt dieses Buch die Affäre aus einem ganz anderen Blickwinkel, als wir es von Spiegel, Stern oder sonstigen Medien kennen. Wer nun aber glaubt, dass der Autor ein Spinner ist, der haltlose Behauptungen verbreitet, der irrt. Im Prinzip weist Baentsch fast minutiös nach, dass Presse, Politik und Staatsanwaltschaft damals bewusst ein falsches Bild gezeichnet oder aber zumindest aufs Größte geschlampt haben – auch DER SPIEGEL, für den der Autor früher selbst als Reporter tätig war.

Wolfram Baentsch ist nicht der klassische Verschwörungstheoretiker, den der Buchtitel erwarten lassen könnte. Und dennoch deckt er eine Verschwörung auf, die einem den Atem

stocken lässt. Sicher muss er an einigen Stellen passen oder Beweise schuldig bleiben, aber genau das macht das Werk authentisch. Was nicht heißen soll, dass er nur im Trüben fischt, im Gegenteil: Mit dem Bild Barschels in der Gerichtsmedizin legt Baentsch sozusagen den „rauchenden Colt“ vor, der die Gewalteinwirkung auf den damaligen CDU-Politiker „beweist“. Interessanterweise druckten Stern und Spiegel dieses Bild nicht ab, warum wohl? Wer weiterhin daran glauben will, dass Politik und Journalismus ein edles Geschäft sind, der sollte dieses Buch besser nicht lesen. Wer die Wahrheit wissen will, für den ist Wolfram Baentschs Werk ein Muss.

Ralf Flierl

„Der Doppelmord an Uwe Barschel – Die Fakten und Hintergründe“ von Wolfram Baentsch; Herbig Verlag 2006; 317 Seiten; 24,90 EUR



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

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
3U TELECOM AG	516 790	65
ADVANCED MEDIEN AG	126 218	62
ARCHER DANIELS MIDLAND CORP.	854 161	35
ARQUES INDUSTRIES AG	515 600	70
ATOSS SOFTWARE AG	510 440	67
BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S.A.	764 916	66
BAYWA AG	519 406	20, 67
BB MEDTECH AG	898 194	20
BERTRANDT AG	523 280	20
BIOLITEC AG	521 340	60
BLUE CAP AG	A0J M2M	69
CHINA HAIDA	A0D 80N	71
D+S EUROPE AG	533 680	71
DEUTSCHE TECHNOLOGIE BETEILIGUNGEN AG	663 706	68
FUCHS PETROLUB AG	579 043	18
GBK BETEILIGUNGEN AG	585 090	68
GREIFFENBERGER AG	589 730	68
HIGHLIGHT COMMUNICATIONS AG	920 299	58
IMPREGLOX AG	A0B LCV	67
JACK WHITE PRODUCTIONS AG	508 750	29
K+S AG	716 200	20
METIS CAPITAL AG	936 734	70
MLP AG	656 990	67
PALFINGER AG	919 964	71
QIAGEN N.V.	901 626	64
RENK AG	785 000	20
SALZGITTER AG	620 200	64
SOFTWARE AG	330 400	19
STO AG	727 413	19
STRATEC BIOMEDICAL SYSTEMS AG	728 900	20
SYNGENTA AG	580 854	35

Themenvorschau

bis Smart Investor 1/2008

- Value-Investing: Den „Super-Investoren“ auf der Spur
- 2010: Das Jahr der großen Wende
- Graphologie: Was die Handschrift über Investoren verrät
- Öko-Investments: Grüne Gewinnautomaten
- Edelmetalle: Barren, Münzen, Aktien und mehr
- Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden
- Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert oder eben nicht
- Kampf der Kulturen und wie die Börsen damit umgehen
- Demographie: Sehen die Börsen bald alt aus?
- Ölservicegesellschaften – Kinder der Ölhäuser
- Was machen die Gurus? – Profis zwischen Hausse und Baisse
- Oldtimer: Spaß am Fahren und am Investment
- Immobilienaktien: Betongold auf dem Börsenparkett
- Contracts For Difference: Am Unterschied verdienen
- Relative Stärke: Das unumstößliche Prinzip der Börse
- Globalisierung: Auswirkungen auf die Finanzmärkte
- Europa und Euro: Segen oder Fluch?

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

5. Jahrgang 2007, Nr. 8 (August)

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:

Christian Bayer, Gerd Ewert, Daniel
Haase, Michael Heimrich, Alexander
Hirsekom, Stefan Preuß, Marcus Wessel,
Monika Ruth von Winckler

Gast-Autoren:

Dr. Roger Becker, Dr. Christoph Bruns,
F. William Engdahl, Daniel Flück,
Uwe Lang, Dr. Conrad Mattern, Dr. Rolf
Wetzer, Wolfgang Wrzesniok-Rossbach

Interviewpartner:

Dr. Hans Albrecht, Otto Dauer,
Nelson Freiburg, Markus Kaiser,
Dr. Markus Stahl, Karl Steinhart

Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung)
Tobias Karow (Bildredaktion)
Rudolf Schuppler (Titel und 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)

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

Redaktionsschluss:

20. Juli 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 unangefordert 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

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

Was von der Spaß-Gesellschaft übrig blieb...

Von Stefan Preuß, Redakteur des Smart Investor

So ein Hedgefonds ist eine tolle Sache. Man braucht nur ein bisschen Startkapital, leiht sich ordentlich was dazu, kauft die eine oder andere Firma, die so lala läuft, und tritt dann dem Management mit Hingabe in den Allerwertesten. Oder, wenn das auch nach einer beliebigen Anzahl von Wiederholungen nichts nutzt, setzt ein neues Management ein. Das spätestens bringt die vormalige Klitsche auf Kurs, so dass sie nach zwei, drei Jahren für ein Vielfaches des Einstandspreises weiter verschertelt werden kann.

Die Idee ist dermaßen überzeugend und trifft den Homo Oeconomicus sowas von punktgenau im Neid- und Gierzentrum, dass im Prinzip jeder einen Hedgefonds haben will. Mein Haus, mein Auto, meine Yacht, mein Hedgefonds. Mittlerweile gibt es so viele davon, dass langsam die Klitschen ausgehen. Und wenn es noch eine gibt, treiben die Interessenten den Preis so hoch, dass es gar keinen richtigen Spaß mehr macht. So ist das mit Angebot und Nachfrage, auch und gerade bei Klitschen.

Am Anfang, da hat es noch so richtig Spaß gemacht. Ein gewisser Herr Schwarzmann und ein gewisser Herr Peterson haben vor 22 Jahren 400.000 USD zusammengelegt und eine Gesellschaft namens Blackstone gegründet. Die hat heute Unternehmensbeteiligungen von sehr vielen Milliarden USD im Portfolio. Das meiste ist zwar geborgt, aber egal, so macht Wirtschaft Spaß. Ja, Blackstone ist sozusagen die Mutter aller Spaß-Gesellschaften. Wer früh kommt, mahlt nicht nur zuerst, sondern auch fürstlich. 399,5 Mio. USD verdiente Herr Schwarzmann im

vergangenen Jahr. Wie gesagt: Er hatte Spaß. Andere weniger. Zum Beispiel die Strategen jener beiden Bear Stearns-Hedgefonds, die nur durch Milliardenspritzen der Investmentbank gerettet werden konnten. Alte Geschichte, das: Bei einer Million Schulden hast du das Problem, bei einer Milliarde die Bank.



Ohnehin mehren sich die Zeichen, dass die Party die spaßigsten Momente bereits gesehen hat. Unternehmen billig kaufen und teuer verkaufen, das klappt irgendwie nicht mehr so richtig. Mittlerweile werden Unternehmen von Finanzinvestor zu Finanzinvestor durchgereicht. Teuer kaufen, um schweineteuer zu verkaufen, das ist nicht mehr wirklich sexy. Apropos teuer kaufen: Wo eigentlich ist der Trick beim Hilton-Deal? 40% Aufschlag auf den Börsenwert, nichts an der Strategie ändern, das Management beibehalten – Otto Normalanleger nimmt dies alles staunend zur Kenntnis. Und eine Ahnung steigt in ihm auf: Irgendwo hier muss die Grenze zwischen Genie und Wahnsinn verlaufen. Haben sich alle, aber auch wirklich alle Investmentprofis getäuscht und die Mega-Chance nicht erkannt? Inklusive der Familie Hilton. Denn wer verkauft gerade jetzt so ein Nächtigungs-Imperium, wenn es in Bälde derart brummen wird? Na ja, vielleicht hat Paris das so entschieden. Und letztlich kocht auch Herr Schwarzmann nur mit Wasser, wie die 4,3%-Beteiligung von Blackstone an der Deutschen Telekom beweist.

Genau genommen gibt es sogar einen untrüglichen Beweis, dass die Party vorbei ist: Die Hedgefonds streben an die Börse. Corporate Governance statt Management nach Gutsherrenart, Quartalsberichterstattung statt Omertá. Blackstone ist schon public. Kohlberg Kravis Roberts haben ihr IPO annonciert, Och-Ziff ebenso, weitere werden folgen. Nix mehr mit Private Equity. Nun ja, die Zinsen steigen, so etwas schlägt auf die Marge. Bestenfalls. Und irgendwie scheinen die Banken auch nicht mehr voller Freude mitzumachen. Da kommt der gute, alte Kleinanleger eigentlich genau richtig. Einer muss die anstehenden Aufräumarbeiten ja bezahlen. Kapital einsammeln, um in der Hauptsache Schulden abzulösen und den Eignern den Exit vorzubereiten. Da hört der Spaß aber nun wirklich auf.

