

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



## Die Bullen sind los



### INTERNET-AKTIEN:

Mit den Konsolidierungs-  
Gewinnern profitieren

### VERSICHERUNGEN:

Jetzt winken günstige  
Einstiegsurse

### USA VOR DER WAHL:

Wie tickt dieses Land und  
was wird Obama bringen?

33,69	Qiagen	12,50	12,78
21,49	QSC	1,04	1,16
6,77	Renner & St.	199,10	199,91
14,04	Roche	15,11	15,11
3,48	Roche	2,87	2,87
66,36	Singulus	3,25	3,65
55,24	SMA Solar Techn.	42,91	51,50
98,99	Software AG	38,50	38,50
12,52	Solarworld		
17,85	Solon		
36,00	UTD.Internet		
19,30	Versatel		
65,75	Wirecard		
45,75			
27,06			
51,43			
53,24			
59,70			
31,28			
32,20			
0,91			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			
19,31			
20,60			
16,31			
38,89			
2,72			



# Die Bullen sind los!

Der bayerische Kabarettist Erwin Pelzig kommentierte die Finanzmarktkrise jüngst folgendermaßen: Im Sozialismus wurde erst verstaatlicht und anschließend ruiniert, wohingegen im Kapitalismus erst ruiniert wird, um dann zu verstaatlichen. Die Realität, die derzeit mit voller Wucht auf uns hereinbricht, ist so bitter, dass man sich ihr in der Tat am besten mit Sarkasmus nähert. Ansonsten läuft man als Börsianer derzeit Gefahr, einen Nervenzusammenbruch zu erleiden.

Dabei wurden Sie im Smart Investor schon seit langem und sehr eindringlich vor der jetzigen Misere gewarnt. Sowohl was den Quasi-Kollaps des europäischen Bankensektors anbelangt als auch im Hinblick auf die grottenschlechte Börsenentwicklung. Nicht selten haben wir uns dabei in den letzten Monaten anhören müssen, dass wir viel zu schwarz sehen würden. Pikanterweise waren es dann aber teilweise die gleichen Leute, die in den ersten Oktobertagen, als die Katastrophe fast greifbar war, bei uns anriefen und verzweifelt um Rat fragten. Wie sich die Zeiten eben ändern können.

Dabei sind wir von Natur aus keine Schwarzseher. Ganz im Gegenteil: Wir analysieren unvoreingenommen und präsentieren Ihnen dann ungeschönt das Ergebnis. Das war in den letzten Monaten in der Tat negativ, aber jetzt hat sich das Blatt aus unserer Sicht komplett gedreht. Lassen Sie einfach das Titelbild dieses Smart Investor auf sich wirken: „Die Bullen sind los!“ Sehen Sie sich mal aktuell im deutschen Finanzblätterwald nach ähnlich positiven bzw. bullischen Headlines um. Ich kann Ihnen versichern: Sie werden keine finden. Natürlich, in ein, zwei oder drei Monaten, wenn die Kurse wieder längere Zeit gestiegen sind, dann trauen sich auch diejenigen wieder hervor, die zuletzt in Deckung gegangen sind.

Aber bringt Ihnen das als Leser einen wirklichen Mehrwert? Dann über „tolle“ Einstiegschancen zu lesen, wenn die Märk-



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

te oben sind, und Horrorstorys über sich ergehen zu lassen, wenn sie in der Nähe des Tiefs sind? Sicher nicht! Smart Investor hat sich ausdrücklich der antizyklischen Vorgehensweise verschrieben, weil eben nur diese einen nachhaltigen Erfolg an der Börse verspricht. Übrigens: Der vermutlich erfolgreichste Investor der Welt, Warren Buffett, hat erst vor wenigen Tagen seine lange Zeit gehaltenen enormen Cashreserven wieder an der Börse investiert.

Sie finden daher in dieser Ausgabe diverse Artikel mit zahlreichen Anregungen zum Investieren, so z.B. zu Versicherungen, Internettiteln oder Cashwerten. Daneben beschäftigen wir uns mit den USA vor der Wahl, Offshore-Windparks, einer ausführlichen Relative-Stärke-Betrachtung von Indizes und Branchen und und und...

Ausdrücklich begrüßen möchte ich an dieser Stelle auch die vielen neuen Leser, die uns in den letzten Wochen entdeckt haben. Dem Feedback nach ist ein Großteil davon über Mundpropaganda und aufgrund unserer zutreffenden Prognosen während der letzten Monate auf uns aufmerksam geworden.

Ich hoffe, wir haben wieder ein interessantes Programm, sowohl für die „alten Hasen“ als auch die neuen Abonnenten, zusammengestellt. In diesem Sinne wünsche ich Ihnen allen eine spannende Lektüre

Herzlichst

# Gemeinsam wachsen

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

## Ihre Vorteile im MIC

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

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

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

Eine aktuelle Terminübersicht finden Sie unter [www.mic-online.de](http://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](mailto:info@mic-online.de)



## 3 Editorial

## 4 Inhaltsverzeichnis

### Märkte

- 6** Survival of the Fittest – Eine Bestandsaufnahme des Internetsektors
- 12** Investments in Versicherungen  
Gastbeitrag von Dr. Dirk Schellenberger
- 18** Cashwerte am deutschen Markt – Cash is King! Cashwerte-Studie der GBC AG
- 22** Immobilienaktien weltweit  
Nirgends spricht noch jemand von Betongold
- 24** CDL Hospitality –  
Der REIT aus Singapur

### Hintergrund

- 26** Erstens kommt es anders,  
und zweitens als man denkt –  
Kommentar zur US-Wahl
- 26** „Obama ist eine Marionette des  
Finanzkapitals“; Interview mit  
Webster Tarpley
- 28** „Short Selling war nur eine Ausrede“;  
Interview mit William A. Fleckenstein
- 30** **Lebensart & Kapital – International:**  
USA
- 32** „Amerikaner brauchen offenbar  
geistige Leitplanken“; Interview mit  
Emil Steinberger
- 34** **Nachhaltiges Investieren:**  
Wind auf hoher See –  
Power fürs Depot
- 37** **Prinzipien des Marktes:**  
Blasenmuster als „kontrollierte  
Sprengung“

### Instrumente

- 38** **Derivate:**  
Contracts for Difference (CFD's)  
Mit Hebel steigende und fallende  
Märkte handeln
- 39** **Derivate:**  
Interview mit Stefan Riße

- 42** **Fonds: Inside**  
Klein aber fein  
Bericht von der Hidden Champions-Tour
- 44** **Fonds: Analyse**  
DJE Alpha Global P, von Martin Dilg,  
Fürst Fugger Privat KG
- 45** **Fonds: Kolumne**  
Finanzkrise, wie reagiere ich als Anleger?,  
von Hendrik Klein, Da Vinci Invest
- 46** **Fonds: News, Facts & Figures**  
Versteckte Fondspenlen



## Die Bullen sind los

Seit Wochen steht den Anlegern die Angst ins Gesicht geschrieben. Verkaufen lautet die Devise diverser Fachleute. Smart Investor analysiert in dieser Phase die Fakten und kommt zu einer für die Mainstreammedien unglaublichen Aussage: Jetzt kaufen und am Boom der nächsten Jahre partizipieren. Durch die gigantischen monetären Eingriffe des Staates steht uns ein großer Aufschwung an den Aktien- und Rohstoffmärkten bevor. Lesen Sie ab Seite 47.



## 34 Offshore-Windparks

## Meerwind voraus

In der Welt der regenerativen Energie beginnt eine neue Zeitrechnung. Offshore-Windparks sollen die rückläufigen Erträge der Landanlagen auffangen und die Stellung von Wind als Energieträger der Zukunft festigen. Mehr dazu ab S. 34.



## 26, 28, 30, 32 USA

## Wird's Obama richten?

Die Supermacht ist angezählt. In einem Special zu den USA werfen wir einen Blick auf die bevorstehende Wahl, interviewen Fachleute zur Finanzkrise und zeigen, dass Amerika nicht nur in Sachen Infrastruktur massive Probleme bekommen wird. Ab S. 26



## 6 Survival of the Fittest

### Internetaktien

Seit dem Platzen der Internetblase vor mittlerweile acht Jahren hat sich die Welt weitergedreht. Viele Platzhirsche von damals wie die Suchmaschine Yahoo sind nur noch ein Schatten ihrer selbst, andere wie United Internet haben zu alter Stärke zurück gefunden. Ab Seite 6 nehmen wir den Internetsektor genau unter die Lupe.



Interviews

28, 32, 64, 76

u.a. W. Brand, W. Fleckenstein...

So interessant und vielseitig wie die Welt sind auch unsere Interviewpartner. Es geht um die Kalipreisentwicklung (N. Steiner, S. 64), das Versagen der Notenbanken (W. Fleckenstein, S. 28), skurrile Gesetze in den USA (E. Steinberger, S. 32) und die Finanzkrise (W. Brand, S. 76).

### Research – Märkte

- 47** **Titelstory/Das große Bild**  
Die Bullen sind los
- 52** **Titelstory/Sentimenttechnik:**  
Bearishe US-Börsenbriefe
- 53** **Titelstory/Charttechnik:**  
Allianz, BASF
- 56** **Börsensignale:**  
Unverändert positive Signale für die kommenden Monate
- 57** **Commitment of Traders (CoT):**  
Lang laufende Staatsanleihen beginnen einen neuen Bärenmarkt

### Research – Aktien

- 58** **Buy or Good Bye:**  
Drägerwerk und H+R Wasag
- 59** **Turnaround:**  
Arcandor und Premiere
- 60** **Aktie im Blickpunkt:**  
HHLA
- 62** **Gastanalyse:**  
AGO AG, Von Hilmar Platz, Kayenburg AG
- 64** **MoneyTalk:**  
Norbert Steiner, K+S AG
- 66** **Nachrichten aus den Unternehmen:**  
Mehr als die üblichen Herbstturbulenzen
- 68** **Nachrichten aus den Beteiligungsgesellschaften:**  
Der ultimative Stresstest
- 70** **Musterdepot:**  
Ganz oder gar nicht

### Stellenmarkt

- 74** Stellenanzeigen  
In Kooperation mit

**eFINANCIALCAREERS.de**  
Die Finanz-Jobboerse

### Potpourri

- 76** **Interview mit einem Investor:**  
Gespräch mit Willie Brand, HWB
- 78** **Leserbriefe:**  
Über Hausse, Baisse und Crack-up-Boom
- 80** **Filmbesprechung:**  
„Let's make Money“
- 82** **Zu guter Letzt:**  
VEB-Schwemme in der People's Republic of America

- 81** **Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 3/2009**

### Hebelprodukte



Schalten Sie einen Gang höher.

X-Turbos mit noch höherem Hebel auf den DAX®.

Für Ihren Erfolg legen wir immer noch einen Gang zu. Unsere neuen X-Turbo- und X-Endlos-Turbo-Optionsscheine auf den DAX® besitzen höhere Hebel als vergleichbare Turbo- und Endlos-Turbo-Optionsscheine. Denn durch das geringere Aufgeld sind sie im Vergleich günstiger. Achten Sie bei den neuen X-Turbos und X-Endlos-Turbos auch auf das Risiko des Knock-out-Ereignisses, das in der Zeit von 8.00–22.00 Uhr börsentäglich eintreten kann. Für Ihren Erfolg. X-Turbos von HSBC Trinkaus.

- Höherer Hebel als bei klassischen Turbos und Endlos-Turbos
- Günstiger im Preis als klassische Turbos und Endlos-Turbos
- Kaum Volatilitätseinflüsse
- Knock-out zwischen 8.00 und 22.00 Uhr (DAX® und X-DAX®)
- Totalverlust bei Eintritt des Knock-out-Ereignisses

HSBC  Trinkaus

Kostenfreie Infoline 00800 4000 9100  
Hotline für Berater +49 211 910-4722  
E-Mail [zertifikate@hsbctrinkaus.de](mailto:zertifikate@hsbctrinkaus.de)  
Internet [www.hsbc-zertifikate.de](http://www.hsbc-zertifikate.de)

Die hierin enthaltenen Produktinformationen stellen keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der darin besprochenen Wertpapiere seitens der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG dar und können eine individuelle Anlageberatung durch die Hausbank nicht ersetzen. Die Bezeichnung DAX® ist eingetragene Marke der Deutsche Börse AG („der Lizenzgeber“). Die auf dem Index basierenden Finanzinstrumente werden vom Lizenzgeber nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung des Index stellt keine Empfehlung des Lizenzgebers zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusicherung des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte. Der Basisprospekt und die Endgültigen Bedingungen werden zur kostenlosen Ausgabe bei der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Marketing Retail Products, Königsallee 21/23, 40212 Düsseldorf, bereitgehalten und sind unter [www.hsbc-zertifikate.de](http://www.hsbc-zertifikate.de) einsehbar und/oder in elektronischer Form abrufbar.

# Survival of the Fittest

*Im Internet-Sektor haben sich in den letzten Jahren die Gewinner der Branchenkonsolidierung herauskristallisiert. Im nächsten Bullenmarkt sind dies vermutlich die Outperformer.*

Die Konjunkturaussichten sind mehr als bescheiden, die Unsicherheit an den Märkten nach wie vor groß. Da liegt es nicht unbedingt auf der Hand, sich gerade jetzt im Internet-Sektor nach aussichtsreichen Aktien umzusehen. Wir tun es dennoch. Aus gutem Grund.

## Marktbereinigung abgeschlossen

Was waren das noch für Zeiten! Als „.com“-Start-ups wie Pilze aus dem Boden schossen und bereits wenige Monate nach ihrer Gründung stolz auf ein Börsenlisting verweisen konnten. Der Kater nach dem Platzen der TMT-Blase war dafür umso heftiger. Nach knapp drei Jahren Baisse mussten die meisten Internet-Unternehmer einsehen, dass sich geschäftlicher Erfolg nicht so einfach planen und kopieren lässt. Was folgte, war der Gang in die Insolvenz. Übrig blieben die großen, finanzstarken Adressen, die sich zwar auch übernommen hatten, deren Pionierstatus sie in den meisten Fällen aber vor dem Aus bewahrte. Während sich in den letzten Jahren das spekulative Geld andere Anlagefavoriten suchte – Rohstoff- und Agrar-Aktien beerbten Internetwerte in ihrem Status als „Everybody's Darling“ –, standen Internetfirmen weit weniger im Fokus der öffentlichen Wahrnehmung. Dabei bleibt das Wachstum in dem Sektor hoch und die Perspektiven trotz einer sich eintrübenden Weltkonjunktur weitestgehend intakt. Hinzu kommt, dass gerade der Internetsektor mit seinen unterschiedlichen Storys für überschwängliche Kursbewegungen – nach oben wie nach unten – prädestiniert erscheint. Auch wenn man es sich heute kaum vorstellen mag, aber es wird auch wieder die Zeit kommen, in der das kleine Wort „Fantasie“ die Kurse treiben wird.

## Der Zins-Faktor

Obwohl sich die immer wieder beschriebene strenge Dichotomie zwischen „Growth“ und „Value“ sicherlich anzweifeln lässt, bleibt unstrittig, dass insbesondere Wachstumswerte von einem Umfeld fallender Zinsen profitieren. Da im Vergleich mit Value-Aktien der größere Teil der Gewinne erst später in der Zukunft anfällt, erhöht die Abzinsung der zukünftigen Zahlungsströme mit einem niedrigeren Diskontierungsfaktor automatisch den Gegenwartswert. Sollte es zu weiteren Zinssenkungen in Europa und den USA kommen, wovon wir fest ausgehen, hat das ceteris paribus einen posi-

tiven Einfluss auf den Unternehmenswert. Trotz einer Sättigung in manchen Bereichen wie dem klassischen Providergeschäft erscheint es uns legitim, Internet-Aktien nach wie vor in diese Growth-Kategorie einzuordnen. Sollte, wie von uns erwartet, der US-Dollar seine Stärke gegenüber dem Euro fortsetzen, dann spricht auch die Währungsentwicklung für ein Investment in den nach wie vor von US-Firmen dominierten Sektor.

## Skalierbares Geschäftsmodell

Bei der Suche nach Werten, denen wir auch in Zukunft das größte Entwicklungspotenzial zutrauen, spielte die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells eine entscheidende Rolle. Ist erst einmal eine bestimmte Infrastruktur vorhanden und sind gewisse Vorlaufinvestitionen getätigt, sollten steigende Umsätze auch zu überproportional steigenden Ergebnissen führen. Insbesondere Geschäftsmodelle, die stark auf wiederkehrende Einnahmen bspw. über Abonnements setzen, erscheinen uns unter diesem Aspekt attraktiv. Hierbei ist es zunächst unerheblich, ob ein Unternehmen vorrangig auf Geschäfts- oder Privatkunden abzielt. In der Verstetigung der Einnahmen bei gleichzeitig strikter Kostenkontrolle liegt der Schlüssel zum unternehmerischen Erfolg.

## Die Platzhirsche

An Google kommt im Internet niemand mehr vorbei. Neben der Internetsuche nimmt der Konzern auch im Messaging (via Gmail), bei Videoportalen (Youtube) und der Navigation (Google Maps) eine führende Position ein. Selbst in für Google schwierigen Märkten wie Russland oder China liegt der Konzern hinter der jeweiligen nationalen Konkurrenz auf einem komfortablen, weil unangefochtenen zweiten Platz. Die Geschäftszahlen dokumentieren das atemberaubende Wachstum des Unternehmens. Setzte Google im Jahr 2000 gerade einmal 19 Mio. USD um, so waren es vergangenes Jahr bereits 11,7 Mrd. USD, und das bei einem Reingewinn von rund 4,2 Mrd. USD. Sorgen um ein verlangsamtes Wachstum bei den Werbeeinnahmen belasteten den Google-Kurs in den vergangenen Wochen. Gleich reihenweise reduzierten Analysten ihre Gewinnschätzungen aus Angst vor einem länger anhaltenden konjunkturellen Abschwung und damit sinkenden Werbeeinnahmen. Wer nicht bloß von Quartal zu Quartal denkt, dem bietet sich dadurch eine gute Einstiegsgelegenheit. Zumal Google mit neuen Angeboten wie dem Internet-Browser Chrome auch weiterhin seine Innovationskraft demonstriert.





INTERNET-AKTIEN										
NAME	WKN	WÄHR.	TÄTIGKEIT	KURS	MARKETCAP*	UMSATZ 08E*	EPA 08	EPA 09	KGV 09	
AMAZON	906 866	USD	INTERNETKAUFHAUS	52,97	22.565	19.800	1,55	2,10	25,2	
BAIDU	A0F 5DE	USD	SUCHMASCHINE	254,38	8.700	485	4,40	7,10	35,8	
EXPEDIA	A0F 41M	USD	REISEBÜRO	12,19	3.182	3.050	1,38	1,45	8,4	
GOOGLE	A0B 7FY	USD	SUCHMASCHINE	379,32	118.401	16.100	19,50	22,00	17,2	
SOHU (HK)	502 687	USD	SUCHMASCH./ONLINE-SPIELE	57,30	2.177	420	3,70	4,35	13,2	
UNITED INTERNET (HK)	508 903	EUR	HOSTING/ONLINE-WERBUNG/ISP	7,29	1.830	1.720	0,78	0,90	8,1	
WEBMD	A0H FIT	USD	GESUNDHEITSPORTAL	19,10	1.100	385	0,56	0,75	25,5	
XING	XNG 888	EUR	BUSINES-COMMUNITY	28,90	150	35	1,50	2,08	13,9	

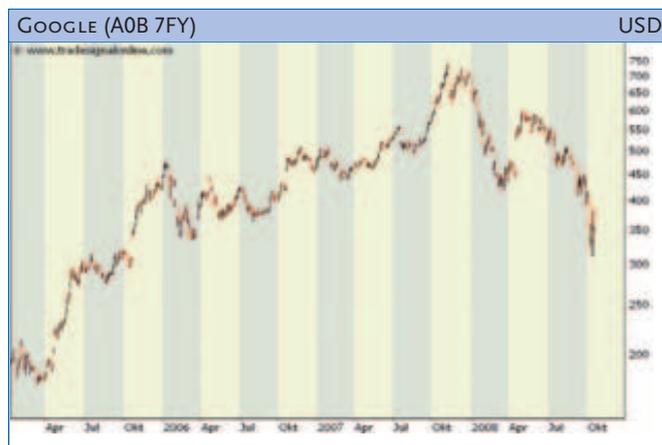
\*) in Mio.; alle Angaben in angegebener Währung; Stichtag 20.10.2008

Im E-Commerce hat sich Jeff Bezos Firma Amazon als eindeutiger Marktführer im World Wide Web positioniert. Einst ein reiner Buchversandhändler, ist der Konzern aus Seattle heute so etwas wie das virtuelle Vorzeigekaufhaus. Von DVDs und CDs über Schmuck, Schuhe, Sport- und Elektronikartikel bis hin zu Dingen für Heim, Haus und Garten, die Produktvielfalt nimmt es problemlos mit der jedes Warenhauses auf. Amazon profitiert von seinem weltbekannten Markennamen und seiner gewaltigen Einkaufsmacht. Selbst wenn Konkurrenten manches billiger anbieten, stellt dies keine allzu große Gefahr für den Platzhirsch dar. Schließlich surfen die meisten Internetnutzer zuerst einmal auf den Seiten des Marktführers. Und dort werden sie in aller Regel auch fündig. Traditionell kommt dem vierten Quartal für Amazon eine besondere Bedeutung zu. Kurzfristig sollten daher Meldungen über den Verlauf des Weihnachtsgeschäfts die Aktie in die eine oder andere Richtung bewegen. Langfristig spricht vieles dafür, dass der Konzern als einer der wenigen Überlebenden der Internet-Blase seine alten Höchstkurse aus dem Jahr 2000 hinter sich lassen kann.

### Im Schatten der großen Namen

Das Internet ist mittlerweile aus kaum einer Lebenslage mehr wegzudenken. Immer mehr Menschen buchen beispielsweise ihre Urlaubs- oder Geschäftsreise online. Als das weltweit größte Online-Reisebüro profitiert Expedia unmittelbar von dieser Entwicklung. Während das klassische Reisebüro Marktanteile verliert, expandiert das aus dem Microsoft-Konzern hervorgegangene Unterneh-

men in neue Länder und Regionen. Auch in China ist man längst aktiv. Der letztjährige Umsatz von knapp 2,7 Mrd. USD soll trotz konjunkturellem Gegenwind in diesem Jahr um 15% ausgeweitet werden. Parallel dazu erwarten Analysten eine mindestens proportionale Gewinnsteigerung. In der Bewertung des Titels scheinen das Konjunkturrisiko und eine mögliche Zurücknahme der Gewinnziele bereits weitgehend eskomptiert. Anders ist es jedenfalls nicht zu erklären, warum die Börse der Expedia-Aktie ein im



Branchenvergleich nahezu einmalig günstiges KGV von 10 (auf Basis der Schätzungen für 2009) zubilligt. Auf dem aktuellen Niveau sollten die Chancen längerfristig klar überwiegen. An die Bewertung einer typischen Internetaktie erinnern dagegen die Kennzahlen des Gesundheitsportals WebMD. Auf diversen Webseiten bietet das New Yorker Unternehmen Informationen und Services für Patienten, Ärzte und Mitarbeiter des Gesundheitswesens an. Pharma- und Medizintechnikhersteller finden über WebMD Zugang zu Kunden aus dem Healthcare-Umfeld. In dieser Hinsicht funktioniert WebMD bisweilen wie eine Kontaktbörse. Ergänzt werden die Online-Inhalte um werbefinanzierte Printpublikationen wie das „WebMD-Magazine“, das in Tausenden von Wartezimmern ausliegt. Der Charme der Aktie liegt darin, dass sie zwei aussichtsreiche Branchen – Internet und Gesundheit – in einem erwiesenermaßen profitablen Geschäftskonzept vereint.

### Wachablösung aus Fernost

Erstmals lag China im Juni bei der Zahl der Internetnutzer vor den USA. 253 Mio. Chinesen greifen mittlerweile auf die virtuelle Datenautobahn zu. Bis zum Jahr 2010 sollen es über 400 Mio. sein. Als einer der Platzhirsche dürfte der an der Nasdaq gelistete Internetkonzern Baidu.com von dieser stürmischen Entwicklung profitieren. Baidu ist Chinas Antwort auf Google. Mit einem Marktanteil



Anzeige





von mehr als 60% dominiert das Unternehmen die nationale Internetsuche. Der Großteil der Einnahmen stammt aus Werbeerlösen. Hieran zeigt sich eine weitere Parallele zum Geschäftsmodell von Google. Während allerdings der amerikanische und europäische Online-Werbemarkt zuletzt schwächelte, lassen sich in China noch keine Brems Spuren beobachten. Für Baidu sind das geradezu ideale Bedingungen. Demnach sollten sich Umsatz und Gewinn im abgelaufenen dritten Quartal wie schon im zweiten Quartal annähernd verdoppelt haben. Soviel Wachstum hat seinen Preis. Für die Baidu-Aktie errechnet sich auf Basis der Konsensschätzungen ein selbst für Internettitel üppiges 2009er KGV von 40. Deutlich günstiger ist im direkten Vergleich unser Musterdepotwert Sohu.com (IK). Die Abschlüsse bei der Bewertung erklären sich u.a. mit der nicht ganz so beherrschenden Stellung im Markt. So ist Sohu in China mit seiner Suchmaschine Sogou hinter Baidu und Google nur die Nummer drei. Das allein würde die Aktie zunächst einmal wenig attraktiv erscheinen lassen, gäbe es da nicht das zweite Standbein im Bereich Online-Gaming. In China erfreuen sich Multiplayer-Games wie das Rollenspiel „Tia Long Ba Bu“ der Sohu-Tochter Changyou großer Beliebtheit. Die Sparte wächst rasant, so dass Sohu sehr konkret über deren Börsengang nachdenkt, was jedoch nicht bei allen Analysten gut ankommt. Immerhin profitierte der Konzern bislang nachweislich von seiner dualen Strategie, die sowohl das Portalgeschäft als auch den hochmargigen Spielebereich mit einschloss. Ein IPO und damit die Abgabe eines Aktienanteils würde nur zur Finanzierung der nächsten Expansionsschritte wirklich Sinn ergeben.



In China bleiben bei mancher Internetsuche die Tore geschlossen.

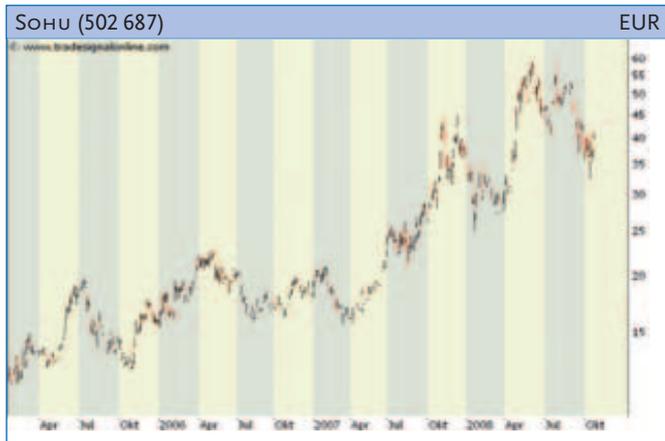


### Internet-Riese aus der Provinz

Als einer der wenigen Überlebenden der „.com“-Euphorie zählt die United Internet AG heute zu den europaweit führenden Internetdienstleistern. Der Konzern feiert in diesem Jahr bereits sein 20jähriges Firmenjubiläum. Und noch immer lenkt Gründer Ralph Dommermuth die Geschicke des im rheinland-pfälzischen Montabaur beheimateten TecDAX-Schwergewichts. United Internet (kurz: UI) ist breit diversifiziert. Über seine zwei Geschäftsfelder „Produkte“ und „Online-Marketing“ mit ihren insgesamt acht Marken – darunter so bekannte Namen wie der E-Mail-Dienst GMX und das Internetportal Web.de – bedient Dommermuth sowohl Privats als auch Firmenkunden. So richtet sich das Angebot der Tochter InterNetX an Internet Service Provider und Reseller, die wiederum unter eigenem Namen diverse Hosting-Produkte vermarkten. In der DSL-Sparte der Marke „1&1“ betreut UI mittlerweile 2,8 Mio. DSL-Zugänge. Insgesamt führt der Konzern über alle Bereiche 7,7 Mio. bezahlte Kundenverträge, die – das macht die Attraktivität des UI-Modells aus – jeden Monat verlässliche, weil wiederkehrende Einnahmen generieren. Im konjunktursensiblen Online-Werbesegment erwartet der Konzernchef im zweiten Halbjahr eine spürbare Verlangsamung der Wachstumsraten. Hieraus erklärt sich, warum der Umsatz nach der letzten Prognose statt wie geplant um 20% nur noch um 16% im laufenden Geschäftsjahr zulegen soll. Die Börse reagierte sichtbar geschockt. Dabei ist diese Revision im längerfristigen Kontext zu vernachlässigen, schließlich erwirtschaftet UI Jahr für Jahr weiterhin beachtliche Cashflows von über 200 Mio. EUR aus dem operativen Geschäft. Einzig die missglückte Übernahme des freenet-DSL-Geschäfts bleibt ein Ärgernis. Aber auch hier wird sich Dommermuth etwas einfallen lassen. Im Worst Case wird man die Beteiligung wieder abgeben – notfalls unter Inkaufnahme eines Buchverlusts.

### Pionier des Web 2.0

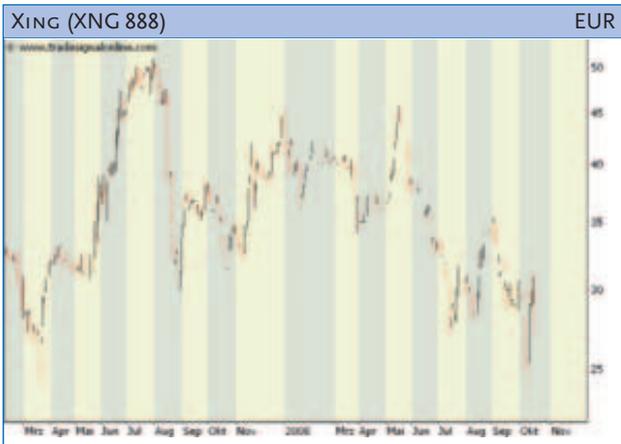
Das Internet ist das größte interaktive Medium der Welt. Insbesondere soziale Netzwerke gewinnen in den Weiten des World Wide Web zunehmend an Bedeutung. Zu den prominentesten Vertretern





# Der Performance verpflichtet

[www.bbbiotech.com](http://www.bbbiotech.com)



dieser neuen „Web 2.0“-Bewegung zählt sich hierzulande die Business-Plattform Xing. 2003 gründete der heutige Vorstandschef Lars Hinrichs Xing, das bis Ende 2006 noch OpenBC hieß. Die Idee hinter Xing ist so simpel wie genial. Das Portal bietet Selbstständigen und Angestellten ein virtuelles Kontakt Netzwerk, das sie für private wie berufliche Zwecke nutzen können. Wer dabei auf sämtliche Funktionen zurückgreifen will, zahlt als Premium-Mitglied eine monatliche Abogebühr von 5 EUR. Erst im September überschritt das noch junge Unternehmen die Schwelle von 500.000 zahlenden Mitgliedern. Insgesamt sind schon deutlich über 6 Mio. User bei Xing registriert. Die Tatsache, dass auch drei Jahre nach ihrer Anmeldung mehr als drei Viertel aller Premium-Mitglieder das Netzwerk nutzen, deutet auf eine ausgesprochen hohe Kundenzufriedenheit und Kundenbindung hin. Allein der Markenname „Xing“ dürfte mehrere Millionen Euro wert sein. Das leicht skalierbare Geschäftsmodell wirft bereits EBITDA-Margen von 37% ab. Hinzu kommt ein dynamisches Umsatzwachstum von zuletzt an die 100%, das auch von Akquisitionen im europäischen Ausland angetrieben wird. Der Börsenwert von zurzeit ca. 160 Mio. EUR ist sicherlich kein Pappentitel. Angesichts der Summen, die für andere Social Networks wie Facebook oder auch StudiVZ bezahlt wurden, und einer prall gefüllten Kriegskasse von über 40 Mio. EUR relativiert sich jedoch diese vermeintliche Überbewertung.

## Fazit

Wer den Mut aufbringt, nicht mit dem Strom zu schwimmen, für den lohnt ein genauer Blick auf den zu Unrecht verschmähten Internet-Sektor. Dabei sollte man sich auf die etablierten Spieler konzentrieren, die sowohl über eine auf ihren Märkten etablierte Marke als auch über ein solides finanzielles Fundament und eine intakte Wachstumsperspektive verfügen. Diesen Ansprüchen halten die beschriebenen Unternehmen alleamt stand, wobei die beiden chinesischen Internet-Vertreter Baidu und Sohu nur erfahrenen Anleger ans Herz gelegt werden können.

Marcus Wessel

### HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT (IK)

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

Per 30.09.2008	Aktienkurs	Innerer Wert	Börsenkapitalisierung
Deutschland: BBZA GY	EUR 53.20	EUR 62.92	EUR 1068 Mio.

## QUARTALSBERICHT SEPTEMBER 2008



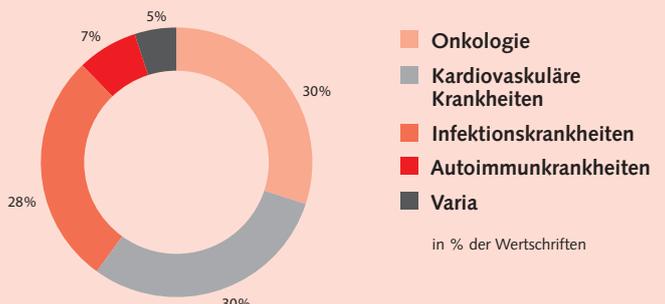
## PERFORMANCE (dividendenadjustiert)

	YTD	3Y	5Y	15.11.1993
Per 30.09.2008	+4.8%	+19%	+39%	N.A.

## NIEDRIGE BEWERTUNG FÜHRT ZU ÜBERNAHMEN IN BIOTECH

Aufgrund der Finanzmarktkrise sind Biotech-Aktien derzeit sehr niedrig bewertet. Die Geschäftsmodelle der meisten Beteiligungen von BB BIOTECH bleiben von den Turbulenzen jedoch unberührt, da es sich um Firmen mit soliden Bilanzen und starkem Cash-Flow handelt. Zudem werden Biotech-Unternehmen für Pharmakonzerne immer attraktiver, da Letztere unter steigendem Druck stehen, ihre Produktpalette durch Kollaborationen oder Akquisitionen zu erweitern. Im 3. Quartal 2008 wurde diese Hypothese durch drei Transaktionen im BB BIOTECH-Portfolio bestätigt. Die wichtigste Ankündigung in diesem Zusammenhang war das von Roche im Juli unterbreitete Übernahmegebot der noch ausstehenden 44% an Genentech für USD 47.3 Mrd. Das Portfoliounternehmen Jerini mit Sitz in Deutschland wurde von Shire mit einer hohen Prämie gekauft. Die dritte Portfolioposition, Acambis, wurde von Sanofi zu einem Kurs von 190 pence pro Aktie übernommen, was einem Aufschlag von 65% entspricht.

## PORTFOLIO NACH SEKTOREN PER 30.09.2008



## PORTFOLIO PER 30.09.2008

Actelion (29%), Celgene (18%), Gilead (17%), Vertex Pharmaceuticals (11%), Genentech (11%), Biogen Idec (5%), kleinere Beteiligungen (9%); in % der Wertschriften, gerundete Werte.

# BBBIOTECH

DER LEADER IM BIOTECH-SEKTOR

BelleVue Asset Management AG

Seestrasse 16/Postfach, CH-8700 Küsnacht, Tel. +41 44 267 67 00  
Fax +41 44 267 67 01, [www.bellevue.ch](http://www.bellevue.ch), E-Mail [info@bbbiotech.ch](mailto:info@bbbiotech.ch)



Hoffentlich gut versichert

# Investments in Versicherungen

*Versicherungsaktien kamen im Zuge der Finanzmarktkrise stark unter die Räder. Eine Analyse des Sektors offenbart einige aussichtsreiche Investments.*

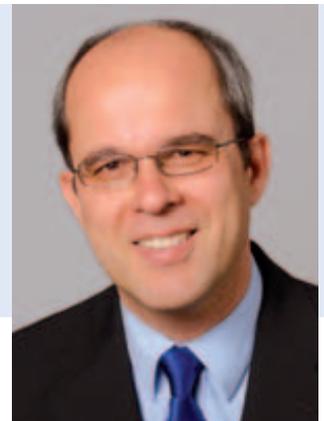
*Gastbeitrag von Dr. Dirk Schellenberger, Valuevent GmbH*

## Chancen neben der Finanzkrise

„Subprime“ – „Immobilienkrise“ – „Liquiditätsklemme“ – „Finanzkrise“ und „Bankenkrise“. Diese Schlagzeilen ließen die Kurse von Finanzwerten weltweit einbrechen. Die Gruppe der unterbewerteten Versicherungen wird nach der Finanzkrise wieder zu den Gewinnern gehören. Denn ihre Aktiva bestehen zum Großteil aus sicheren Anleihen, die aus laufenden Prämieinnahmen gespeist werden, während ihre Passiva überwiegend aus Schadensrückstellungen bestehen. Versicherungen unterliegen damit anders als Banken in der Regel keinem wesentlichen Refinanzierungsrisiko (Ausnahmen bestätigen die Regel). Damit ist der Einfluss der Finanzkrise auf Versicherungen beschränkt. Selbst wenn es auf der Aktivseite zu – meist vorübergehenden – Kursminderungen kommt, werden diese wieder überwunden und können bei Neuanlagen teilweise profitieren.

Versicherungen kombinieren ein Buchmachergeschäft („underwriting“) mit einer Vermögensverwaltung. Das Publikum „gewinnt“ die Wette, wenn ein Schaden eintritt, während die Versicherung als Buchmacher aufgrund ihrer Kenntnisse, der vielen Wetten (Verträge) und der Streuung der Ergebnisse sowie der Vermögensverwaltungserträge auf die Wetteinsätze (Prämien) der Versicherten zumeist gewinnt. Einzelne Versicherungen bieten zusätzlich vielfältige Möglichkeiten, um von unterschiedlichsten wirtschaftlichen Entwicklungen zu profitieren bzw. Risiken zu diversifizieren; sei es Kreditkrise, Emerging Markets bis hin zur Überalterung der Gesellschaft. Erweisen sich Geschäftsfelder hingegen als nicht (mehr) profitabel, können Versicherungen das Geschäft relativ kostengünstig einfach auslaufen lassen („run-off“). Die Kursentwicklung der Versicherungen verlief seit

**Dr. Dirk Schellenberger** ist Geschäftsführer der Valuevent GmbH. Er betreibt die Analyse von Value Investments und Events; opportunistisch liegt der Tätigkeitsschwerpunkt bei Versicherungsunternehmen und insbesondere der Finanzkrise. Kontakt: [dirk.schellenberger@valuevent.de](mailto:dirk.schellenberger@valuevent.de)



Mitte 2007 sehr negativ, wobei innerhalb der Versicherungsbranche der Bereich der Sachversicherung (Property & Casualty) sich vergleichsweise gut hielt. Sachversicherungen weisen einen gewissen Vorlauf gegenüber dem Gesamtmarkt auf. 2008 scheinen sich die Versicherungsaktien bereits – bei hoher Volatilität – zu stabilisieren.

Die Bewertung von Versicherungen weist zugleich historische Tiefststände auf; ein Großteil der Versicherungen sind Cashwerte, d.h. sie notieren teilweise deutlich unter dem Wert ihrer Kapitalanlagen, und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind zumeist einstellig. Hinzu kommen hohe Dividendenrenditen. Versicherungen weisen in den letzten Jahren im langfristigen Vergleich (noch) sehr hohe Margen aus dem Versicherungsgeschäft aus, was sich mittelfristig normalisieren dürfte, d.h. sie werden sinken. Die Unsicherheit auf den Kapitalmärkten beeinflusst die Kapitalrenditen vorübergehend negativ. Die Zusammensetzung der Erträge aus Versicherungs- und Verwaltungsgeschäft wird sich wieder ändern, während die Gesamtrentabilität weiterhin aus-



Quelle: BigCharts.com

nehmend hoch bleiben dürfte. Versicherungen weisen je nach Sparte eine Eigenkapitalrendite von rund 10-20% auf, wobei zumeist 12,5% erzielt werden. Unter Berücksichtigung der Bewertung der Versicherungsaktien kann mittelfristig für die Branche mit einer über 15%igen Kapitalverzinsung für die Investoren gerechnet werden. Viele Investoren meiden Versicherungen aufgrund ihres andersartigen Geschäftsmodells, während Value-Investoren wie Warren E. Buffett oder Martin Whitman hiervon profitieren. Eine differenzierte Beschäftigung mit dieser speziellen Branche lohnt sich.

#### Geschäftsmodell: Erst kassieren, (vielleicht) später zahlen, zwischenzeitlich investieren

Das Geschäftsmodell der Versicherungen besteht darin, den Kunden Schutz gegen Prämienzahlungen zu bieten. Die Versicherung vereinnahmt Prämien und zahlt, falls später ein vorher definierter Schadensfall eintritt. Zwischen Vertragsabschluss und Schadensfall stehen die Prämien nach Abzug der Abschluss- und Verwaltungskosten der Versicherung teilweise Jahre zur Verfügung. Das Recht, den sogenannten „Float“ zu investieren, stellt einen wesentlichen Vorteil der Versicherungen dar. Sie kombinieren damit Vermögensverwaltung und Risikoübernahme. Das zeitliche Auseinanderfallen von Prämienzahlung und Schadensregulierung erfordert viel Vertrauen in die Kapitalkraft und Solvenz von Versicherungen. Der Staat reguliert daher diese Branche bezüglich ihrer Kapitalanlage und -ausstattung, um die Versicherten zu schützen. Versicherungen arbeiten zumeist langfristig und konservativ mit dem bis zum Schadensfall zur Verfügung stehenden Kapital.

#### Combined Ratio

Der Gewinn der Versicherungen setzt sich aus dem versicherungstechnischen Ergebnis (Prämie ./. Schadensaufwand ./. Verwaltungskosten) und dem Kapitalanlageergebnis zusammen. Wesentliche Größe zur Beurteilung insbesondere von Sachversicherungen ist die „Combined Ratio“, das Verhältnis zwischen Schadensaufwand und Prämieeinkommen.

Die Combined Ratio weist in den vergangenen Jahren historisch niedrige Werte auf, d.h. Versicherungen nehmen mehr Prämien ein, als sie an Leistungen erbringen. Versicherungen behalten von 100 EUR an Prämien derzeit gut 5 EUR ein. >>



Der Performance verpflichtet  
www.bbmedtech.com

Per 30.09.2008	Aktienkurs	Innerer Wert	Börsenkapitalisierung
Deutschland: MTHA GY	EUR 32.50	EUR 37.70	EUR 476 Mio.

#### QUARTALSBERICHT SEPTEMBER 2008



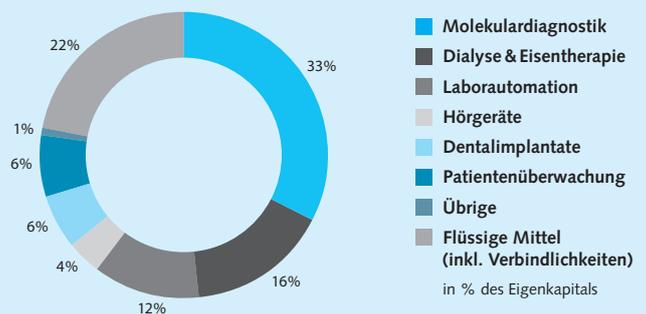
#### PERFORMANCE (dividendenadjustiert)

	YTD	3Y	5Y	01.01.2000
Per 30.09.2008	-25.6%	-12%	+83%	+164%

#### ECKPUNKTE DER ANLAGESTRATEGIE NEU DEFINIERT

Neu möchten wir uns auch als aktiver Investor langfristig an einem bis drei ausgewählten Unternehmen beteiligen, mit dem Ziel, zusammen mit dem Management der jeweiligen Gesellschaft den Unternehmenswert deutlich zu steigern. In der Vergangenheit ist uns dies mit Nobel Biocare bereits sehr erfolgreich gelungen und wir sind überzeugt, dass wir diesen Erfolg wiederholen können. Die für den Medizintechnikmarkt relevante Expertise des BB MEDTECH-Verwaltungsrates und Management-Teams sowie unser breit abgestütztes Netzwerk in der Industrie sind dabei ein zentraler Bestandteil der Anlagestrategie. Dieser Teil des Portfolios – Beteiligungen mit einer aktiven Rolle von BB MEDTECH – sollte insgesamt nicht mehr als die Hälfte unseres Eigenkapitals ausmachen. Weitere 10 bis 15 Beteiligungen an mittelgrossen Firmen aus überdurchschnittlich interessanten Segmenten der Medizintechnik optimieren die Portfoliostruktur.

#### PORTFOLIO NACH SEKTOREN PER 30.09.2008



#### PORTFOLIO PER 30.09.2008

Qiagen (21%), Fresenius (14%), Tecan (11%), Nobel Biocare (6%), Illumina (5%), Mindray (5%), Celera (5%), kleinere Beteiligungen (11%); in % des Eigenkapitals, gerundete Werte.  
Investitionsgrad: 78%

**BBMEDTECH**  
DER LEADER IM MEDTECH-SEKTOR

BelleVue Asset Management AG  
Seestrasse 16/Postfach, CH-8700 Küsnacht, Tel. +41 44 267 67 00  
Fax +41 44 267 67 01, www.bellevue.ch, E-Mail info@bbmedtech.ch



Swiss Re Zentrale Zürichsee Mythenquai (Mitte); der Tsunami richtete 2004 auf KhaoLak gigantische Schäden an (links) – ebenso der Hurrikan Katrina in den USA; Fotos: Münchener Rück, Swiss Re (Mitte)



### Versicherungskrisen

Die Solvenzkrise der US-Versicherungsholding **AIG** (American International Group) 2008 ist Folge einer Kombination

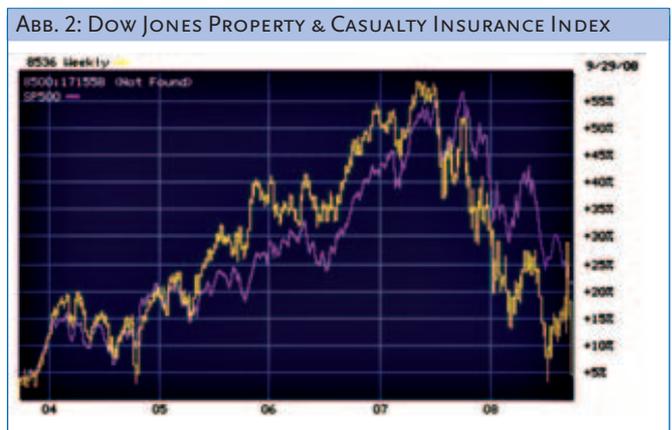
der Krise auf den Hypothekmärkten und bei den Kreditversicherern sowie den umfangreichen Finanzierungsaktivitäten des Konzerns (u.a. weltweit führender Flugzeugfinanzierer). Die Kombination aus Abschreibungen und vorübergehender Wertminderung bei Kreditversicherungen führte zu Nachschusspflichten im Nicht-Versicherungsgeschäft(!), die ursächlich für die Schieflage und Rettung waren. Bilanzwerte sind hiervon jedoch vergleichsweise wenig tangiert gewesen. Reputationsschaden und Staatseingriff zeigen jedoch die Spezifika bei Versicherungen in der Krise auf. Auch die Krise der Mannheimer Versicherung 2003 mit anschließender Rettung durch Versicherungswirtschaft und Übernahme zeigen, dass eine verfehlte (weil zu aggressive) Investitionspolitik Folgen haben kann. In der Vergangenheit kam es gelegentlich zu Problemen. So überforderte 1988 der Totalverlust der Bohrinself Piper Alpha die Syndikate von Lloyds of London. 2005 traf der Wirbelsturm Katrina (Stärke 5) einzelne unterkapitalisierte Spezialversicherer. Umweltschäden durch Asbest mit langfristigen Folgeschäden oder der Terroranschlag auf das World Trade Center 2001 führten einerseits zu Belastungen der Versicherungen, kreierte aber immer wieder neue Geschäftsfelder (Umwelthaftpflicht) bzw. führen zu Risikoausschlüssen (Terrorismus). Außergewöhnliche Schadensereignisse stellen somit zugleich eine Belastung, aber in der Regel auch eine Chance für die Versicherungen dar. Aufgrund der Erfahrung der Versicherung mit den vielfältigen Risiken verfügen diese gegenüber ihren Versicherten meist über einen deutlichen Informationsvorteil. Der Einzelne mag gegenüber der Versicherung hinsicht-



Es herrscht noch ein sogenannter „harter“ Versicherungsmarkt (hohe Prämien), der die Versicherungen begünstigt. Denn zusätzlich können Versicherungen die Prämien zinstragend anlegen. In der Vergangenheit haben Versicherungen zumeist mehr an Schäden reguliert als Prämien eingenommen, d.h. die Combined Ratio lag über 100. Derzeit agieren die Versicherer relativ vorsichtig, um die vorteilhafte Combined Ratio zu stabilisieren. In Verbindung mit umfangreichen Aktienrückkäufen – faktisch Kapazitätsreduktionen – bei Rückversicherern spricht einiges für einen Erfolg dieser Maßnahmen und deren gute Solvenz. Häufig übersteigt der Wert der Versicherungen den Wert des Eigenkapitals des Unternehmens, weil die Vorteile aus der Kapitalüberlassung durch die Versicherten noch nicht berücksichtigt sind. Dies gilt insbesondere bei Lebensversicherungen, wo Jahrzehnte zwischen Prämienzahlung und Auszahlung liegen können. Statt Combined Ratios werden hier die Versicherungsbestände über die spezielle Methode des Embedded Value bewertet, bei dem der Barwert der erwarteten Zahlungsüberschüsse aus dem vereinbarten Versicherungsvertrag ermittelt wird.

### Chance/Risiko-Verhältnis

Grundsätzlich sind Versicherungsunternehmen ständig latent insolvent, wenn man davon ausgehen würde, dass der – zugegeben äußerst unwahrscheinliche Fall – eintritt, dass sämtliche (bereits ein Bruchteil genügt hier!) Schadensereignisse eintreten. Versicherungsmathematiker überwachen und steuern permanent die bewusst übernommenen Unternehmensrisiken. Statistische Methoden („Gesetz der großen Zahlen“) werden genutzt, um eine ausreichende Risikovorsorge vorhalten und Prämien korrekt, sprich risikoadäquat, kalkulieren zu können. Wichtig ist hierbei zu berücksichtigen, dass das Risiko der Versicherungen bis zum Entdecken des Schadens am größten ist und sich danach aufgrund der Reservebildung wieder verringert. Die Kapitalanlagen der Versicherungen werden i.d.R. langfristig und risikoavers angelegt, denn sie müssen auch das Versicherungsrisiko abpuffern. Versicherungen weisen den großen Vorteil auf, dass ihre Versicherungsrisiken zumeist nicht mit dem Kapitalmarkt korreliert sind. Auch profitieren sie von der allgemeinen Wohlstandsentwicklung, während eine Wirtschaftsabschwächung sich eher unterdurchschnittlich auf ihr Geschäft auswirkt.



Quelle: BigCharts.com



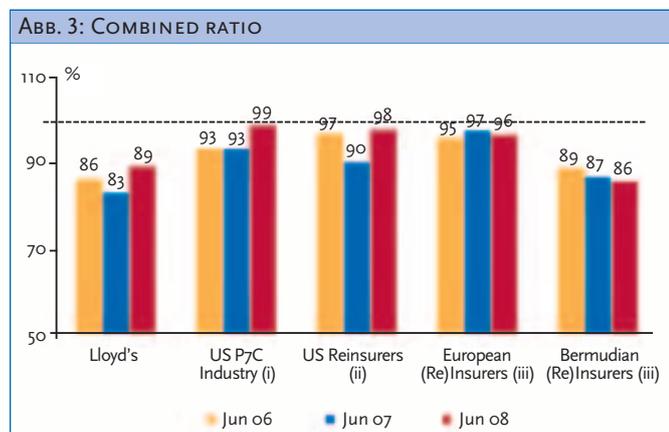
lich seiner Versicherung – legal oder illegal – im Vorteil sein, gegenüber dem Kollektiv der Versicherten erweist sich die Versicherung zumeist jedoch als besser informiert. Grundsätzlich sind Versicherungskrisen eher die Ausnahme; sie fallen zumeist milder aus und enden selten in einer Insolvenz. Versicherungen unterscheiden sich in dieser Hinsicht wohltuend von Banken, die aufgrund ihres Geschäftsmodells deutlich größeren Risiken ausgesetzt sind.

### Versicherungssparten

Es gibt im Wesentlichen drei Klassen von Versicherungen:

- Lebensversicherungen (Life), die langfristige Kontrakte mit Annuitäten oder Einmalzahlungen für die Altersversorgung oder im Todesfall anbieten.
- Sachversicherungen (Property & Casualty) versichern gegen Ereignisse wie Personenschäden, Autounfälle oder Feuer.
- Rückversicherungen (Reinsurance) übernehmen von Erstversicherungen Risiken, die ihnen selbst zu groß erscheinen, z.B. Naturkatastrophen. Dabei beteiligen sie sich anteilig (proportionale Rückversicherung, Quota Share) oder an einer Mindestschadenshöhe (nicht-proportionale Rückversicherung, XOL Excess of Loss).

Aufgrund der geringen Unsicherheit hinsichtlich der Sterblichkeit einer Versichertengruppe investieren Lebensversicherungen aktiver als andere Versicherungen. Sie fungieren häufig als quasi-Kreditinstitute, die höhere Risiken eingehen. Versicherungen betreiben ein umfangreiches Transaktionsgeschäft, z.B. im Bereich der Krankenversicherung, wo faktisch die Versicherten gemeinsam das Risiko über die Beitragshöhe tragen, während die Versicherung als Clearingstelle fungiert. Kreditversicherungen, eine Sonderform der Sachversicherung, d.h. die Versicherung von Krediten gegen Zahlungsausfall des Schuldners, stehen im Zentrum der Finanzkrise. Denn sie weisen einen zyklischen Schadensverlauf auf. Marktschwankungen von Credit-Default-Swaps und CDOs (Collateralised Debt Obligations) erzwingen gar bilanzielle Anpassungen auf der Passivseite (erhöhte Verbindlichkeiten), was die Gesellschaften sehr belasten kann. Insgesamt unterscheiden sich die Versicherungssparten in ihren ökonomischen Treibern teilweise ganz erheblich.



Quellen: Lloyd's; i) Insurance Information Institute estimate; ii) Reinsurance Association of America; iii) Company data (8 European companies; 15 Bermudian companies)

RADIANT GROUP (US-HYPOTHEKENVERSICHERUNG)	
KURS (USD)	3,28
AKTIENANZAHL (MIO.)	81
MARKTKAPITALISIERUNG (MIO. USD)	266
PRÄMIENEINNAHMEN (MIO. USD)	1.039
MITARBEITER	830
EIGENKAPITAL (MIO. USD)	2.456
BUCHWERT/AKTIE (USD)	30,54
ROE (MEDIAN, 2002-2007)	15,0%
ROE (1. HJ 2008)	NEGATIV
RATING (S&P)	BB+
WWW.RADIANGROUP.COM	
Stand: 15.10.2008	

### Investments in einzelne Versicherungen

Viele Investoren scheuen Versicherungen im Allgemeinen und einzelne Versicherungen im Speziellen. Nachfolgend werden drei interessante Versicherungsunternehmen vorgestellt:

Die Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft, gegründet 1863 mit Hauptsitz in Zürich, ist nach Berkshire Hathaway die weltweit zweitgrößte Rückversicherung. Von den Prämieinnahmen entfallen 19,0 Mrd. CHF auf das Sachversicherungsgeschäft und 12,7 Mrd. CHF auf das Lebensversicherungsgeschäft. Aufgrund der breiten Diversifizierung hängt die Gewinnentwicklung neben

SWISS RE (WELTWEIT, RÜCKVERSICHERUNG)	
KURS (CHF)	43,98
AKTIENANZAHL (MIO.)	353
MARKTKAPITALISIERUNG (MIO. CHF)	15.525
PRÄMIENEINNAHMEN (MIO. CHF)	31.700
MITARBEITER	11.702
EIGENKAPITAL (MIO. CHF)	22.860
BUCHWERT/AKTIE (CHF)	77,65
ROE (MEDIAN, 2002-2007)	13,5%
ROE (1. HJ 2008)	8,4%
RATING (S&P)	AA-
WWW.SWISSRE.COM	

Stand: 15.10.2008

der schwer prognostizierbaren Schadensentwicklung von der allgemeinen Prämienentwicklung ab. Das schadenstechnisch sehr schlechte 1. Halbjahr 2008 und größere Wirbelsturmaktivität im 2. Halbjahr belasten die Gesellschaft vorübergehend. Die Finanzkrise hat die Gesellschaft nur geringfügig getroffen. Eine historisch recht stabile Eigenkapitalrendite und ein Abschlag auf den Buchwert machen die Aktie bei einer Dividendenrendite von 5,8% für konservative Anleger attraktiv. Warren E. Buffett hat zu höheren Kursen investiert.

Die Radian Group, gegründet 1970 mit Hauptsitz in Philadelphia, gehört zu den führenden US-Hypothekenversicherern in den USA (Marktanteil rund 18%). Ein Drittel der Prämien entfällt noch auf die Kreditversicherung von Anleihen. Radian versichert Hypothekenkredite, insbesondere solche mit hoher Beleihung (Loan-to-Value > 80%) gegen Kreditausfälle und hängt damit vom US-Immobilienmarkt und von der Arbeitslosigkeit ab. Entscheidend wird sein, inwieweit die Prämien und versicherungstechnischen Rückstellungen ausreichend dotiert sind. Die Immobilienkrise überdeckt derzeit die historisch hohe Ertragskraft der Hypothekenversicherung und die hohen



WELLPOINT (US-KRANKENVERSICHERUNG)	
KURS (USD)	41,97
AKTIENANZAHL (MIO.)	511
MARKTKAPITALISIERUNG (MIO. USD)	21.447
PRÄMIENEINNAHMEN (MIO. USD)	61.134
MITARBEITER	41.700
EIGENKAPITAL (MIO. USD)	21.254
BUCHWERT/AKTIE (USD)	41,59
ROE (MEDIAN, 2002-2007)	12,5%
ROE (2008, 1. HJ 2008)	14,1%
RATING (S&P)	A-
WWW.WELLPOINT.COM	

Stand: 15.10.2008

Prämien beim Neugeschäft. Für unternehmerische Anleger, die mit einem Ende der Immobilienkrise und/oder ausreichender Dotierung der Reserven bei einem deutlichen Abschlag zum Buchwert rechnen, könnte Radian interessant sein. Der Aktienkurs berücksichtigt weitere erhebliche Abschreibungen. Value-Investor Martin Whitman hat zu höheren Kursen investiert. Zu Radian Group kann beim Autor ein Diskussionspapier in englischer Sprache angefordert werden.

Die Wellpoint Inc. mit Sitz in Indianapolis ist eines der größten Krankenversicherungsunternehmen der USA. Wellpoint betreut 34,8 Mio. US-Amerikaner (11% der Bevölkerung). Krankenversicherungen wickeln dabei Prämienzahlungen, Leistungserstellung durch Dritte sowie Kranken- und Pflegekosten ab. Dabei arbeitet die Gesellschaft auch als Transaktionspartner für Unternehmen oder den Staat, der Leistung ausschreibt. Die Gesellschaft wächst seit Jahren sowohl organisch als auch durch Fusionen und Übernahmen. Wellpoint profitiert von der Alterung der Gesellschaft und der medizinischen Inflation (sofern sie diese wie bisher auf die Kunden überwälzen kann). Neben



Cat-Bonds verbriefen Hochwasser- und Erdbebenrisiken

den Kundenbeziehungen liegt der Wert des Unternehmens im Gesundheitsnetzwerk, das mit zunehmendem Marktanteil überproportional an Wert gewinnt. Die US-Politik strebt eine Ausweitung der Krankenversicherung auf die zahlreichen nicht-versicherten Amerikaner an. Die Gesellschaft ist für wachstumsorientierte Value-Investoren interessant. Warren E. Buffett hat bereits zu höheren Kursen investiert.

### Haupttrends

Versicherungen profitieren grundsätzlich von der Wohlstandsmehrung (mehr Reichtum, mehr Sicherheitsbedürfnis), dem Wachstum der Emerging Markets und der Alterung mit dem erhöhten Absicherungsbedarf. Die Wettbewerbssituation der Versicherungen gemessen an den Combined Ratios dürfte sich mittelfristig verschlechtern, doch die Rentabilität dürfte auch auf mittlere Sicht hoch bleiben. In einem Umfeld historisch niedriger Bewertungen (Cashwerte) werden die Versicherungen, statt in Preiswettkämpfe einzutreten, vielmehr verstärkt zu Kooperationen, Effizienzsteigerungen und Firmenübernahmen greifen. Aktienrückkäufe im Rückversicherungsgeschäft weisen in diese Richtung. Im Bereich der Versicherungsmakler und -vertriebe kam es bereits weltweit zu Übernahmen. Japanische Versicherer beginnen seit langem erstmals wieder im Ausland, insbesondere in den USA, durch Übernahmen aktiv zu werden. Warren Buffetts Deal mit SwissRe – Rückversicherungsvereinbarung für 20% des Versicherungsgeschäfts – und das Eingehen einer Minderheitsbeteiligung zeigen, dass Buffett sich einerseits die noch hohen Prämien sichert und gleichzeitig an einer positiven Aktienentwicklung partizipieren will. SwissRe investiert das hierdurch freigewordene Kapital in Aktienrückkäufe. Im Zuge der Finanzkrise stehen zahlreiche Versicherungsaktivitäten – zumeist der Banken – zum Verkauf; das drückt noch die Bewertungen, bietet aber gute Voraussetzungen für künftig margenstärkeres Geschäft. Auch Teile der Versicherungsholding AIG möchte Buffett kaufen, wenn nicht andere Investoren (was er befürchtet) mehr bieten werden. Neue Tendenzen in der Versicherungswirtschaft werden regulatorische Änderungen wie Solvency II im Jahr 2012 bringen, die durch neue Anforderungen an das Mindestkapital, das Risikomanagementsystem und die Berichterstattung das Wettbewerbsumfeld verändern werden. In diesem Zusammenhang wird neben verstärkter Rückversicherung auch die Verbriefung von Versicherungsrisiken an den Kapitalmarkt an Bedeutung gewinnen (z.B. Katastrophenanleihen (Cat-Bonds) oder Versicherungsprämienfonds), um die Kapitalanforderungen besser zu managen. Versicherungen können somit ihren Kapitaleinsatz künftig verringern und Risiken handeln bzw. vermitteln.

### Fazit

Investments in unterbewertete Versicherungen bieten gute Chancen bei überschaubarem Risiko. Sie sind von der Finanzkrise deutlich weniger als Banken betroffen, mit denen sie gerne in einen Topf geworfen werden. Es ist mit ansprechenden nachhaltigen Renditen zu rechnen. ■

#### HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT

Der Autor hält Positionen an folgenden im Artikel beschriebenen Aktien: AIG, Radian, SwissRe und Wellpoint

# Cashwerte am deutschen Markt – Cash is King!

*Exklusiver Auszug aus der Cashwerte-Studie 2008 der GBC AG für den Smart Investor*

*Gastbeitrag von Christoph Schnabel (Vorwort), Philipp Leipold, Jörn Freisler und Cosmin Filker von der GBC AG*

Seit 15 Monaten tobt nunmehr die Finanzkrise auch hierzulande am Kapitalmarkt und hinterlässt nicht nur dort sichtbare Spuren. Auch das produzierende Gewerbe und der übrige Dienstleistungssektor bekommen die Krise gegenwärtig deutlich zu spüren. Und das Licht am Ende des Tunnels ist noch lange nicht in Sicht. Die zurückliegende, liquiditätsgetriebene Hausse an den Weltbörsen ist somit endgültig vorbei.

## Umdenken in den Köpfen

Wenig verwunderlich, dass es mittlerweile zu einem Umdenken in den Köpfen der beteiligten Politiker, Unternehmer und Wissenschaftler kommt. Wurde einst der absolut freie Kapitalmarkt favorisiert, welcher sich selbst reguliert, schreitet man nun ein Stück in der Entwicklung voran und stellt fest, dass so manche Innovation der letzten Jahre doch nichts anderes war als ein Konstrukt, bestehende Risiken zu verbergen. Der Investor, gleichgültig ob er nun als Aktionär, Kunde oder letztendlich auch Steuerzahler fungierte, wurde dabei oftmals um seine marktgerechte Risikoprämie betrogen.

Relativ einfach lässt sich dies an der Finanzierungsstruktur eines Unternehmens verdeutlichen. So birgt etwa eine Gesellschaft, welche primär über langfristig bereitgestelltes Fremdkapital in heimischer Währung verfügt, über wesentlich weniger Risiken als ein Unternehmen, welches sich eher kurzfristig bzw. nicht fristgerecht oder gar in Fremdwährung verschuldet hat. Noch geringer erscheint das Risiko, wenn ein Unternehmen ganz ohne Fremdmittel auskommt. Hier wurde jedoch seitens der Renditevorstellung der Investoren oftmals aufgrund von Intransparenz und Unwissenheit keine Unterscheidung vorgenommen.

Unternehmen mit hoher Eigenkapitalquote oder gar mit üppigen Liquiditätsreserven waren unter dieser fehlerhaften Perspektive wenig lukrative Investments. Dies ändert sich nun allerdings rapide. Denn Kapital ist derzeit nicht nur hierzulande, sondern auch global zu einem scheuen Reh avanciert. Unternehmen mit Finanzierungslücken kämpfen bereits ums Überleben. Als jüngstes Opfer



v.l.n.r.: Christoph Schnabel, Philipp Leipold, Jörn Freisler, Cosmin Filker

zeigt sich der Caravanspezialist Knauss Tabbert, welchem vermutlich ein vervährter Überbrückungskredit von 10 Mio. EUR (Umsatz 2007/08: 305 Mio. EUR) zum Verhängnis wurde. Expansionen oder Akquisitionen werden zudem trotz historisch niedriger Unternehmensbewertungen immer schwieriger, zumal die Eigenkapitalfinanzierung meist verbaut ist und die Creditspreads, sofern man denn überhaupt noch kreditwürdig ist, deutlich ansteigen.

Im Vorteil sind daher all jene Unternehmen, die über eine gesunde oder gar überproportionale Liquiditäts- bzw. Eigenkapitalbasis verfügen als auch operativ Erfolg versprechend positioniert sind. Genau auf diese Faktoren ist in der durch unser Haus durchgeführten Cashwertstudie der Schwerpunkt gelegt. Im Vordergrund steht allerdings der Fokus auf die Nettoliquidität des entsprechenden Unternehmens.

## Erläuterungen

Die Nettoliquidität bzw. den Nettocash sehen wir dabei als eine strengere und damit noch wesentlich konservativere Wertkomponente als den Buchwert an, welcher bekanntlich das Eigenkapital je Aktie darstellt. Wir haben diese Kenngröße definiert als: Liquide Mittel plus eventuell vorhandene Wertpapiere des Umlaufvermögens abzüglich zinsbarer Verbindlichkeiten. Als zinsbare Verbindlichkeiten haben wir Positionen wie Bankverbindlichkeiten, Pensionsrückstellungen und im Zweifelsfall auch 50% der sonstigen Verbindlichen einbezogen. Bei der Errechnung der Nettoliquidität pro Aktie wurde



ggf. auch eine Verwässerung durch ausstehende Aktienoptionen oder Wandelschuldverschreibungen berücksichtigt.

Zudem haben wir die so erhaltene Größe um die operativ benötigte Liquiditätsreserve bereinigt. Hierfür wurde ein systematischer Ansatz gewählt, welcher ein Zwölftel der in den vergangenen 12 Monaten angefallenen zahlungswirksamen Aufwendungen als notwendige Liquiditätsreserve deklariert. Auch wurde die Nettoliquidität um den Anteil bereinigt, der eventuell vorhandenen Minderheitenanteilen zuzuweisen ist. Der um die betriebsnotwendige Liquidität bereinigte Nettocash wurde hier-

bei prozentual gemäß dem Bilanzansatz aus der Grundgesamtheit von Eigenkapital und Minderheitenanteilen den einzelnen Positionen zugewiesen.

Als Bonitätskennziffern, die als Risikoprofilindikatoren in unsere Analyse mit eingeflossen sind, wurden der Verschuldungsgrad, die Liquidität 2. Grades und im Besonderen die Cash-Burnrate errechnet. Diese wurde von uns als Cash-Burnrate in Jahren errechnet. Dabei wurde der Free Cashflow (FCF) der vergangenen 12 Monate herangezogen. Die Cash-Burnrate gibt so definiert darüber Auskunft, in wie vielen Jahren, unter der Annahme konstanter FCFs, die zum Bilanzstichtag bestehende bereinigte Nettoliquidität aufgezehrt ist. Eine Cash-Burnrate von 1 bedeutet somit, dass, sollte sich der FCF der vergangenen 12 Monate auch in den kommenden 12 Monaten ergeben, es zu einem kompletten Abschmelzen der Nettoliquidität kommen wird.

Auf Basis dieser Faktoren haben wir mit den folgenden vier Kurzanalysen krisenfeste Kandidaten herausgesucht, welche gerade im aktuellen Marktumfeld eine interessante Investmentchance bieten könnten.

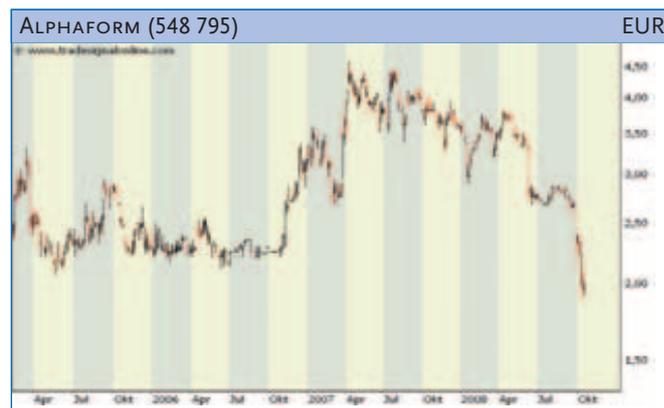
#### Alphaform AG (Philipp Leibold)

Die Alphaform AG mit Sitz in Feldkirchen ist im Bereich der Entwicklung und Erstellung von Prototypen und Kleinserien tätig. Die Geschäftstätigkeit ist in die beiden Segmente Rapid Prototyping und Rapid Tooling untergliedert. Die Gesellschaft erzielt dabei knapp ein Drittel der Umsätze mit Kunden aus der Automobilbranche. In den letzten drei Jahren konnte die Gesellschaft stets deutlich positive Ergebnisse sowie einen hohen operativen Free Cashflow erzielen.

Im zweiten Quartal 2008 wirkten sich allerdings anstehende neue Formel 1-Reglementänderungen negativ auf die margenstarken Umsätze mit den F1-Kunden aus. Die Gesellschaft konnte zwar im zweiten Quartal eine Umsatzsteigerung sowie ein deutlich positives operatives Ergebnis erzielen, dennoch gab der Aktienkurs in Folge der Meldung deutlich nach und notiert in der Zwischenzeit bei rund 2 EUR.

Bei einem Blick in die Halbjahresbilanz wird schnell ersichtlich, dass die aktuelle Marktbewertung sehr deutlich unter dem Buchwert in Höhe von 3,80 EUR liegt und auch beinahe auf dem Niveau der liquiden Mittel notiert. Nach der erstmaligen Dividendenaus-schüttung von 0,15 EUR in diesem Jahr war der Bestand an liquiden Mitteln gegenüber dem Jahresanfang leicht rückläufig und belief sich auf 9,5 Mio. EUR, was einer Nettoliquidität je Aktie von rund 1,79 EUR entspricht. Die Alphaform hat weder langfristiges Fremdkapital noch Bankverbindlichkeiten. Bereinigt um das betriebsnotwendige Kapital haben wir eine Nettoliquidität je Aktie von 1,48 EUR errechnet. Damit sind rund 74% der derzeitigen Marktkapitalisierung über die liquiden Mittel abgedeckt. Zudem verfügt Alphaform noch über steuerlich nutzbare Verlustvorträge von rund 10 Mio. EUR, so dass die Steuerlast in den kommenden Jahren moderat ausfallen wird.

Auch wenn die Halbjahreszahlen 2008 der Alphaform leicht unter unseren Erwartungen lagen, konnte die Gesellschaft ein Umsatzwachstum von mehr als 5% sowie ein EBITDA in Höhe von 1,1 Mio. EUR ausweisen. Dem operativen Geschäft wird cashbereinigt aktuell eine Bewertung von gerade einmal etwas mehr als 0,50 EUR je Aktie zugestanden, was wir vor dem Hintergrund des profitablen Kerngeschäfts als evidente Unterbewertung empfinden.



#### SAF AG (Jörn Freisler)

Die SAF Simulation, Analysis and Forecasting AG ist auf die Entwicklung von Bestell- und Prognose-Software für Handel, Logistik und Industrie spezialisiert. Bei der Entwicklung von Software setzt SAF auf neue, innovative Ansätze, dispositive Entscheidungen auf Basis von Zukunftswerten zu treffen. Die daraus resultierenden Umsätze verringerten sich zum Halbjahr 2008 auf 5,6 Mio. EUR (HJ 07: 6,2 Mio. EUR), was hauptsächlich dem schwach gestarteten Lizenzgeschäft zuzuschreiben ist. Ausschlaggebend für den Rückgang war die unbefriedigende Sales-Performance des OEM-Partners SAP, welcher durch ein angekündigtes Software-Release Vertragsabschlüsse verzögert hat. Die beiden Geschäftsfelder Wartung und Serviceleistungen hingegen verzeichneten erwartungsgemäß Zuwächse. Für das Gesamtjahr 2008 rechnet die SAF über alle Geschäftsbereiche hinweg mit einer Umsatzsteigerung.

Das EBIT entwickelte sich analog zu den Umsätzen und lag im ersten Halbjahr 2008 bei -0,9 Mio. EUR gegenüber 0,9 Mio. EUR im Vorjahreszeitraum. Ausschlaggebend hierfür waren neben den rückläufigen Umsätzen vor allem die stark angestiegenen Vertriebskosten von über 40% auf 1,7 Mio. EUR (HJ 07: 1,2 Mio. EUR).



TOP 15 DER AKTUELLEN CASHWERTESTUDIE DER GBC AG

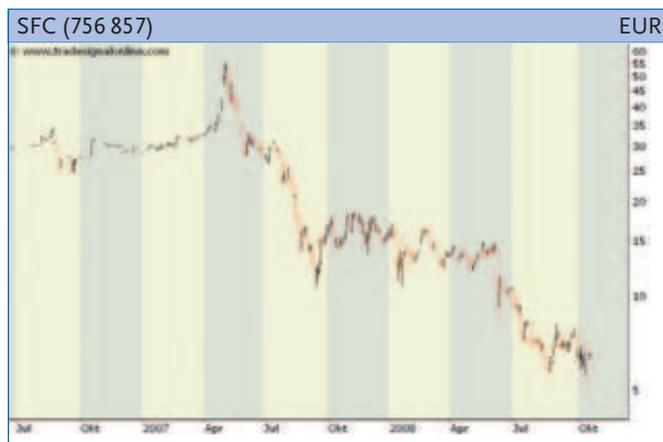
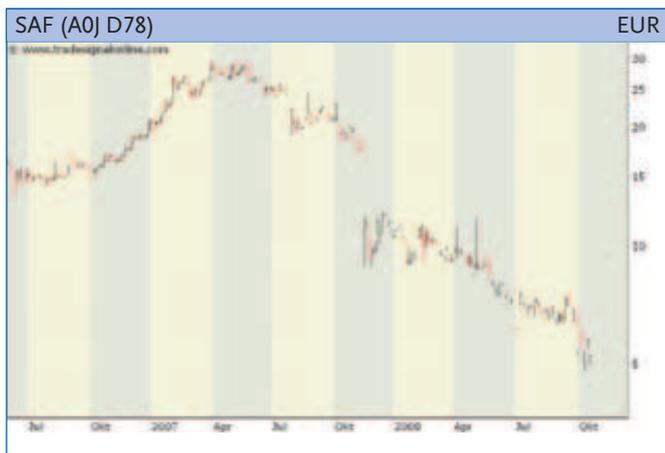
NAME	ISIN	BRANCHE	KURS	NETTOCASH JE AKTIE	NETTOCASH (BEREINIGT) JE AKTIE	NETTOCASH (BEREINIGT)/ KURS IN %	CASHBURN- RATE HJ 07- HJ 08 I. J
LYCOS	NL0000233195	INTERNETSERVICE	0,32 EUR	0,77 EUR	0,71 EUR	223,39%	1,11
3U HOLDING AG	DE0005167902	BETEILIGUNGEN	0,37 EUR	0,69 EUR	0,56 EUR	152,43%	-
KIZOO	DE000CMBT111	BETEILIGUNGEN	5,99 EUR	6,64 EUR	6,62 EUR	110,51%	-
SFC	DE0007568578	UMWELTECHNOLOGIE	6,10 EUR	6,60 EUR	6,38 EUR	104,64%	20,75
SCM MICROSYSTEMS*	US7840181033	SONSTIGE TECHNOLOGIE	1,14 EUR	1,32 EUR	1,19 EUR	104,04%	22,62
SAF	CH0024848738	SOFTWARESERVICE	5,00 EUR	4,81 EUR	4,66 EUR	93,18%	-
AD PEPPER	NL0000238145	INTERNETKOMMERZ	2,04 EUR	2,14 EUR	1,75 EUR	85,71%	8,42
DOCHECK	DE0005471007	SOFTWARE	2,37 EUR	2,14 EUR	1,89 EUR	79,90%	4,68
CAPITAL STAGE	DE0006095003	FINANZDIENSTLEISTUNGEN	1,86 EUR	1,39 EUR	1,39 EUR	74,56%	-
ALPHAFORM	DE0005487953	SONSTIGE TECHNOLOGIE	2,00 EUR	1,79 EUR	1,48 EUR	73,86%	16,82
VALOR COMPUTERIZED*	IL0010845324	SPEZIALSOFTWARE	1,67 EUR	1,22 EUR	1,11 EUR	66,61%	-
SYZYG	DE0005104806	IT-DIENSTLEISTUNGEN	2,85 EUR	2,08 EUR	1,90 EUR	66,51%	-
NORCOM	DE0005250302	IT-SOFTWARE	0,92 EUR	0,76 EUR	0,47 EUR	50,61%	8,53
ORAD*	IL0010838071	SPEZIALSOFTWARE	1,89 EUR	1,04 EUR	0,88 EUR	46,38%	-
HYRICAN	DE0006004500	INTERNETKOMMERZ	5,60 EUR	3,64 EUR	2,18 EUR	38,96%	-

\*) Bilanz in USD; Beim Blick auf die Tabelle fällt auch in der aktuellen Cashwertestudie 2008 auf, dass es erneut vor allem die IT/Software-Unternehmen sind, welche über einen erhöhten Nettocash verfügen. Quelle: GBC AG

Einen ersten Erfolg aus den verstärkten Vertriebsanstrengungen konnte SAF allerdings bereits mit der Fortsetzung der Expansion in Osteuropa erzielen. Die im Baltikum führende litauische Lebensmittelkette Retail disponiert von diesem Jahr an mit SAF-Software. Retail hat großes Wachstumspotenzial in den baltischen Ländern und wird wohl auch in Zukunft auf SAF-Produkte setzen.

Die SAF verfügte zum Halbjahr über 27,0 Mio. EUR an liquiden Mitteln, was einem um betriebsnotwendige Liquidität bereinigten Cash-Bestand von 25,8 Mio. EUR entspricht. Somit ist die Aktie zu 93% mit Cash abgedeckt. Bei einem Free Cashflow von 2,9 Mio. EUR bezogen auf den Zeitraum zwischen Juli 2007 und Juli 2008 ist das Unternehmen in der Lage, auch trotz des Ergebnismrückgangs weitere Cash-Bestände anzuhäufen.

Auf Grund der langfristigen Zusammenarbeit mit SAP und der schrittweisen Verstärkung des Direktgeschäfts sieht sich SAF hervorragenden Perspektiven gegenüber, die eigene Position im wachsenden Markt weiter zu verbessern. Somit ist auch weiterhin von einem positiven Free Cashflow auszugehen. Für Investoren könnte ein Einstieg bei SAF äußerst attraktiv sein.



SFC Smart Fuel Cell AG (Jörn Freisler)

SFC Smart Fuel Cell ist Marktführer für mobile und netzferne Energieversorgung auf der Basis der Brennstoffzellentechnologie für Anwendungen im Freizeit-, Industrie- und Militärbereich und kooperiert mit führenden Unternehmen unterschiedlicher Branchen. Im Gegensatz zu den meisten anderen Brennstoffzellenfirmen, die sich noch in der Entwicklungsphase befinden oder hochsubventionierte Demonstrationsanlagen betreiben, verkauft SFC bereits seit drei Jahren mit großem Erfolg voll kommerzialisierte Brennstoffzellen an Industrie- und Endverbraucherkunden.

Da SFC über eine hervorragende Wettbewerbsposition verfügt, besteht die Chance, den aktuellen Vorsprung hinsichtlich der Technologiereife und Vermarktung auszubauen und weiterhin anerkannte Standards zur netzunabhängigen Stromversorgung zu setzen.

Trotz der schwierigen konjunkturellen Lage und der damit verbundenen zurückgegangenen Auftragseingänge sieht sich SFC weiterhin, entgegen dem Markttrend, auf Wachstumskurs und rechnet mit einem Umsatzwachstum von 20% bis 30% für das Gesamtjahr 2008 auf 17,2 Mio. EUR bzw. 18,7 Mio. EUR.

Im ersten Halbjahr 2008 konnte SFC bereits einen Umsatzzanstieg von 9,3% gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf 8,2 Mio. EUR verzeichnen. Das EBIT der Gesellschaft verbesserte sich überproportional im Berichtszeitraum um 44,2% auf -1,4 Mio. EUR. Die Finanzlage des Unternehmens stellt sich sehr erfreulich dar. So beliefen sich die liquiden Mittel zum 30. Juni 2008 auf 47,2 Mio. EUR. Bereinigt um die betriebsnotwendige Liquidität verfügt das Unternehmen über insgesamt 45,7 Mio. EUR Netto-Cashreserven. Somit ist die Aktie derzeit mit 6,38 EUR Nettocash gedeckt, was deutlich über dem aktuellen Aktienkurs von 6,10 EUR liegt. Allerdings weist das Unternehmen zum Halbjahr 2008 einen negativen Free Cashflow von 3,4 Mio. EUR aus. Dies entspricht einer Cash-Burnrate von 20,75. Jedoch hat das Unternehmen gute Chancen, auf Grund der geplanten Umsatzsteigerungs- und Kostenreduktionsmaßnahmen schon im nächsten Jahr den EBIT-Break-even zu schaffen. Ein Einstieg steht somit insbesondere dem spekulativen Anleger offen.

**Syzygy AG (Cosmin Filker)**

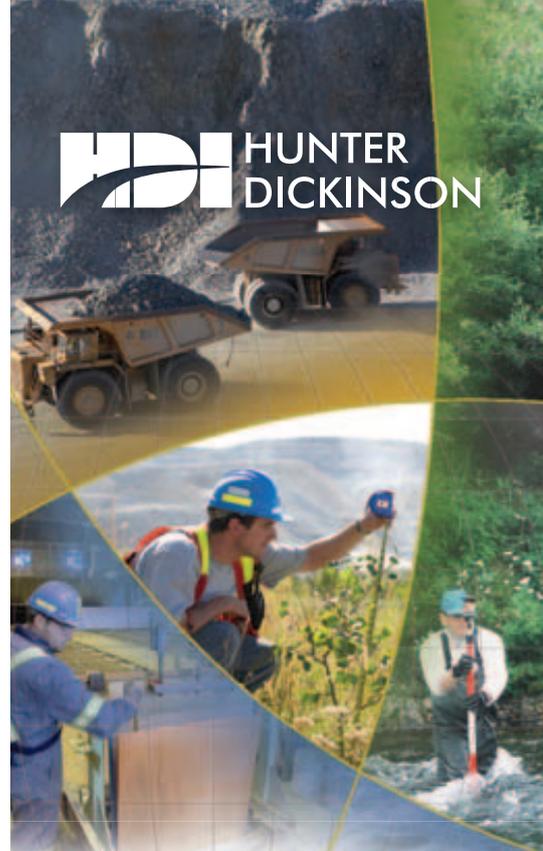
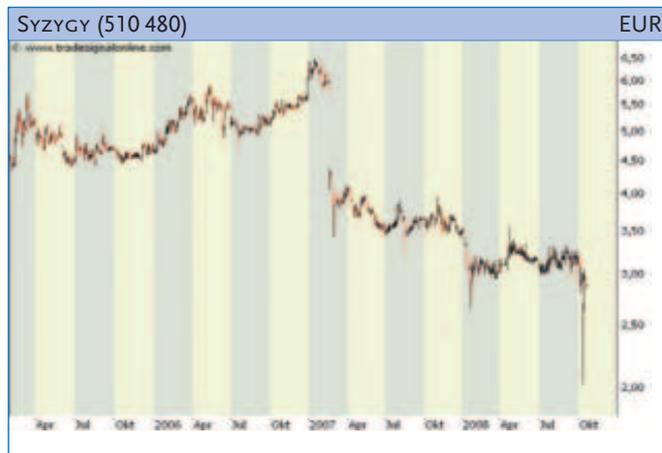
Die 1995 gegründete Syzygy AG versteht es, einen bekannten Kundenkreis für sich zu gewinnen. Als Anbieter internetbasierter Komplettlösungen konnte das Unternehmen so Kunden wie etwa O2, Mercedes-Benz, Henkel, Ferrero, Fleurop u.v.a. von der Innovationskraft der Geschäftsbereiche Webdesign, Online-Marketing und Usability & Web Analytics überzeugen. Ein weiterer eindrucksvoller Beleg der Kreativkompetenz der Syzygy AG wird durch die Vielzahl preisgekrönter Produkte nachgeliefert. Mit ihren insgesamt sechs Tochtergesellschaften liegen die regionalen Schwerpunkte in Deutschland und Großbritannien, die annähernd den gleichen Unternehmensbeitrag leisten.

Die traditionell bestimmende Aktivposition der Syzygy AG ist der Cash-Bestand, der sich aus den liquiden Mitteln und dem Wertpapierbestand summiert. Die Halbjahresbilanz 2008 weist in diesem Zusammenhang erneut einen hohen unreinigten Cash-Bestand in Höhe von 25,2 Mio. EUR aus, der im Wesentlichen von den Wertpapieren des Umlaufvermögens in Höhe von 17,3 Mio. EUR determiniert wird. Unter Berücksichtigung der zinsbaren Verbindlichkeiten sowie dem Abzug anteiliger Minderheiten reduziert sich der bereinigte Nettocash auf 22,9 Mio. EUR, oder 1,90 EUR pro Aktie. Der derzeitige Aktienkurs von 2,85 EUR impliziert somit eine 67%ige Abdeckung durch Nettocash. Ein weiteres Signal der günstigen Aktienbewertung ist der hohe Free Cashflow, der in der Einjahresbetrachtung einen Wert von 4,2 Mio. EUR annimmt. Damit würde der Free Cashflow auf diesem Niveau in knapp drei Jahren zu einer 100%igen Liquiditätsabdeckung der Aktie führen (Cash-Earnrate).

Positiv gestaltet sich auch die operative Entwicklung. Dabei konnten allein im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr die Umsatzerlöse um 21,6% auf 14,8 Mio. EUR gesteigert werden. Effektives Kostenmanagement hat sogar zu einer Steigerung des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT) in Höhe von 92,0% auf 2,5 Mio. EUR geführt. Insgesamt konnte eine erfreuliche Steigerung des Gewinns je Aktie von 44,2% auf 0,14 EUR erreicht werden, was gleichzeitig den Anlass einer Prognoseanhebung des EPS auf Jahresbasis in Höhe von 0,28 EUR gab.

Diese Aussichten mit dem Fundament sehr guter Bilanzkennzahlen lassen ein Investment in die Syzygy AG in einem attraktiven Licht erscheinen. Zudem hat Syzygy als einer der Pioniere im Online-Marketing-Bereich seine hervorragende Positionierung behaupten können.

*Die komplette Studie kann bei der GBC AG angefordert werden (www.gbc-ag.de).*



**HUNTER DICKINSON**

**In der Minenbranche steht unser Name seit über 20 Jahren für:**

- Wachstum
- Finanzstärke
- Leverage auf Rohstoffe
- Diversifikation
- Erfolgreiche Transaktionen
- Technische Expertise
- Verantwortungsbewusste Projektentwicklung
- Zahlreiche Auszeichnungen



**Hunter Dickinson**

Anlegerbeziehungen - Deutschland  
Robin Bennett  
robinbennett@hdgold.com

1020 - 800 West Pender Street  
Vancouver, BC  
Canada, V6C 2V6

**Tel:** +1-604-684-6365  
**Fax:** +1-604-684-8092  
**Email:** info@hdgold.com

hunterdickinson.com

# Immobilienaktien weltweit

*Nirgends spricht noch jemand vom Betongold*

Weltweit sind Immobilienaktien unter Druck gekommen, keine Region wurde davon verschont. Selbst wenn Immobilienaktien nicht rund um den Globus überspekuliert waren, so werden sie heute doch von zwei Seiten in die Zange genommen: Von konjunkturellen Risiken einerseits und der Kreditklemme andererseits.

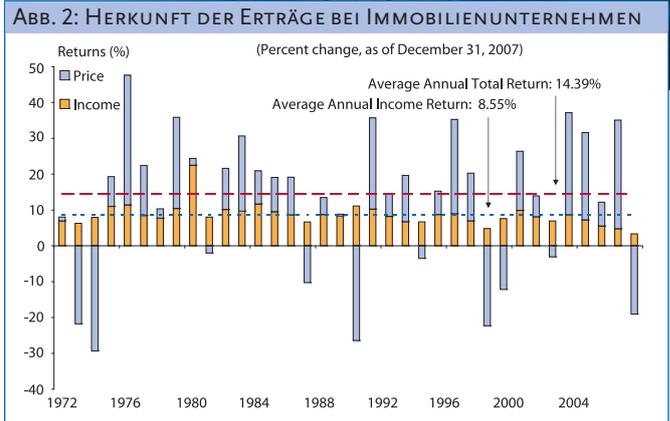
## Riesige Verunsicherung

Gerade letzte setzt etlichen Unternehmen förmlich die Pistole auf die Brust. Jedes Unternehmen aus der Immobilienbranche ist auf Kredite angewiesen, in Deutschland stehen im kommenden Jahr Finanzierungsrunden zum Beispiel bei Gagfah oder PATRIZIA an, und es gibt Stimmen, die die Situation in diesen Fällen als sehr schwierig einschätzen. Grundsätzlich lagen die Kredit-Spreads bis ins Frühjahr 2007 hinein bei 40 bis 60 Basispunkten. Da die Banken inzwischen aber extrem übervorsichtig agieren, sind die Aufschläge mittlerweile auf 80 bis 150 Basispunkte gestiegen, dazu schwankt der Fünf-Jahres-Euribor so stark wie selten zuvor. Dies alles hat die Finanzierungskosten nicht nur verteuert, sondern auch zu einer unberechenbaren Größe gemacht. Jetzt geht auch noch das Konjunkturgespenst in der Welt um. Als am Montag nach dem beschlossenen Hilfsprogramm die Börsen in Europa haussierten, machte der britische FTSE 350 Real Estate-Index einen satten Sprung von 23% und legte damit den stärksten Tageszuwachs aller Zeiten aufs Parkett. Der Leidensdruck muss riesig sein. Anhand von Abb. 1 lässt sich die Kursentwicklung der vergangenen Jahre zudem einigermaßen einordnen.

Normalerweise schwanken die Kurse der Immobilienunternehmen um den Konsumentenpreisindex herum, zumindest war dies seit 1980 so. Die Übertreibung aus den Jahren 2005 und 2006 wurde komplett abgebaut, Immobilienaktien sind also im Durchschnitt wieder fair gepreist. Dies gilt zum Beispiel für British Land, die zweitgrößte



Regent's Place in London; Foto: British Land



Immobilien-gesellschaft Großbritanniens. Das Immobilienportfolio, bestehend aus Büroimmobilien in London und britischen Einzelhandelsimmobilien, ist 25 Mrd. EUR schwer und litt 2007 erstmals in der Geschichte unter negativen Renditen: Die Summe aus Wertveränderungen und Mieteinnahmen lag bei minus 1%. Auf die gesamte Branche gerechnet sah es noch weit düsterer aus (s. Abb. 2).

**ABB. 1: NAREIT-INDEX VERSUS KONSUMENTENPREIS-INDEX**

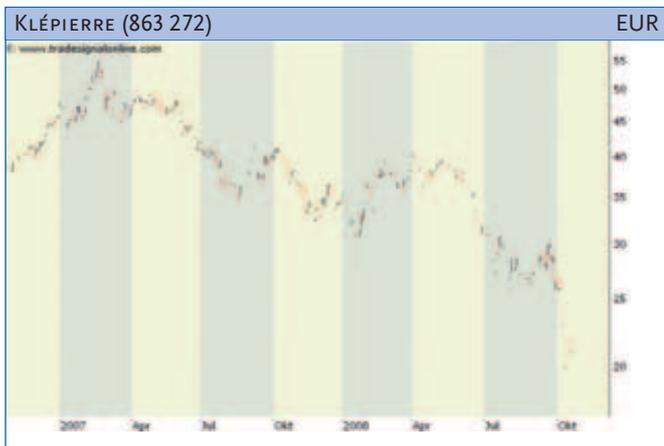


Nun verläuft 2008 ähnlich desaströs. Die Vergangenheit zeigt jedoch, dass es nur selten zwei schlechte Immobilienjahre gab, drei aufeinander folgende wären ein Novum. Bessert sich die Lage, dann spräche dies für wieder positive Renditen, und die Immobilienaktien hätten in der Tat das Schlimmste hinter sich. Negative Erträge beschleunigten aber den Kursverfall vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2007. Damit litt auch die British Land-Aktie erst unter der geplatzten Immobilienblase, dann unter den aufkommenden Engpässen am Kapitalmarkt und nun unter den Befürchtungen, der

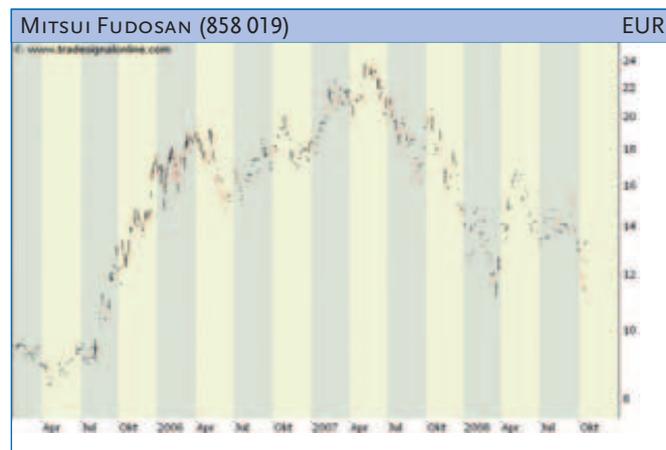
IMMOBILIENAKTIEN				
UNTERNEHMEN	WKN	KURS	KGV 09E	DIV-REND. 09
TMM REAL ESTATE	A0M RNP	3,15	4,4	-
KLÉPIERRE	863 272	20,74	15,1	6,80%
mitsui fudosan	858 019	12,54	15,4	1,30%
GAFISA	A0M LYV	13,3	18,7	1,93%
BRITISH LAND	852 556	7,95	12,1	5,45%
GZI REAL ESTATE	A0H OEM	0,14	11,8	12,20%

konjunkturelle Abwind würde den Putz von den Fassaden blasen. British Land ist mit einem KGV von etwa 12 nicht billig bewertet, die Dividendenrendite von aktuell knapp 6% ist ebenfalls nicht richtig üppig, das relativ resistente Portfolio zeugt aber von Substanz, und die dürfte sich im kommenden Jahr wieder durchsetzen. Zudem zeigt die Aktie Anzeichen einer Stabilisierung – ein erster Schritt zur Besserung.

In Frankreich gibt es mit Klépierre einen Spezialisten für Einkaufszentren. Klépierre hat mit dem Einzelhandelsriesen Carrefour einen strategischen Partner an Bord, für den 167 Verkaufstempel gemanagt werden. Der Wert des Portfolios liegt in etwa bei 12 Mrd. EUR, die Umsätze aus Vermietung dürften sich 2008 auf 650 Mio. EUR belaufen. Auf den Wert des Portfolios gerechnet beträgt die Verschuldung bei Klépierre 41%, mit rückläufiger Tendenz. Noch Mitte Juni konnte Klépierre zudem bei einem Sechs-Banken-Konsortium ein Darlehen im Volumen von 750 Mio. EUR (fällig 2011) aufnehmen. Hiermit soll vor allem eine alte, 6,125%ige Anleihe abgelöst werden. Die Franzosen scheinen hier rechtzeitig gehandelt zu haben, allein der Aktie hat es nicht geholfen. Sie mag „nur“ 60% verloren haben, weil das Geschäft von Klépierre weniger konjunkturtauglich ist, aber unter Sippenhaft geriet das Papier auf jeden Fall. Eine sehr spekulative Aktie ist jene der ukrainischen TMM. Smart Investor hatte im Zuge des Börsengangs im Dezember 2006 über das Unternehmen berichtet. TMM ist einer der größten Wohnimmobilien-Entwickler und -Ersteller in der Ukraine. Das Portfolio wurde Mitte 2008 mit 1,5 Mrd. USD bewertet, was einem Zuwachs von knapp 2% seit Ende 2007 entspricht. TMM hält 18 Objekte in Kiew und Umgebung sowie 17 weitere im Rest der Ukraine. Die große Unsicherheit ist die Politik in der Ukraine. Ferner bat die Ukraine kürzlich den Internationalen Währungsfonds neben Island und Ungarn um Hilfe in Milliardenhöhe. Die Finanzkrise hinterlässt auch hier ihre Spuren. Die Aktie ist daher sehr spekulativ, und der Investor braucht einen langen Atem. Dazu ist die Liquidität an deutschen Börsen nicht generell gewährleistet.



Ebenfalls spekulativ ist die brasilianische Gafisa. Das Unternehmen kam erst Mitte 2007 an den Aktienmarkt, zusammen mit unzähligen anderen Immobilienfirmen in Brasilien. Gafisa ist ein klassischer Häuslebauer und profitiert vom großen Nachholbedarf nach vernünftigen Eigenheimen in dem südamerikanischen Land. Zwar wuchsen die Hypothekenausleihungen im vergangenen Jahr um satte 80% und deuteten auf eine Übertreibung hin, aber der Trend hin zu den eigenen vier Wänden ist unverkennbar. Umsatz und Gewinn wachsen um Raten zwischen 30 und 50%, Gafisa erinnert an die Hausbauunternehmen in den USA in den 50er und 60er Jahren. Die Aktie hat zuletzt stark gelitten, auch weil die Notenbank die Zinsen aus Furcht vor neuen Teuerungswellen merklich auf inzwischen 13,75% erhöht hat. Kaufen sollten Anleger nur in New York.



In Asien wiederum ist es GZI Real Estate aus Hongkong, die einen Blick wert sein könnte. Mit einer Dividende jenseits der 10% wird der Anleger auf jeden Fall schon mal ein wenig für Kursverluste entschädigt. Aber im Ernst: GZI ist ein REIT und besitzt vier Gewerbeimmobilien in der chinesischen Großstadt Guangzhou. Zuletzt hatten Immobilieninvestoren in Hongkong einen schweren Stand, gab doch das Transaktionsvolumen um 53% im Jahresvergleich nach, ein deutliches Anzeichen für eine Abkühlung der Konjunktur in Hongkong. Und das strahlt auch auf Titel aus, die auf dem Festland aktiv sind. Schließlich lässt sich in Japan eine Mitsui Fudosan nennen, die der Value-Investor Martin Whitman seit einiger Zeit in seine Portfolios kauft. Die Aktie könnte bei der Bodenbildung schon ein Schritt weiter sein als alle genannten Papiere. Jüngst gemeldete Umsatz- und Gewinnrückgänge sorgen jedoch trotz überproportional wachsendem Leasinggeschäft für Zurückhaltung. Auf Fünfjahressicht stiegen Umsatz und Gewinn aber um 10,5 bzw. 16,2% an. Anleger sollten hier also vielleicht die kurzfristige Perspektive ad acta legen.

**Fazit**

Der Druck, unter dem vor allem Immobilienaktien stehen, ist enorm. Manche werden ihm allein standhalten, andere wiederum in größeren Einheiten aufgehen. Spannend wird die Problematik der Anschlussfinanzierungen werden, hier drohen die größten Gefahren für die Branche. Bei den genannten Aktien könnten Überraschungen vor Enttäuschungen stehen, insofern wären die jetzigen Kurse nach einer Bodenbildung eine interessante Einstiegsbasis. Wohlgermerkt gelten jeweils unterschiedliche regionale Prämissen.

Tobias Karow

# CDL Hospitality

## Substanzstarke Immobilienaktien aus Singapur.

An der Straße von Malakka, jener dicht befahrenen Seefahrtsroute, die China mit Indien, der arabischen Welt und letztendlich auch Europa verbindet, befindet sich auf einer Fläche von drei Viertel Berlins der 4,3 Mio. Einwohner große Stadtstaat Singapur. Die wirtschaftlichen Vorzeichen beider Städte könnten nicht unterschiedlicher sein.

### Eine Stadt mit Anziehungskraft

Denn während Berlin 60 Mrd. EUR Schulden vor sich her schiebt, verwalten Singapurs Staatsfonds 430 Mrd. EUR. Und während die deutsche Regierung gerade mal 90 Mio. EUR an Fördermitteln für die Biotechnologie übrig hatte, waren es im Stadtstaat deren 1,5 Mrd. EUR. Daher verwundert es nicht, dass sich Singapur zum Mekka der Biotechnologie mauserte. Zum führenden Finanzplatz Südostasiens neben Hongkong ist der Stadtstaat ohnehin schon aufgestiegen. Zudem verfügt er über den größten Containerumschlagplatz der Welt. Dem noch nicht genug, soll die Anzahl ausländischer Studenten (derzeit 80.000) weiter zweistellig wachsen. Und für Abwechslung und Unterhaltung wird mit Spielcasino, Riesenrad, Freizeitpark, Musicals und Formel 1 inzwischen auch gesorgt.

### Begrenzte Zahl an Hotelbetten

Rund 10 Mio. Gäste, ein Viertel mehr als 2004, kamen im vergangenen Jahr nach Singapur. Unterkunft fanden die Besucher in den ca. 32.000 Hotelzimmern. Zum Vergleich dazu unterhält das doppelt so große London vorsichtig geschätzt viermal so viele Herbergen. In diesem Jahr sind die Zimmerpreise pro Übernachtung im 4 und 5 Sterne-Segment in Singapur um 25% (gegenüber 2007) auf durchschnittlich 230 SGD (1 EUR = 1,9779 SGD) gestiegen. Damit sind sie trotz etwas höherer Auslastung (83,6%) um 60% billiger als in Englands Hauptstadt. CDL Hospitality ist ein an der Börse Singapur gelisteter Unit Trust (REIT). Fünf Immobilien der gehobenen Kategorie in Toplagen mit 2.351 Zimmern – darunter das berühmte Orchard Road Hotel – befinden sich zu 100% unter dem Dach dieser Gesellschaft. Alle Immobilien sind an namhafte Hotelbetreiber langfristig und zum Teil auch erfolgsabhängig verpachtet. Daneben gehören zum Unternehmen eine Luxusherberge in Auckland (Neuseeland) sowie eine Shopping Mall in Bestlage Singapurs mit Ladenmieten deutlich unter dem Niveau der Münchner Innenstadt. Das Einkaufszentrum trägt zum Ergebnis jedoch nur 2% bei. Der Gesamtwert des Portfolios beträgt etwa 1,6 Mrd. SGD, was einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr um 25% entspricht. Die Fremdfinanzierung des Portfolios ist mit lediglich 20% relativ gering.

### Hohe Dividendenrendite

CDL Hospitality wird nicht in Deutschland gehandelt. Die Aktie (WKN: A0KD3A) kann aber z.B. bei S-Broker wie ein Inlandskauf bequem in Singapur geordert werden. Die Gebühren betragen für



Foto: Singapore Tourism Board

eine 2.000 EUR-Order 35 EUR. Prunkstück der Aktie ist die Dividendenrendite von aktuell rund 12%. Allerdings unterliegen sowohl Zimmerbelegung als auch Zimmerpreise hohen Schwankungen, die die Gewinnausschüttung erheblich belasten können. Eine zweite SARS-Krise oder auch eine forcierte weltkonjunkturelle Abkühlung hätten gar dramatische Auswirkungen auf das Geschäftsmodell. Der Aktienkurs scheint letzteres bereits vorweggenommen zu haben. Nach dem Hoch 2007 verlor CDL rund 70% ihres Wertes und wird trotz des Zukaufs zweier Hotels (entspricht einem Plus von 22% an Hotelzimmern) inzwischen wieder auf dem Niveau des IPO 2006 gehandelt. Der Abschlag des CDL-Portfolios vom NAV beträgt gut 30%, das KGV 2008 liegt bei 8. Ursache für den Einbruch dürfte neben der Immobilienkrise in den USA auch die Fertigstellung von 8.000 neuen Hotelzimmern in den kommenden Jahren im Stadtstaat sein. Dies könnte die Zimmerpreise spürbar unter Druck bringen. Inzwischen sollte jedoch die Überbewertung abgebaut und das zusätzliche Hotelangebot wie auch die veränderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im deutlich gesunkenen Aktienkurs enthalten sein.

### Fazit

Umgeben von Niedriglohnländern entwickelte sich Singapur zu einem Wirtschaftsstandort von Weltklasse. Zusammen mit dem überproportional wachsenden Megatrend Tourismus sollte dies für eine dauerhaft hohe Nachfrage nach Hotelzimmern sorgen. Da Bauland im Stadtstaat begrenzt und das Hotelgewerbe zudem unterrepräsentiert ist, dürfte das Angebot an Unterkünften weiter knapp bleiben und langfristig für hohe Margen sorgen. Mit CDL Hospitality erhält der Anleger eine substanzstarke Aktie mit außergewöhnlicher Perspektive an einem der Zukunftsmärkte schlechthin. Für einen Kauf spricht auch die ebenso solide wie attraktiv bewertete Währung. ■

Claus Brockmann



# Erstens kommt es anders, und zweitens als man denkt

*Eine kurze Einschätzung zur US-Wahl, zum Superstar Obama und warum alles so bleibt, wie es ist.*



Eine Woche noch bis zur US-Präsidentenwahl, und in den Medien und der Öffentlichkeit steht der Sieger bereits fest: Es ist Barack Hussein Obama Jr. Von seinen Anhänger wie ein Messias verehrt und von den deutschen Medien als „schwarzer Kennedy“ gepriesen, führt der Senator in allen Umfragen deutlich vor seinem republikanischen Konkurrenten John McCain. Kein Fernsehauftritt, keine Ansprache, in der der junge Obama nicht dynamischer, agiler und hoffnungsvoller wirkt als der alte Kriegsveteran.

## Barbie-Puppen-Alarm

Obama kann dabei auch inhaltlich auf einer Welle des Erfolges reiten. Nach acht Jahren Bush sind die USA im Innersten tief gespalten und verunsichert, im Ausland verteufelt und in aller Welt tief

verschuldet (s. auch Seite 30 ff.). Die den Republikanern immer zugesprochene Wirtschaftskompetenz hat sich mit dem Platzen der Immobilienblase in den Augen der Bevölkerung in Staub aufgelöst. Und mit der Nominierung der „arktischen Barbie-Puppe“ Sarah Palin als Vizepräsidentin, die ihre Kompetenz in der Außenpolitik gerne damit unterstreicht, dass man von ihrem Bundesstaat Alaska aus das gegenüberliegende Russland sehen kann, hat sich die Republikanische Partei auch personell tief in die Nesseln gesetzt. Barack Obama wirkt dabei wie der neue Hoffnungsträger für ein verängstigtes Land, ja für die ganze Welt. Nicht die Abzocker aus Wall Street will der neue Präsident beglücken, sondern den einfachen Arbeiter aus Ohio. In Deutschland würde wohl die überwältigende Mehrheit den Demokraten wählen.

## „Obama ist eine Marionette des Finanzkapitals“

*Interview mit dem Historiker und Buchautor Webster Tarpley über die Wahl in den USA und das große Interesse der Wall Street an einem Präsidenten Barack Obama.*

**Smart Investor:** Wer hat in den USA das Sagen?

**Tarpley:** Die Politiker natürlich (*lacht*). Aber nur auf den ersten Blick. In den USA gibt es starke Kräfte, die versuchen, durch gezielte Manipulation die Politik zu ihren Gunsten zu bestimmen. Dabei mischen vor allem Stiftungen wie etwa die Ford Foundation vorne mit. Viele verschiedene Strömungen konkurrieren dabei um die Vormachtstellung. Während in den letzten Jahren die sogenannten Neokonservativen durch das Versagen von Bush komplett aufgerieben wurden, erlebt die Trilaterale Kommission unter ihrem Vordenker Zbigniew Brzezinski, dem ehemaligen Sicherheitsberater von Jimmy Carter, gerade ein Comeback. Die Trilaterale Kommission wurde 1973 von Rockefeller, Brzezinski und weiteren hochrangigen Mitgliedern unserer Gesellschaft (*lacht*) gegründet. Damals formten sie den Erdnussfarmer Jimmy Carter zu ihrer Marionette für das wichtigste Amt der Welt, heute ist Barack Obama ihre Marionette.

**Smart Investor:** Sie schreiben in Ihrem Buch, dass Obama ein „gemachter Kandidat“ ist. Was verstehen Sie darunter?

**Tarpley:** Obama ist eine Marionette des Finanzkapitals. Er ist höchstwahrscheinlich 1981 von Brzezinski an der Columbia University ausgewählt worden, Obama war damals dort Student und Brzezinski Institutsleiter. Unter dem Einfluss der Trilateralen Kom-

**Webster Tarpley** (Jahrgang 1946) ist Historiker, Buchautor und Geheimdienstexperte. In seinem neuesten Buch „Barack Obama – Wie ein US-Präsident gemacht wird“ (Kopp-Verlag 2008) beleuchtet er die Mächte hinter dem „gemachten Präsidentschaftskandidaten“ Barack Obama. Tarpley ist in den USA als Radio- und Fernsehkommentator bekannt. Mehr Infos unter: [www.tarpley.net](http://www.tarpley.net)



mission hat Obama eine gigantische Karriere gemacht, obwohl er noch nie in seinem Leben etwas geleistet hat. Die gigantischen Wahlkampfspenden sind nicht von den kleinen Leuten, die ihn so bejubeln, sondern von Finanzoligarchen wie George Soros. Diese haben ihn sein Leben lang geformt, um ihn nun für ihre Zwecke zu benutzen.

**Smart Investor:** Aber warum gerade Obama?

**Tarpley:** Obama hat ein großes Ressentiment gegen die Arbeiterschaft, geradezu eine elitäre Verachtung. Diese Mentalität hat er von

### Doch wer ist Obama wirklich?

Ob Obama jedoch wirklich der ist, für den die Welt ihn hält, bleibt abzuwarten. Auch Smart Investor sah in Obama zuerst einen Gegner des Establishments, doch stimmen die Thesen unserer zwei Interviewpartner William Engdahl (SI 9/2008, S. 29ff.) und Webster Tarpley (s. S. 26 ff.) eher bedenklich. Für sie ist der junge Senator aus Illinois eine Marionette des Establishments, dazu abgerichtet zu gehorchen. Auch bei der wirklichen Zustimmung für Obama bleiben viele Fragen offen. Spricht man im Vertrauen mit Amerikanern, so ist Obama nicht halb so beliebt, wie in den Umfragen suggeriert wird. Vielmehr üben die Massenmedien, die größtenteils selbst einer Obama-Manie verfallen sind, einen starken Druck auf die befragten Bürger aus. Es ist chic und politisch korrekt, für einen schwarzen Präsidenten zu sein. Dies könnte sich am 4. November in den Wahlkabinen, wo man geheim sein Kreuzchen machen kann, rächen und in letzter Minute vielleicht für eine Überraschung sorgen. Bekannt ist dieses Phänomen unter dem Namen „Bradley Effekt“\*.

den Stiftungen und der Wall Street übernommen. Er ist der subversivste Kandidat der US-Geschichte.

**Smart Investor:** Warum wirkt er dann so volksnah?

**Tarpley:** Das ist alles eine Illusion, die er perfekt beherrscht. Er versteht es, die Leute für sich zu gewinnen und um den Finger zu wickeln. Das hat auch bei Ihnen in Deutschland sehr gut funktioniert, schauen Sie sich nur die 200.000 Lemminge in Berlin an. Was Obama in der Öffentlichkeit macht, ist Lug und Trug.

**Smart Investor:** Für Sie ist Zbigniew Brzezinski der entscheidende Mann hinter Obama. Was hat er mit ihm vor?

**Tarpley:** Die USA müssen gigantische Mengen an Geld herbeischaffen, um das Hilfspaket für die Banken zu bezahlen. Dies wird zu brutalen Sparmaßnahmen und Steuererhöhungen für die einfache Bevölkerung führen. Obama wird dies den Leuten unter einer linken Deckung verkaufen. Er wird den Klimawandel und ähnliches vorschieben. Für die Eisbären, die wegen des Klimawandels absaufen, schnallt doch jeder gerne mal den Gürtel enger. Es wird eine nie dagewesene Senkung des Lebensstandards der Menschen geben. In der Außenpolitik arbeitet der bekennende Russlandhasser Brzezinski daran, die beiden Großmächte China

### Fazit

Egal wie die Wahl ausgeht, die Chance, dass sich an der Politik der Amerikaner etwas ändert, ist verschwindend gering. Zu tief sind die vorgezeichneten Furchen durch eine über Jahrzehnte verfehlte Politik der Neocons, als dass ein neuer Präsident daran etwas Wesentliches ändern könnte. Barack Obama hat den Leuten viel versprochen, vielleicht zu viel. Möglich, dass wir in vier Jahren über ihn genauso reden wie jetzt über G.W. Bush. Zum Schluss eine Aussage zum Nachdenken des amerikanischen Systemkritikers Gore Vidal über sein Land: „Wir haben keine politischen Parteien. Wir haben ein Einparteiensystem mit zwei rechten Flügeln, einer nennt sich republikanisch, der andere demokratisch.“ ■

*Oliver Brockmann*

\*) Der Bradley Effekt beschreibt den Sachverhalt, dass sich viele Bürger bei Umfragen nicht trauen, einen schwarzen Kandidaten nicht zu unterstützen, weil dies als rassistisch interpretiert werden kann. Der Begriff geht auf Tom Bradley, einen farbigen Demokratischen Bewerber für das Gouverneursamt in Kalifornien im Jahr 1982, zurück. Dieser verlor, obwohl er in den Umfragen weit vorne lag.

und Russland gegeneinander auszuspielen und einen dritten Weltkrieg zu provozieren. Nur so könnte das angloamerikanische Weltreich vor dem endgültigen Kollaps gerettet werden.

**Smart Investor:** Das sind ja wirklich unglaubliche Thesen, allerdings kommt auch unserer früherer Interviewpartner William Engdahl (SI 9/2008, S. 29ff.) zu einem ähnlichen Schluss. Zum Abschluss noch Ihre Einschätzung. Wird Obama der neue Präsident?

**Tarpley:** Die Meinungsumfragen zugunsten Obamas sind bewusst falsch und getürkt. Der Druck der Massenmedien auf die Bevölkerung ist sehr groß. Es ist nicht ausgeschlossen, dass es zum Schluss eine Gegenbewegung gegen Obama in den Wahllokalen geben wird. Ich sehe die Wahlchance bei 50:50.

**Smart Investor:** Herr Tarpley, vielen Dank für das Interview. Sollten Sie mit Ihren Thesen Recht behalten, müssen wir wohl alle unser Bild über den „schwarzen Kennedy“ kräftig revidieren. ■

*Interview: Ralf Flierl*

1) Im Englischen wird dafür der Begriff „Manchurian Candidate“ verwendet, benannt nach dem Politikthriller „The Manchurian Candidate“ (1962) von John Frankenheimer.

# ERA

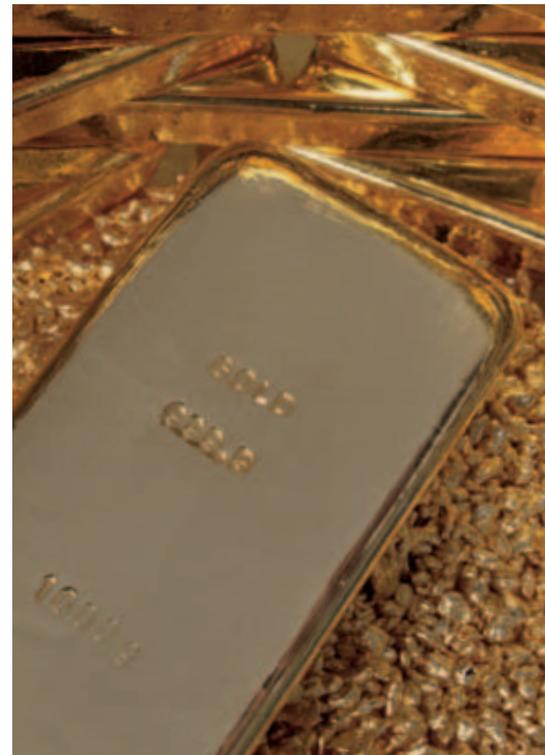
RESOURCES

Investieren in Rohstoffe.  
Mit den Experten.

## Erfolgstoff Rohstoff

In bewegten Zeiten an der Börse tut es gut, sich auf stabile Erfolgsgrößen verlassen zu können. Gold ist so ein Erfolgstoff – eben ein Rohstoff. Rohstoffe bieten Ihnen hervorragende Chancen für soliden Erfolg. Nutzen Sie unser sehr fundiertes Rohstoff-Knowhow und investieren Sie in die erfolgreichen **STABILITAS-Fonds**.

Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.era-resources.com](http://www.era-resources.com)



ERA Resources GmbH  
Am Silbermannpark 1b  
86161 Augsburg

Telefon: 0821/450 9560  
[www.era-resources.com](http://www.era-resources.com)

# „Short Selling war nur eine Ausrede“

*Smart Investor im Gespräch mit dem Finanzkolumnisten und Hedgefonds-Manager William A. Fleckenstein, der in seinem Buch „Mr. Bubble“ die Fehlentwicklungen der „Ära Greenspan“ analysiert, über die Ursachen der derzeitigen Finanzkrise.*

**Smart Investor:** Wie kamen Sie eigentlich zum Short Selling?

**Fleckenstein:** Ich habe damit angefangen, weil ich das Gefühl hatte, dass Greenspans Politik im Desaster enden würde. Natürlich war ich viel zu früh dran, denn nach der Blase am Aktienmarkt kam erst noch die Immobilienblase. Um diese Blasen und deren Nachwehen abzuarbeiten, bedarf es schon einiger Zeit.

**Smart Investor:** Ist das Short Selling an der Krise schuld, und sind entsprechende Verbote sinnvoll?

**Fleckenstein:** Das ist idiotisch. Am Anfang gab es überhaupt keine großen Shortpositionen in den Finanzaktien. Schon gar nicht gab es „nackte“ Shorts, weil man diese Aktien sehr leicht leihen konnte. Ich denke, dass da eher die Eigentümer Kasse gemacht haben, weil sie wussten was los war. Short Selling war nur eine Ausrede.

**Smart Investor:** Nach Sündenböcken zu suchen, hat eine lange Tradition ...

**Fleckenstein:** Das ist ein sehr guter Punkt. (*lacht*) Die „nackten“ Leerverkäufe sollten allerdings schon verboten werden. Wenn Sie eine Aktie nicht leihen können, können Sie sie auch nicht verkaufen. Das sollte die Regel sein.

**Smart Investor:** Wer also hat Schuld?

**Fleckenstein:** Beispielsweise die SEC (*US-Börsenaufsicht*). Sie war es, die den Brokerfirmen noch im Jahr 2004 erlaubte, mit Hebeln von mehr als dem 12-Fachen zu arbeiten. Damit ist sie direkt für das Desaster verantwortlich. Und jetzt kommen die gleichen Leute und behaupten, die Short Seller seien Schuld. Im Gegenteil! Diejenigen, die leerverkauft haben, gehörten zu den wenigen, die vor den Problemen gewarnt haben.

**Smart Investor:** Sprechen wir über Alan Greenspan. Die Leute dachten, die Notenbank werde es schon richten?

**Fleckenstein:** Genau, der sogenannte „Greenspan-Put“, jetzt „Bernanke-Put“. Als Folge versäumten es die Märkte, Risiken adäquat einzupreisen. Die Aktienkurse waren zu hoch. Bei diesen Bewertungen gab es für Fehler keinen Spielraum mehr. Meine Hoffnung ist, dass in dem Maße, wie die Probleme bekannt werden, dies nun seinen Niederschlag in den Kursen findet.

**Smart Investor:** Wahrscheinlich werden die Kurse sogar nach unten überschießen?

**Fleckenstein:** Üblicherweise passiert das. In den knapp 20 Greenspan-Jahren haben die Leute die falschen Lektionen gelernt. Es gibt breite Kreise von Investoren, die noch nie einen echten

Der Amerikaner William A. (Bill) Fleckenstein mit Wohnsitz in Seattle kommentiert in seinem „Market Rap“ seit 1996 täglich die Marktentwicklung aus der Sicht eines Contrarians. Daneben ist er als Hedgefonds-Manager aktiv, der sich der Short-Seite verschrieben hat. Zusammen mit Frederick Sheehan legte er mit „Mr. Bubble“ (FinanzBuch Verlag, 2008, 24,90 EUR) eine schonungslose Analyse der Ära „Greenspan“ vor.

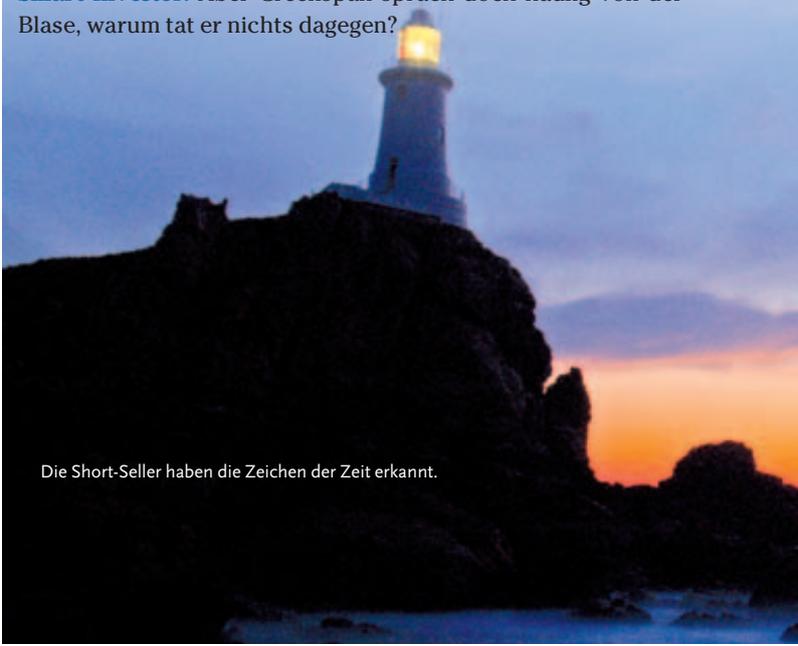


Bärenmarkt erlebt haben. Natürlich gab es einen großen Kursrückgang, als die Blase an der Nasdaq platzte, aber die Wirtschaft geriet nicht in den schlechten Zustand, den man hätte erwarten können, denn da startete bereits die Immobilienblase.

**Smart Investor:** Wie sieht die Öffentlichkeit heute die Ära von „Maestro“ Greenspan?

**Fleckenstein:** Langsam beginnen die Leute zu verstehen, dass Greenspan eine gewichtige Rolle bei der Entstehung der Probleme gespielt hat. Unsere aktuellen Probleme wurden über 20 Jahre vorbereitet. Wer nicht versteht, wie die Probleme entstanden sind, hat kaum eine Chance sie zu lösen. Der Durchschnittsamerikaner ist aber weitestgehend ahnungslos.

**Smart Investor:** Aber Greenspan sprach doch häufig von der Blase, warum tat er nichts dagegen?



Die Short-Seller haben die Zeichen der Zeit erkannt.



Wie bisher kann die Reise in den USA sicher nicht weiter gehen.

**Fleckenstein:** Zwar hat er 1994 tatsächlich von einer Blase gesprochen, doch danach ging es erst richtig los. Irgendwie dachte er wohl, der Aktienmarkt werde schon wissen, was er tut. Er war vollkommen besessen von der Idee der Produktivitätssteigerung. Als die Blasen dann platzten, war er vor allem daran interessiert, sich selbst rein zu waschen. Er bereue nichts und behauptete sogar, die Blase bekämpft zu haben. Die Wahrheit ist, er hat sie erschaffen. Es ist ein Skandal. Ich sehe ihn als ziemlich inkompetent, mit einem ziemlich großen Ego und der völligen Unfähigkeit, seine Fehler einzugestehen. Mit einem Satz: Greenspan ist ein Egomane.

**Smart Investor:** Aber warum kam er überhaupt ins Amt, schon bei den Anhörungen zu seiner Ernennung brillierte er nicht gerade?

**Fleckenstein:** Nun ja, wenn George Bush Präsident werden kann, dann kann Alan Greenspan auch FED-Chairman werden! [lacht] Wie er auf die Position kam? Vermutlich Politik.

**Smart Investor:** Aber auch sein Nachfolger tut doch im Wesentlichen das Gleiche, hat denn niemand etwas gelernt?!

**Fleckenstein:** Nein, bislang hat niemand etwas daraus gelernt. Die FED und viele andere Notenbanken versuchen, den „richtigen“ Zinssatz einzustellen, aber diese Strategie ist fehlerhaft. Als Paul Volcker der Inflation Anfang der 1980er das Genick brach, war das Geldmengenwachstum seine Zielgröße. Die FED muss aufhören, nach den Zinsen zu schießen. Aber es gibt keine verantwortlichen Notenbanken mehr. Es ist zu schade, dass Ihre Bundesbank nicht mehr selbstständig ist.

**Smart Investor:** Bernanke wird uns also nicht retten?

**Fleckenstein:** Bernanke glaubt, dass es zur Depression von 1932 kam, weil die Geldpolitik nicht locker genug war. Er versteht nicht, dass die Depression die direkte Folge des Booms der Jahre 1927 bis 1929 war, der wiederum durch eine massive Ausweitung der Geldmenge von der FED selbst verursacht wurde. Es ist die Blase, die den Zusammenbruch verursacht! Er aber denkt, dass man den Zusammenbruch verhindern könne, wenn sich die FED nur richtig verhalte. Weil er so denkt, wird alles, was er tut, falsch sein.

**Smart Investor:** Wäre es nicht eine „Lösung“, eine neue Blase zu kreieren?!

**Fleckenstein:** Als unsere Aktienblase im Jahr 2000 endete, war die Verschuldung noch nicht beängstigend. Mit der Immobilienblase jedoch wurde eine massive Neuverschuldung geschaffen, und das ist einer der Gründe, warum das Bankensystem der USA

in nur sechs Monaten förmlich verdampft ist. Diese Institute versuchen nun zunächst einmal, sich selbst zu stabilisieren. Die werden jetzt nicht anfangen, erneut in großem Stil Geld zu verleihen. Ich denke also, es kann keine neue Blase geschaffen werden.

**Smart Investor:** Wird nicht die Verstaatlichung ganzer Sektoren eine Inflationsblase hervorrufen?

**Fleckenstein:** Ja, wir können schon eine Inflation bekommen, aber über eine Inflation kann man keinen Wohlstand schaffen – die Leute werden bei lebendigem Leib gefressen. Natürlich kann man in bestimmten Assetklassen spekulieren, etwa den Rohstoffen, aber es werden einfach nicht genügend Leute sein, die auf diese Weise Geld verdienen, damit sich der Durchschnittsbürger wieder gut fühlt.

**Smart Investor:** Was ist also die Lösung?

**Fleckenstein:** Das Beste, was man vermutlich tun kann, ist die Rückkehr zu einer Zielgröße in Form des Geldmengen- oder Kreditwachstums. Außerdem denke ich, dass die Deregulierung des Finanzsystems viel zu weit gegangen ist. Man kann es nicht zulassen, dass diese Riesenunternehmen mit solchen Hebeln arbeiten, wie sie es taten. Wir müssen da zu etwas weniger Aggressivem zurückkommen. Das andere Problem in Amerika besteht darin, dass die Jahresabschlüsse nichts mehr bedeuten. Rechnungslegung ist eine reine Kunstform geworden, besonders bei Finanzunternehmen. Zudem sind die Preis- und Wachstumsstatistiken einfach nur lächerlich.

**Smart Investor:** Was ist mit den „Kräften der kreativen Zerstörung“?

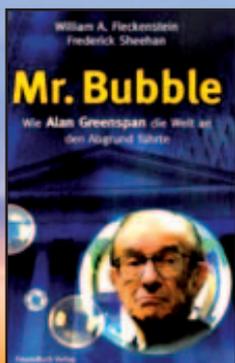
**Fleckenstein:** Risiko muss wieder ein Teil der Gleichung werden, aber die Politik, die wir bislang verfolgt haben, ist einfach idiotisch: Es ging nur darum, die Kehrseite des Kapitalismus zu unterdrücken. Unterdrückung des Risikos und des Konjunkturzyklus. Die Idee in Amerika ist: Wir haben einen Boom, und wir werden mehr Boom haben und noch mehr Boom haben und so weiter und sofort. Aber so funktioniert das nicht, und darum geht es im Kapitalismus auch nicht.

**Smart Investor:** Und wie geht es nun weiter?

**Fleckenstein:** Ich denke, dass wir eine brutale Rezession bekommen werden. Der amerikanische Aktienmarkt wird noch bis ins Jahr 2009 hinein fallen, ganz egal was die Regierung tut. So wie ich die Sache sehe, ist nicht einmal die US-Regierung groß genug, um den Markt in ihre Richtung zu zwingen. Jetzt sind die Marktkräfte am Werk. Ich hoffe, dass wir am Ende einen Zustand erreichen, in dem wir dann über eine vernünftige Politik reden können und der ganze Saustall ausgemistet wird.

**Smart Investor:** Vielen Dank für das Gespräch.

*Interview: Ralf Flierl und Ralph Malisch, am 29.09.2008*



„Mr. Bubble: Wie Alan Greenspan die Welt an den Abgrund führte“ von William A. Fleckenstein und Frederick Sheehan, FinanzBuch Verlag, Oktober 2008, 174 Seiten, gebundene Ausgabe, 24,90 EUR



## USA

### Unbegrenzte (Un) Möglichkeiten

Colt Seavers döst mit Zigarre im Außenjacuzzi seines Hauses in den Hollywood Hills, draußen putzt Howie seinen 84er Chevy Big Block, während Jody im knappen Bikini einfach verdammt gut aussieht. Mit Szenen wie diesen aus der 80er Jahre-Kultserie „Ein Colt für alle Fälle“ verbinden Nicht-Amerikaner den „American Way of Life“. Aber was ist davon heute noch übrig?

#### Ein paar Fehler zu viel

Denn nach dem Ende des Kalten Krieges hat die einzig verbliebene Weltmacht ihre Rolle fast schon schamlos ausgenutzt – und im Nachhinein wahrscheinlich sogar aufs Spiel gesetzt. Nicht zuletzt weil ihre moralische Überlegenheit durch die starken neokonservativen Kräfte konterkariert wurde: Die Kriege in Afghanistan und Irak basieren nachweislich auf Lügen, die Wahlen im Jahr 2000 hat der Kandidat (Bush) gar nicht gewonnen. Der jüngste Kaukasus-Konflikt entlarvte die Stellvertreter-Politik der Bush-Administration. Der Ärger muss groß gewesen sein, als die Russen sich nicht vor der US-Streitkraft in die Hose, sondern im Gegenteil klar Schiff machten. Die russische Tageszeitung Prawda forderte daraufhin im August Präsident Bush auf, doch endlich den Mund zu halten. Die Welt scheint den Respekt vor den USA verloren zu haben. Trotz der etwa 570 Mrd. USD, die die Amerikaner für Rüstung ausgeben und damit 45% des Weltmilitärhaushaltes für sich verbuchen. Aber wenn in den USA jemand auf die Idee käme, am Militär zu sparen, er wäre politisch „erledigt“. Die Armee ist das Mantra der Amerikaner.

#### An Schlagkraft eingebüßt

Die hegemoniale Vormachtstellung der USA stützt sich ja gerade auf deren praktisch uneinholbaren militärischen Vorsprung. Allerdings erzeugt der Unilateralismus der USA inzwischen oftmals ei-

ne Abwehrhaltung im Rest der Welt. Vielleicht auch weil die wirtschaftliche Macht Amerikas bröckelt. Der profilierte Vordenker der US-Politik, Zbigniew Brzezinski, hat einmal analysiert, die Funktion der USA als Konjunkturlokomotive der Welt verleihe ihr eine einzigartige Schlagkraft. Nur leider ist die US-Wirtschaft mittlerweile in einer Sinnkrise. Der ehemalige Manufacturing-Belt rund um die Great Lakes, aus dem u.a. Detroit als Automobilhochburg und Pittsburgh als Zentrum der US-Stahlindustrie hervorgingen, mutierte zum Rust Belt (Rostgürtel). Viele Industriegebiete sind förmlich de-industrialisiert, 2008 dürfte abermals hart werden (s. Abb. 1). Der Molkerei-Gürtel ausgehend von Wisconsin, wo man besonders stolz auf seinen Käse ist und konservative Werte noch tagtäglich lebt, kann diese Wanderungsbewegung nicht auffangen, ebenso wenig der von Texas bis nach Kanada reichende Corn (Mais) oder Wheat (Weizen) Belt. Nur vom Mythos der Route 66 von Los Angeles vorbei am Oklahoma „panhandle“ (Pfannengriff) bis nach Chicago lässt sich kaum leben. Auf den Feldern des Mittleren Westens aber keimt Hoffnung auf. Die Bioethanol-Industrie expandiert, vor allem die weltweiten Knappheiten bei Nahrungsmitteln machen US-Landwirten Hoffnung.

#### Umdenken setzt ein

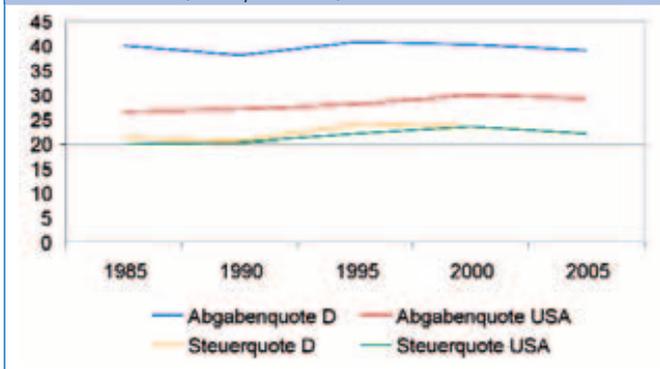
Hier wird der Pragmatismus der Amerikaner deutlich: Wenn sie keine Autos mehr in die Welt verkaufen, dann eben Futter. In der Folge boomen auch Agrarmaschinen-, Düngemittel- und Saatgutproduzenten. Auf hohe Ölpreise reagiert der Durchschnittsamerikaner zudem mit der Bildung von Fahrgemeinschaften, so etwas gab es seit den Ölkrisen in den 70er Jahren nicht mehr. Das macht Sinn, denn fast 90% der Amerikaner fahren mit dem Auto zur Arbeit, und das auch noch allein. Die täglich fühlbare Teuerung hat in den USA auch ein radikales Umdenken in Sachen Energie ausgelöst. Mittlerweile gelten die USA als einer der Wachstumsmärkte für Solar- und Windkraftanlagen. Erst kürzlich wurden die Subventionen für den Zubau von Solaranlagen bis 2016 verlängert. Anlagen im Gigawatt-Bereich sind bereits in Planung. Der Marktführer für die Dünnschichttechnologie kommt ebenfalls aus den USA: First Solar. Im Technologie-Segment bringen die USA nach wie vor Entwicklungen schneller zur Marktreife als andere, im Vertrieb macht ihnen so-

ABB. 1: INDUSTRIEPRODUKTION IN AMERIKA



Quelle: DB Research

Abb. 2: ABGABENQUOTE/STEUERQUOTE IM VERGLEICH



Quelle: DB Research

wieso niemand etwas vor. Starke Marken wie Google oder McDonald's werden darüber auf Jahre hinaus dominieren.

### Marode Infrastruktur

Neben der Solarenergie ist auch die Windenergie auf dem Vormarsch. In Pennsylvania ist dank guter Logistik und vieler hoch qualifizierter Arbeitnehmer ein wahres Mekka für die Zuliefererindustrie für Windkraftanlagenhersteller entstanden. Investitionen in neue Fertigungsstätten stiegen 2007 um knapp die Hälfte auf 9 Mrd. USD. In zwei Jahren wird die US-Windkraftkapazität jene Deutschlands hinter sich gelassen haben – spätestens. Das Ausbautempo wurde zuletzt auf gut 5.200 Megawatt pro Jahr verdop-

pelt. Was Pennsylvania zum Vorteil gereicht, die einigermaßen akzeptable Infrastruktur, wirkt in anderen Landesteilen fast schon abschreckend. Als vor einem Jahr nahe Minneapolis eine Brücke über den Mississippi zerbarst, dominierte das Thema tagelang die Berichterstattung. Knapp 80.000 Brücken dürften einer Studie zufolge ebenfalls dringend sanierungsbedürftig sein, das hierfür notwendige Budget beliefe sich auf etwa 190 Mrd. USD. Nimmt man die schlaglochgesäumten Straßen oder die teilweise „leicht antiquierten“ Holz-Wasserleitungen hinzu, sollen insgesamt 1,6 Bio. USD nötig sein. Hier sind auch Energieleitungen eingerechnet. Besucher der USA wundern sich stets, warum nicht häufiger der Strom ausfällt angesichts der völlig überalterten Strominfrastruktur. Wer in New York die Metro benutzt, erkennt schnell: Schienen, Tunnel, Bahnhöfe sind in einem jämmerlichen Zustand. Die Bush-Regierung, aber auch ihre Vorgänger, scheinen geglaubt zu haben, mit Minderinvestitionen in die Infrastruktur Geld zu sparen. Die Quittung dieser „Weitsicht“ bekommt das Land nun Tag für Tag präsentiert.

### Angekratztes Selbstvertrauen

Damit wird auch die bekannte Trickle-Down-Theorie von Adam Smith in Frage gestellt. Demnach sickerte Wohlstand in einer Gesellschaft von oben nach unten durch. Dazu spürt der Durchschnittsamerikaner die wachsende Unfreiheit, die sich in der Monsterbehörde Department of Homeland Security, dem Heimat-schutzministerium, manifestiert. Mit Telefonüberwachungen und anderen bürokratischen Protokolarien drangsaliert das System

&gt;&gt;

Anzeige

## 24. Internationale Kapitalanleger-Tagung 2009

### Analysen – Prognosen – Investmentstrategien



Edmund S. Phelps  
Nobelpreisträger, San Diego



Nouriel Roubini  
New York University, New York



Jim O'Neill  
Goldman Sachs, London



Felix W. Zulauf  
Zulauf Asset Management, Zug



Hans-Jörg Rudloff  
Barclays Capital, London



Marc Faber  
Marc Faber Ltd., Hongkong

Hochkarätige Börsenexperten geben fundierte Prognosen über die Entwicklung der Weltwirtschaft und durch welche Investment-Trends Sie im nächsten Jahr profitieren können.

### 27. – 28. Januar 2009, Mövenpick Hotel Zürich-Regensdorf

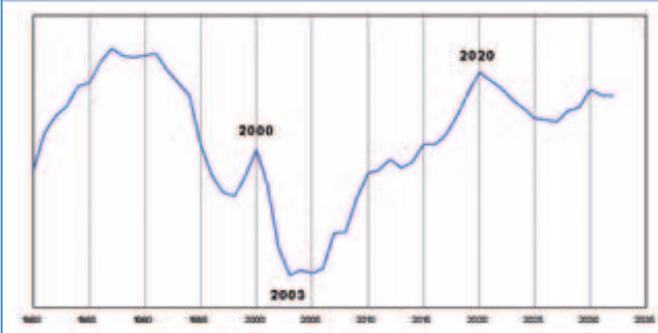
Spezialpreis für Smart Investor-Abonnenten: CHF 2'770.– statt CHF 2'980.–

Weitere Informationen und Anmeldung unter: [www.zfu.ch/pdf/kap.pdf](http://www.zfu.ch/pdf/kap.pdf)

International Business School

30  
Jahre  
ZFU  
LERNEN ALS WEG

ABB. 3: ANZAHL KÜNFTIGER FAMILIENGRÜNDUNGEN IN DEN USA



Quelle: Advise & Opinion Demographics & Markets

seine Bürger, schürt Ängste und nimmt Amerika etwas von seinem Nimbus der Unbesiegbarkeit. Das drückt auf das Selbstbewusstsein der Amerikaner, und damit auf die Seele der Vereinigten Staaten. Über Deutschland heißt es, es hätte die Bürokratie erfunden, die USA haben sie jedoch pervertiert (s. auch Interview auf S. 32). Zum Beispiel ist das US-Steuersystem keineswegs eine Oase an Freiheit, sondern wie das deutsche Pendant gespickt mit Ausnahmen und einem progressiven Einkommenssteuertarif. Dieser endet bei 35%, die über 312.000 USD Jahreseinkommen fällig werden. Der Eingangsteuersatz gilt ab 7.000 USD und beträgt 10%. Insgesamt ist die Steuerquote in etwa so hoch wie in Deutschland. Allerdings ist die Abgabenquote durch niedrigere Sozialabgaben im Vergleich geringer (s. Abb. 2).

## „Amerikaner brauchen offenbar geistige Leitplanken“

*Smart Investor sprach mit der Schweizer Kabarett-Legende Emil Steinberger über die wahre Stärke der USA, die Engstirnigkeit der Amerikaner und bis heute existierende skurrile Gesetze.*

**Smart Investor:** Wer wäre denn für die Zukunft der USA der bessere Präsident: Obama oder McCain?

**Steinberger:** Das ist keine leichte Frage, weil wir von außen eigentlich nicht erkennen können, für was die Kandidaten im Detail eigentlich stehen. Aber wenn Sie den Punkt der Zukunft mit hineinbringen, dann kann ich Ihnen aus meiner Erinnerung etwas berichten. Als Clinton Anfang der 90er Jahre in seinem Wahlkampf die Menschen durch seine Ansprachen motivierte, mit ihm in eine neue Zeit zu starten und Brücken für die Zukunft zu bauen, dann war das auch für mich als Ausländer packend. Bei Obama finde ich Ähnliches, sein Blick ist immer nach vorne gerichtet. McCain dagegen zehrt stärker von der Vergangenheit. Er war im Krieg, und viele Amerikaner sehen einen Mann erst dann als richtigen und führungsstarken Mann, wenn er im Krieg gekämpft hat. Einen Neuanfang kann ich mir eher mit Obama vorstellen.

**Smart Investor:** Glauben Sie daran, dass sich Amerikaner neu erfinden? Man liest zum Beispiel, in den USA boomen Fahrpools plötzlich, weil Treibstoff teuer ist.

**Steinberger:** Daran sehen Sie, wie schnell sich Amerikaner von der Mentalität her umstellen und vom großen Konsumenten zum tapferen Sparer mutieren können. Der Zukunftsoptimismus hat mir an Amerika immer imponiert. Auf der anderen Seite kennen nur wenige Amerikaner Europa, ich habe welche kennen gelernt, die hatten Angst, in Europa auf Menschen zu treffen, deren Muttersprache nicht das Englische war. Das hat mich doch ein wenig enttäuscht. Die Neugier für Fremdes habe ich vermisst, Amerikaner genügen sich in ihrem eigenen Land.

Der 1933 in Luzern geborene Schweizer Kabarettist **Emil Steinberger** schaffte im Jahr 1970 mit den Programmen „Geschichten, die das Leben schrieb“ und „E wie Emil“ den großen Durchbruch im deutschen Sprachraum. Im Jahr 1987 beendete er seine „Emil-Karriere“ und wanderte sechs Jahre später in die USA aus. Im Jahr 1999 kehrte er zurück und war fortan u.a. mit dem Programm „Drei Engel“ auf Tournee. Weitere Informationen unter [www.emil.ch](http://www.emil.ch).



**Smart Investor:** Also sind die USA engstirnig?

**Steinberger:** Als ich während meiner USA-Zeit Kolumnen für schweizerische und deutsche Zeitungen verfasst habe, hat mich ein Schweizer, der dies wiederum in den USA gelesen hat, zu sich zitiert und mir gesagt: Emil, du kennst Amerika nicht, dieses Land ist grausam. Es ist furchtbar, was mit einem passiert, wenn man mal mit dem Gesetz in Konflikt kommt. Dann hab' ich ihn gefragt, warum er denn seit 20 Jahren da lebe? Er antwortete: Weil es mir gefällt! Anscheinend eine richtige Hassliebe. Die USA sind bürokratisch; wenn Sie einreisen zum Beispiel, diese endlose Fragestellerei geht einem doch auf die Nerven. Damals hatte ich schon manchmal das Gefühl, ich komme in eine Art Gefängnis.

**Smart Investor:** Sie sagten einmal, um Ihren Aufenthalt in den Staaten zu begründen, Sie suchten die amerikanische Freiheit als Nobody, und fanden skurrile Gesetze.

### Demographie sorgt für Rückenwind

Obama will nun die Pflichtversicherung ausdehnen und 34 Mio. US-Bürger mehr in die Sozialkassen ziehen (s. auch US-Wahlkampf-analyse auf S. 28). Daran ist aber schon Hillary Clinton gescheitert. Ein Punkt unterstützt den Ausbau vor allem der Gesundheitskassen: die Demographie. Das demographische Profil der USA ist bedeutend besser als das deutsche, bestätigt Rüdiger Braun von Advice & Opinion Demographics & Markets. Die Zahl der Familiengründer wird – abgesehen von einer Plateauphase zwischen 2010 und 2013 – bis 2020 zulegen und sich dann auf hohem Niveau unter Schwankungen bis 2030 konsolidieren (s. Abb. 3). Darin heben sich die USA von Russland, China und weiten Teilen Europas ab. Die dann etwa 400 Mio. (jetzt 300 Mio.) Amerikaner dürften übr-

gens etwa 30 Mio. neue Häuser bzw. Wohnungen nachfragen, was den US-Immobilienmarkt langfristig nachhaltig stützen sollte.

### Fazit

Vor allem die Demographie lässt erwarten, die USA könnten ihre starke Stellung in der Welt annähernd erhalten. Ob die Amerikaner jedoch weiter die Welt dominieren, ist fraglich. Zu sehr dürften die USA künftig damit beschäftigt sein, sich von innen heraus zu reparieren. Schon die nächste Regierung dürfte hier erste Akzente setzen. Wenn die Amerikaner nur einen Teil ihres Militäretats in die Infrastruktur... Aber das ist wahrscheinlich eher der europäische Traum. ■

Tobias Karow

**Steinberger:** (*lacht*) Ja, das ist richtig. In den USA gibt es alte Gesetze, die heute noch in den Gesetzbüchern stehen. Damit würden wir uns regelrecht schämen. Zum Beispiel dürfen Sie in Texas keinen Limburger Käse am Sonntag verkaufen. In Massachusetts wiederum darf ein Kuss nicht länger als eine Sekunde dauern. Oder die Frau darf nur falsche Zähne tragen, wenn ihr Mann das Einverständnis dazu gibt. Das sind Gesetze, die wirklich in jedes Detail des Lebens eingreifen, und immer noch in den Gesetzbüchern stehen, obwohl sie natürlich kaum mehr eingehalten werden.

**Smart Investor:** Nennen Sie uns doch bitte noch ein paar Skurrilitäten.

**Steinberger:** In Kalifornien gibt es ein Gesetz, dass ein Mann seine Frau mit einem Lederriemen schlagen darf, aber nur, wenn der Lederriemen nicht breiter als 5cm ist. Es sei denn, die Frau gebe ihm die Bewilligung für einen breiteren Lederriemen. Frisöre in Nebraska dürfen nicht die Brust eines Kunden einseifen und rasieren. Von einer Kundin schreiben sie nichts. In Idaho ist es Fußgängern und Automobilisten verboten, Grimassen zu schneiden und depressiv zu schauen, weil damit der Ruf der Stadt geschädigt werden könnte.

**Smart Investor:** Wir haben auch mal recherchiert: In Utah darf eine Frau keine Lackschuhe tragen, weil sich die Unterwäsche darin spiegeln könnte.

**Steinberger:** (*lacht*) Das ist kaum zu glauben, oder? Einmal war ich in einer Tanzschule, und da wurde mir verboten, diagonal über die Tanzfläche zu tanzen, sondern jedes Pärchen tanzt brav hinter dem anderen in einem Kreis. Walzer links herum tanzen ist streng verboten, da es Unfälle gäbe.

Ich habe noch Gesetze gefunden, die verbieten mit einem Kamel auf die Autobahn zu gehen! Auch las ich, dass früher eine Frau nicht allein das Auto steuern durfte, der Mann musste neben dem Auto herlaufen und eine rote Fahne schwenken, um andere Motorisierte vor seiner Frau zu warnen.

**Smart Investor:** Sicher muss man das heute alles relativieren.

**Steinberger:** Absolut. Wenn in Kalifornien ein Gesetz heißt, dass man sein Auto nicht mit gebrauchter Unterwäsche waschen darf, oder wenn in Connecticut es dem Mann verboten ist, seine Frau am Sonntag zu küssen (Sechstages-Weekend), dann nimmt das doch heute keiner mehr ernst. In einem Gesetz stand, dass es in Texas verboten sei, mit den Augen oder



New York: Glänzende Fassade – bröckelnder Untergrund

Händen zu flirten, dann frage ich oft das Theaterpublikum, ob es denn noch andere Möglichkeiten gäbe... Das Denken der Bürger ist natürlich von Staat zu Staat unterschiedlich, New Yorker denken über viele Dinge sicherlich ganz anders als Menschen in Kansas City. Im Landesinneren ist eine andere Mentalität anzutreffen. In Albuquerque mit seinen 600.000 Einwohnern gibt es zum Beispiel nur drei Kinos und einen Theatersaal in der Universität. Das Leben der Bürger ist so stark vom Fernsehprogramm geprägt.

**Smart Investor:** Woher kommen nun diese alt gedienten Gesetze?

**Steinberger:** Ich glaube, Amerikaner brauchten früher solche engen Leitplanken, solche geistigen Stützen. Vieles ist sicher auch von den Religionen beeinflusst worden. Als wir in einem kleinen Städtchen waren, erfuhren wir, dass es hier allein etwa 20 verschiedene Kirchen gibt. Jeden Sonntag gehen Neuzügler in eine andere Kirche, und die, deren Prediger mit seinen religiösen Ansichten am meisten imponierte, in die tritt man dann ein und zahlt seinen Obolus. Kirchensteuer im deutschen Sinn gibt es in den USA nicht. Das Kirchenleben wird in den USA gesellschaftlich viel stärker zelebriert.

**Smart Investor:** Haben Sie vielen Dank für das erheiternde Gespräch. ■

Interview: Tobias Karow

# Wind auf hoher See

## Power fürs Depot

Die Windenergie ist endgültig aus der Nische hervorgetreten und zu einem wichtigen Bestandteil der Stromversorgung geworden. Jetzt soll sie auch noch das Meer erobern. Welche Aktien mit Offshore-Phantasie von diesem Trend profitieren werden.



Foto: Vestas

„Meerwind“ steht für neue Herausforderungen, denen sich die Windbranche stellen wird. Das kürzlich vom US-Finanzinvestor Blackstone übernommene und über eine Milliarde Euro teure Projekt nordwestlich von Helgoland könnte einen Trend einleiten: Die einst verspottete und erbittert bekämpfte Windbranche will weit hinaus, genauer gesagt ins offene Meer. Dort ist nicht nur reichlich Platz, sondern der Wind bläst auch kräftiger und stetiger als im Binnenland. Die Erträge sind im Schnitt etwa doppelt so hoch. Obendrein gibt es fernab der Küste keine Nachbarn, die sich durch die Schatten und Geräusche riesiger Rotoren gestört fühlen könnten. Bislang sind 22 Offshore-Parks vor der deutschen Küste genehmigt, zahlreiche weitere geplant. Schafft die Windbranche nach der Einführung des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) im Jahr 2000 nun mit Windparks auf hoher See den zweiten Durchbruch?

### Renditen von mehr als 15%

Während sich große Teile der Kraftwerksindustrie einst vehement gegen den Ausbau alternativer Energien gewehrt haben, steigen sie nun selbst ins Geschäft ein und wenden sich ebenso wie die schwarz-rote Regierungskoalition verstärkt dem Meer zu. „Üblich ist für solche Entwicklungsprojekte eine Rendite von 15% bis 20%“, sagt Mortimer Menzel, Partner der Frankfur-

ter Investmentbank Augusta & Cie. Die Bundesregierung will, dass bis 2020 maritime Anlagen mit mindestens 10.000 Megawatt (MW) Leistung installiert sind. Bis 2030 sollen es 25.000 MW sein. Der Bundesverband Windenergie (BWE) hält die Zielvorgaben für 2020 durchaus für realistisch. Das wäre immerhin knapp die Hälfte dessen, was auf dem Festland heute schon möglich ist. Die European Wind Energy Association (EWEA) rechnet für den EU-Raum bis zu diesem Zeitpunkt mit einer offshore installierten Kapazität zwischen 20 und 40 Gigawatt. 12% der Stromproduktion sollen dann durch Windenergie erzeugt werden, davon 1,8% bis 3,6% über Anlagen im Meer. In Deutschland sind auf dem Festland Top-Standorte knapp. „Die beginnenden Offshore-Aktivitäten können dies noch nicht kompensieren“, sagt Peter Rieck, stellvertretender Vorstandsvorsitzender der HSH Nordbank. Das Geldhaus hat kürzlich eine „Branchenstudie Windenergie“ veröffentlicht. Da das Repowering, das Ersetzen kleiner alter Anlagen durch neue und wesentlich größere, wegen bürokratischer Hindernisse nicht in Schwung kommt, sollen nun Investoren mit Anreizen für den Bau von Windparks auf hoher See gelockt werden: Die EEG-Vergütung für Windstrom, der in Offshore-Anlagen produziert wird, wurde von 9 auf 13 Cent je Kilowattstunde (KWh) erhöht. Bei Inbetriebnahme bis 2015 gibt es einen Frühstarterbonus

von 2 Cent je kWh. Die Kosten der Anbindung der Windparks ans Stromnetz auf dem Festland, die ein Drittel der Investitionen ausmachen können, bleiben den Anlagenbetreibern erspart. Die Stromnetzbetreiber müssen die Seekabel bezahlen, dürfen diese Kosten aber auf die Verbraucher abwälzen. Was noch fehlt, ist eine Vernetzung der Windparks und ein Gleichstromnetz. Vor allem ohne ordentliche Netze wäre das ganze Bemühen nutzlos.

### Risiken sind nur schwer kalkulierbar

Ans Netz gegangen sind bisher erst wenige Offshore-Parks – etwa an den Küsten von Dänemark, Schweden und Großbritannien. Vor allem die Briten verfügten im Hinblick auf Windparks auf hoher See über erhebliches Potenzial, so die HSH Nordbank. In diesen Ländern trauen sich Investoren aber nur in wenige Meter tiefes Wasser. Der vor der Ferieninsel Borkum entstehende Versuchswindpark „Alpha Ventus“ ragt dagegen bis zu 40 Meter in die Tiefe, weil die Politik eine Installation außerhalb der Sichtweite der Küste und des Lebensraums der Seevögel verlangt. Richtig effektiv und gewinnbringend werden Windparks erst auf offener See. Sie sind jedoch nicht nur aufwendiger in der Anbindung ans Stromnetz, sondern auch teurer im Aufbau und anspruchsvoller in der Technologie. Daher kostet eine Anlage im Meer mit etwa 3 Mio. EUR pro MW fast dreimal so viel wie an Land. Zudem sind die Risiken von Offshore-Windparks schwieriger zu kalkulieren. Wie wirken Wellen, Salz und die Dauerbelastung des starken Windes auf die Festigkeit und Funktion der Anlagen? Die Folge: Windparks auf hoher See werden von den Banken mit deutlich weniger Schulden finanziert als bestehende Onshore-Anlagen.

### Repower: Richtiger Schwung ab 2011

Auch für die an den Börsen notierten Windradbauer ist das Offshore-Geschäft riskant. So wird sich der Absatz von Anlagen auf hoher See wohl zum größten Teil auf Europa beschränken. Denn in den USA gibt es reichlich Flächen für den Bau von Windrädern an Land. Trotzdem ist die HSH Nordbank davon überzeugt, dass sich das Offshore-Geschäft beschleunigen wird. Konkreter äußert sich Per Hornung Pedersen. Der Vorstandschef der Repower AG rechnet damit, dass der Bau von Windparks vor der deutschen Küste ab 2011 richtig in Schwung kommen wird. Welche Dynamik das Geschäft bekommen kann, wird an dem Hamburger

EUROPÄISCHE WINDENERGIE-AKTIE MIT OFFSHORE-PHANTASIE						
UNTERNEHMEN	WKN	MCAP*	EPS 08E	EPS 09E	KURS**	KGV 09E
AREVA [F]	890 173	18.566,30	25,39	29,92	523,88	17,5
ENERGIEKONTOR [D]	531 350	52,30	0,15	0,2	3,5	17,5
NORDEX [D]	A0D 655	1.040,10	0,93	1,28	15,56	12,2
PLAMBECK [D]	A0J BPG	65,60	0,53	0,2	1,59	7,9
REPOWER [D]	617 703	1.501,80	4,6	6,5	167	25,7
SAIPEM [I]	869 060	7.062,70	1,53	1,84	16,2	8,8
SGL CARBON [D]	723 530	1.524,30	2,84	3,29	23,6	7,2
SIEMENS [D]	723 610	49.092,50	3,75	4,5	53,7	11,9
TECHNIP [F]	891 997	3.292,10	3,82	4,29	30,6	7,1
VESTAS [DK] (IK)	913 769	9.499,10	2,58	3,56	51,29	14,4

\*) in Mio. EUR; \*\*) in EUR; Stand: 14.10.2008

Windanlagenhersteller deutlich. Repower hatte zu Jahresbeginn ein Rahmenabkommen für die Lieferung von 450 Windrädern mit RWE abgeschlossen – insbesondere Offshore-Anlagen. Kommt der Vertrag zustande, wäre es der größte in der Firmengeschichte. Repower will in vier Jahren etwa ein Drittel des Umsatzes mit Windrädern auf hoher See erzielen und mit solchen Projekten Renditen wie bei Festlandparks erzielen. Das Unternehmen, das derzeit vom indischen Großaktionär Suzlon komplett übernommen wird, strebt für 2008 eine EBIT-Marge von 5,5% bis 6,5% an. Der Umsatz soll auf 1,1 Mrd. EUR klettern.



### Nordex hält sich eine Hintertür offen

Kürzlich ließ auch die SGL Carbon AG aufhorchen. In einem Joint Venture wird der Graphitspezialist gemeinsam mit Repower Offshore-Rotorblätter mit Längen von über 60 Metern produzieren. Denn durch eine Mehrheitsbeteiligung an Abeking & ➤

Anzeige

# Neu im Herbst – Online Seminare

Ab November 2008 bietet die Investoren Akademie Online Seminare zu folgenden Themen:



Chefredakteur **Markus Miller** hält mit der Seminarreihe „Kapital und Steuern vertraulich“ zwei Themen für Sie bereit:

- **Kurs 1: Abgeltungssteuer – wie Sie jetzt noch alle Vorteile der alten Regelung nutzen und wie Sie ab dem 1.1. 2009 handeln müssen.**
- **Kurs 2: Lernen Sie, wie Sie Ihre Vermögenswerte effektiv vor staatlichem Zugriff und willkürlicher Rechtsprechung schützen können.**



Profi-Trader **Detlef Wormstall** präsentiert exklusiv für Sie aus seinem Spezialgebiet „Risiko- und Moneymanagement“:

- **Kurs 3: Die richtige Anwendung von Risiko- und Moneymanagement bringt Ihnen den gewünschten Börsenerfolg.**

**Alle Kurse bequem von Ihrem Schreibtisch aus!**

Informationen und Anmeldung unter:

[www.investoren-akademie.de/online-seminare2008](http://www.investoren-akademie.de/online-seminare2008)



**Investoren Akademie®**

Das Wissensportal für die aktive Geldanlage



Rasmussen Rotec kann SGL Carbon in der Sparte Carbon Fibers & Composites nun die gesamte Wertschöpfungskette für den Windenergiesektor abdecken. Damit setzt der Vorstand den harten Sanierungskurs und die Neuorientierung der letzten Jahre konsequent fort. Nordex, der Rivale von Repower, sieht die Zukunft zwar eher bei Onshore-Anlagen, hält sich aber eine Hintertür offen. Eine Anlage mit einer Nennleistung von 2,5 MW steht vor dem Rostocker Hafen. Enercon, der nicht börsennotierte deutsche Marktführer bei Onshore-Anlagen, verzichtet ebenfalls (noch) fast gänzlich auf den Bau von Windparks auf dem Meer. Die 4,5 MW-Anlage bei Emden in der Nordsee kann ebenso wie die Anlage von Nordex im Hinblick auf Wassertiefe und Entfernung zum Ufer kaum als echte Offshore-Anlage bezeichnet werden.

### Siemens ist Weltmarktführer

Während im Ausland bei den großen börsennotierten Windparkbetreibern der Fokus auf Onshore-Anlagen liegt, weil den Vorständen Standorte im Meer zu riskant sind oder sie den Renditeprognosen nicht so recht trauen, setzt Multibrid, eine Tochter des französischen Atomkonzerns Areva, als Lieferant der ersten sechs Windräder für „Alpha Ventus“ große Hoffnungen in das Geschäft auf dem offenen Meer. Beraten lassen sich die Windanlagenbauer des Pionierprojekts von den Offshore-Spezialisten der Konstruktionsdienstleister Technip und Saipem. Beide Unternehmen haben neue technische Verfahren für den Bau von Windanlagen fern der Küste entwickelt. Die Konzepte sollen bei sehr rauen Bedingungen arbeiten können – ein unschätzbare Vorteil in der Nordsee mit ihren unbeständigen Wetterverhältnissen. Auch der dänische Weltmarktführer Vestas liefert Windräder für den Betrieb auf hoher See. Siemens setzt ebenfalls auf eine Windernte im Meer und ist hier weltweit mit Abstand die Nummer eins im Bereich Turbinen. Der Münchener Konzern war erst durch die Übernahme der dänischen Bonus im Jahr 2004 in das Windturbinengeschäft eingestiegen.

Mit dem Energieriesen E.on hat Siemens erst kürzlich ein Abkommen über die Lieferung von 500 Windenergieanlagen mit einer Gesamtleistung von 1.150 MW geschlossen. Experten schätzen den Wert des Kontraktes auf 1,4 Mrd. EUR.

### Frische Brise auch für Windprojektentwickler?

Auch für die beiden an der Börse notierten deutschen Windprojektentwickler sind die Chancen auf neue Geschäfte gestiegen. Energiekontor hat zwei Offshore-Windparks in Arbeit. Für Nordergründe wurden bereits im April 18 REpower M5, die größten Windräder der Welt, bestellt. In den Jahren 2009 und 2010 will Energiekontor den Windpark errichten. Allerdings kann es dabei – ähnlich wie bei „Alpha Ventus“ – durch technische oder witterungsbedingte Probleme zu Verzögerungen kommen. Die Aktionäre werden daher vorerst noch mit den mageren Gewinnen aus dem Onshore-Geschäft leben müssen. Der Konkurrent Plambeck Neue Energien wird 2008 zwar vermutlich 53 Cent pro Aktie verdienen – allerdings nur wegen eines Verkaufs der Beteiligung am Rotorblattspezialisten SSP Technology. Das Hauptgeschäftsfeld Windparks schrieb zuletzt rote Zahlen. Am weitesten vorangeschritten ist das Projekt Borkum Riffgrund mit geplanten 180 Windmühlen. Plambeck hat seine Aktionäre immer wieder bitter enttäuscht. Die im März 2009 fällige Wandelanleihe notiert auf dem Niveau von „Schrottanleihen“. Die Aktie eignet sich nur als sehr spekulatives Investment.



### Fazit

Jetzt kann es also so richtig losgehen mit dem Strom aus dem Meer. Allerdings brems die Finanzkrise auch die Windbranche. Wenn die EWEA ihr Ziel, bis 2020 in Europa den Anteil regenerativ erzeugter Energie auf 20% zu steigern, erreichen will, wird das nicht ohne Windparks auf hoher See möglich sein. Da sich die Perspektiven inzwischen deutlich verbessert haben, sollten in den nächsten Jahren die Auftragsbücher der maritimen Windanlagenbauer gut gefüllt sein. Die meisten Unternehmen können die höheren Risiken gut abfedern, da ihre Offshore-Aktivitäten nur einen Teil des Gesamtgeschäfts ausmachen. ■

*Michael Heimrich*

### 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: Nordex

# Blasenmuster als „kontrollierte Sprengung“

Gastbeitrag von Robert Rethfeld, Wellenreiter-invest

Aktienmarkt-Blasen platzen nicht einfach so. Der Schrumpfungsprozess nach dem Platzen verläuft kontrolliert. Das ist die Erkenntnis, die man gewinnt, wenn man Charts wie den folgenden betrachtet. Dort sind der Dow Jones Index ab September 1929 und der Nasdaq Index ab März 2000 in Prozent und Jahren abgebildet. Man erkennt, dass die Indizes in den ersten zweieinhalb Jahren nach dem Platzen einer Blase stark nach unten verlaufen. In diesem Zeitraum verlor der Nasdaq Index 78% und der Dow Jones Index 89%. Nach etwa zweieinhalb Jahren ist der ungezügelter Crash-Modus jedoch vorbei. Die Indizes berappeln sich und gehen für die nächsten vier Jahre in einen Aufwärtsmodus über. Im siebten Jahr wird ein sekundäres Hoch ausgebildet. Danach folgt ein kurzer, aber harter Stoß nach unten (schwarzer Pfeil obiger Chart). Die ist die Phase, in der sich die Märkte aktuell befinden. Hier läuft demnach nicht 1929-1932, sondern 1937/38.

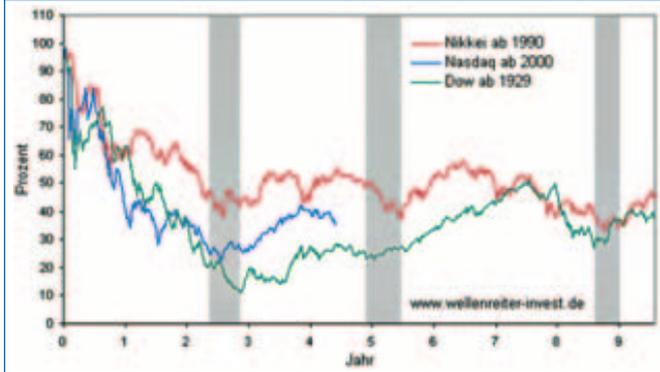
## Kontrollierte Sprengung?

Am ehesten kann man den geschilderten Verlauf mit der kontrollierten Sprengung eines Gebäudes vergleichen. Ein erfahrener Sprengmeister weiß, dass er bei Gebäuden ähnlicher Bauart eine ähnliche Fallrichtung erzielen kann, wenn er seine Werkzeuge richtig einsetzt. Man könnte hinterfragen, wer im Fall der Finanzmarkt-Blasen den Sprengmeister spielt. Letztendlich geht es um scheinbare Zufälle, die aber keine Zufälle sind. Es gilt: Aus ähnlichen Ausgangssituationen entwickeln sich ähnliche Verlaufs- und Verhaltensmuster. Die Politik reagiert lediglich auf diese Entwicklung. Deshalb ist sie nicht in der Lage, die Verlaufsmuster der Märkte nachhaltig zu beeinflussen. Die kontrollierte Sprengung einer Blase verläuft so, wie ihr das zusteht, und nicht, wie die Politiker es wollen. Einem „Leveraging-Prozess“ folgt das „De-Leveraging“. Diese Erkenntnis ist für Politiker und Zentralbanker nicht eingängig, da sich sonst – im Hinblick auf die Bekämpfung der Finanzmarktkrise – die Frage nach der Sinnhaftigkeit ihres Handelns stellen würde.

ABB. 1: DOW JONES INDEX AB 1929 / NASDAQ AB 2000 IN JAHREN UND %

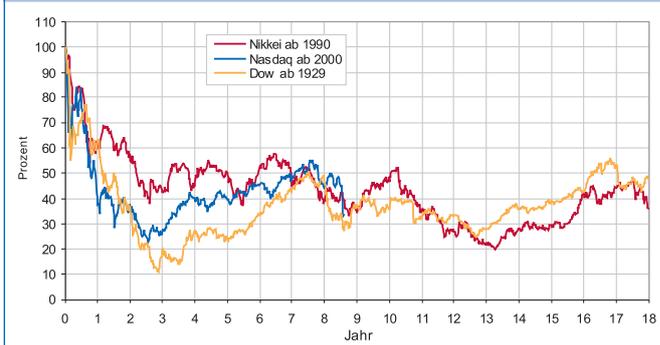


ABB. 2: DOW JONES INDEX AB 1929/NASDAQ AB 2000 IN JAHREN UND %



Als wir im September 2004 zum ersten Mal im Smart Investor über das Blasenmuster berichteten, zeigten wir die folgende Abb. 2. Wir schrieben damals unter anderem: „Der Verlauf von Spekulationsblasen sieht für den letzten Teil des Jahres 8 nach dem Top einen Tiefpunkt an den Aktienmärkten vor. Für den Nasdaq würde dies ein wichtiges Tief im Frühjahr 2009 bedeuten.“ Das Tief mag im Frühjahr 2009 oder einige Monate vorher generiert werden. Wichtig erscheint die Erkenntnis, dass Blasenverläufe sich so oder so ihren Weg bahnen.

ABB. 3: BLASENMUSTER IN JAHREN UND %



## So könnte die Zukunft aussehen

Blickt man im Blasenmuster weiter nach vorn, so erscheint das neunte Jahr (ab März 2009) im Nasdaq-Index – und wohl auch generell an den Aktienmärkten – ein passables Jahr zu werden. Danach allerdings dürfte die Talfahrt bis ins Jahr 2012/13 weiterlaufen. Erst dann dürften die goldenen Jahre anbrechen, die das Wort „Leverage“ wieder in Mode bringen werden. Exzesse, Boni und schnelle Deals werden dann die nächste Generation von Investmentbankern verzaubern.

# Contracts for Difference (CFDs)

*Mit Hebel fallende und steigende Märkte handeln*

## Chancen beim Crash

Die Börse gleicht zurzeit einer Achterbahn. Tägliche Kursbewegungen von 7% sind selbst bei etablierten europäischen und nordamerikanischen Indizes nichts Ungewöhnliches. Wohl dem, der nicht nur Aktien und Fonds in seinem Depot hat, sondern auch Produkte, die von fallenden Kursen profitieren können. Neben Optionsscheinen und Hebelprodukten finden zunehmend Differenzkontrakte Anhänger. Wer sich auf der richtigen Seite positioniert, kann bei steigenden und fallenden Märkten überproportional gewinnen.

## Wie funktionieren CFDs?

Beim CFD-Handel partizipieren die Trader an den Kursdifferenzen eines Basiswerts, der dem CFD zugrunde liegt. Im Unterschied zu den von den Banken emittierten Hebelprodukten, die an der Börse notiert sind, sind CFDs synthetische Wertpapiere, die der Trader mit seinem CFD-Broker handelt. CFDs sind Derivate, da ihre Kursentwicklung von der Kursentwicklung eines Basiswertes abgeleitet wird. Der Trader bestimmt durch die Höhe der Hinterlegung eines Geldbetrages als Sicherheitsleistung für einen Trade, der sogenannten Margin, wie hoch die Hebelwirkung ist. Ein Beispiel zur Unterscheidung des Aktienkaufs vom CFD-Handel: Ein Anleger will für 10.000 EUR Aktien der XY-AG kaufen, die aktuell bei 100 EUR notiert. Mit diesen 10.000 EUR kann er 100 Aktien erwerben. Handelt er eine vergleichbare Long-Position über CFDs, muss er eine Margin hinterlegen. In unserem Beispiel soll diese Sicherheitsleistung bei 5% des bewegten Volumens liegen. Bei 10.000 EUR sind das also 500 EUR. Wenn die Aktie auf 105 EUR steigt, hat der Aktienkäufer, der das Papier bei 100 EUR gekauft hat, einen Gewinn von 500 EUR oder 5%. Der CFD-Trader, der 100 CFDs gekauft hat, gewinnt ebenfalls 500 EUR und hat durch den Hebel von 20 seinen Einsatz verdoppelt, da sein ursprünglicher Einsatz bei 500 EUR lag. Der Hebel errechnet sich aus der Division von 100 durch die hinterlegte Margin (im Beispiel 5%). Anders als bei Turbozertifikaten, bei denen der Trader maximal sein eingesetztes Kapital verlieren kann, entstehen bei CFDs möglicherweise Nachschusspflichten. Wenn die Margin aufgebraucht ist, muss der Anleger entweder Geld nachschießen oder die Position wird verkauft.

TAB. 1: CFD-BROKER

CLEARING BROKER
ABN AMRO MARKETINDEX
CMC MARKETS
IG MARKETS
INTRODUCING BROKER
ACTION
ETRADE
POSTBANK

## Kosten nicht vergessen

CFD-Trader sollten sich nicht nur über passende Software, Handelssysteme und Moneymanagement Gedanken machen. Ein wichtiger Punkt, der berücksichtigt werden muss, damit nicht nur der Broker, sondern auch der Trader verdient, sind die Kosten. Sie tauchen beispielsweise in der Differenz zwischen An- und



Verkaufskurs des CFDs, dem Spread, auf. Darüber hinaus werden in einzelnen Fällen Kommissionsgebühren für die Orderausführung fällig. Bei längerer Haltedauer der CFDs können Finanzierungskosten stark zu Buche schlagen. Hält der Anleger beispielsweise 300 CFDs zu 50 EUR, liegt das Kontraktvolumen bei 15.000 EUR. Wird die Position über Nacht gehalten und geht man beispielhaft vom aktuellen EONIA-Zinssatz von 3,7% und einem Aufschlag von 3 Prozentpunkten aus, werden Finanzierungskosten in Höhe von 2,79 EUR fällig. Diese errechnen sich aus den gültigen Zinssätzen auf den gesamten Kontrakt geteilt durch 360. Bei längerer Haltedauer und entsprechend hohem Volumen kann das ins Geld gehen. Deshalb sollte sich jeder CFD-Einsteiger darüber Gedanken machen, welche Basiswerte er vorrangig handeln und in welchem Zeithorizont er traden möchte. Erst auf dieser Grundlage kann er die Kostenseite näher beleuchten.

## Der CFD-Markt in Deutschland

Eine von den drei großen CFD-Anbietern CMC-Markets, IG Markets und ABN Amro Marketindex in Auftrag gegebene und im Juli veröffentlichte Studie der Steinbeis Hochschule Berlin durchleuchtete erstmals den deutschen CFD-Markt. Das Ergebnis sind erstaunliche Zahlen. 2007 lag das gehandelte Volumen bei stolzen 333 Mrd. EUR. Das bedeutet eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr von 228%. Über 80% des gehandelten Volumens entfielen laut der Studie dabei auf Aktienindizes. Wurden im Mai noch gut 28.000 CFD-Kunden registriert, ist laut Studie mittelfristig ein Marktpotenzial von 200.000 CFD-Tradern zu erwarten. Zur Ausschöpfung dieses Potenzials sind auch Strategieveränderungen der CFD-Broker zu beobachten. CMC Markets, die noch vor Monaten mit besonders hohen Hebeln geworben haben, versuchen mittlerweile nicht nur Trader für CFDs zu begeistern, sondern durch die Einführung des Investment Account auch Anleger, die mit moderaten Hebeln agieren möchten.

## Neu im Club: Die Postbank

Die Postbank will in dem lukrativen Geschäft mit CFDs nicht zurückstehen und wirbt auf ihrer Website für diese Derivate. Die CFD-Plattform ist allerdings keine eigene Plattform der Postbank. Vielmehr ist die Postbank Introducing Broker des Anbieters City Index. „Bei den CFD-Anbietern ist zwischen Introducing Brokern, die den Kundenkontakt herstellen und



Andreas Ruether, ehemaliger Deutschlandchef von IG Markets

# „95% aller Orders werden automatisch ausgeführt“

Interview mit *Stefan Riße*, Deutschland-Chef CMC Markets

**Smart Investor:** In welcher Weise war der CFD-Handel und die Erreichbarkeit von CMC Markets durch das Crash-Szenario der vergangenen Tage beeinträchtigt?

**Riße:** Solche turbulenten Zeiten an den Finanzmärkten, verbunden mit einer sehr viel höheren Zahl von Transaktionen als in „normalen“ Börsenzeiten, stellen die größte Herausforderung an eine Handelsplattform dar. Aber wir können feststellen, dass unsere Anleger jederzeit in der Lage waren, Positionen aufzubauen oder zu schließen. Natürlich kann es in besonders hektischen Zeiten, wenn die Kurse innerhalb von wenigen Minuten stark fallen oder steigen, zu kleineren Verzögerungen bei der Orderausführung kommen. Selbst im Xetra-System der Deutschen Börse dauert es zum Beispiel zur Markteröffnung, wenn der DAX mit einem Minus von 400 Punkten in den Handel geht, einige Minuten, bis auch bei der letzten DAX-Aktie ein Kurs festgestellt wird.

**Smart Investor:** Von Traderseite hört man Klagen, dass nach einer Serie von erfolgreichen Trades die Aufträge vom CFD-Broker nicht mehr automatisch, sondern erst nach Verzögerungen manuell zu einem für den Kunden ungünstigen Kurs ausgeführt werden. Wie erfolgt die technische Abwicklung der Kundenorders bei CMC Markets?

**Riße:** Bei uns werden 95% aller Orders von unserem Handelssystem automatisch und den jeweiligen Marktbedingungen entsprechend sehr zeitnah ausgeführt. In Zeiten mit sehr hoher Volatilität kann es natürlich schneller mal zu einer Neuquotierung kommen, dies erfolgt dann allerdings auch automatisch vom System. Es besteht selbstverständlich kein Zusammenhang zwischen dem Handelserfolg eines Anlegers und der Frage der Orderausführung. Einzig und allein Transaktionen, die durch hohe Volumina oder durch andere Aspekte vom normalen Tradingverhalten abweichen, werden im Einzelfall von unseren Händlern manuell bearbeitet.

**Smart Investor:** CMC tritt als eigener Market Maker gegenüber seinen Kunden auf und bestimmt somit den Preis des CFDs. CMC

kann Kundenorders zu Preisen ausführen, die von dem Börsenkurs des Basiswertes abweichen. Wie ist in diesem Marktmodell gewährleistet, dass der Kunde marktgerechte Preise bekommt?

**Riße:** Wir richten uns mit unserer Preisstellung nach den Kursen, wie der entsprechende Basiswert an seiner Heimatbörse gehandelt wird. Das bedeutet im Fall einer deutschen Aktie, dass wir uns an den Kursen des Xetra-Handelssystems der Deutschen Börse orientieren. Sowohl was den Spread als auch die Kurse als solches angeht, bilden wir diese nahezu eins zu eins ab. Auch durch die hohe Liquidität auf unserer Plattform und durch den Wettbewerb, dem wir uns gerne stellen, ist gewährleistet, dass der Kunde zu jedem Zeitpunkt marktgerechte Preise zur Verfügung gestellt bekommt.

**Smart Investor:** In welcher Weise und in welcher Höhe sind die Kundengelder bei CMC Markets gesichert?

**Riße:** Das Geld der Kunden wird bei CMC Markets von den Unternehmensgeldern getrennt aufbewahrt. Dies bedeutet, dass im Falle einer Insolvenz die Gläubiger von CMC Markets keinen Zugriff auf die Kundengelder haben. Diese getrennten Kundengelder sind somit zu 100% gesichert. Über diese Trennung hinaus sind die Ansprüche der Kunden über die britische Einlagensicherung FSCS bis zu einem Betrag von 48.000 GBP gesichert. Diese Sicherung bezieht sich dann auf die Gewinne aus offenen Kontrakten, die innerhalb eines Tages entstehen, da alle vorher angefallenen Gewinne bereits zu 100% durch die getrennte Aufbewahrung geschützt sind. ■

Interview: Christian Bayer



Stefan Riße

den Kunden beim Clearing Broker einführen, sowie den Clearing Brokern, die das Geschäft durchführen, zu unterscheiden“, erläutert Andreas Ruether, ehemaliger Deutschlandchef von IG Markets. CFD-Trader sollten deshalb immer prüfen, mit wem sie letztendlich handeln, und sich nicht von großen Namen beeindrucken lassen, die nicht für den Handel, sondern für den Vertrieb zuständig sind.

## Sicher ist sicher

Durch die Bankenkrise und die Pleite von Lehman Brothers sind Fragen zur Bonität der Zertifikateemittenten in den Vor-

dergrund gerückt. CFD-Anbieter versuchen bezüglich der Einlagensicherung zu punkten. „Einlagen sind bei IG Markets durch die FSCS, eine Sicherungseinrichtung der englischen Finanzaufsicht, in Höhe von 35.000 GBP gesichert, investierte Gelder bis 48.000 GBP. IG Markets bewahrt außerdem Firmengelder getrennt auf. Gläubiger von IG Markets hätten keinen Zugriff auf Kundengelder“, erläutert Andreas Ruether. In jedem Fall sollten CFD-Trader in Erfahrung bringen, welche Aufsichtsbehörden für ihren Broker zuständig sind und wie ihr Geld dort gesichert ist.



TAB. 2: KOSTEN EINES DAX-CFD

ANBIETER	SPREAD	KOMMISSIONSGEBÜHREN	FINANZIERUNGSKOSTEN*
ABN AMRO	1 PUNKT	KEINE	PLUS 2% (LONG)/MINUS 2% (SHORT) SEKUNDENGENAUE BERECHNUNG
ACTIOR	2 PUNKTE	4 EUR	PLUS 3,5% (LONG)/MINUS 3% (SHORT)
CMC MARKETS TRADING ACCOUNT	2 PUNKTE	KEINE	PLUS 4,0% (LONG)/MINUS 4% (SHORT)
CMC MARKETS INVESTMENT ACCOUNT	2 PUNKTE	0,05% DES HANDELSVOLUMENS; MINIMUM 5 EUR	PLUS 2,0% (LONG) NUR AUF DEN NICHT MIT EIGENKAPITAL UNTERLEGTE TEIL DER POSITION; (SHORT) KEINE GUTSCHRIFT
ETRADE MARKETMAKER	2 PUNKTE	4,95 EUR	PLUS 4% (LONG)/MINUS 4% (SHORT)
IG MARKETS	2 PUNKTE	KEINE	PLUS 2,5% (LONG)/MINUS 2,5% (SHORT)
POSTBANK/CITY INDEX	5 PUNKTE	6,66 EUR	PLUS 3% (LONG)/MINUS 3% (SHORT)

\*) Tagesgeldzinsen und Aufschlag bzw. Abschlag in Prozentpunkten

**Die Abgeltungsteuer lässt grüßen**

Soviel ist klar. Auch der CFD-Trader wird an der Abgeltungsteuer nicht vorbeikommen. Es kann allerdings erhebliche Auswirkungen auf die Liquiditätssituation eines Traders haben, ob die Steuer gleich nach einem Gewinntrade abgezogen wird, oder ob die Gewinne erst in der Einkommenssteuererklärung deklariert werden. „Die Kontoführung findet in Großbritannien statt. Aus diesem Grund vertreten wir die Auffassung, dass die Gewinne vom Trader in seiner Einkommenssteuer zu erklären sind und diese nicht automatisch nach einem Gewinntrade mit der Abgeltungsteuer belegt werden“, erklärt Andreas Ruether die Situation für IG Markets.

**Traders Alptraum**

Im Gegensatz zu den Marktteilnehmern, die an liquiden Märkten handeln, müssen sich CFD-Trader die Frage beantworten, wie es um die Schnelligkeit der Kursausführung und die Qualität der gestellten Kurse bestellt ist. In der Trading-Community häufen sich Unmutsäußerungen über verzögerte Ausführungen und die damit zusammenhängende schlechte Kursfeststellung bei CFD-Brokern. Bei allen Vorteilen, die CFDs bieten können, gibt es beim CFD-Handel auch eine Reihe von Problemen. Der CFD-Handel ist im Gegensatz zur Börse ein unregelmäßiger Markt. Als Market Maker haben

CFD-Broker gegenüber ihren Kunden eine außerordentliche Machtstellung, die sich u.a. auf die Kursquotierungen und die Ausweitung der Spreads erstreckt. Im Unterschied zu liquiden Börsen, an denen die Marktteilnehmer zusammengeführt werden, ist der CFD-Trader von seinem Broker abhängig. Wenn der Market Maker keine Kurse stellt, kann der Trader nicht handeln und damit im schlimmsten Fall einen wirklichen Alptraum erleben. Auch an geregelten Börsen kann es zu Aussetzungen des Marktes kommen. Allerdings sind in diesem Fall alle Marktteilnehmer betroffen und nicht nur die Kunden eines CFD-Anbieters. Trader, die professionell mit CFDs handeln wollen, sollten sich bei Anbietern umschaun, die Direct Market Access (DMA-)Accounts anbieten. Der Nachteil der höheren Kosten für diese Accounts wird durch eine Reihe von Vorteilen aufgewogen. Bei diesen Konten ist der CFD-Kunde nicht von der Kursfeststellung seines Brokers abhängig, denn die Kurse und Spreads beziehen sich auf die Börse, an der der Basiswert des CFDs gehandelt wird. Damit ist der Trader unabhängig von der Preisgestaltung des Market Makers.

Christian Bayer

Anzeige

**KUNST STATT BARREN**



>> "Wächter" | Silbervollguss (999) | 16 kg  
Bullion Art | Silberkunst  
phone +49 (0)89 33 55 01 | www.bullion-art.de

**AUS FÜR LEHMAN BROTHERS**

Den wertlosen Verfall von Zertifikaten erwarten höchstens Trader, die Knock-out-Papiere in ihrem Depot halten. Trotzdem erwischte es bei der Lehman-Pleite auch Kunden, die sehr auf Sicherheit bedacht waren und denen bei ihrer Bank Garantie-Zertifikate mit vollständigem Kapitalerhalt verkauft wurden. Anleger stehen aller Voraussicht nach vor dem Totalverlust des eingesetzten Kapitals. Den Käufern wurde schmerzlich bewusst, dass Zertifikate Inhaberschuldverschreibungen sind und die Auszahlungsprofile inklusive der Garantiezusagen von der Bonität des Emittenten abhängig sind. Trotzdem sollte man das Kind nicht mit dem Bade ausschütten und Zertifikate als Teufelszeug abtun, wie es manche vermeintliche Börsenexperten in den Medien zurzeit gerne machen. Niemand würde die Anlageklasse Anleihen verteuern, nur weil in der Vergangenheit Anleihen ausgefallen sind.

**INFORMATION FÜR DEN ANLEGER**

Anleger, die Zertifikate in ihrem Depot halten, können aktuelle Informationen des Derivateverbandes ([www.derivateverband.de](http://www.derivateverband.de)) nutzen. Der Derivateverband veröffentlicht die Credit Default Swaps (CDS) der einzelnen Emittenten. Die Papiere zeigen in Basispunkten an, wie teuer die Absicherung gegen den Zahlungsausfall eines Emittenten ist. Je höher der Wert, desto risikobehafteter der Emittent. Aktuelles Schlusslicht ist mit einem Wert von 459,80 Morgan Stanley.



# Klein aber fein

## Bericht von der Hidden Champions-Tour

Eigentlich müsste die Fondsbranche dankbar sein. Mit der Abgeltungsteuer hat Berlin den Emittenten nämlich eine Vorlage par excellence geliefert, ihre Produkte so zu bewerben, dass Kunden scheinbar gar nicht anders können, als Kaufaufträge aufzugeben. Aber sind Dachfonds wirklich DIE Lösung?

Am 15. Oktober machte die Hidden Champions-Tour Station in München. Es präsentierten sich sechs kleinere unabhängige Vermögensverwalter mit ihren Produkten und Strategien, die eines ganz deutlich machten: Das Vermögensverwalter-Handwerk hat Zukunft. Vor allem in hektischen Zeiten.

### Kosten haben Priorität

Die kürzeste Anreise hatte A. Sabri Ergin von der gleichnamigen Finanzberatung. Er konnte vom Büro nahe dem Hauptbahnhof ins Künstlerhaus am Lenbachplatz direkt zu Fuß gehen. Ergin stellte seine Sigma-Dachfonds vor, die ein sehr starkes Augenmerk auf die Kosten legen. Im Sinne des Kunden ist dies selbstredend sehr löblich. Zum Beispiel wurden die Initiationskosten des Fonds von Ergin getragen und nicht einfach dem Fondsvermögen belastet. Hierfür wurde Ergin sogar von der Finanzmarktaufsicht BaFin gelobt, wie er in seinem Vortrag betonte. Auch hat das Ergin-Team beim Kauf eines Zielfonds genau dessen Kosten im Blick. Um die Aufwendungen für den Kunden zusätzlich transparent zu machen, wurde mit der RTER eine Kostenkennzahl eingeführt, für die die KAG extra noch eine Gebühr berechnet. Die RTER enthält sämtliche angefallenen Kosten und spart nicht wie die herkömmliche TER einige Kostenpositionen aus. Auf diese Problematik hatte Smart Investor in Ausgabe 9/2008 in der Analyse zu Dachfonds ab S. 44 hingewiesen. Die Sigma-Fonds gibt es in einer konservativen (Sigma



Führte wie gewohnt charmant durchs Programm: Jürgen Dumschat von der AECON Vertriebs GmbH

II) und dynamischen (Sigma VI) Variante. Letztere ist derzeit zu 41% in Aktienfonds investiert, dazu werden 30% in Immobilienfonds und 7% in Alternativen Anlagen gehalten.

ABB. 1: CONQUEST SURPRISE-INDEX US-KONJUKTUR



Die Analysten-Schar scheint von schlechten Unternehmens- & Konjunkturmeldungen immer noch auf dem falschen Fuß erwischt zu werden. Quelle: CONQUEST

### Dem Anlegerverhalten auf der Spur

Einen Fonds auf Basis der Erkenntnisse der Behavioral Finance hat Dr. Conrad Mattern, der schon des Öfteren als Gastautor für Smart Investor tätig war, vor gut zwei Jahren mit seiner CONQUEST Investment Advisory lanciert. Auf Basis von exklusiv seinem Unternehmen zur Verfügung stehenden Datenbanken werden realistische Verbindungen zwischen den Verhaltensweisen der Marktteilnehmer und den Entwicklungen an den Finanzmärkten nachgezeichnet. Hierzu präsentierte Dr. Mattern in seiner Asset Allocation-Einschätzung interessante Fakten. Demnach könnten die Märkte nochmals stärker abtauchen,

## Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:



www.dje.de



www.gp-ag.de



www.davinci-invest.ch

Wertpapierhandelshaus  
Driver & Bengsch

www.d-b.de



www.hwbcn.de



www.marketcontrol.de



www.peh.de



www.starcapital.de



www.boersensignale.de



www.universal-investment.de

Mit freundlicher  
Unterstützung von:



www.vuv.de

Vortragssaal vor Eintreffen der Teilnehmer an der Hidden Champions-Tour in München.



weil die unausweichlichen rezessiven Tendenzen noch nicht gänzlich in den Kursen eingearbeitet sind. Bei einer normalen Rezession wäre der Boden schon sehr nahe, aber dies sei eben

keine herkömmliche Rezession. Diese werde vielmehr heftiger als gemeinhin erwartet, wobei der Höhepunkt der Bankenkrise hinter den Märkten zu liegen scheint. Dafür belasten jetzt Probleme bei Hedgefonds, die durch Mittelabflüsse zu weiteren Verkäufen gezwungen werden. Außerdem nimmt die Ausfallrate bei Alt-A-Krediten zu. Das sind Kredite, deren Schuldner guter Bonität sind, die aber ihre Einkommensverhältnisse nicht offen legen. Rein von der Stimmung her wäre der Markt reif für eine Reaktion, viele Titelbilder



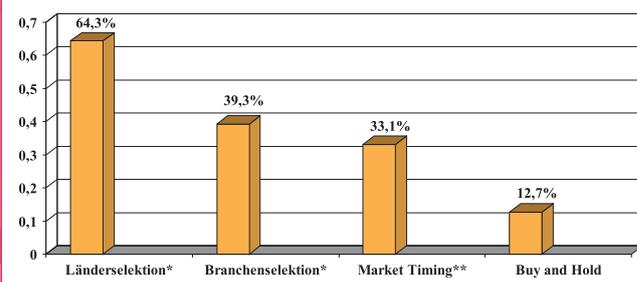
Dr. Conrad Mattern

seien doch sehr pessimistisch gewesen in den letzten Wochen. Auch wenn Dr. Mattern in seinen Ausführungen sein aktuelles Marktbild nur andeutete, war dies in der Pause ein heiß diskutiertes Thema. Aber wen verwundert das, bei den hitzigen Märkten.

### Länder-Value

Mit der GS&P wiederum stellte sich ein unabhängiger Vermögensverwalter vor, der stattliche 1,8 Mrd. EUR verwaltet und mit einem Dachfonds um Anlegergelder buhlt. Das Konzept fußt auf einer Länderallokation, bei der auf Basis einer Value-basierten Analyse die 14 weltweit interessantesten Länder herausgefiltert werden: sieben Industrieländer und sieben Schwellenländer. Wolfgang Zinn legte Wert darauf zu zeigen, woher die Performance langfristig eigentlich kommt. Einerseits aus der Wahl des Stils, also Value, andererseits sei vor allem die Länderselektion für den Anlageerfolg verantwortlich (s. Abb. 2). Die 14 ausgewählten Länder werden dabei über ETFs bzw. Länderfonds abgebildet. Letzteres soll deshalb Sinn machen, weil GS&P über ein so ausgefeiltes Fondsanalyse-Instrumentarium verfügt, dass damit die besten aktiv gemanagten Länderfonds herausgefiltert werden können. Sollte übrigens ein Fonds mehr als 15% verlieren, wird er konsequent verkauft. Die frei werden-

ABB. 2: LÄNDERSELEKTION ZAHLT SICH AUS



\*) Annahme: Jedes Kalenderjahr in bestem Land bzw. bester Branche voll investiert

\*\*\*) Annahme: Nur bei Monaten mit positiver Aktienrendite investiert, sonst in Cash

Quelle: Wegelin & Co., MSCI 1974-2007, eigene Berechnungen, Jahresrenditen in USD

den Mittel wandern dann für den Rest des Jahres in den Geldmarkt. Zu Beginn des neuen Jahres werden dann abermals die 14 attraktivsten Märkte selektiert. Ein interessanter Ansatz beim Risikomanagement.

### Krisen kommen, Krisen gehen

Den Abschluss bildete Max Lenzenhuber von GALIPLAN. Seine atmosphärisch sehr dichten Ausführungen begannen mit der Frage, wer sich noch an den Enron-Skandal im Jahr 2002 erinnere, und zeigten sehr plastisch die Parallelen zwischen den Enron-Verbriefungen und den heutigen Konstruktionen auf. Für ihn kommen und gehen Krisen, sie gehören zum System einfach dazu. Das ist eine sehr pragmatische Sichtweise. In seinem Fonds, dem GALIPLAN Aktien Global AMI, setzt er auf eine ausgeklügelte quantitative Aktienauswahl. Der Fonds ist stets voll investiert, aber eben auch zu bestimmten Graden abgesichert. Derzeit hat Lenzenhuber die Absicherung auf 45% herunter gefahren. Er fühle sich damit insofern wohl, als dass er das erste Mal seit drei Jahren wieder richtig bullish für die Aktienmärkte sei. Einzig die Markttechnik störe ihn. In seiner Aktienauswahl versucht er dazu, für die jeweilige Börsenphase die richtige Aktie ins Depot zu nehmen. Hier ist also der Stil entscheidend. Wer zum Beispiel in den vergangenen 18 Monaten Value-Aktien gekauft hatte, der lag schlichtweg daneben. Dieser Stil war out und ist es noch. Die beiden anderen Referenten waren Dieter Langer von der Top Trend GmbH mit seinem Top Trend Evolution AMI sowie Volker Fehrenbach, Geschäftsführer der inora LIFE Ltd. Deutschland.



Max Lenzenhuber

### Fazit

Alle Fonds sind klein, aber das muss kein Nachteil sein. Denn auch die Templetons dieser Welt haben einmal klein angefangen. Sämtliche Konzepte sind stimmig und funktionieren nachweislich in schweren Börsenzeiten. Allerdings sind sie zumeist auch recht stark personalisiert. Wenn also Lenzenhuber oder Mattern die Lust verlässt, dann stünde die Existenz der Fonds leider auf dem Spiel. So weit soll es aber nicht kommen, dafür sind die Zeiten viel zu aufregend. ■

Tobias Karow

# DJE Alpha Global P

Gastbeitrag von Martin Dilg, FÜRST FUGGER Privat KG

In den vergangenen Monaten waren die Märkte enorm volatil, klare Trends wurden erst in den letzten September- und den ersten Oktoberwochen ersichtlich, und die waren klar nach unten gerichtet. Auch für den DJE Alpha Global P (WKN: 134 317) sind dies herausfordernde Zeiten.

## Anlageuniversum

Das erfahrene Fondsmanagement um Eberhard Weinberger investiert bei diesem internationalen Mischfonds sehr variabel in Aktien, Optionsscheine auf Wertpapiere, variabel oder festverzinsliche Wertpapiere, Zerobonds, Genussscheine aller Art, Wandel- und Optionsanleihen, deren Optionsscheine auf Wertpapiere lauten. Dabei ist das Anlageuniversum global ausgerichtet, wobei ein gewisser Home-Bias für europäische Anlageregionen nicht zu übersehen ist.

## Investmentphilosophie

Bei der Entscheidung, welche Anlageklasse (Aktien, Renten oder Kasse) zu bevorzugen ist, greift man auf die selbst entwickelte FMM-Methode (Fundamental, Monetär, Markttechnik) zurück. Dieses dreidimensionale Analyseverfahren gliedert sich in eine fundamentale Analyse der Wirtschaftsräume und Branchen, was für die Bestimmung der strategischen Asset Allocation vorrangig bewertet wird. Neben den üblichen volkswirtschaftlichen Rahmendaten und betriebswirtschaftlichen Finanzkennzahlen legt man großen Wert auf den persönlichen Eindruck und die Kompetenz des Managements einer zu investierenden Firma. Einen weiteren wichtigen Kernbestandteil der Analysen bildet der monetäre Filter. Dabei werden die Liquiditätszustände der Märkte hinsichtlich der Geldmengenentwicklung, der Überschussliquiditäten und der Kreditvergabe durch Banken sowie das Zinsniveau beurteilt bzw. ausgewertet. Diese Ergebnisse fließen ungefähr gleich gewichtet in die taktische und strategische Asset Allocation ein.

## Taktisches Handeln gefragt

Der dritte Analyseteil liegt in der markttechnischen Beurteilung der Situation, welcher speziell in der taktischen Asset Allocation sein Hauptgewicht einbringt. Die Anlagephilosophie aus dem Hause Dr. Jens Ehrhardt ist traditionell auf taktisches Handeln ausgerichtet. Das bedeutet, dass durchaus in kurzer Zeit die Aktienbestände reduziert werden (38% am 30.08.2008, 26% am 30.09.2008) oder Kassepositionen aufgebaut (46% am 30.08.2008) und auch wieder abgebaut (23% am 30.09.2008) werden können. Diese opportunistische Vorgehensweise erfordert ein sehr großes Gespür für die Märkte und eine gehörige Portion Erfahrung. Grundsätzlich stehen im Aktienbereich eher Titel mit einer hohen Dividendenrendite bzw. Value-Unternehmen im Fokus.

## Aktuelle Positionierung

Mitte Oktober war man mit ca. 57% in Anleihen, mit ca. 22% in Aktien und zu ungefähr 21% in Cash positioniert. Inzwischen spiegeln wichtige technische Indikatoren wie beispielsweise die

*Martin Dilg, Bankbetriebswirt und Betriebswirt (VWA), ist Dachfondsmanager und Leiter des Fondsresearch bei der FÜRST FUGGER Privatbank KG in München. Seit 1999 arbeitet er im Portfoliomanagement und Research bei der FÜRST FUGGER Privatbank. Dilg ist seit fast 25 Jahren bei international agierenden Banken und Versicherungen tätig.*



Volatilitätsindizes oder die Anzahl der neuen US-Tiefstkurse (87%! Rekordpessimismus wider, was im antizyklischen Sinne kurzfristig eine Stabilisierung bzw. Erholung der Aktienmärkte bedeuten könnte. Das Fondsmanagement versucht eventuelle Chancen zu nutzen, behält aber aufgrund der immer noch nicht eingrenzenden Fundamentalarisiken im Zuge der Finanzkrise vorerst seine defensive Grundausrichtung bei. Bei der Wertentwicklung fällt auf, dass die kurzfristige Performance im 400 Fonds umfassenden Vergleichsuniversum nachgelassen hat. Das laufende Jahr schlägt per Ende September mit einem Minus von 18,43% zu Buche. Im Drei- und Fünfjahresbereich liegt das Fondsmanagement jedoch weiterhin unter den besten 20, wobei die Volatilität des Fonds höher als der Durchschnitt ist.

## Besonderheiten

Die P-Tranche des Fonds (WKN 134 317) berechnet neben der üblichen Management Fee (1,82%) eine Beratervergütung von 0,30% sowie eine Performance Fee (10% über MSCI World Index in EUR). Die selbst entwickelte Analysemethode FMM hat sich über viele Jahre bewährt und lebt von der dynamischen Anpassung an neue Marktgegebenheiten. Mit Sparplanraten ab 50 EUR ist dieser Fonds auch für den langfristigen Vermögensaufbau geeignet. Mischfonds bieten sich gerade als langfristige Anlage für die bevorstehende Abgeltungsteuer an.

## Fazit

Das Fondsmanagement um Dr. Jens Ehrhardt ist sehr erfahren, was aber auch vor einer temporären Underperformance nicht schützt. Sollte in den nächsten Monaten eine Bereinigung und Stabilisierung der Märkte stattgefunden haben, dürfte das Fondsmanagement wieder klarere Signale aus dem Analysesystem erhalten. ■

# Finanzkrise, wie reagiere ich als Anleger?

Gastbeitrag von Hendrik Klein, Da Vinci Invest

Viele Leute sagten in letzter Zeit zu mir: „Nirgends ist das Geld mehr sicher. Da lege ich doch lieber mein Geld unter das Kopfkissen.“ Ich halte dies für keine gute Idee. Das Geld könnte gestohlen werden. Man befürchtet ständig, ausgeraubt zu werden. Weitere Gefahren sind Wohnungs- oder Hausbrand, einfach das Versteck nicht mehr wiederzufinden oder eine Währungsreform terminlich zu verpassen. Das ist also keine gute Alternative zur Bank. Natürlich deckt der Einlagensicherungsfonds in Deutschland derzeit nur ca. 5 Mrd. EUR Ausfall auf Spar- und Festgeldern ab. Die deutschen Spargelder betragen aber 1,628 Billionen EUR (das ist eine Zahl mit 12 Nullen). Das Vermögen der Deutschen beträgt, inkl. 1,18 Bio. EUR in Versicherungen, 0,533 Bio. in Zertifikaten, 0,342 Bio. in Zinspapieren, 0,34 Bio. in Aktien und 0,463 Bio. in sonstigen Investments, somit 4,5 Bio. EUR. Auch in der Schweiz ist jedes Konto nur bis 30.000 CHF versichert. In anderen Ländern ist diese Summe noch geringer.

Investiert man das Geld in Anleihen, zählen diese Wertpapiere nicht zum Vermögen der Bank, sondern, genau wie Fonds, als Sondervermögen. D.h. der Insolvenzverwalter darf diese Wertpapiere im Konkursfall der Bank nicht zur Insolvenzmasse rechnen, und man reiht sich nicht in die Gläubigerliste mit quotaler Auszahlung ein. Stattdessen werden die Wertpapiere sofort an den Anleger zurück übertragen. Damit wäre man gegen den Bankkonkurs gefeit. Eine Hyperinflation würde aber festverzinsliche Wertpapiere auch entwerten. So wie die internationalen Regierungen derzeit neue Schulden aufnehmen und Geld drucken, ist dieses Risiko nicht unrealistisch.

Aktien dürften generell auch nicht so gut rentieren in den nächsten Jahren im Zuge einer weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise. Die USA werden fast alle Länder in eine Rezession reißen. Die Kaufkraft sinkt, es wird weniger konsumiert. Nur sehr wenige Unternehmen können sich diesem Abwärtstrend entziehen. Vielen Anlegern gelingt es schon in guten Zeiten nicht, die Benchmark zu schlagen und die besten Aktien auszuwählen. In Krisenzeiten halte ich dies für nahezu unmöglich. Aktieninvestments sind riskant. Das gleiche gilt für Immobilien. Zwar gab es in Deutschland keinen Immobilienpreisboom und keine Preisblase, aber bei sinkender Kaufkraft werden Immobilien in der Regel nicht teurer. Immobilien und auch viele Aktien bieten aber einen Schutz vor Hyperinflation, nicht aber vor gierigen und schlechten Vorständen.

Jim Rogers empfahl letzte Woche, in Nahrungsmitteln anzulegen. Damit riet er aber nicht zu Hamsterkäufen. Er meinte damit, auf steigende Preise bei Weizen, Orangensaft, Wasser, Kaffee und Soja

*Hendrik Klein, geb. 1973, CEO/CFO und Entwickler des Handelsmodells, hat seine berufliche Karriere als Eigenhändler für Derivate in verschiedenen Märkten für die MTH Group und die Fimat International Banque begonnen. Bevor er 2004 Da Vinci Invest Ltd. gründete, verantwortete er u.a. den Handel bei Frohne & Klein Wertpapierhandelshaus GmbH als Rentenoptions-, Indexoptions- und Aktienoptions-Market Maker. Zuvor war er als Aktien- und Aktienderivate-Händler für die Landesbank Baden-Württemberg tätig, bei der er das bankeigene Indexoptions- und Aktienoptions-Portfolio gemanagt hat. Er schloss sein Studium an der Fachhochschule Mittweida als Diplom-Betriebswirt (FH) ab.*



zu setzen. Dies kann man in Chicago, Hannover und London über Futures tun. Um kein Kreditrisiko aufzunehmen, sollte man diese Futures nicht mit Margin, sondern zum Nominal handeln. Alternativ kann man sich ETFs (exchange traded funds) kaufen, die wesentlich kleinere Stückelungen anbieten.

Sachwerte sind eine gute Anlagemöglichkeit im Moment. Man sollte Sachwerte auswählen, die einen praktischen Nutzen im Konsum oder der Industrieanwendung erfüllen (abgesehen von Schmuck, kein Gold!) und deren Preise im Zuge der Kreditauflösungen von Hedgefonds und Banken ungerechtfertigt gefallen sind. Dazu zählt auch Gas, Mais und Öl kurzfristig. Wenn Sie nebenbei noch was Gutes tun wollen, investieren Sie in Waldfonds! Um Bäume zu pflanzen, müssen diese Fonds Ackerland oder Regenwaldboden erwerben. Der Holzpreis wird in den nächsten Jahren aufgrund verstärkter Nachfrage der BRIC-Staaten nicht sinken, und Ackerlandpreise sind tief. Hier kann eigentlich nur eine Preiserhöhung folgen, falls es zu Bauland erklärt wird. Die Bäume wachsen jedes Jahr, und Ihr Investment wächst somit stetig an. Zusätzlich bekommen Sie CO<sub>2</sub>-Zertifikate gutgeschrieben, die auch zur positiven Rendite beitragen. Dem stehen politische Risiken in bestimmten Ländern entgegen. Zudem könnte natürlich schlechte Arbeit des Forstbetriebes vor Ort die Rendite schmälern.

## Fazit

Grundsätzlich halte ich in der Finanzkrise direkte Investitionen in Sachwerte durch Wald- und Sachwertfonds (ETFs) von seriösen Anbietern für die beste Anlage. ■

# Versteckte Fondsperven

## Stark in Schwächephasen

Auf der Hidden Champions-Tour wurden die in der Tabelle aufgeführten Fonds vorgestellt. Es handelt sich dabei nahezu durch die Bank um Klein- bzw. Kleinstfonds, die nur über eine relativ kurze Historie verfügen. Das sollte Anleger aber nicht abhalten.

### Besondere Merkmale

Viele der kleineren Fonds können ihren Ansatz in Reinform umsetzen und müssen eben nicht, wie große Publikumsfonds, auf den Vertrieb achten oder in schweren Börsenphasen auf den Druck der Anleger reagieren. Auch ist der Kontakt zu den Investoren meist persönlicher Natur, das gewährleistet eine gewisse Stetigkeit beim Mittelaufkommen, wenn auch auf kleiner Flamme. Allen Fonds sind eine normale Kostenstruktur (Managementgebühren bis zu 2%) sowie eine gewinnabhängige Vergütung gemeinsam. Vielleicht hätten die Anbieter hier etwas ausgewogener agieren sollen.

### Stärke in der Schwäche

Beim Fonds von GALIPLAN bzw. CONQUEST spielen die strategischen Alleinstellungsmerkmale vor allem in der Langfristentwicklung ihre Stärke aus. Vor allem der CONQUEST-Fonds hat über zwei Jahre gezeigt, auch in schweren Marktphasen mit minus 4% Geld verdienen zu können. Allerdings dürfte der Fonds in starken Marktphasen nur mit dem Markt mitlaufen, wenn überhaupt. In Baissen wie derzeit

spielt er seine Trümpfe aus. Das gilt auch für den GALIPLAN-Fonds, der mit Abschlägen von knapp minus 7% überschaubare Verluste „produziert“ hat. In der Jahresbetrachtung fällt aber auch dieser Fonds zurück, gegenüber den meisten in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen Aktienfonds bedeutet das aber immer noch eine stattliche Outperformance.

### Fazit

Klein aber oho, aber auch erklärungsbedürftig. Denn einfach Aktien auswählen, kaufen und dann liegen lassen, das ist Lenzenhuber, Mattern & Co. zu einfach. Die Ergebnisse bestätigen sie darin. ■

Tobias Karow



Marktanalyse und Anlagekonzept sind bei den Hidden Champions stimmig.

### AUSGEWÄHLTE „FONDSPERLEN“

FONDS	WKN	ANSATZ	AUFLAGE	VOLUMEN	PERF. 6M	PERF. 1J	PERF. 2J
TOP TREND EVOLUTION AMI	A0N GJ3	DACHFONDS AKTIEN	15.09.08	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
GALIPLAN AKTIEN GLOBAL AMI	A0F 5HG	AKTIEN	28.12.05	3,77	-4,45	-15,29	-6,86
CONQUEST BEHAVIORAL FINANCE	A0H GZ3	ABSOLUTE RETURN	16.05.06	19,81	3,41	-0,28	3,82
KAPITALFONDS L.K. TECTUM*	987 292	AKTIEN-DACHFONDS	28.01.1998*	2,01	k.A.	k.A.	k.A.
SIGMA VI REAL MULTI ASSET	A0M P28	MULTI ASSET DACHFONDS	01.11.07	18,2	-16,42	k.A.	k.A.

\*) Plattformwechsel am 21. Juli 2008 erfolgt, erst ab diesem Datum zeichnet GS&P für den Fonds verantwortlich

Anzeige

Midas  
GOLDBRIEF

Silberjunge 

## Exklusiv-Seminar: „Gewinnen Sie in der Krise!“

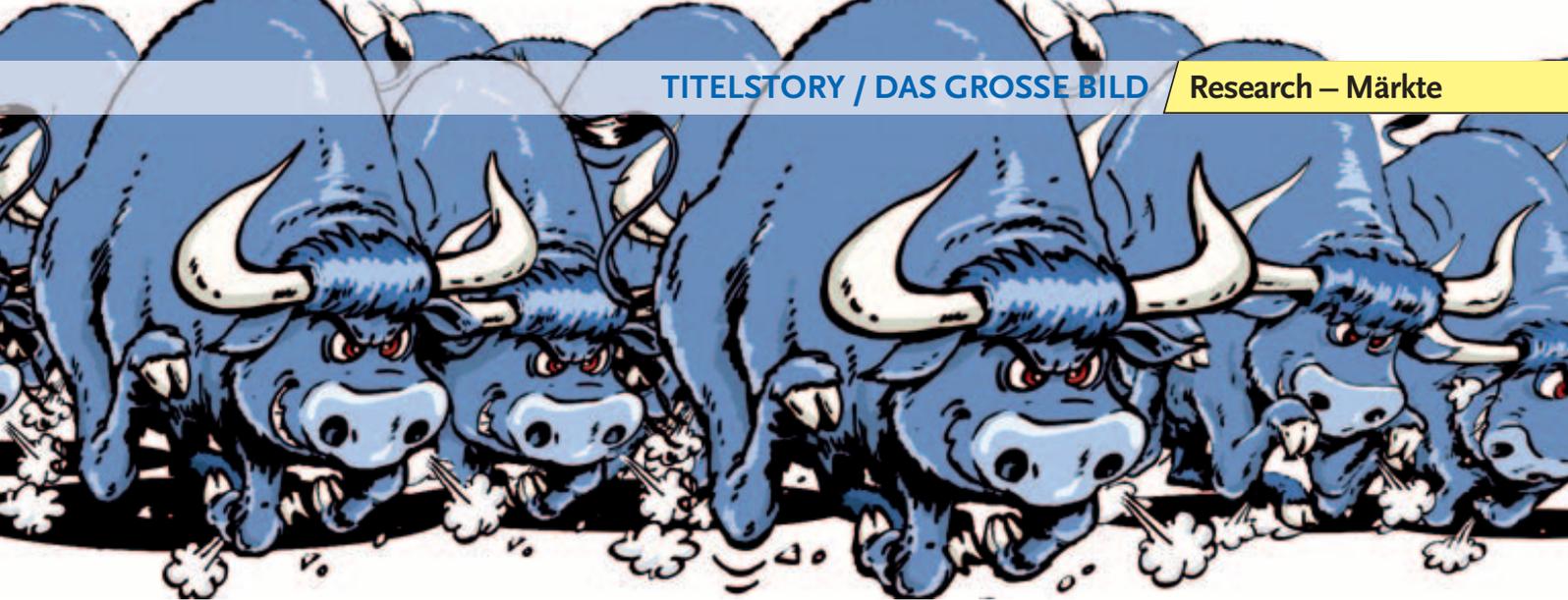
Samstag, 29. November 2008 in Frankfurt

### Erleben Sie:

- Johann A. Saiger (Verfasser des Goldbriefs)
- Thorsten Schulte (Chefredakteur des Silberjungen)
- Folker Hellmeyer (Chefanalyst der Bremer Landesbank)

Anmeldung unter: <http://seminare.silberjunge.de>

Achtung: Begrenzte Teilnehmerzahl!



## Die Bullen sind los

*Smart Investor wagt die Prognose, dass dieser Oktober an den Aktienbörsen die Wende nach oben bringt.*

### Haarscharf an der Wahrheit vorbei

Was hat eigentlich die aktuell wütende Finanzkrise verursacht? Diese Frage wird derzeit in sämtlichen Medien ausgiebig diskutiert, und dabei gehen die Erklärungsansätze an der Wahrheit meist haarscharf vorbei. Wie so oft werden in erster Linie nur die Symptome benannt, aber ohne auf die eigentlichen Ursachen hinzuweisen. Die Haupterklärungsansätze in der Mainstream-Presse sind der zügellose Kapitalismus, der sich in den letzten Jahren in wild umheragierenden Hedgefonds und Private Equity-Gesellschaften („die Spekulanten“) zeigte, sowie in einer Maßlosigkeit der Unternehmensmanager, die nur darauf aus waren, ihre eigenen Bezüge nach oben zu treiben. All diese Punkte sind aus unserer Sicht zwar richtig beobachtet, und sie sind auch eindeutig als Fehlentwicklungen zu bezeichnen. Allerdings sind sie, und dies haben wir in den letzten Ausgaben an dieser Stelle ausführlich erläutert, nicht der eigentliche Ursprung dieser Krise.

### Howard Marks wird konkret

Der amerikanische Value-Investor Howard Marks, Chef der US-Vermögensverwaltung Oaktree Capital, brachte die Gründe für die augenblickliche Krise jüngst auf eine recht einfache Formel: Demnach entstand sie aufgrund von zu viel Liquidität, zu hohem Hebel und zu laxen Rechnungslegungsstandards. Smart Investor sieht in dieser Erklärungsweise schon einen sehr viel fundierteren Ansatz, wiewohl wir auch hier nochmals unterscheiden würden. Aus unserer Sicht, und damit gehen wir mit der Österreichischen Schule der Nationalökonomie völlig konform, ist ausschließlich die zu große Liquidität bzw. das maßlose Geldmengenwachstum (im Vergleich zum realwirtschaftlichen Wachstum) der Grund für die jetzige Krise. Und erst in der Folge dieser zu hohen Liquidität kommt es zu einem „Anlagenotstand“, in dem Sin-



Howard Marks von Oaktree

ne, dass sich diese riesigen Kapitalmengen Anlagemöglichkeiten suchen, wodurch Exzesse und Blasen erst entstehen. Da aber Unternehmen, und insbesondere Banken, gezwungen sind, einschränkende Rechnungslegungsvorschriften und Bilanzrichtlinien zu beachten, führte dies zu einer Umgehung bzw. Verwässerung dieser Vorschriften, wodurch wiederum die Erzeugung von immer größeren Hebeleffekten erzielt wurde. Ein Beispiel hierfür ist die Deutsche Bank, die zuletzt mit einer Eigenkapitalquote von mickrigen 1,6% agierte (Hebel von über 60). Auf der anderen Seite wurden Bilanzrichtlinien immer weiter umgangen, wie dies am Beispiel der sogenannten Zweckgesellschaften feststellbar ist. Diese, auch Conduits genannt, wurden gegründet, um gigantische Risiken außerhalb der Bankenbilanz zu halten. Der Untergang von Banken wie der Sachsen LB oder der IKB ist auf die lange Zeit unentdeckten Risiken in deren Conduits zurückzuführen.

### Die Politik ist schuld

Also noch mal zusammengefasst: Schuldig ist die Politik, vor allem die Geldpolitik (namentlich Alan Greenspan, s. Interview auf S. 28), die nachhaltig und über viele Jahrzehnte hinweg für viel zu viel Liquidität sorgte, was in der Auswirkung zu all diesen dramatischen Entwicklungen führte, die wir heute als Symptome erkennen können. Um es an einem Beispiel zu veranschaulichen: Ein Mensch, der nicht ausatmet, kann auch nicht einatmen und wird letztendlich daran zu Grunde gehen. Im Prinzip hat die Politik viele Jahrzehnte versucht, die Wirtschaft laufend einatmen zu lassen, ihr aber kaum Zeit zum Ausatmen gegeben. Die augenblickliche Finanzkrise ist bezogen auf dieses Beispiel ein riesengroßer Ausatmer. Die Lunge (Wirtschaft) hat sich geholt, was sie schon lange gebraucht hat.

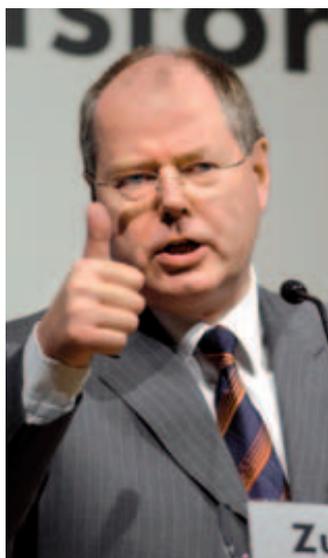
### Der Staat greift durch

Die Misere, der sich der Finanzsektor, vor allem in Amerika und Europa, gegenüber sieht und die auf die Realwirtschaft überzuspringen droht bzw. dies auch schon getan hat (siehe schlechtere Ergebnisse einiger namhafter Unternehmen), ist von der Wirtschaft



selbst nicht mehr zu bereinigen bzw. zu stemmen. Vor diesem Hintergrund sind die gigantischen Rettungs- bzw. Sanierungsprogramme in Amerika mit einem Volumen von in Summe weit über einer Billion USD oder auch hier in Deutschland mit einem Volumen von 500 Mrd. EUR zu sehen. Ohne nun näher auf die genaue Gestaltung dieser Rettungsprogramme einzugehen, bestehen sie im Wesentlichen aus drei Punkten. Einerseits aus staatlichen Garantien für Banken, um den Geldfluss wieder in Gang zu bringen. Zweitens wurden große Auffanggesellschaften mit hunderten von Milliarden Dollar gegründet, welche den Banken notleidende oder derzeit nicht veräußerbare Vermögensgegenstände abkaufen sollen, damit diese ihr operatives Geschäft wieder betreiben können. Und drittens schließlich wurden Mittel bereitgestellt, um im Notfall Eigenkapital an diese Banken zu schießen.

Schließlich wurden auch noch von vielen Staaten erhöhte Garantien für die Einlagensicherung gegeben. Daneben wurde jede Menge regulatorischer Veränderungen vorgenommen. Jüngst erst hier zu Lande die Entschärfung des Insolvenzrechts, die Aufweichung von Bilanzierungsstandards (z.B. der Wechsel der allseits eingeführten Mark-to-Market-Bewertung hin zu einer Mark-to-Model-Bewertung, also einer Bewertung zu fiktiven, modellmäßigen Preisen) oder aber die Aufhebung des Trenn-Bankensystems in Amerika (Aufhebung des Glass-Steagall-Act). Nun ist alles durch den Staat abgesichert oder garantiert. Was bitte soll da noch passieren?



Peer Steinbrück, deutscher Finanzminister

### Staatwirtschaft

Der deutsche Finanzminister Peer Steinbrück sagte kürzlich in einer Rede: „Die Welt wird nach dieser Finanzkrise nicht mehr so sein wie vorher.“. Wie Recht er vermutlich damit haben wird! All die zuletzt beschlossenen und auch die noch zukünftig zu beschließenden Maßnahmen (wir gehen fest davon aus, dass es in gleichem Stile weitergehen wird) sind ungeheuerliche Eingriffe in das Wirtschaftsleben und stellen damit alle bisherigen Marktgesetze auf den Kopf. Egal, was zukünftig passieren wird, der Staat, sei es in Amerika oder in Europa, wird jede Bank größeren Kalibers auffangen (müssen). Und durch die nun gegründeten Auffanggesellschaften wird es den Banken ermöglicht werden, ihre faulen Kredite oder sonstigen schwer zu veräußernden Assets aus ihrer Bilanz zu bringen. Das Grundmodell dabei wird lauten: Gewinne privatisieren, Verluste sozialisieren.

### Mickey Maus-Kapitalismus

Nach all diesen Vorbemerkungen müssen wir uns natürlich fragen: Welche Auswirkungen werden diese Staatseingriffe auf die lange Frist für die Wirtschaft und insbesondere die Börsen haben? Zunächst einmal muss man festhalten, dass alle zuletzt beschlossenen Maßnahmen inflationierend wirken, da sie sämtlich über neue Schulden finanziert werden. Die kontraktiven Prozesse, die die Fi-

nanzkrise zuletzt im Bankensektor ausgelöst hatte, werden damit überkompensiert werden. Das Geld- und Kreditwachstum wird in den kommenden Jahren also exponentiell zulegen. Dies wird unter anderem durch „Konjunkturprogramme“ gigantischen Ausmaßes erfolgen. Beispiel: Nachdem die US-Regierung den drei großen amerikanischen maroden Autobauern zuletzt einen Kredit von 25 Mrd. USD zusagte, sieht sich nun auch die deutsche Regierung veranlasst, den hiesigen Autokonzernen Unterstützungen zukommen zu lassen. Schließlich müsse man Wettbewerbsnachteile, die den deutschen Unternehmen aus der amerikanischen Aktion entstehen würden, ausgleichen. Und zweitens wären hierzulande in einer wahrscheinlichen Rezession Arbeitsplätze im wichtigsten deutschen Industriesektor in Gefahr. Liebe Leser, verstehen Sie, worauf das hinausläuft? Auf einen Subventionierungswettlauf. Wir nennen das Mickey Maus-Kapitalismus.

### Crack-up-Boom

Natürlich bestehen derzeit akute Rezessionsgefahren in den USA, aber auch in Europa. Bei den oben dargestellten Maßnahmen muss man sich jedoch allen Ernstes fragen, ob die konjunkturelle Eintrübung demnächst wirklich so schlimm kommen muss, wie vielfach gemutmaßt wird. Denn nachdem man solche gigantischen Stützungsprogramme nun initiiert hat, wird die Bereitschaft, beim nächsten „Störfall“ ebenfalls wieder mit neuen Riesenbeträgen stützend einzugreifen, sehr groß sein. Kurzum: Smart Investor geht davon aus, dass der



Ludwig von Mises (1881-1973), einer der bekanntesten Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie.

Staat unter dem Deckmantel „Bekämpfung der Finanzkrise“ in Zukunft alle möglichen (und auch unmöglichen) Maßnahmen ergreifen wird, um nur ja nicht die Wirtschaft ins Trudeln kommen zu lassen. Verehrte Leserinnen und Leser: Dies MUSS fast zwangsläufig zu einem neuerlichen Boom führen. Wir nennen ihn in Anlehnung an den Ökonomen Ludwig von Mises „Crack-up-Boom“ (CUB)\*. Dieser ist eben durch massive – und bis vor kurzem noch undenkbar – Staatseingriffe und durch dementsprechend hohe Inflation (zum Schluss hin sogar Hyperinflation denkbar) gekennzeichnet. Er stellt das Endstück des auf Kreditexpansion basierenden Langfristrends eines auf Fiat Money basierenden Finanzsystems dar. Zum Schluss hin, welchen wir aufgrund von Zyklen auf das Jahr 2011 datieren, wird es zu Kaufräuschen innerhalb der Bevölkerung kommen, da sich diese des drastischen Kaufkraftverlustes ihres Geldes bewusst werden wird. In diesem Zusammenhang wird zukünftig das Thema Kapitalschutz, vor allem vor der Gefahr Inflation, immer wichtiger. Im nächsten Heft 12/2009 finden Sie daher einen ausführlichen Beitrag zu diesem Thema.

Die Tatsache, dass wir den für Oktober richtig prognostizierten Einbruch an den Aktienmärkten zugleich als Startpunkt für einen neu-

\*) Tatsächlich bezeichnete Ludwig von Mises nur die letzte Periode einer finalen Blase der Kreditexpansion, in welcher die Preise steil nach oben gehen, als Crack-up-Boom.

... dabei sah der Apfel doch so lecker aus ...



Smart Investor 10/2006 – Nachdem das Thema Kapitalschutz vor zwei Jahren behandelt wurde, wird es im nächsten Smart Investor ein großes Update dazu geben.

en Bullenmarkt sehen, hat viele Leser und auch Beobachter irritiert. Die Flut von Anfragen bei uns in der Redaktion war dementsprechend groß (s. auch Leserbrief auf S. 78). Der Schock über die Kursstürze der letzten Wochen sitzt einfach zu tief, als dass man sich bereits schon wieder gedanklich mit stark steigenden Märkten anfreunden könnte. Und dennoch sehen wir gute Gründe, warum wir weiterhin zu unserer Prognose stehen, auch wenn unsere Zielmarke von 5.000 DAX-Punkten bislang um in der Spitze 15% unterboten wurde.

### Die Fundamentals

Die massiven Einwirkungen staatlicherseits in die private Wirtschaft werden unserer Ansicht nach einen „künstlichen“ Boom in den nächsten Jahren und in Folge dessen stark steigende Aktienmärkte nach sich ziehen. Sobald erst der derzeit feststellbare Liquiditätsstau bzw. die Kreditklemme gelöst sein werden, wird das in den letzten Wochen in die Märkte gepumpte Geld (gegebenenfalls über Einforderung der staatlichen Garantien) für eine regelrechte Explosion an den Börsen sorgen. Und dass sich dieser Stau lösen wird, ist unserer Ansicht nach nur eine Frage der Zeit. Denn über die jüngst beschlossenen Rettungspakete ist ja staatlicherseits die Solvenz der Banken bzw. die Sicherung der Einlagen der Sparer



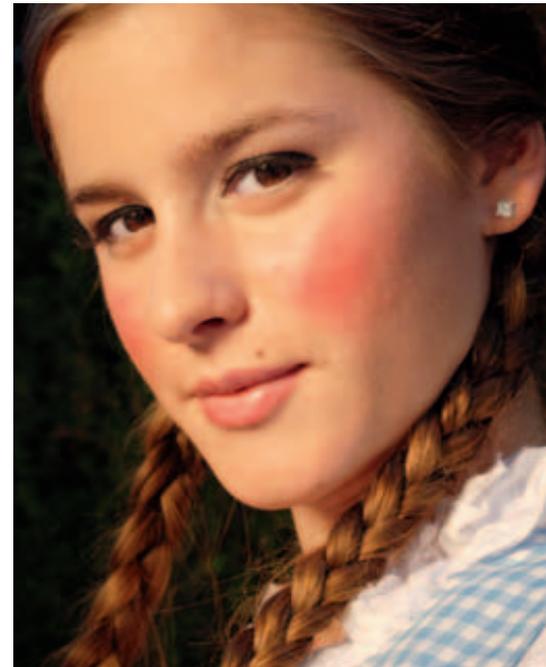
Warren Buffett, Investor-Legende

gewährleistet worden. Wenn also die Marktteilnehmer dessen gewahr werden, dann dürfte es für Aktien kein Halten mehr geben. Hinzu kommt, dass viele Aktien eine nahezu lachhafte Bewertung aufweisen – vorausgesetzt man klammert das Szenario „Weltuntergang“ für die nächste Zeit aus. Dementsprechend sehen wir den Bullen bereits in den Startlöchern und nur darauf warten, endlich loslaufen zu können. Wir werten es als Beleg dafür, dass unsere bullische Sicht nicht ganz verkehrt ist, dass der Value-Investor Warren Buffett einen Großteil der Cash-Reserven seiner Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway, aber auch sein Privatvermögen in den letzten Wochen in fallende Kurse investiert haben soll.

### Drohen japanische Verhältnisse?

Derzeit spekulieren viele Leute darüber, ob nicht ein Szenario wie in Japan Anfang der 90er Jahre droht (Abb. 1). Damals platzte dort eine Aktien- und Immobilienblase, die ebenfalls mit den heute vergleichbaren staatlichen Maßnahmen bekämpft wurde – aber erfolglos. Die Aktien trudelten über mehr als 10 Jahre nach unten, bevor es zu einer nennenswerten Gegenbewegung nach oben kam. Damals wurden ebenfalls Auffanggesellschaften für die Banken gegründet, und die dortige Notenbank injizierte große Geldsummen in die Märkte und senkte den Leitzins auf Null. Trotz all dieser Stimulanzien aber konnte der Aktienmarkt nicht Fuß fassen, die Wirtschaft kam während dieser Zeit nicht in die Gänge und war von einer Deflation geprägt. Die Folge all dessen war jedoch, dass ausländische Investoren in Japan Kredite zu den sehr günstigen Konditionen aufnahmen und das Geld in höherverzinslichen Währungen anlegten (Carry Trades) oder aber direkt an anderen attraktiveren Aktienmärkten investierten. Im gleichen Maße nämlich wie die japanische Börse kollabierte, entstand an den Börsen der westlichen Industrieländer (und hier vor allem an der Nasdaq) eine neue Blase. Wie die Abbildung zeigt, entwickelten sich beide Märkte genau entgegengesetzt. Die Abwehrmaßnahmen gegen die Blase in dem einen Land verursachten also eine neue Blase an einem anderen Markt. Dies ist übrigens ein anschauliches Beispiel dafür, dass >>

...



Glauben Sie nicht alle Märchen, die man Ihnen erzählt. Setzen Sie lieber auf eine neutrale Instanz, die Ihr Vertrauen verdient:

Vara Research bietet unabhängige Kapitalmarktanalysen und Investor Relations-Dienstleistungen. Unsere Zahlen sind objektiv und professionell recherchiert. So erhöht Vara Research die Transparenz zwischen börsennotierten Unternehmen und dem Kapitalmarkt. Und schafft damit die Grundlage für mehr Vertrauen.

Unsere Leistungen:

- Hochqualitative Konsenszahlen
- Small und Mid Cap Research

Abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter, um regelmäßig Ergebnisse unserer Konsenserhebungen zu erhalten:

[www.vararesearch.de](http://www.vararesearch.de)

**Vara Research**  
CREATING TRUST

Vara Research GmbH • Schweizer Straße 13  
60594 Frankfurt a. M. • [www.vararesearch.de](http://www.vararesearch.de)  
Tel. 069/66368071 • [info@vararesearch.de](mailto:info@vararesearch.de)

ABB. 1: NIKKEI UND NASDAQ WÄHREND DER 90ER JAHRE



durch Staatseingriffe Marktmissstände nicht wirklich gelöst werden können. Sie können allenfalls in andere Regionen (wie der Chart zeigt) oder aber auf der Zeitachse nach hinten verlagert werden. Genau letzteres prognostizieren wir ja für die aktuelle Situation. Denn schließlich wütet die Finanzkrise nicht isoliert in einem Land, sondern die gesamte westliche Hemisphäre ist davon betroffen. Das Versickern der jetzt geschaffenen Liquidität in „dunkle Kanäle“ ist also nicht mehr in dem Maße wie damals in Japan möglich. Allenfalls die weniger von der Finanzkrise betroffenen Emerging Markets dürften in den nächsten Jahren von einem gewissen Kapitaltransfer profitieren.

**Oder droht Stagflation wie in den 70ern?**

Wieder andere Auguren sehen für die kommenden Jahre eher ein Stagflationsszenario wie in den 70er Jahren voraus. Damals kam es nach dem Boom der 50er und 60er Jahre zu stark steigenden Inflationsraten, welche ebenfalls wie heute in einem explodierenden Ölpreis ihren Niederschlag fanden. Die Aktienmärkte traten damals ab 1966 während fast 15 Jahren per Saldo mehr oder weniger auf der Stelle. Ist es dieses Szenario, welches den Börsen nun droht? Auch hier geht Smart Investor davon aus, dass die augenblickliche Situation anders gelagert ist. Der entscheidende Unterschied ist nämlich: Damals wurde die hohe Inflation mit steigenden Zinsen durch die Notenbank bekämpft. Wir erkennen in Abb. 2, dass die Renditen der 30jährigen US-Staatsanleihen während der 70er Jahre kontinuierlich anstiegen und im Jahre 1981 bei fast 15% ein Top erreichten. Wir gehen – wie schon vielfach an dieser Stelle erläutert – tatsächlich auch davon aus, dass die heutige Inflationsrate in den USA weit höher als die derzeit ausgewiesenen 5% beträgt. Nach John Williams von ShadowStats.com und einigen anderen Statistikern und Ökonomen dürften sie korrekt berechnet eher bei 8, 10 oder gar 12% p.a. liegen. Dem-

ABB. 2: INFLATIONSRATE, ZINSEN UND DOW JONES 1960-2010



gegenüber steht jedoch eine Anleihenrendite, die derzeit gerade einmal bei etwas über 4% liegt. Und der Fed-Zins wurde gerade eben auf 1,75% gesenkt. Genau hier liegt der entscheidende Unterschied zu den 70er Jahren. Heute ist die Inflation hoch und droht durch all die jüngst beschlossenen Maßnahmen noch weiter anzuziehen. Sie kann aber nicht mehr von den Notenbanken bekämpft werden, weil das alleinige Ziel derzeit die Rettung der Finanzmärkte ist – und zwar um jeden Preis. Damit aber gibt es für Sachwerte (Aktien zählen wir hierzu) nur die Möglichkeit, mit der Inflation mitzusteigen.

**Was bedeutet das für die Rohstoffe?**

Prinzipiell bedeutet eine Inflation immer ein positives Umfeld für Rohstoffe. Die Tatsache nun, dass fast sämtliche Rohstoffe einschließlich des „Krisenmetalls“ Gold schon seit Monaten nur noch die Richtung nach Süden kennen, deuten inzwischen die meisten Beobachter als sicheres Anzeichen für eine lange Rezession, was dem Ende des Rohstoffzyklus entsprechen würde. Aus Sicht von Smart Investor dagegen stellt sich die Sachlage anders dar. Demnach befinden sich Rohstoffe im Allgemeinen immer noch im Hausse-Modus und durchlaufen derzeit nur eine sehr ausgeprägte Korrektur. Die massiven Einbrüche bei vielen Rohstoffen sowie Aktien von Förderern und insbesondere Explorern sind unserer Ansicht nach auf die Überspekulation zuvor zurückzuführen. Darüber hinaus erleiden viele Fonds derzeit Kapitalabflüsse, was diese wiederum zu Liquidierungen von Positionen zwingt, was weiteren Druck auf die Kurse ausübt. Neben diesen Punkten ist es natürlich vor allem der starke Dollar, der belastend für die Rohstoffpreise wirkt. Alles in allem sehen wir in den derzeit tiefen Preisen bzw. Kursen der Minenaktien tendenziell ein Einstiegsniveau erreicht.

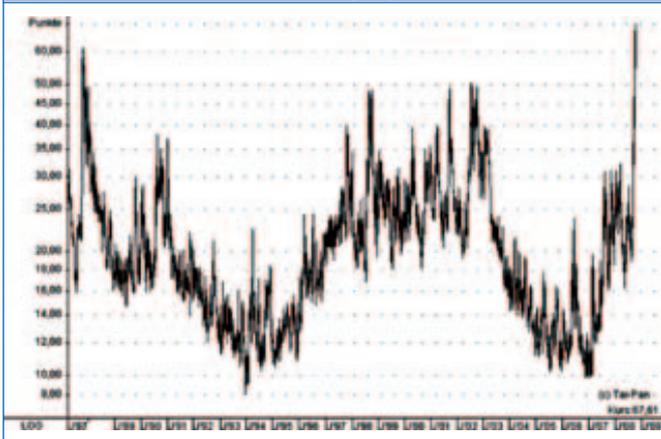
**Bombe im Bankensektor**

Unsere These, dass nach dem amerikanischen auch der europäische Bankensektor in Schwierigkeiten kommen würde, welche wir bereits in der Juli-Ausgabe publizierten, hat sich mittlerweile für jeden offensichtlich als richtig erwiesen. Das gigantische Rettungspaket in Höhe von 500 Mrd. EUR wurde schließlich nicht aus lauter Jux und Dollerei geschnürt, sondern weil es ganz dringend ganz nötig war. Wir gehen davon aus, dass nach der BayernLB nach und nach auch andere Banken sich dieser Hilfe bedienen werden und auf lange Frist die gesamte europäische Großbankenlandschaft mehr oder weniger verstaatlicht sein wird. In der Konsequenz würde dies für die Aktionäre dieser Aktien bedeuten, dass sie einen Großteil ihres Investments verlieren könnten. Übrigens: Wer behauptet, keine Großbank kann sich der derzeitigen Krise entziehen, weshalb den dortigen Managern kein Vorwurf gemacht werden kann, der sollte sich mal Wells Fargo, eine der größten Banken Amerikas, ansehen. Dieses Kreditinstitut hat den ganzen Hypotheken-Verbriefungs-Derivate-Unsinn schlicht und ergreifend nicht mitgemacht und steht heute unbeschadet da. Nur mal so am Rande bemerkt.



Smart Investor 7/2008

ABB. 3: CBOE VOLATILITÄTSINDEX (VIX)



**Anleger-Sentiment**

Wer ein markantes Börsentief erwartet, so wie wir für diesen Oktober, der kommt nicht umhin, sich mit der Marktpsychologie zu beschäftigen. Denn an einem großen Wendepunkt in einem Kursverlauf sollte auch eine extreme Meinungsäußerung der Börsianschaft zu beobachten sein. Es liegt in der Natur der Sache, dass bei einem solchen Kurseinbruch, wie wir ihn zuletzt erlebt haben, zahlreiche Investoren massive Verluste erleiden oder aber schlimmstenfalls von ihrem Broker liquidiert werden. Und daher versteht es sich von selbst, wenn die Stimmung an solchen Punkten nicht rosig ist. Wie sehr der Druck gestiegen ist, sich egal zu welchem Preis gegen weitere Kursverluste abzusichern, belegt z.B. der amerikanische Volatilitätsindex VIX (Abb. 3). Dieser bildet die durchschnittlichen Volatilitäten von Optionen ab. Das Rekordniveau, welches der VIX zuletzt erreichte, verdeutlicht ganz klar eine Panikstimmung, wie sie der US-Aktienmarkt seit mehr als zwei Jahrzehnten nicht mehr gesehen hat.

**Titelblatt-Indikator**

Es ließe sich derzeit eine ganze Reihe Indikatoren ausmachen, welche den derzeit herrschenden hochgradigen Pessimismus verdeutlichen. Sehr eindrucksvoll erscheint uns die Titelblattgestaltung des Nachrichtenmagazins „DER SPIEGEL“ in den letzten Wochen. Sehr selten beschäftigt sich dieses auf dem Cover mit Wirtschafts- oder gar Börsenthemen. Umso bemerkenswerter erachten wir den Umstand, dass nun dreimal hintereinander die Finanzmarktkrise behandelt wurde – und das mit einer deutlichen Steigerung in der Dramatik (siehe Graphik unten). Plastischer könnte un-



DER SPIEGEL – Ausgabe 40/2008 (29.09.2008): „Der Preis der Überheblichkeit – Eine Wirtschaftskrise verändert die Welt“



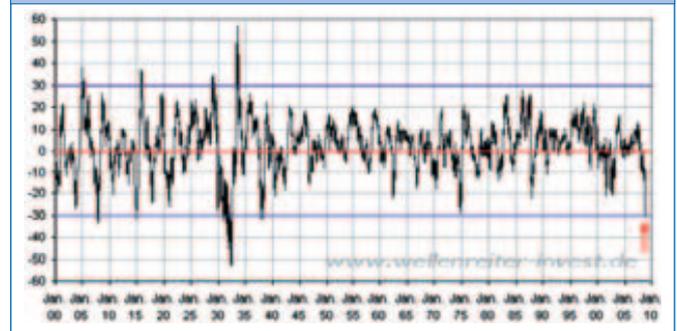
DER SPIEGEL – Ausgabe 41/2008 (06.10.2008): „Angst vor der Angst – Die gefährliche Psychologie der Finanzkrise“



DER SPIEGEL – Ausgabe 42/2008 (13.10.2008): „Not! Halt! – Wer stoppt den freien Fall des freien Marktes?“

serer Ansicht nach kein Indikator derzeit die Entwicklung der Stimmung verdeutlichen. Zum Thema Sentiment sei auch auf die Analyse der „Bearishen US-Börsenbriefe“ auf S. 52 hingewiesen.

ABB. 4: ABSTAND DES DOW JONES VOM 250-TAGE-DURCHSCHNITT



**Markttechnik**

Sämtliche Indikatoren und Oszillatoren für die Aktienmärkte haben Niveaus erreicht, bei denen man von absoluter Überverkauftheit sprechen muss. D.h. in Relation zu vorhergehenden Entwicklungen ist der jüngste Einbruch weit über „das normale Maß“ hinausgeschossen. Dies verdeutlicht zum Beispiel die Entfernung des Dow Jones von seinem 250-Börsentage-Durchschnitt (entspricht einem Jahr). Diese lag jüngst mit -30% bei einem Wert, der zuletzt in der Finanzmarktkrise der 30er Jahre erreicht wurde. Anschaulich könnte

ABB. 5: SMART INVESTOR-PROGNOSE FÜR DEN DAX



man sich die Aktienmärkte derzeit wie eine Ringfeder vorstellen, die bis zum Anschlag aufgezogen wurde. Lässt man ihr freien Lauf, wird sich die aufgestaute Spannung in atemberaubendem Tempo entladen. So ähnlich könnte es sich auch mit den Aktienmärkten in den kommenden Monaten verhalten.

**Smart Investor-Prognose**

Unsere Prognose für den DAX lautete, dass er im Oktober ein Tief im Bereich 5.000 bis 5.500 DAX-Punkten ausbilden wird. Zum Zeitpunkt der Prognose (Jan./Feb. 2008) wurden wir dafür belächelt, tatsächlich aber hat uns die Realität eingeholt, und der Aktienmarkt hat sogar die 5.000er Marke durchbrochen. Dennoch fühlen wir uns durch die Entwicklungen weitestgehend bestätigt. Für die Zukunft gehen wir davon aus, dass die Börsen im Oktober ihr Tief ausbilden



(vermutlich war das Tief schon am 10.10.) und dann für den Rest des Jahres eine vehemente Aufholjagd hinlegen werden. Insbesondere in Deutschland, wo mit der Abgeltungsteuer-Problematik noch eine zusätzliche Triebfeder gegeben ist, können wir uns zum Jahresende 2008 schon wieder einen DAX oberhalb von 6.000 Punkten vorstellen. Unsere Verlaufsprognose für die kommenden Monate entnehmen Sie bitte Abb. 5.

**Unsere Gastautoren und Interviewpartner**

Prinzipiell lassen wir im Smart Investor andere Meinungen gerne zu, nehmen uns aber das Recht heraus, uns von der einen oder anderen Aussage zu distanzieren: So teilen wir die negative Einschätzung von Alex Hirsekorn (S. 57) bezüglich der Staatsanleihen nicht. Im Gegensatz dazu gehen wir davon aus, dass diese während der nächsten ein bis zwei Jahre immer wieder neue Hochs respektive die Zinsen immer neue Tiefs ausbilden werden. Bei Uwe Lang (S. 56) verhält es sich gerade umgekehrt. Während seine bullischen Prognosen nun schon über viele Monate konträr zu unseren bearishen Ausblicken lagen, gehen wir nun zum ersten Mal in diesem Jahr richtig konform mit seiner positiven Einschätzung. Die Kritikpunkte Bill Fleckensteins (S. 28) an Greenspans Lebenswerk bzw. am Finanzsystem können wir voll unterschreiben. Allerdings halten wir seine Schlussfolgerungen bezüglich einer noch lange andauernden Baisse für falsch. Der Einschätzung von Willie Brand (S.76) können wir uns weitgehend anschließen, wenngleich wir bereits kurzfristig stark steigende Märkte erwarten.

**Fazit**

Wir gehen davon aus, dass die Staatseingriffe in das Wirtschafts-geschehen in Amerika und Europa zu einer nachhaltig steigenden Teuerung führen werden. Selbst eine bevorstehende Rezession in den USA dürfte daran nichts ändern, da der Hauptgrund für Teuerung ein Zuviel an Geld ist – und dieses Argument gilt nun mehr



Der Bär ist erlegt. Damit kann der Bullenmarkt beginnen.

denn je. Ohnehin gehen wir aber davon aus, dass eine anstehende Rezession deutlich schwächer ausfallen wird, als von vielen erwartet. Die massiv ins Wirtschaftssystem gepumpte Liquidität dürfte bereits in den kommenden Wochen, angeregt durch die unbegrenzten staatlichen Garantien, wieder zu fließen beginnen. Dies würden wir als Auslöser für enorm steigende Börsen bis zum Jahresende und darüber hinaus sehen. Einen langfristigen Kapitalmarktausblick weit über das Jahr 2008 hinaus geben wir in der Ausgabe 1/2008, welche Mitte Dezember erscheinen wird. Kurzum: Smart Investor sieht den Bären, der für die Baisse der letzten 15 Monate verantwortlich war, erlegt. Die Bullen sind nun an der Reihe. ■

Ralf Flierl

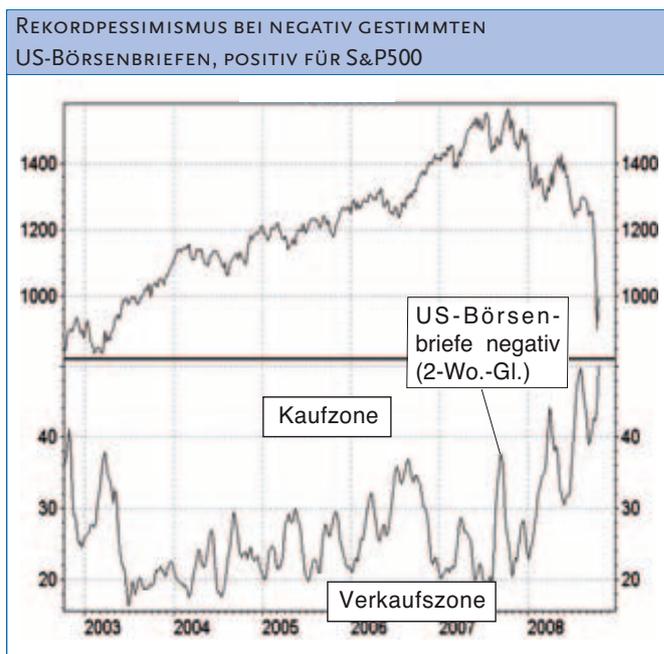
**TITELSTORY / SENTIMENTTECHNIK**

# Bearische US-Börsenbriefe

*Pure Panik*

Die amerikanischen Börsenbriefe sind so negativ für den US-Aktienmarkt eingestellt wie praktisch noch nie. Selbst im Vergleich mit dem Aktienmarkttief 2002/2003 sind die aktuellen Werte dieses Indikators nochmals und einiges höher. Bedenkt man, dass Börsenbriefe naturgemäß einen bullischen Bias haben, so stehen die derzeitigen 50% bearishen Briefe für einen Pessimismus, der historisch seines Gleichen sucht. Also Panik pur! Dies deckt sich mit unserem Eindruck, den wir bei Beobachtung der hiesigen Anlegerschaft bzw. der Finanzpresse bekommen. Im Sinne der Contrary-Opinion-Theorie ist der derzeit überbordende Pessimismus natürlich positiv für die zukünftige Marktentwicklung zu sehen. ■

Ralf Flierl



Quelle: FinanzWoche

# Allianz, BASF

Die Baisse ist vorbei, es lebe der Bullenmarkt!

Das war die heftigste Baisse, die die meisten von uns je erlebt haben dürften. Und die frohe Botschaft lautet: Die Baisse ist vorbei, und ab jetzt startet ein neuer Bullenmarkt. Dies lässt sich an vielen Punkten festmachen, z.B. auch an einzelnen Charts von DAX-Werten.



## Allianz (IK): Kursziel erreicht

Schon vor einigen Monaten hatten wir auf die prekäre charttechnische Situation beim größten deutschen Versicherer hingewiesen. Ganz konkret benannten wir die obere Umkehr in der Gestalt einer Kopf-Schulter-Formation. Als dann die Nackentlinie im September nach unten gebrochen wurde, gab es kein Halten mehr und der Kurs verlor ein Drittel innerhalb weniger Wochen. Dieser jüngste Kursverlust hat jedoch die gleiche prozentuale Ausdehnung wie die SKS-Formation selbst (Strecke A = Strecke B). Damit ist das Kurspotenzial, welches sich aus dieser Formation ergeben hat, erschöpft und es besteht die Hoffnung, dass die Allianz-Aktie nun zu einer mächtigen Aufholjagd startet, deren Ende wir frühestens bei Erreichen der Nackentlinie bei etwa 100 EUR vermuten.



### 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).

## BASF (IK): Exakter Aufsetzer auf Langfristtrend

Die von den meisten Beobachtern als grundsolide eingestufte BASF-Aktie verlor vom Hoch Anfang 2008 bis Mitte Oktober fast genau 50%. Kein Wunder, dass da einige Anleger die Nerven verloren haben sollen. Allerdings sehen wir auf dem Niveau nun auch die Chance für eine langfristige Wende. Wie zu erkennen ist, setzte der Kurs exakt auf dem langfristigen Trend seit 1993 auf. Und obendrein entspricht die Kursmarke von 25 EUR einer äußerst wichtigen Unterstützung, welche noch aus dem langen Seitwärtsmarkt der Jahre 1999 bis 2002 herrührt. Wir halten diesen Kreuzwiderstand für signifikant genug, so dass wir von hier aus einen neuen großen Anstieg erwarten.

Ralf Flierl

Anzeige

## VTAD-Award für beste technische Analyse ausgelobt – jetzt bewerben!



Die Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands (VTAD e.V.) vergibt einen Preis für die beste Technische Analyse. Die VTAD möchte mit dieser Auslobung Kreativität und analytisches Geschick im deutschsprachigen Raum auf diesem Gebiet fördern. Der „VTAD-Award“ wird für eine Leistung vergeben, die neue Erkenntnisse auf dem Gebiet der Technischen Analyse vermittelt oder etablierte Techniken entscheidend weiterführt. Die Analysen sollen praxisbezogen sein und einer soliden Recherche beruhen, die mit einer klaren und nachvollziehbaren Argumentation erläutert wird.

Bewerben können sich all diejenigen, die an dem Thema „Technische Analyse“ interessiert sind. Die Entscheidung für den Siegerbeitrag trifft eine Jury, die sich aus dem Jury-Vorsitzenden, einem Mitglied des Vorstands der VTAD sowie weiteren berufenen Personen zusammensetzt. Die Preisvergabe erfolgt auf der VTAD-Frühjahrskonferenz 2009.

Die Richtlinien für die Vergabe können unter [www.vtad.de](http://www.vtad.de) abgerufen werden. Zusätzliche Fragen beantwortet der Jury-Vorsitzende Robert Rethfeld unter [rrethfeld@wellenreiter-invest.de](mailto:rrethfeld@wellenreiter-invest.de) oder unter Tel.: 06171-623062. Einsendeschluss ist Samstag, der 31. Januar 2009.

Die VTAD e.V. ist der Interessenverband der Technischen Analysten in Deutschland und der autorisierte Landesverband des Weltverbandes IFTA. Der Verband bietet als einzige deutsche Organisation mit dem "Certified Financial Technician" und "Master of Financial Technical Analysis" international anerkannte Qualifikationsnachweise an. Ihren mehr als 800 Mitgliedern bietet die VTAD monatliche Regionaltreffen in Berlin, Chemnitz, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hannover, München, Nürnberg, Regensburg und Stuttgart.



# Auf schwankendem Zwischenboden

*Panikverkäufe führen zu historischem Kurseinbruch*

In einem Umfeld, in dem selbst erstrangige Standardtitel innerhalb nur einer Handelssitzung zweistellige prozentuale Kursausschläge verzeichnen, kann sich das, was eben noch ziemlich richtig aussah, schon morgen als ziemlich falsch entpuppen. Wer sich also wie wir nicht scheut, auch mal dumm auszusehen, der möge uns zu einer kleinen Bestandsaufnahme folgen:

### Mann über Bord!

Die Finanzkrise ist definitiv kein Insiderthema mehr, im Gegenteil: Sie schafft es zum alles dominierenden Hype, vor dem selbst eine Vogelgrippe neidvoll erblasst wäre. Die Titelblätter des Boulevards schmücken täglich nicht nur neue Opfer, sondern zunehmend auch böse Buben. Mancher, der es bei ruhiger See bis in den Vorstand einer Bank brachte, wurde schon mit der ersten Welle über Bord gespült. Wie schon der sympathische Film-Antiheld Forrest Gump wusste: „Dumm ist, wer Dummes tut.“ Und Dummes wurde reichlich getan. Hätte man sich dagegen an den Leitsatz des Warren Buffet gehalten, nur das zu kaufen, was man auch versteht, dann wäre wohl mancher Banker über eine Flohmarkt-Karriere kaum hinausgekommen.

### Weltuntergang in Zahlen

Aber wir wollen nicht nachtreten, sondern nach vorne blicken: Viele reden und handeln derzeit so, als sei das Ende der Welt nicht nur greifbar nahe, sondern bereits da. Möglicherweise haben sie Recht. Betrachten wir also – wie stets an dieser Stelle – die Zahlen und lassen die Hysterie von Boulevard und TV-Sondersendungen außen vor: Unsere Tabelle zeigt in praktisch jedem Bereich negative Rekordwerte. Wenn es einen Weltunter-

RELATIVE-STÄRKE-RANGLISTE: LÄNDER-INDIZES UND ROHSTOFFE AUS SICHT EINES EUROPÄISCHEN INVESTORS								AUSGEWÄHLTE TECHNISCHE INDIKATOREN IN LANDESWÄHRUNG					
INDEX	LAND	RELATIVE STÄRKE ZUM						LAGE KURS			GD HALBJAHR		VOLA REL.
		17.10.	19.9.	15.8.	18.7.	20.6.	23.5.	4 Wo	6 Mo	3 JHR	STEIG.%	ABST.%	
REXP 10 *	D	1	2	5	4	8	9	24	55	69	+0,00	+1,8	3,0
GOLD		2	1	18	3	7	8	0	18	59	-0,13	-10,7	2,1
SMI	CH	3	5	4	11	13	13	42	30	19	-0,10	-13,5	3,5
DJIA 30	USA	4	4	3	14	17	21	11	8	6	-0,23	-23,8	3,5
S&P 500	USA	5	3	2	13	15	20	10	7	6	-0,24	-26,3	3,6
NASDAQ 100	USA	6	6	1	8	4	10	12	8	6	-0,20	-28,3	3,3
IBEX 35	E	7	13	19	15	20	17	24	12	9	-0,25	-20,4	3,1
NIKKEI 225	J	8	9	8	17	9	12	10	6	4	-0,25	-32,9	3,3
FTSE 100	GB	9	8	15	18	18	19	13	8	7	-0,26	-26,3	3,2
CAC 40	F	10	11	13	19	21	16	12	7	5	-0,26	-25,2	3,5
DAX	D	11	10	10	9	12	14	12	8	6	-0,23	-25,4	3,5
HANG SENG	HK	12	15	12	22	22	22	0	0	2	-0,35	-34,0	2,2
S.E.T.	THAI	13	21	20	25	24	11	11	4	4	-0,38	-34,4	2,9
TECDAX	D	14	7	7	16	6	6	11	7	5	-0,27	-29,2	2,7
SILBER		15	24	25	2	5	5	0	0	17	-0,41	-38,3	1,7
SHENZHEN A	CHINA	16	25	26	26	26	26	3	1	19	-0,52	-39,0	1,3
ROHÖL		17	16	6	1	1	1	0	0	22	-0,29	-39,4	1,9
SENSEX	INDIEN	18	14	11	24	25	25	0	0	17	-0,30	-32,2	1,9
H SHARES	CHINA	19	19	17	20	23	24	0	0	14	-0,40	-40,8	2,3
ALL ORD.	AUS	20	18	21	21	11	7	0	0	0	-0,23	-24,3	2,6
KOSPI	KOREA	21	22	14	23	19	23	0	0	6	-0,27	-26,7	2,2
MDAX	D	22	17	16	10	3	4	3	2	1	-0,32	-36,2	2,7
PTX	POLEN	23	12	9	6	14	15	0	0	0	-0,32	-36,5	2,4
HUI *	USA	24	20	24	7	16	18	0	0	0	-0,51	-45,9	2,7
MERVAL	ARG	25	23	23	12	10	3	5	3	2	-0,37	-35,4	3,9
RTX	RUS	26	26	22	5	2	2	0	0	0	-0,58	-62,5	3,5

GRÜN: VERBESSERUNG ROT: VERSCHLECHTERUNG SCHWARZ: UNVERÄNDERT	GRÜN: >=70	GRÜN: >0	GRÜN: <-15
* REXP 10: INDEX 10-JÄHRIGER ANLEIHEN; HUI: GOLDMINEN-INDEX	ROT: <=30	ROT: <0	ROT: >+15
RANGFOLGE ABSTEIGEND NACH AKTUELLEM HALBJAHRES-MOMENTUM ENTSPRECHEND DEM VON ROBERT A. LEVY ENTWICKELTEN KONZEPT „RELATIVE STÄRKE“.	LAGE KURS: LAGE INNERHALB DES JEWEILIGEN INTERVALLS (0=TIEFSTKURS, 100=HÖCHSTKURS DER PERIODE)		
DER EINFÜHRUNGSARTIKEL „PRINZIPIEN DES MARKTES – RELATIVE STÄRKE“ KANN UNTER <a href="http://WWW.SMARTINVESTOR.DE/NEWS/HINTERGRUND/">WWW.SMARTINVESTOR.DE/NEWS/HINTERGRUND/</a> NACHGELESEN WERDEN (4.6.03).	STEIG.%: AKT. STEIGUNGSWINKEL DER GD130		
	ABST.%: AKT. ABSTAND ZWISCHEN KURS UND GD130		
	VOLA RELATIV: VOLATILITÄT BERICHTSPERIODE ZUM VJ		

gang gäbe, so ähnlich müsste er wohl tatsächlich aussehen. Beispielsweise weist keiner der betrachteten Indizes in seiner Heimatwährung einen ansteigenden Halbjahres-Trend auf (Spalte „GD Halbjahr Steig.%“). Auch die negativen Abstände, die die Kurse von diesen gleitenden Halbjahres-Durchschnitten (Spalte „GD Halbjahr Abst.%“) erreicht haben, signalisieren weltweit rekordüberverkaufte Zustände. Der russische RTX verläuft aktuell beispielsweise um mehr als 60% unter diesem gleitenden Durchschnitt. Wohl gemerkt, das ist keine Einzelaktie in schwerem Fahrwasser, sondern ein Länderindex. Andere Indizes sehen zwar marginal besser aus, negative Abstände von einigen zig Prozent sind jedoch auch hier eher die Regel als die Ausnahme.

**Fluchtpunkt Staat**

Lediglich ein Index hält sich über seinem Gleitenden Halbjahres-Durchschnitt, der Anleihen REXP-10. Es sieht so aus, als ob der Staat unter Börsianern zuletzt ungeahnte Popularität gewonnen habe. Aber der Retter aus höchster Not betätigt sich auch aktiv als Fluchthelfer: Rechtzeitig zur Finanzkrise bietet er die Tagesanleihe für all jene an, die dem Tagesgeldkonto bei ihrer Hausbank nicht mehr recht trauen – ordnungspolitisch ist das durchaus bedenklich, entzieht es doch dem Bankensystem noch mehr der dringend benötigten Liquidität.

**Dauerparker**

Eine Wirtschaftsordnung, in der das Volk bei „Vater Staat“ angstspart, während dieser seinerseits in der Wirtschaft als Garant, Anteilseigner und letztlich Unternehmer aktiv wird, ist nicht gerade ein attraktiver Zukunftsentwurf. Schließlich hatte auch der staatliche Sektor einen nicht gerade geringen Anteil am nun ruchbar gewordenen Missmanagement in der Finanzzunft; wir erinnern uns, es waren (halb-)staatliche Institute, die uns als erste mit ihren Problemen belästigten. Zudem ist selbst ein staatlich betriebener Geldparkplatz natürlich auf Dauer keine adäquate Anlageform, zumal wenn absehbar wird, dass staatliche Mega-Geldschöpfung den Wert dieses besonderen Stoffes unterminiert. Mit Tagesgeld ist ohnehin noch niemand reich geworden, und das wird wohl auch so bleiben. Die Aktie hat also auch künftig ihren Platz in einer ausgewogenen Anlagestrategie. Die Frage ist allerdings, ob bereits jetzt der richtige Zeitpunkt zum (Wieder-)Einstieg gekommen ist.

**Die Sache mit dem fallenden Messer**

Natürlich werden nur Hartgesottene an den aktuellen Märkten Spaß finden. Die Volatilitäten haben extrem angezogen und liegen teilweise beim mehr als dreifachen Normalwert (vgl. Spalte „Vola relativ“). Was die Beurteilung der Frage erschwert, ob zumindest ein (Zwischen-)Boden erreicht wurde, ist der Umstand, dass Krisen von derart historischem Ausmaß zu selten vorkommen, als dass man belastbare statistische Aussagen treffen könnte. Trotz mancher Gemeinsamkeiten verlaufen Krisen in den entscheidenden Details oft recht unterschiedlich und lassen sich gerade nicht über einen Kamm scheren; außer man beschränkte sich auf ein pauschales „Alles fällt und irgendwann wird es schon wieder steigen.“ Wir müssen also unserem Bauch vertrauen. Wesen Bauch schon jetzt zu frischen Long-Engagements

drängt, der sollte sich darüber klar sein, dass er nach wie vor gegen einen sehr starken und bestens etablierten Abwärtstrend handelt.

**Bärenmarkt-Rallyes**

Dennoch es ist ein Wesensmerkmal solcher Abwärtstrends, dass sie erstens irgendwann ihren tiefsten Punkt erreichen und zweitens von den heftigsten Aufwärtsbewegungen unterbrochen werden, die wir überhaupt kennen: Bärenmarkt-Rallyes. Die Suche nach dem absolut tiefsten Punkt ist häufig ein müßiges Unterfangen, obwohl es stets viele gute Argumente gibt, warum es genau jetzt soweit sein soll. Bärenmarkt-Rallyes dagegen sind für kurzfristig orientierte Anleger durchaus attraktiv. Ideale Kaufzeitpunkte sind allerdings nicht die schnell ablaufenden Rallyes selbst, sondern die Tage und Stunden, die diesen vorangehen. Das wiederum ist leichter gesagt als getan. Indizien für bevorstehende Rallyes sind extrem Furcht einflößende Entwicklungen: massiv fallende Kurse, neue Tiefs, extreme Umsatzspitzen. Tatsächlich sind derartige Ausverkaufstage besser als ihr Ruf. Allerdings sollte man sich auf erstklassige und liquide Titel beschränken, deren Geschäftsmodell aus heutiger Sicht tragfähig erscheint. Wenn man in den führenden Werten kein Geld verdienen kann, so wusste schon Trading-Legende Jesse Livermore, dann kann man es in den übrigen Werten auch nicht. Zumindest gefühlte Sicherheit erreicht man durch die Auswahl preiswerter Papiere, wobei das Kurs-Buchwert-Verhältnis in Zeiten unsicherer Gewinne dem Kurs-Gewinn-Verhältnis vorzuziehen ist. Durch eine interessante technische Situation, etwa ein Kurs im Bereich der unteren Begrenzung des Abwärtskanals, bekommt man weitere Pluspunkte auf seine Seite. Ein ernsthafter Stopp ist bei diesen Spielen dennoch unerlässlich.

REL. STÄRKE & AUSGESUCHTE TECHN. INDIKATOREN FÜR BRANCHENINDIZES							
STOXX 600 TEILINDIZES	RS 17.10	LAGE KURS			GD HALBJAHR		VOLA REL.
		4 Wo	6 Mo	3 JHR	STEIG.%	ABST.%	
HEALTHCARE	1	61	56	25	+0,04	-2,1	3,7
AUTOMOBILES+P.	2	24	16	8	-0,17	-11,9	1,8
FOOD+BEVERAGE	3	28	21	15	-0,16	-12,2	3,5
TELECOMMUNICAT.	4	41	25	14	-0,15	-13,8	3,0
PERS.+H.GOODS	5	15	10	7	-0,19	-18,8	2,9
RETAIL	6	14	8	4	-0,24	-19,9	2,2
MEDIA	7	19	12	6	-0,23	-20,5	2,7
UTILITIES	8	36	21	16	-0,21	-21,7	4,7
STOXX 600	9	12	7	5	-0,26	-25,7	3,3
TRAVEL+LEISURE	10	7	5	2	-0,27	-26,0	2,2
TECHNOLOGY	11	14	10	5	-0,21	-27,1	2,2
OIL+GAS	12	17	9	8	-0,27	-30,1	3,8
FINANCIAL SERV.	13	8	5	3	-0,33	-30,3	3,0
BANKS	14	3	2	1	-0,37	-30,7	2,5
FINANCIAL	15	2	1	1	-0,36	-31,1	2,6
INSURANCE	16	0	0	0	-0,37	-33,0	3,1
CHEMICALS	17	2	1	5	-0,30	-33,5	3,1
IND.GOODS+SERV.	18	3	2	1	-0,31	-33,8	2,7
INDUSTRIAL	19	2	1	1	-0,33	-34,1	2,7
CONSTRUCTION+M.	20	0	0	0	-0,41	-34,9	2,6
BASIC MATERIALS	21	7	3	3	-0,43	-45,6	3,2
BASIC RESOURCES	22	8	4	4	-0,52	-53,4	3,3



**Stärke oder Schwäche?**

Ein massiv einstürzender Markt ist auch aus Sicht der Relativen Stärke ein sehr schwieriges Umfeld. Häufig werden gerade die Werte von Verkaufswellen erfasst, die sich bislang gut gehalten haben, also relativ stark waren. Verkäufer kommen hier mit geringeren Verlusten davon und erhalten mehr Bares als in ihren ausgebombten Titeln. Zudem sind Bärenmarkt-Rallyes keine eigenständigen Bewegungen, sondern Reaktionen – sie reflektieren also vor allem den vorangegangenen Absturz. Die Reaktion wird folglich dort besonders deutlich ausfallen, wo auch der Absturz heftig war. Unter den genannten Nebenbedingungen (Geschäftsmodell, Preiswürdigkeit) schlägt also zunächst auch die Stunde der relativ schwachen Aktien. Welche Sektoren des STOXX-600-Index sich derzeit durch besondere Schwäche auszeichnen, können Sie unserer Tabelle 2 entnehmen.

Bemerkenswert ist, dass Finanzunternehmen entgegen der öffentlichen Wahrnehmung nicht mehr das Schlusslicht bilden, sondern von Rohstoffwerten und konjunktursensiblen Branchen abgelöst wurden – soweit die Momentaufnahme.

**Auf lange Sicht**

Langfristig orientierte Anleger, die nicht der gefahrgeneigten Sportart des „Bottom Fishing“ frönen, sollten für Neuengagements zunächst auf Indizien eines mittelfristigen Trendwechsels achten und dann ganz bewusst erst zu höheren Kursen kaufen. Sobald die Volatilitäten zurückgehen und in den Indizes keine neuen Tiefs mehr erreicht werden, wird auch die Aussagekraft der Relativen Stärke wieder beträchtlich zunehmen. ■

Ralph Malisch

**BÖRSENSIGNALE**

# Unverändert positive Signale für die kommenden Monate!

*Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale*

In einer Zeit, in der die Weltbörsen offenbar nur durch Emotionen und Stimmung getrieben werden und die Index-Kurse täglich um rund 10% hin und her schwanken, erscheint es zunächst sinnlos, an einige Indikatoren zu erinnern, von denen die Weltbörsen in normalen Zeiten bewegt werden. Aber ich denke, irgendwann geht die Panikphase auch vorbei, und dann gelten wieder die üblichen Maßstäbe für eine Abschätzung des kommenden mittelfristigen Trends. Zunächst aber mein Glückwunsch an die Redaktion von Smart Investor, die schon vor zwei Monaten davor gewarnt hatte, dass selbst vom damaligen niedrigen Niveau aus noch einmal ein Abschlag von 30% im DAX möglich sei. Ich gebe zu, dass ich dies für ausgeschlossen gehalten hatte. Und doch ist genau dies eingetreten. Wie geht es aber jetzt weiter? Schauen wir doch unsere Indikatoren der Reihe nach an.

**Zinsen:** Positiv! Die Anleihezinsen sind etwas gestiegen, bleiben aber angesichts der erwarteten Konjunkturschwäche einigermaßen stabil. Daher bleibt unser Zinsindikator positiv und würde erst drehen, wenn die US-Bonds auf über 4,26% stiegen.

**Indizes:** Negativ! Der Nasdaq Composite ist weiterhin kräftig gefallen, ebenso der Dow Utility-Index. Folgt man diesen Trends, dann ist sicherlich eine Wende nach oben noch nicht in Sicht. Wegen der späten Signale der beiden Indizes im Jahr 2008 besteht momentan allerdings das Risiko, den Aufschwung zu verpassen, solange man auf eine erneute positive Trendwende dieser Indizes wartet. Ein Haussesignal gibt es momentan beim Nasdaq erst bei über 2.452 und beim Dow Utility bei über 479 Zählern.

**Saisonfaktor:** Positiv! Das Winterhalbjahr steht bevor, das in der Vergangenheit überwiegend freundliche Aktienkurse

gebracht hat. Eine Ausnahme haben wir freilich letzten Winter erlebt.

**US-Dollar:** Positiv! Der US-Dollar bleibt fest und straft alle Lügen, die davon reden, dass der US-Dollar aufgrund der US-Verschuldung in die Knie gehen müsse. Bei festem Dollar hat es in der Vergangenheit nur ganz selten schwächere Aktienkurse gegeben. Auch da haben wir jetzt freilich im September und Oktober 2008 eine Ausnahme von der Regel kennen gelernt. Ein stabiler Dollar ist ein unverhofftes Konjunkturprogramm für die europäische und japanische Exportindustrie.

**Ölpreis:** Positiv! Der Ölpreis hat die Hälfte seiner Spitzenkurse des Jahres 2008 wieder abgegeben. In der Vergangenheit war eine Halbierung des Ölpreises stets ein gigantisches weltweites Konjunkturprogramm. Dieser Umstand mildert die Rezessionsgefahren für 2009 wohl etwas ab.

**Fazit**

Die Indikatoren stehen wie vor einem Monat bei 4:1 und damit weiter glatt auf KAUFEN! Freilich haben diese Signale in der Finanzkrisenpanik zuletzt nicht geholfen. Bleibt die Hoffnung, dass der normalerweise schon längst fällige Aufschwung, der offenbar durch mangelhaftes Krisenmanagement hinausgezögert wurde, nun mit verstärkter Kraft nachgeholt wird. ■



Uwe Lang

# Lang laufende Staatsanleihen beginnen einen neuen Baissemarkt

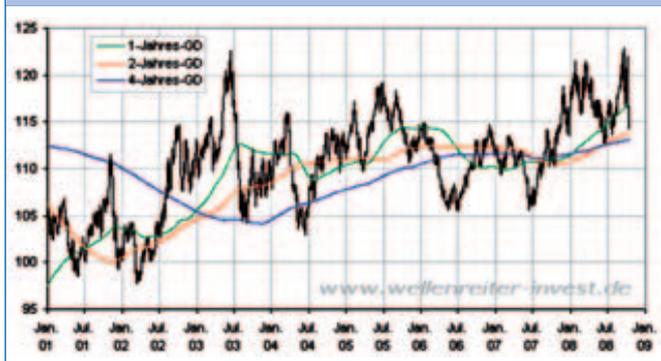
Gastbeitrag von Alexander Hirsekorn ([www.wellenreiter-invest.de](http://www.wellenreiter-invest.de))

Der Trend seit den 80er Jahren war am Kapitalmarkt durch den Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsleben bestimmt. Das Jahr 2008 markiert einen historischen Wendepunkt, da die Politik als letzte Vertrauensinstanz für eine Normalisierung der wirtschaftlichen Tätigkeit gefragt ist. Die Folge dieser politischen Trendwende ist zuerst am Markt für Staatsanleihen erkennbar. Während der jüngsten Panik an den Aktienmärkten im Oktober konnten die Staatsanleihen mit Laufzeiten von fünf bis dreißig Jahren keine neuen Bewegungshochs mehr erzielen. Die Anleihen waren somit nicht als „sicherer Hafen“ wie bei früheren Phasen der Preisschwäche bei Aktien gefragt. Diese relative Schwäche ist das erste deutliche Signal für einen Trendwechsel.

## Doppelhoch bei US-Anleihen

Der Blick auf den Chartverlauf der dreißigjährigen Anleihen (Abb. 1) zeigt eine große Toppbildung an, da das Preishoch von 2003 in diesem Jahr getestet, aber nicht mehr übertroffen werden konnte. Insofern ist erkennbar, dass sich die Kräfteverhältnisse von den Bullen zu den Bären verändert haben. Große Preishochs bilden sich üblicherweise durch die Ausbildung von Divergenzen. Eine solche Divergenz hat sich mit Blick auf die CoT-Daten vom 14.10.2008 beim Open Interest (vereinfacht: Interesse an einem Markt) im Jahr 2008 gebildet.

ABB. 1: PREISLICHES DOPPELHOCH 2003 UND 2008 ALS LANGFRISTIGES PREISHOCH

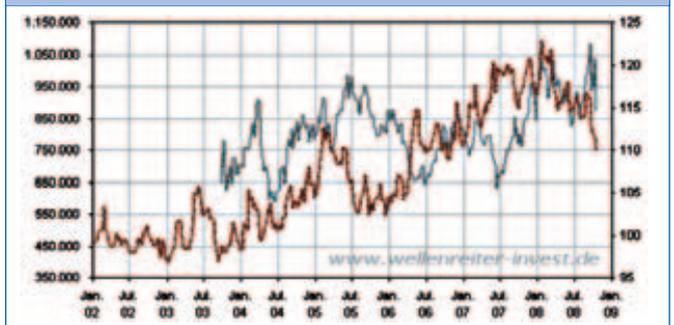


## Sinkendes Interesse läuft Trendwechsel voraus

Während die Netto-Positionierung der Commercials auf den ersten Blick nicht bearish ausfällt, nimmt das Interesse an langlaufenden Staatsanleihen im Jahresverlauf 2008 bereits kontinuierlich ab.

Das Preishoch im September 2008 geht mit einem deutlich niedrigeren Interesse einher, dieses toppte bereits im Januar

ABB. 2: T-BONDS UND OPEN INTEREST



2008. Wenn das Interesse an einem Markt nachlässt, dann sind keine nachhaltigen Preisanstiege möglich. Auch die jüngst einsetzende Preisschwäche hat bis dato nicht zu einem Anstieg des Interesses geführt. Ein solcher Anstieg des Interesses bei fallenden Preisen konnte im Vorfeld der beiden Preistiefs im Juni 2006 und Juni 2007 beobachtet werden. In beiden Fällen ging der Anstieg des Interesses mit dem Aufbau von Long-Positionen der Commercials einher. Daher ist von einer größeren Preisschwäche für die US-Staatsanleihen und einer Fortsetzung des jüngst eingeleiteten Trends auszugehen.



## Fazit

Der neue Trend an den Kapitalmärkten heißt „mehr Staat“. Dies stellt eine Belastung für die bis dato sehr niedrigen Renditen bei den US-Staatsanleihen dar, da die Verschuldung ausgeweitet werden dürfte. Die Zeitphase September/Oktober 2008 steht für eine große Gezeitenwende bei langlaufenden US-Anleihen, die einen Baissemarkt begonnen haben. Die Hausse der Staatsanleihen seit den 80er Jahren dürfte damit beendet sein. ■

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

Die neuesten CoT-Daten können wöchentlich ab Samstag Mittag kostenlos auf [www.wellenreiter-invest.de/cot.html](http://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](http://www.smartinvestor.de) (Rubrik „Hintergrund“: Beitrag „Den Insidern über die Schulter geschaut“ vom 28.12.2004)

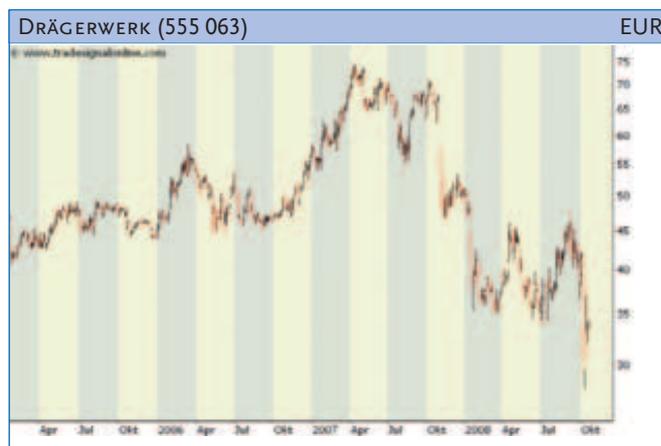
# Buy: Drägerwerk (IK)

„Bitte jetzt blasen!“ Wer diese Aufforderung erhält, der kommt höchstwahrscheinlich mit einem der bekanntesten Produkte des Lübecker Drägerwerk-Konzerns in Kontakt. Das mobile Alkoholmessgerät ist seit Jahrzehnten ein Verkaufsschlager. Aber auch in anderen Lebenslagen sind wir höchstwahrscheinlich schon einmal auf Drägerwerk-Technologie gestoßen, ohne dass es uns bewusst war. So deckt das TecDAX-30-Unternehmen in seiner Medizintechniksparte die gesamte Kette der Patientenversorgung – angefangen bei der Notfallmedizin mit seinen Defibrillatoren, über den OP- und Anästhesiebereich bis hin zur Intensivmedizin – ab. Im zweiten Geschäftsfeld, der Sicherheitstechnik, zu der auch die Geräte zur Alkoholkontrolle gehören, bietet Dräger u.a. Atemschutzsysteme, Brandmelder und Schutzkleidung für Feuerwehren, den Bergbau und das Militär an.

Im Zuge der Finanzkrise ist auch die Drägerwerk-Aktie auf ein Niveau zurückgefallen, das man vor kurzem noch für nicht möglich gehalten hätte. Schließlich sind die Fundamentaldaten weiterhin intakt. Das wenig zyklische Geschäft zeichnet sich insbesondere durch eine stabile Abnehmerstruktur und hohe Eintrittsbarrieren aus. Im vergangenen Jahr beschloss der Vorstand eine tief greifende Restrukturierung der USA-Aktivitäten, was im laufenden Geschäftsjahr zu Einmalaufwendungen von ca. 20 bis 25 Mio. EUR führen dürfte. Diese fallen jedoch bereits im nächsten Jahr weg,

was sich unmittelbar positiv im Ergebnis bemerkbar machen wird. Auch von einem zuletzt wieder steigenden Dollar sollte der Konzern bei seinen Aktivitäten in den USA profitieren. Zum Halbjahr überraschte Dräger bereits mit einem deutlich geringer als erwartet ausgefallenen Gewinnrückgang und einem starken Europa- und Asiengeschäft. Auch das mehr als günstige KGV von unter 7 (für 2009) spricht für einen Kauf der Aktie. ■

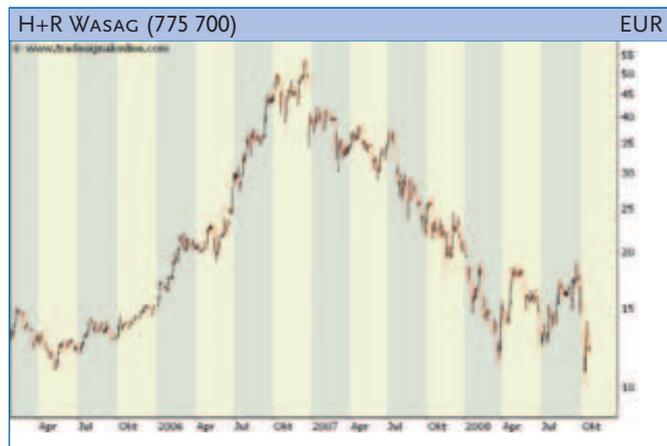
Marcus Wessel



# Buy: H+R Wasag

Unter dem bis vor wenigen Wochen unaufhaltsam gestiegenen Ölpreis litt nicht nur der Endverbraucher, auch den Industrie-Sektoren, für die Öl einen wichtigen Inputfaktor darstellt, machte die Preisexplosion schwer zu schaffen. So bekam der im SDAX notierte Spezialchemiekonzern H+R Wasag unmittelbar die Folgen des Ölschocks zu spüren. Als Hersteller chemisch-pharmazeutischer Rohstoffe wie Paraffine und Weichmacher konnte H+R die Preissteigerungen aufgrund längerfristiger Verträge nur zeitversetzt an seine Kunden weitergeben. In der Konsequenz sank die eigene

Marge. Bezogen auf das erste Halbjahr lag das Ergebnis vor Steuern 10 Mio. EUR unter dem entsprechenden Vorjahreswert von 38 Mio. EUR. Dennoch zeigte sich der Vorstand zuversichtlich, die Prognose für das Gesamtjahr erreichen zu können. Diese sah einen Vorsteuergewinn zwischen 50 und 60 Mio. EUR vor, was in etwa auf einen Überschuss zwischen 35 und 42 Mio. EUR hinauslaufen würde. Der Vergleich mit dem aktuellen Börsenwert von rund 300 Mio. EUR deutet an, dass Anleger mittlerweile nur noch bedingt ein Erreichen dieser Ziele unterstellen.



Dabei wird bei allen sicherlich berechtigten Rezessionsängsten aber vergessen, dass Öl mittlerweile nicht mehr bei 140 USD, sondern bei unter 80 USD notiert. Der Hebel allein aus dieser Kostenersparnis wird eine konjunkturell bedingt schwächere Nachfrage zumindest teilweise kompensieren helfen. Dass die Europäische Kommission zuletzt ein Bußgeld gegen H+R über 22 Mio. EUR wegen angeblich wettbewerbswidriger Preisabsprachen im Paraffinbereich verhängte, war dem Aktien-Sentiment gleichsam wenig zuträglich. Dabei halten sich die finanziellen Risiken für H+R in überschaubaren Grenzen. Wenn sich die Panik an den Börsen erst einmal gelegt hat und die Anleger wieder zur Besinnung kommen, sollte sich diese Erkenntnis auch durchsetzen. ■

Marcus Wessel

# Arcandor und Premiere

## Rückblick

### Gegen die Wand

Nicht immer erfüllen sich die Erwartungen an einen Turnaround. Das zeigt sich sehr plastisch bei einem Rückblick auf zwei besonders prominente Fälle, die in den letzten Wochen und Monaten die Schlagzeilen beherrschten.

### Vertrauen verspielt

Thomas Middelhoff. Er war einst als der hoffnungsvolle Sanierer beim Handels- und Touristikkonzern Arcandor angetreten. Nun stehen er und die Mitarbeiter vor einem Scherbenhaufen, bei dem die Insolvenz vermutlich nur in letzter Minute abgewendet werden konnte. Auch wir setzten große Erwartungen in den erfahrenen Manager. Doch unser Turnaround aus der November-Ausgabe des vergangenen Jahres erwies sich letztlich nur als gigantischer Wertvernichter. Das Versprechen, die defizitären Karstadt-Warenhäuser wieder auf Profit zu trimmen, blieb wie so vieles andere uneingelöst. Auch die Versandhandelssparte Primondo (Quelle) blieb zumindest in Deutschland ein Sorgenkind. Kritiker bemängeln, dass insbesondere für das stationäre Geschäft ein überzeugendes Konzept fehle. Die Ende 2007 bekannt gegebene Allianz mit der französischen Printemps und der italienischen La Rinascente sollte den Grundstein für ein europäisches Gemeinschaftsunternehmen im gehobenen Preissegment legen. Auf konkrete Schritte warten Aktionäre bis heute. Schon lange hat sich Middelhoff von der einmal in Aussicht gestellten Rendite von 8% verabschiedet. Um die Insolvenz abzuwenden, wird man notfalls auch das wertvolle Tafelsilber, sprich die Beteiligung an Thomas Cook, verscherbeln müssen. Schließlich drücken den Konzern Finanzschulden von netto über 1,5 Mrd. EUR. Nach langen, zähen Verhandlungen einigte sich Arcandor zuletzt mit den Banken auf eine Verlängerung der Kredite. Gleichzeitig stieg das Kölner Privathaus Sal. Oppenheim mit knapp 30% bei den Essenern ein, die damit einen neuen Großaktionär hinter sich haben. Die Unterneh-



merin Madeleine Schickedanz trennte sich im Gegenzug von ihrer Mehrheit an Arcandor – zu einem Bruchteil des ursprünglichen Kaufpreises. Middelhoff musste eigentlich zurücktreten. Das in ihn gesetzte Vertrauen hat er längst verspielt.

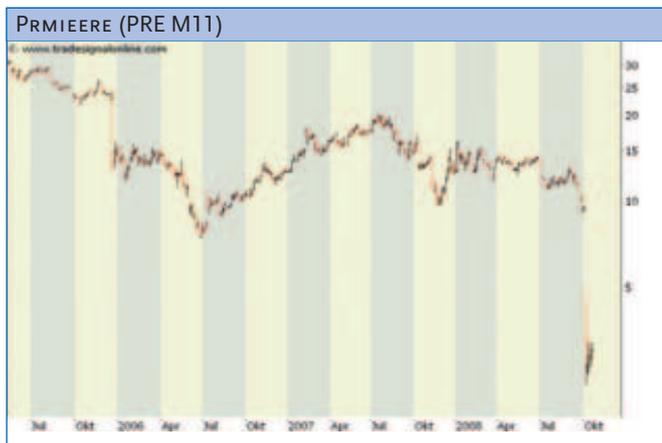
### Murdoch soll's richten

Nicht weniger bedrohlich sieht die Lage beim Münchner Bezahlender Premiere (Turnaround 9/2006) aus. Dort sorgte zuletzt das Eingeständnis des neuen Chefs Mark Williams, ein enger Vertrauter Ruperts Murdochs, für blankes Entsetzen. Demnach waren die Abonnentenzahlen in der Vergangenheit deutlich zu hoch angesetzt. Rund 900.000 „Karteileichen“ polierten die Bilanz des Senders auf. Williams kündigte zudem für das laufende Jahr einen EBITDA-Verlust von bis zu 70 Mio. EUR an. Die vom alten Premiere-Chef Michael Börnicke noch auf der Hauptversammlung im Juni ausgegebenen Ziele erscheinen vor diesem Hintergrund wie ein schlechter Scherz. Börnicke, der nach Querelen mit Großaktionär Rupert Murdoch nach nur einem Jahr seinen Rücktritt einreichte, stellte ein positives Ergebnis für 2009 in Aussicht. Zudem blendete er die Aktionäre mit großen Visionen. Bis zum Jahr 2012 solle der Konzern 10 Mio. Abonnenten haben und einen Umsatz von 2 bis 3 Mrd. EUR erzielen. All diese Versprechungen werden weder er noch sein Nachfolger einlösen können. Stattdessen muss sich Premiere auf schwierige Verhandlungen mit seinen Hausbanken einstellen. Da der Konzern mit Multimilliardär Rupert Murdoch allerdings einen solventen Investor mit im Boot sitzen hat, ist eine akute Insolvenzgefahr nicht gegeben. Für Premiere wird es jetzt wichtig sein, sich für die anstehende Versteigerung der Fußball-Bundesliga-Rechte in Stellung zu bringen. Ohne die exklusiven Live-Übertragungen hat Pay-TV hierzulande nach Meinung der meisten Experten keine echte Zukunft.

### Fazit

Gerade bei eher spekulativen Turnaround-Stories kommt es darauf an, sich bei jeder neuen Nachricht kritisch in seiner Anlageentscheidung zu hinterfragen. Einer konsequenten Verlustbegrenzung sollte hierbei oberste Priorität eingeräumt werden. Neue Chancen, das lehrt die Erfahrung, lassen an der Börse nie lange auf sich warten.

Marcus Wessel





# HHLA

## Sicherer Hafen?

Lange hat sich die Notierung der Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA) besser als der Markt gehalten, im Oktober kam aber auch diese Aktie stark unter Druck. Wenn die Weltwirtschaft ins Stocken gerät, werde dies auch beim Containerumschlag Spuren hinterlassen, lautet offenbar die Befürchtung der Anleger. Dem steht die Tatsache gegenüber, dass der Containertransport weltweit in den vergangenen Jahren durchaus noch stärker gewachsen wäre, wenn genügend Containerschiffe und Terminalkapazitäten verfügbar gewesen wären. Das bedeutet, dass auch bei stagnierenden Weltumschlagsmengen Containerlogistiker durch Ausweitung des Marktanteils wachsen können.

### Die Welthandel-Aktie

HHLA ist in zwei Bereiche aufgeteilt, wobei nur der Transportteil mit den Bereichen Container, Intermodal und Logistik an der Börse notiert ist. Die Immobilien etwa der Speicherstadt und am Fischmarkt zählen nicht dazu. HHLA besteht aus gut 50 Tochtergesellschaften, die zum Teil vollständig, zum Teil auch nur anteilig der HHLA gehören. Unter anderem bestehen gemeinsame Unternehmen mit der Deutsche Bahn-Tochter Railion (Intermodal), Hapag-Lloyd, der Grimaldi-Gruppe Neapel (beide Container) oder

auch der Salzgitter AG (Massenschüttgüter). Zudem ist HHLA an Terminals in Odessa und Lübeck beteiligt. Dies führt zu relativ großen Anteilen Dritter am konsolidierten Umsatz und vor allem am Überschuss, die schwanken können. Die HHLA ist vertikal aufgestellt. Das heißt: Vom Löschvorgang am Schiff bis hin zur Auslieferung der Obstkiste oder des Containers bildet HHLA die gesamte Logistikkette an: Feederschiffe, Bahnen oder Lastkraftwagen sorgen für die weitere Feinverteilung der Waren. Lagerhäuser, zum Beispiel zur Reifung von Bananen, Reparaturservices für Container und Beratungsdienstleistungen runden das Angebot ab. Dies unterscheidet das hanseatische Unternehmen von allen anderen börsennotierten Hafen-Dienstleistern, die sich auf die Arbeit an der Kaimauer konzentrieren.

### Containerumschlag stark ausgebaut

HHLA ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen und hat von der Ausweitung des Welthandels überproportional profitiert. Nach 5,3 Mio. Standardcontainern (TEU) 2005 und 6,1 Mio. 2006 wurden im letzten Jahr 7,2 Mio. TEU umgeschlagen. Im ersten Halbjahr 2008 stieg diese Zahl um 7,3% auf 3,74 Mio. TEU. Das bedeutet zwar eine nachlassende Wachstumsdynamik, die zum Teil aber auch auf Mangel an Kapazitäten zurückzuführen ist. Im Geschäftsjahr 2007 erreichte HHLA eine Umsatzsteigerung um 16% auf 1,15 Mrd. EUR, der Gewinn nach Anteilen Dritter betrug 111 Mio. EUR (+15%). Daraus errechnete sich ein Ergebnis pro Aktie von 1,58 EUR. Der Umsatz im 1. HJ 2008 wuchs um 18% auf 646 Mio. EUR, der Gewinn nach Steuern und Anteilen Dritter verbesserte sich um 42,8% auf 86,8 Mio. EUR. Da das zweite Halbjahr traditionell stärker ausfällt, ist mit einer Jahresleistung von knapp unter 8 Mio. TEU zu rechnen. Konsensschätzungen gehen von einem Gewinn pro Aktie von 2,10 EUR für das laufende Geschäftsjahr aus. Bei Kursen um 28 EUR errechnet sich daraus ein KGV von 13,3.

### Chance Logistikkette vs. Risiko Flaschenhals

Das Geschäftsmodell, die gesamte Logistikkette abzubilden, bedeutet, dass bei erhöhtem Containerumschlag auch die HHLA-eigenen Hinterlandverkehre profitieren. Die Rückseite der Medaille: Werden die Containerterminals in ihrem Wachstum gebremst, können sich auch die Bereiche Intermodal und Logistik nur ge-



Und läuft, und läuft und läuft: Der Welthandel

HHLA			
BRANCHE	LOGISTIK		
WKN	AOS 848	AKTIENZAHL (MIO.)	70,00
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 17.10. 2008(EUR)	28,5
MITARBEITER	4.750	MCAp (Mio. EUR)	2.126,6

	2008E	2009E	2010E
UMSATZ (Mio. EUR)	1.288,0	1.378,0	1.500,0
% GGÜ. Vj.	+14,5%	+7,0%	+8,9%
EPS (EUR)	2,10	2,15	2,40
% GGÜ. Vj.	+19,3 %	+2,4 %	+11,6%
KUV	1,65	1,54	1,42
KGV	14,1	14,1	12,7

bremst entwickeln. Hamburg ist traditionell stark im Handel mit Asien sowie Osteuropa – zwei Regionen, die auf Sicht schneller wachsen als Nordamerika. Als Risiko ist zu nennen, dass bei den HHLA-Konkurrenten an der sogenannten Nordrange die Kapazitäten ebenfalls massiv ausgebaut werden. Bei einer längeren Wachstumsdelle könnten Überkapazitäten und Preisverfall die Folge sein. Allerdings sehen Schifffahrtsexperten noch immer Wachstumspotenzial für Containerverkehre innerhalb des Logistikbereichs Seeverkehr. Die günstige Lage tief im Landesinneren verbessert auf alle Fälle die Wettbewerbsfähigkeit Hamburgs, denn so sinkt für Kunden der Anteil des Landverkehrs bei einem Transportvorgang. Im Schnitt sorgt der Seetransport für 20% der Gesamtkosten, die landseitige Abwicklung für den Rest. Aktuell investiert HHLA stark in die Ausweitung der Kapazitäten. Bis 2012 sollen bis zu 12 Mio. TEU pro Jahr umgeschlagen werden können. Die entsprechenden planungsrechtlichen Voraussetzungen sind bereits geschaffen. HHLA betont, dass auf den bereits ausgewiesenen Flächen die

Umschlagskapazität zu realisieren ist. Ein weiterer wichtiger Schritt für anhaltendes Wachstum wäre die angestrebte Elbvertiefung. Da es sich hierbei um eine Bundeswasserstraße handelt, hat die Wahl der Grünen in den Hamburger Senat auf diese Entscheidung keinen direkten Einfluss.

**Fazit**

Anfang des Jahres wurde HHLA mit bis zu 64 EUR pro Aktie bezahlt. Das zeigt, welche Wachstumsphantasie dem Wert zugebilligt wurde. Mittlerweile hat sich der Wert mehr als halbiert. Richtig billig ist der Logistiker damit zwar noch immer nicht. Selbst bei stagnierenden Umschlagszahlen dürfte das Unternehmen hochprofitabel bleiben. Doch dass der Umschlag auch bei längerer Abkühlung der Weltkonjunktur stagnieren würde, ist längst nicht ausgemachte Sache, da der Großteil des Handels im Hafen mit Osteuropa und Asien getätigt wird. Diesen zwei Weltregionen wird im Unterschied zur EU und den USA auch noch für 2009 – wenn auch geringer als zuvor – Wachstumspotenzial zugeschrieben. Aktienkauf ist in den heutigen turbulenten Zeiten mehr denn je

eine Frage des Timings. Langfristig orientierte Anleger sollten HHLA aber auf jeden Fall auf ihre Watchlist nehmen. Denn spätestens wenn die aktuellen Turbulenzen bereinigt sind, dürfte HHLA zu den ersten gehören, die durchstarten. ■

Stefan Preuß



Wir präsentieren die erfolgreichen HWB-Fonds auf der  
**HWB INVESTMENT-KONFERENZ**



Gastredner  
Prof. Dr. Wolfgang Gerke

Thema: Lehren aus der Finanzkrise

Berlin 27.10.2008  
München 03.11.2008  
Frankfurt 04.11.2008

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!  
Gerne senden wir Ihnen Ihre persönliche Einladung zu!

E-Mail: [info@hwb-fonds.com](mailto:info@hwb-fonds.com)  
Telefon: +49 (0) 651 1704-301

**Anspruch trifft Wirklichkeit**

HWB Victoria Strategies Portfolio

Morningstar Rating



Anteilklasse V WKN: 764931  
Anteilklasse R WKN: AOLFYL

Wertentwicklung					
2003	2004	2005	2006	2007	2008
+29,16%	+4,73%	+7,76%	+16,54%	+15,84%	+4,97%*

Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse. \*Stand 29.08.2008. Quelle: Bloomberg

# AGO AG

## Geschäftsmodell mit nachhaltigen Perspektiven

Gastbeitrag von Hilmar Platz,  
Vorstand Kayenburg AG, München

Die AGO AG positioniert sich als herstellerunabhängiges Unternehmen innerhalb des umfassenden Technologiefeldes der Energieeffizienz. Die Kernkompetenzen liegen in den Segmenten Biomasseheizkraftwerke, Blockheizkraftwerke, wärme- und kältetechnischer Anlagenbau, Kraft-Wärme-Kopplung und Contracting. Diese Kernkompetenzen werden durch Dienstleistungen in den Bereichen der Standortstudie und -entwicklung, Energieeffizienzberatung, Roh- und Brennstoffmanagement und Emissionshandelsmanagement abgerundet. Die AGO AG adressiert mit ihren Produkten und Dienstleistungen den industriellen Markt. Das Management verfolgt eine behutsame Internationalisierung des Geschäftes.

### Kennzahlen

Das mittelständische Unternehmen mit Sitz in Kulmbach erzielte im Geschäftsjahr 2007 Umsätze von 41,3 Mio. EUR. Einmaleffekte wie die Kapitalerhöhung vor dem IPO und die Börseneinführungskosten führten 2007 zu einem EBIT von -0,26 Mio. EUR und einem negativen Jahresergebnis von 0,86 Mio. EUR. Im ersten Halbjahr 2008 wurde ein Umsatz von 14,81 Mio. EUR (Vorjahreszeitraum: 21,15 Mio. EUR) erzielt. Die Hauptumsätze und Erträge werden überwiegend im III. und IV. Quartal generiert. Unterjährige Schwankungen im Geschäftsjahr sind nicht ungewöhnlich und geprägt von Projektabrechnungen. Das Rohergebnis konnte um 40% auf 1,99 Mio. EUR (Vorjahreszeitraum: 1,42 Mio. EUR) gesteigert werden. Mit einer Eigenkapitalquote im Konzern von 37% ist die Kapitalausstattung solide. Für das Geschäftsjahr 2008 rechnet das Management mit einem Umsatz von deutlich über 40 Mio. EUR. Das EBIT soll sich auf ein Vielfaches des Halbjahres-EBIT von 0,58 Mio. EUR belaufen.

### Ausrichtung

Die AGO AG positioniert sich als ingenieurorientiertes Unternehmen mit Full-Service-Dienstleistungen im Bereich industrieller En-

ergieversorgungsanlagen. Die umfassende Wertschöpfungskette schließt die Beratung, Planung, Ausführung sowie den Betrieb kompletter Anlagen und Kraftwerke ein. Das Produktangebot reicht von Energieversorgungsanlagen auf Basis von Blockheizkraftwerken über wärme- und kältetechnischen Anlagenbau bis hin zu komplexen Biomasseheizkraftwerken mit Kraft-Wärme-Kopplung. Als Biomasse-Brennstoff werden im Wesentlichen nachwachsende Rohstoffe wie Waldhackschnitzel sowie Holzabfälle eingesetzt. Die AGO AG ist in die drei Geschäftsbereiche „Projektentwicklung und Umsetzung“, „Anlagenbetrieb“ und „Service und Beratung“ gegliedert. Im Bereich „Projektentwicklung und Umsetzung“ erfolgt die europaweite Entwicklung, Planung und Errichtung kundenspezifischer Energieversorgungsanlagen. Der „Anlagenbetrieb“ beinhaltet sämtliche Leistungen zur Versorgung der industriellen Kunden mit Wärme, Dampf, Kälte, Strom sowie Druckluft insbesondere durch Anlagen-Contracting sowie Gewährleistung des Betriebes von bestehenden Anlagen, einschließlich Rohstoffmanagement. Der Bereich „Service und Beratung“ bündelt Leistungen zur Sicherstellung des Anlagenbetriebs wie Instandhaltung, Reparatur, Wartung und Notdienst sowie Beratung hinsichtlich Energieeffizienz, Standortbewertung und -entwicklung sowie Emissionshandel.

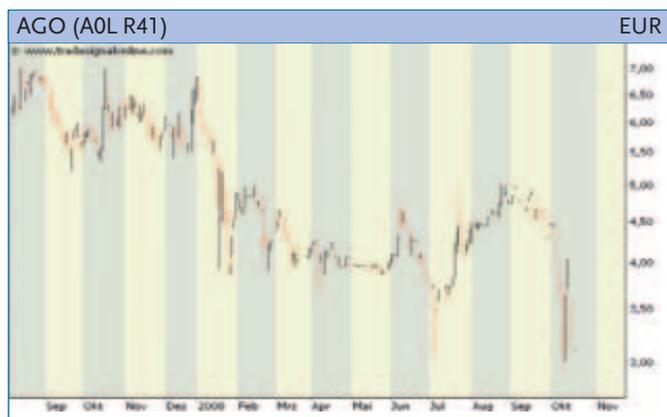
### Kundenstruktur

Zu den Kunden zählen industrielle und kommunale Unternehmen, die Energie in Form von Strom, Wärme, Kälte oder Druckluft benötigen. Von strategischer Bedeutung für die Expansion erachten wir die 2007 gegründete AGO energia srl, Turin, an der die AGO AG 55% hält. Einen weiteren Meilenstein sehen wir im Erwerb der 90% an der Reindeer srl. (Italien). Reindeer verfügt nach Fertigstellung über ein Biomasseheizkraftwerk mit einer Feuerungsleistung von 6 Megawatt (MW) und einer Stromleistung von 1 MW. Die Gründung der AGO energy (Pty), Kapstadt, Südafrika, ist ein weiterer Schritt, um Zugang zu einem zukunfts-trächtigen Markt zu erlangen. Das Südafrika-Projekt mit dem

Biomasseheizkraftwerk Alperstedt  
Foto: AGO



Hilmar Platz



KENNZAHLEN UND PROGNOSEN				
DATEN IN MIO. EUR	2007	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>E</sup>	2010 <sup>E</sup>
UMSATZ	41,34	44,89	47,02	50,93
ROHERGEBNIS	1,85	3,37	4,23	5,09
EBIT	-0,27	1,52	2,08	2,6
JAHRESÜBERSCHUSS	-0,86	0,91	1,23	1,53
DATEN IN EUR	2007 <sup>E</sup>	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>E</sup>	2010 <sup>E</sup>
EPS	-0,26	0,23	0,31	0,38
DIVIDENDE JE AKTIE	0	0	0	0,1
DIV.RENDITE (%)	0,00%	0,00%	0,00%	2,50%
BEWERTUNG	2007 <sup>E</sup>	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>E</sup>	2010 <sup>E</sup>
MCAP/UMSATZ	0,39	0,36	0,34	0,31
EV/UMSATZ	0,73	0,68	0,65	0,60
EV/ROHERGEBNIS	16,42	9,02	7,18	5,96
EV/EBITDA	50,69	11,30	8,98	7,54
EV/EBIT	NEG.	19,95	14,58	11,67
KGV	NEG.	17,61	13,06	10,47

Brauereikonzern Heineken zur Errichtung einer Energiezentrale im Volumen von 3,75 Mio. EUR ist für AGO von erheblicher Bedeutung.

### Strategie

Die strategische Ausrichtung fußt auf drei Standbeinen: verstärkte Positionierung im Anlagenbetrieb, Ausbau der Kundenbasis und Internationalisierung der Geschäfte. Mit dem Einstieg in den Betrieb von Energieversorgungsanlagen mit Schwerpunkt Biomasse erschließt sich die AGO AG ein wenig konjunkturabhängiges und gut kalkulierbares Geschäft. Der Grundstein für die Umsetzung dieser Strategie ist die Entwicklung, Realisierung und Betrieb des Biomasseheizkraftwerks in Alperstedt (17 MW thermische und 1,7 MW elektrische Leistung). Ein weiteres Beispiel ist die 90%-Beteiligung der AGO AG an Reindeer srl., Italien. Aus diesem Biomasseheizkraftwerksprojekt werden der AGO AG ab 2010 über 15 Jahre hinweg jährlich 2,6 Mio. EUR an Umsatzerlösen zufließen. Zum Ausbau der Kundenbasis und zur Steigerung der langfristigen Kundenbindung greift AGO auf umfangreiche Erfahrungen und Technologieplattformen zurück. Die Entwicklung und Umsetzung von Energieversorgungsanlagen erfolgt auf regenerativer und auf konventioneller Energieträgerbasis. Die garantierte Brennstoffverfügbarkeit ist dabei eine wichtige Voraussetzung, um neue Kundenkreise zu erschließen. Diese Strategie wird international umgesetzt. Betreibermodelle gewinnen für die AGO AG hierbei an Bedeutung. Die AGO AG ist der einzige Anbieter im deutschen Markt, der für seine Kunden durch Brennstoffwechsel hin zu Biomasse veräußerbare Emissionszertifikate generiert.

Dies erfolgt über das Joint Implementation Projekt ECo Plus.

### Wettbewerb

Zum Wettbewerb grenzt sich die AGO AG durch das Leistungsspektrum, die Kundenorientierung und durch ihren Fokus auf bestimmte Leistungs- und Größenklassen der Energieversorgungsanlagen ab. Zu den wichtigsten Wettbewerbern gehören folgende Unternehmen: GETEC-Gruppe, Kraftanlagen Hamburg GmbH, Dal-  
kia GmbH (Veolia Environment Gruppe), Imtech Deutschland GmbH & Co. KG, MVV Energie AG und die Vattenfall Gruppe.

### Perspektiven

Das Thema Energieeffizienz ist in Zeiten sich langfristig verteuender Brennstoffe für die Industrie ein unmittelbarer Kosten- und Wettbewerbsfaktor. Die AGO AG profiliert sich für die Industrie als Lösungsanbieter. Das Geschäftsmodell ist u.E. auf Langfristigkeit und Nachhaltigkeit ausgelegt. Das Businessmodell der AGO AG erstreckt sich über Projektzyklen. Eine Analyse und Bewertung ist daher eher in einer mittel- und längerfristigen Betrachtung möglich. Unserer Ansicht nach verfügt die AGO-Aktie kurzfristig über Kurspotenziale von mindestens 5,10 EUR. Aus längerfristiger Sicht mit einem zunehmenden Anteil an Betreibermodellen sind spürbar höhere Bewertungsniveaus erzielbar. Mit 59,25% sind die cavernion GmbH und mit 5,10% das Management an der AGO AG beteiligt. Der Streubesitz beläuft sich auf 35,65%. ■

#### HINWEIS:

Die AGO AG wird am 27.11.2008 anlässlich des Wiener Investment Forums der Kayenburg AG in Kooperation mit Österreichische Kontrollbank und Portconsult in Wien präsentiert.

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!

## INTEGRATED. ADVANCED. SOLUTIONS.

Als Technologieführer bei voll-automatischen Analysensystemen projektieren, entwickeln und produzieren wir zukunftsweisende Technologien für Blutbanken, klinische Labortorien und Forschungseinrichtungen. Unsere OEM-Partner sind Top Player der klinischen und molekularen Diagnostik für die wir in kürzesten Entwicklungszeiten integrierte und kundenspezifische Lösungen realisieren.

Und wann beteiligen  
Sie sich an unserem  
Erfolg?

Telefon +49 7082 7916-190  
www.strattec-biomedical.de  
ir@strattec-biomedical.de  
ISIN DE0007289001  
WKN 728 900

# „Wir sehen keinen Anlass, unsere Prognose zu ändern“

Smart Investor sprach mit **Norbert Steiner**, Vorstandsvorsitzender der K+S AG, über den Kursverfall der eigenen Aktie, die Entwicklung des Kalimarktes und den geplanten Kapazitätsausbau.

**Smart Investor:** Herr Steiner, erst einmal Glückwunsch zum DAX-Aufstieg. Muss man als Anleger aber nun befürchten, dass damit – wie bei vielen früheren DAX-Neulingen – auch die K+S-Aktie ihre Höchststände auf absehbare Zeit gesehen hat?

**Steiner:** Die K+S-Aktie notierte bereits zum Zeitpunkt der DAX-Aufnahme deutlich unter ihrem Höchstkurs von über 90 EUR. Der Kursabschwung hat sich dabei in den letzten Wochen deutlich beschleunigt, was sicherlich auch auf die enorme Nervosität der Märkte als Folge der weltweiten Finanzkrise zurückzuführen ist. Darauf haben wir keinen Einfluss. Als Folge dieser Krise kamen aber auch Agrarpreise stark unter Druck, die zu Sorgen im Kapitalmarkt führten, inwieweit sich der Landwirt künftig Düngemittel noch leisten kann oder will. Hier ist festzuhalten, dass auch in konjunkturell schwierigen Zeiten das Düngen nicht eingestellt wird, weil mineralische Düngung nicht zu ersetzen und für die Pflanze lebensnotwendig ist. Um ihren wirtschaftlichen Ertrag zu verbessern, sind Landwirte auf hohe Ernteerträge ausgerichtet und damit auf eine effektive und ausgewogene Düngung ihrer Flächen angewiesen.

**Smart Investor:** Drückt sich aber in den gefallenen Preisen für Agraraktien und Agrarrohstoffe nicht eine realistischere Einschätzung des zukünftigen Marktwachstums aus?

**Steiner:** Wir haben immer darauf hingewiesen, dass sich die für uns relevanten Kalipreise in erster Linie aus einer strukturellen Marktenge speisen. Global betrachtet ist die Kalinachfrage seit Jahresbeginn enorm angestiegen, wobei das Angebot trotz aller Anstrengungen hiermit kaum Schritt halten konnte. An dieser Situation



Norbert Steiner

## K+S

Die K+S-Gruppe nimmt bei kali- und magnesiumhaltigen Produkten eine weltweit führende Position ein. Vor allem die steigende Nachfrage seitens der Landwirtschaft bescherte dem Konzern in den letzten Quartalen ein herausragendes Geschäft. Immer neue Preiserhöhungen ließen den Kalipreis zuletzt auf 900 USD je Tonne ansteigen. Damit hat sich dieser seit dem Jahr 2005 in etwa versechsfacht. Über die Konsumentenmarke „COMPO“ deckt man zugleich den Bereich der Pflanzenpflege ab. Im Geschäftsbereich „fertiva“ sind die Aktivitäten für stickstoffhaltige Felddünger gebündelt. Zum Kerngeschäft zählt K+S auch seine Salz-Aktivitäten. Diese mussten im Gegensatz zu den übrigen Sparten aufgrund gesteigerter Fracht- und Energiekosten sowie eines anhaltenden Preisdrucks bei Auftausalzen einen deutlichen Ergebniseinbruch hinnehmen. Mit Vorlage der Halbjahreszahlen im August hob der Vorstand erneut die Ziele für das Gesamtjahr an. Demnach erwartet das Unternehmen nunmehr einen Gesamtumsatz zwischen 5,3 und 5,5 Mrd. EUR (Vj.: 3,3 Mrd. EUR) und ein operatives Ergebnis (EBIT) zwischen 1,4 und 1,6 Mrd. EUR (Vj.: 0,3 Mrd. EUR). Als Treiber dieser Entwicklung erweisen sich die stark steigenden Durchschnittspreise für Kali- und Magnesiumprodukte. Wie lange ein solcher Trend anhalten kann, darüber herrscht zurzeit keine Einigkeit unter Experten. Diese Unsicherheit zeigt sich auch in der Bewer-

tung der K+S-Aktie, die in den letzten Wochen massive Kursverluste hinnehmen musste. Unser ehemaliger Musterdepotwert weist derzeit ein KGV von 7 auf Basis der Konsensschätzungen für 2009 auf. Selbst wenn sich diese als zu hoch erweisen sollten, wird die Aktie allmählich für uns wieder interessant. ■



dürfte sich unserer Einschätzung nach in den nächsten Jahren nichts Wesentliches ändern.

**Smart Investor:** Dabei wird gerade in Russland und Kanada mittlerweile eine Vielzahl neuer Kali-Vorkommen erschlossen. Spricht das nicht für einen längerfristig sinkenden Kalipreis?

**Steiner:** Es ist richtig, dass die Preisentwicklung die Pläne für den Ausbau neuer Kapazitäten unterstützt hat. Allerdings muss man berücksichtigen, dass die großen Investments auch in den genannten Ländern eine recht lange Umsetzungsdauer von fünf Jahren und länger aufweisen. Daher sehen wir keinen Anlass, unsere Prognose zu ändern. Wir können bis zum Jahr 2013 bei einem erwarteten Nachfragewachstum von durchschnittlich etwa 4% pro Jahr keine Überkapazitäten im Markt erkennen.

**Smart Investor:** Folglich wollen auch Sie die Kaliproduktion in den nächsten Jahren deutlich ausweiten?

**Steiner:** Wir wollen vor allem gesund und nachhaltig wachsen, und dazu ist der Ausbau der Kapazitäten erforderlich. So haben wir erst kürzlich ein Angebot zur Erschließung des in den 90er Jahren stillgelegten Kaliwerks in der Nähe von Rossleben abgegeben. Dadurch könnten wir unsere jährliche Produktionskapazität um 1 Mio. t erweitern. Andere Projekte sind wiederum auf der „grünen Wiese“ denkbar. Diese hätten allerdings ebenfalls die bereits genannte Vorlaufzeit von fünf bis sechs Jahren. Unsere Bilanz ist solide, so dass für Investitionen der eigene Cashflow zur Verfügung steht und wir gleichwohl auch auf Fremdkapital zugreifen können.



Gelagertes Ammonsulfat-salpeter; Fotos: K+S

**Smart Investor:** Steigt als Folge der Dominanz des Kali- und Magnesiumgeschäfts womöglich die Volatilität Ihrer Ergebnisse?

**Steiner:** Es dürfte nicht leicht sein, eine dauerhafte Balance zwischen dem stark wachsenden Kaligeschäft und den anderen Bereichen herzustellen. Schließlich wollen wir gerade bei Kali unseren Geschäftsumfang in Zukunft steigern. Ich denke, der Aktionär ist sich dieser Ausrichtung bewusst.

**Smart Investor:** Gibt es vielleicht sogar Überlegungen, sich von anderen Bereichen zu trennen?

**Steiner:** Grundsätzlich sind wir keine Dogmatiker. Derzeit konzentrieren wir uns klar auf die Bereiche Düngemittel und Pflanzenpflege. Allein auf diese Karte zu setzen, das kann ich mir jedoch nicht vorstellen. Wir werden deshalb auch der Salz-Sparte weiterhin unsere Aufmerksamkeit schenken.

**Smart Investor:** Vielen Dank für das Gespräch!

Interview: Marcus Wessel

Anzeige



DAS ORIGINAL!

Internationale  
**EDELMETALL  
& ROHSTOFFMESSE**

[www.edelmetallmesse.com](http://www.edelmetallmesse.com)

Jetzt gratis registrieren und **kostenlosen Messe-Eintritt** sichern!

**7. + 8.11.2008** Event Arena/Olympiapark München

- » Fachvorträge namhafter internationaler und nationaler Referenten (Folker Hellmeyer, Thorsten Polleit, Eugen Weinberg, Dr. Wilhelm Hankel, James Turk, Michael Mross u.v.m.)
- » Über 85 Aussteller, Fachvorträge, Workshops, Podiumsdiskussionen u.v.m.

Sponsoren

**HDI HUNTER  
DICKINSON**

**PETAQUILLA**  
GROUP OF COMPANIES

**SCORPIO**

präsentiert von:  
**GOLDSEITEN.DE**  
DIE GOLDSEITEN

Internationale  
**EDELMETALL &  
ROHSTOFFMESSE**  
International Precious Metals & Commodities Show



Foto: Bauer

# Mehr als die üblichen Herbstturbulenzen

## Hypo Real Estate:

### Kartenhaus bricht in sich zusammen

Mit dem Beinahe-Kollaps des Immobilienfinanzierers Hypo Real Estate (HRE) war die Finanzmarktkrise endgültig auch in der deutschen Bankenszene angekommen. Der naive Traum, wir kämen womöglich mit einigen Blessuren davon, war urplötzlich geplatzt. Ein Rettungspaket des Bundes, bei dem sich die privaten Geschäftsbanken nur widerwillig beteiligten, sicherte (vorerst) das Überleben der HRE. Man kann eigentlich nur den Kopf schütteln ob der gravierenden Fehler, die das inzwischen teilweise geschasste HRE-Management zu verantworten hat. So wurde bei dem nach Irland geflüchteten Staatsfinanzierer Depfa, der seit dem vergangenen Jahr zum HRE-Konzern gehörte, gegen grundlegende Prinzipien des Bank-Managements verstoßen. Langfristige Kredite im großen Stil herauszugeben und diese im Gegenzug kurzfristig zu refinanzieren, auf diese Idee muss man erst einmal kommen. Von Fristenkongruenz hat keiner der Depfa-Manager wohl jemals etwas gehört. Den Schaden hat der Steuerzahler.

**SI-Kommentar:** Das HRE-Desaster steht beispielhaft für das, was in den letzten Jahren in der Finanzwelt falsch gelaufen ist. Als Optimist darf man auf einen Lerneffekt aller Beteiligten hoffen.

## SGL Carbon (IK): Voith-Gruppe erhöht Anteil

Schlägt nun die Stunde der langfristig denkenden Investoren? In die ausgeprägte Kursschwäche der SGL Carbon-Aktie erhöhte der schwäbische Maschinenbauer Voith seinen Anteil an dem Technologiekonzern von 3 auf über 5%. Auch wenn ein Voith-Sprecher betonte, dass es sich hierbei lediglich um eine Finanzbeteiligung handle, könnte der Schritt durchaus Signalcharakter besitzen. Während sich nämlich viele Fonds und Banken von ihren Aktienpaketen trennen bzw. trennen müssen, nutzen immer mehr Unternehmen das derzeitige Kursniveau, um auf Einkaufstour zu gehen oder eigene Aktien zurückzukaufen. SGL ist nach dem Ausbau der Produktion für graphiterte

Kathoden im polnischen Nowy Sacz die weltweite Nummer eins auf diesem Gebiet. Graphiterte Kathoden sind insbesondere für die Auskleidung von Aluminiumschmelzöfen unverzichtbar und einer der Wachstumstreiber des Konzerns. Trotz der Finanzmarktkrise hält das Management an seinen Expansionsplänen fest. So soll im Jahr 2011 in Malaysia ein neues Carbon- und Graphit-Werk den Betrieb aufnehmen und damit die Kapazitäten nochmals um jährlich 30.000 Tonnen erweitern.

**SI-Kommentar:** Dem einstigen Highflyer ergeht es wie vielen anderen Nebenwerten. Dank der panikartigen Verkäufe eröffnet sich nunmehr eine günstige Chance zum (Wieder-)Einstieg.

## Bauer (IK): Bestätigt Jahresziele

Welche konkreten Auswirkungen die Finanzkrise auf das Geschäft des Spezialbaukonzerns Bauer haben wird, das lässt sich nach Meinung seines Vorstandsvorsitzenden Prof. Thomas Bauer heute noch nicht abschätzen. Im Hintergrundgespräch mit Smart Investor bestätigt der Firmenchef gleichzeitig die vor wenigen Monaten angehobene Prognose für das Gesamtjahr. Demnach erwartet der Konzern eine Gesamtleistung von 1,4 Mrd. EUR (Vj.: 1,2 Mrd. EUR) bei einem Überschuss von mehr als 100 Mio. EUR (Vj.: 74 Mio. EUR). Das Geschäft entwickelt sich sehr stabil und nach Plan, so Bauer weiter. Auch für die Zukunft sieht er das Unternehmen auf gutem Kurs. Im Vergleich zu Wettbewerbern sei man wesentlich breiter und internationaler aufgestellt. Wenn der Vorstand in diesen Tagen auf den eigenen Aktienkurs blickt, dann hat er für diesen nur noch Kopfschütteln übrig. Rational lässt sich der Kurssturz jedenfalls nicht erklären, eher schon mit Panik und Zwangsverkäufen von Institutionellen. Wer genau seine Anteile auf den Markt schmeißt, das entzieht sich aber auch der Kenntnis des CEOs.

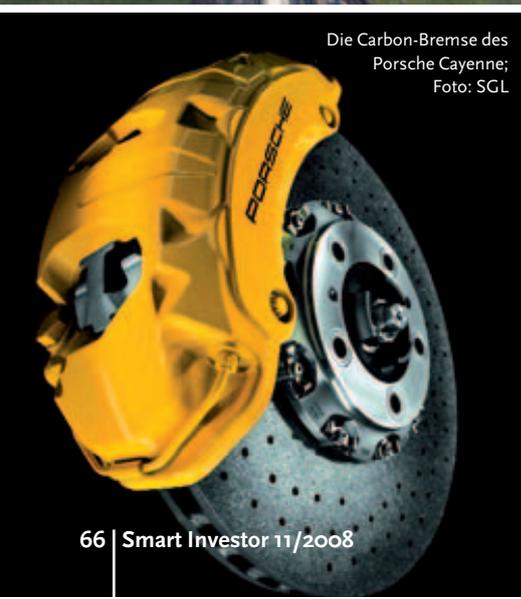
**SI-Kommentar:** Musterdepotneuzugang Bauer zählt für uns zu den Top-Picks im Bau-sektor. Die überaus solide Bilanz, die starke internationale Ausrichtung sowie der hohe



Foto: Wirecard



Die Münchener Bank finanziert Projekte weltweit.  
Foto: Hypo Real Estate



Die Carbon-Bremse des Porsche Cayenne;  
Foto: SGL

Spezialisierungsgrad sprechen neben der unverschämt günstigen Bewertung für ein Investment in die Bauer-Aktie.

**Wirecard: Sonderprüfung abgeschlossen**

Die im August vom Wirecard-Management in Auftrag gegebene Sonderprüfung der letzten Bilanzen durch die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young kann als Punktsieg für das Unternehmen gewertet werden. Zwar habe die Untersuchung einzelne Kritikpunkte hervorgebracht, insgesamt sei die Aussagekraft und Richtigkeit des Jahresabschlusses 2007 hiervon jedoch „nicht wesentlich“ berührt. Auslöser für die Sonderprüfung waren massive Vorwürfe der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK), die dem Zahlungsabwickler wiederholt eine falsche und irreführende Bilanzierungspraxis unterstellte. Die Börse reagierte mit Erleichterung auf die Nachricht. Über 30% legte das Papier nach Bekanntgabe der Untersuchungsergebnisse zu. Man darf gespannt sein, wie sich die SdK zukünftig verhält.

**SI-Kommentar:** Obgleich die größte Unsicherheit aus dem Titel damit genommen wurde, würden wir Wirecard nicht zuletzt aufgrund der Zugehörigkeit zum Finanzsektor (im weitesten Sinn) meiden.

**Stratec: Prognose gesenkt**

Eine saftige Umsatz- und Gewinnwarnung sprach der schwäbische Medizintechnikhersteller Stratec mit Abschluss des dritten Quartals aus. Dabei zeichnete sich bereits zum Halbjahr ab, dass es schwierig werden würde, die Gesamtjahresziele noch zu errei-

chen. Ein wichtiger Kunde habe aufgrund höherer Lagerbestände seine Abnahmeziele für das letzte Quartal nach unten angepasst, erklärte Stratec die Verfehlung. Die neuen Vorgaben bei Umsatz und Vorsteuergewinn sind recht vage gehalten. Das Unternehmen spricht davon, „mehr als 60 Mio. EUR“ Erlösen und ein Ergebnis vor Steuern (EBT) von „mehr als 11,5 Mio. EUR“ erzielen zu wollen. Die letzte Prognose vom Juli dieses Jahres – Umsatzziel 78 bis 82 Mio. EUR, EBT-Ziel 16,2 bis 18,2 Mio. EUR – lag meilenweit von den nun zu erwartenden Zahlen entfernt. Auch wenn Stratec betont, dass im kommenden Jahr der Vermarktungsstart einer Reihe neuer Systeme das Wachstumstempo wieder beschleunigen sollte, ändert das nichts daran, dass die bislang makellose Erfolgsstory Stratec erste Risse bekommen hat.

**SI-Kommentar:** Die nach wie vor recht hohe Bewertung der Stratec-Aktie lässt keinen Raum für weitere Enttäuschungen. Auf der anderen Seite dürfte gerade der Medizintechniksektor in den kommenden Jahren überproportional profitieren. Ein Fall für die Watchlist.

Marcus Wessel

HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT (IK)

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

Anzeige

**Hatten Sie zuletzt Verluste von 10, 20, 30, 40 oder sogar über 50%...**



**Beispiel: Franconofurt AG**

Insider: **Finanzvorstand verkauft**  
 Volumen: **436.198,00 EUR / 60.200 Stück**  
 Datum: **Montag, 09.06.2008 10:01 Uhr**



**Hier gibt es die Lösung!**

Testen Sie kostenlos den Insider Alarm, der Sie rechtzeitig über Verkäufe der Aktieninsider informiert!

20€

Gutscheincode\*: **SAFE08**

\* gültig bis zum 31. Oktober 2008

Mehr erfahren und kostenlos testen!

# Der ultimative Stress-Test

## Trade & Value: Krisenfeste Strategie

Oliver Dornisch, Alleinvorstand, Gründer und Großaktionär der Trade & Value AG (kurz: T&V), demonstriert im Hintergrundgespräch mit Smart Investor Gelassenheit. Dazu hat er auch allen Grund. So zeigt sich gerade in stürmischen Zeiten die Wetterfestigkeit seines flexiblen Investmentansatzes. Neben kurzfristigen Spekulationen auf der Long- und Short-Seite investieren Dornisch und sein Team vorrangig in vergleichsweise sichere Abfindungswerte, aber auch auf fundamental unterbewertete Aktien wie eine Pro DV hat es der Vollblut-Börsianer abgesehen. Das Aktienpaket an der israelischen Metis hat Dornisch an Großaktionär Amnon Barzilay veroptioniert. Sollte der Deal in letzter Minute platzen, ist das für T&V kein Beinbruch. Schließlich ist das Metis-Papier an der Börse derzeit mehr als die vereinbarten 2,25 EUR wert. Per Ende September erreichte der Unternehmenswert der T&V bei umgerechnet 14,52 EUR je Aktie einen neuen Rekordstand. Allein im dritten Quartal belief sich das Plus im NAV auf 6,5%. Zu der starken Performance hat auch eine MDAX-Absicherung beigetragen, die zwischenzeitlich mit gutem Gewinn verkauft wurde. Die hohe Zyklik vieler MDAX-Werte sieht Dornisch äußerst kritisch. Angesprochen auf die Lage des Gesamtmarktes gibt er unumwunden zu: „Im Moment macht das alles wirklich keinen Spaß mehr.“

**SI-Kommentar:** Erst in der Baisse beweist sich die Tragfähigkeit des T&V-Ansatzes. Die Aktie zählt zu den wenigen Buy-and-Hold-Titeln am deutschen Markt.



## BB Biotech: Big is Beautiful

Zu den wenigen Branchen, die zuletzt relative Stärke bewiesen, zählt die Pharma- und Biotechindustrie. Zwar mussten auch hier die meisten Werte Kursverluste hinnehmen, diese hielten sich jedoch in überschaubaren Grenzen – sicherlich ein schwacher Trost, aber immerhin. In diesen Zeiten muss man schon für kleine Lichtblicke dankbar sein. Nach dem Vorbild eines Branchenfonds konstruiert, empfiehlt sich die BB Biotech-Aktie für Anleger, die breit diversifiziert in den Sektor investieren möchten. Die Schweizer Branchenexperten der Bellevue Asset



Nach dem Vorbild eines Branchenfonds konstruiert, empfiehlt sich die BB Biotech-Aktie für Anleger, die breit diversifiziert in den Sektor investieren möchten.

Management übernehmen im Auftrag des Verwaltungsrats die Zusammensetzung des Portfolios. Dieses wird derzeit von amerikanischen Titeln dominiert. Mit Ausnahme der Schweizer Actelion, die mit Tracleer über ein Blockbuster-Medikament zur Behandlung von Bluthochdruck verfügen, sind vier der fünf größten Positionen US-Unternehmen (namentlich Celgene, Gilead, Genentech, Vertex). Damit setzen die Experten vorrangig auf die großen Namen der Biotechszene. Allenfalls als Depotbeimischung finden sich Namen wie Zymogenetics, Jerini oder Affymetrix. Mit immer neuen Aktienrückkaufprogrammen, bei denen die Stücke letztlich eingezogen werden, demonstriert das Management, dass es sich dem Shareholder Value verpflichtet fühlt.

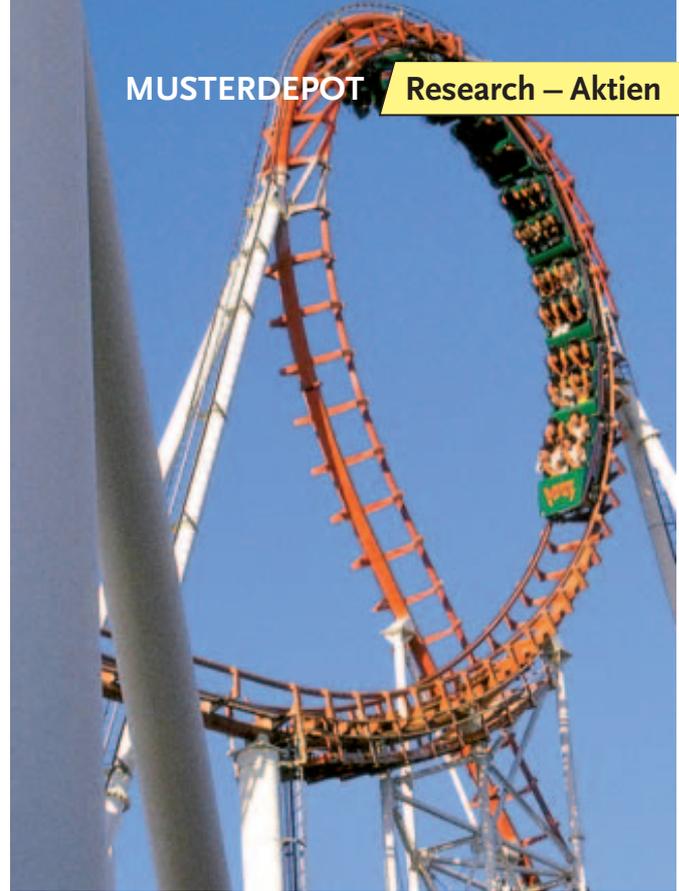
**SI-Kommentar:** Die Aktie bleibt für einen Biotechniker, der das Einzelrisiko bei Biotechwerten scheut, erste Wahl. Von einem insgesamt wachsenden Healthcare-Markt sollte die Biotechindustrie auch in Zukunft überproportional profitieren.

## MBB Industries: Tochter bereitet Kopfschmerzen

Die auf mittelständische Industrieunternehmen ausgerichtete Beteiligungsgesellschaft MBB Industries bekommt den zunehmend rauen Wind der Konjunktur zu spüren. Die börsennotierte Tochter Delignit verzeichnete zuletzt eine deutlich schwächere Nachfrage nach ihren holzbasierten Werkstoffen, die u.a. in der Automobilindustrie zum Einsatz kommen. Als direkte Konsequenz hieraus schraubte auch MBB seine Jahresprognose nach unten. Erwartet wird demnach ein Gewinn pro Aktie von mindestens 1,30 EUR. Die alte Messlatte lag bei 1,65 EUR. Gleichzeitig betonte der Vorstand die gute finanzielle Situation. So stehen 24 Mio. EUR für den weiteren Ausbau des Portfolios zur Verfügung. Auch das Umsatzziel von über 190 Mio. EUR wurde beibehalten.

**SI-Kommentar:** Die Gewinnwarnung kann eigentlich niemanden überraschen. Allerdings dürften sich die Probleme bei Delignit nicht kurzfristig lösen lassen. MBB ist unserer Ansicht nach aufgrund der schreienden Unterbewertung (KGV 4) dennoch einen Blick wert.

Marcus Wessel



# Ganz oder gar nicht

*Es fällt in diesen Tagen zugegeben nicht immer leicht, einen kühlen Kopf zu bewahren. Während die Börsen Achterbahn fahren, setzen wir wie angekündigt unsere Einkaufstour fort.*

Wie ereignisreich die letzten Wochen waren, das lässt sich ganz einfach an der Zusammensetzung des Musterdepots ablesen. Das zwecks Absicherung herein genommene DAX-Shortzertifikat wurde zwischenzeitlich bei einem Indexstand von ca. 5.100 Punkten wieder verkauft. Rückblickend betrachtet sicherlich zu früh, dennoch brauchen wir uns insgesamt mit dem Timing unserer Transaktionen nicht vor anderen Depots verstecken. Wurden wir vor wenigen Monaten noch dafür belächelt, als wir für den Herbst einen DAX-Stand von 5.000 prognostizierten, ist selbst diese Marke mittlerweile noch signifikant unterbo- >>

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EUR) STICHTAG: 17.10.2008  
 PERFORMANCE: -6,8% SEIT JAHRESANFANG (DAX: -40,7%); -10,7% GG. VORMONAT (DAX: -22,8%); +135,0% SEIT DEPOTSTART (DAX: +86,9%)

	WKN	BRANCHE/ LAND	SIP*	C/R*	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT	WERT AKT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE	
											VORMONAT	SEIT KAUF
UNITED INTERNET [D] <b>IK</b>	508 903	INTERNET	A	8/5	2.000	08.10.08	5,65	7,10	14.200	6,0%	-	+25,7%
ASKNET [D] <b>IK</b>	517 330	INTERNET-SOFTWARE	B	7/6	2.000	08.10.08	4,20	5,00	10.000	4,3%	-	+19,0%
BERTHOLD HERMLE VZ. [D] <b>IK</b>	605 283	MASCHINENBAU	B	6/4	200	08.10.08	53,00	61,80	12.360	5,3%	-	+16,6%
BAUER [D] <b>IK</b>	516 810	SPEZIALBAU	A	7/5	400	08.10.08	26,00	30,11	12.044	5,1%	-	+15,8%
BAADER [D]	508 810	MAKLER	A	8/6	5.000	08.10.08	2,05	2,25	11.250	4,8%	-	+9,8%
FUCHS VZ. [D]	579 043	SCHMIERSTOFFE	B	6/4	400	08.10.08	34,05	32,50	13.000	5,5%	-	-4,6%
DEUTSCHE BÖRSE [D]	581 005	FINANZDIENSTL.	B	8/6	200	08.10.08	61,50	54,80	10.960	4,7%	-	-10,9%
EUROFINS [D/F]	910 251	ANALYTIK	B	8/6	200	15.10.08	56,30	49,50	9.900	4,2%	-	-12,1%
HIGHLIGHT [CH]	920 299	MEDIEN	B	6/4	2.500	12.03.08	6,75	5,85	14.625	6,2%	-14,1%	-13,3%
PHÖNIX SOLAR [D]	A0B VU9	SOLAR	B	7/5	250	15.10.08	32,85	28,30	7.075	3,0%	-	-13,9%
TELEPLAN [NL] <b>IK</b>	916 980	OUTSOURCING	B	8/6	9.000	29.09.08	1,04	0,89	8.010	3,4%	-	-14,4%
EQUITYSTORY [D] <b>IK</b>	549 416	INVESTOR RELATIONS	B	5/3	400	06.10.08	21,30	17,80	7.120	3,0%	-	-16,4%
PANORAMIC RES. [AUS] <b>IK</b>	A0Q 29H	NICKELPRODUZENT	B	8/5	15.000	15.10.08	0,67	0,56	8.400	3,6%	-	-16,4%
SOHU.COM [CHN] <b>IK</b>	502 687	INTERNET	B	8/6	250	04.09.08	46,50	37,95	9.488	4,0%	-13,0%	-18,4%
BANPU [THAI] <b>IK</b>	882 131	KOHLEPRODUZENT	B	7/6	2.000	04.04.07	4,72	3,74	7.480	3,2%	-44,7%	-20,8%
ADVANCED INFLIGHT [D] <b>IK</b>	126 218	MEDIEN	C	6/4	5.000	22.12.04	1,84	1,45	7.250	3,1%	-21,6%	-21,2%
ORAD HI-TEC [ISR] <b>IK</b>	928 634	3D-SOFTWARE	B	7/6	3.000	06.08.08	2,65	1,93	5.790	2,5%	-15,4%	-27,2%
RATIONAL [D]	701 080	KÜCHENGERÄTE	B	7/5	100	06.08.08	116,41	80,65	8.065	3,4%	-34,7%	-30,7%
PALFINGER [ÖST] <b>IK</b>	919 964	SPEZIALKRÄNE	B	7/5	600	21.06.06	17,97	12,20	7.320	3,1%	-9,8%	-32,1%
KRONES [D] <b>IK</b>	633 500	MASCHINENBAU	C	7/5	300	18.04.07	48,17	31,32	9.396	4,0%	-23,6%	-35,0%
INTEGRALIS [D]	515 503	IT-SICHERHEIT	B	7/6	2.000	20.11.07	5,20	3,37	6.740	2,9%	-32,6%	-35,2%
SINO-Forest [CHN] <b>IK</b>	899 033	HOLZPRODUZENT	B	8/6	800	09.09.08	11,20	6,00	4.800	2,0%	-45,6%	-46,4%
STRATECO RES. [CAN] <b>IK</b>	A0C AKR	URAN-EXPLORER	B	9/8	10.000	08.10.08	0,67	0,30	3.000	1,3%	-	-55,2%
GREAT BASIN GOLD [CAN]	885 375	GOLDEXPLORER	C	6/5	3.000	31.10.07	2,50	0,75	2.250	1,0%	-50,0%	-70,0%
AURELIUS [D] <b>IK</b>	A0J K2A	SANIERUNGSSPEZ.	B	8/5	250	26.10.07	38,00	10,81	2.703	1,1%	-34,9%	-71,6%
SILVER STAND. RES. [CAN] <b>IK</b>	858 840	SILBEREXPLORER	C	7/5	400	03.10.07	25,61	6,50	2.600	1,1%	-51,1%	-74,6%

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

\* SIP: Das SI-Potenzialometer 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	215.825	91,8%
LIQUIDITÄT	19.180	8,2%
GESAMTWERT	235.005	100,0%

**IK:** Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 8!

HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

ten wurden. Natürlich kann uns das Minus von über 10% im Vergleich zum Vormonat nicht wirklich zufrieden stellen – insbesondere die ausgeprägte Kursschwäche vieler Edelmetall- und Rohstoffwerte hat uns dann doch auf dem falschen Fuß erwischt –, da wir uns aber mit dem Depot auch an den Richtlinien vergleichbarer Aktienfonds orientieren wollen, die eine Mindest-Investitionsquote von 50% beachten müssen, war es nahezu unmöglich, ohne Verluste durch die momentane Kapitulationsphase zu kommen. Bewusst haben wir an einigen Positionen festgehalten, auch wenn abzusehen war, dass wir diese nochmals günstiger bekommen dürften. Im Gegenzug sollte die Absicherung zumindest einen Teil der anfallenden Kursverluste ausgleichen.

**Kalkulierter Kaufrisiko**

Wir sind unserer Ankündigung, die hohe Cashquote in den nächsten Wochen deutlich zurückfahren zu wollen, ohne Wenn und Aber gefolgt. Als Entscheidungsgrundlage diente die von uns bereits vor drei Monaten vorgestellte Watch-

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE UND VERKÄUFE WÄHREND DER LETZTEN VIER WOCHEN					
DURCHGEFÜHRTE KÄUFE	WKN	KURS	STÜCKZAHL	KAUFWERT	
TELEPLAN	916 980	1,04	9.000	9.360,00	
DAX SHORTZERTIFIKAT	TB1 NMK	10,15	1.500	15.225,00	
EQUITYSTORY	549 416	21,30	400	8.520,00	
ASKNET	517 330	4,20	2.000	8.400,00	
BAADER	508 810	2,05	5.000	10.250,00	
BAUER	516 810	26,00	400	10.400,00	
HERMLE VZ.	605 283	53,00	200	10.600,00	
DEUTSCHE BÖRSE	581 005	61,50	200	12.300,00	
FUCHS VZ.	579 043	34,05	400	13.620,00	
STRATECO RES.	A0C AKR	0,67	10.000	6.700,00	
UNITED INTERNET	508 903	5,65	2.000	11.300,00	
PHÖNIX SOLAR	A0B VU9	32,85	250	8.212,50	
PANORAMIC RES.	A0Q 29H	0,67	15.000	10.050,00	
EUROFINS	910 251	56,30	200	11.260,00	

DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE				VERK.WERT	PERFORMANCE
DAX SHORTZERTIFIKAT	TB1 NMK	17,25	1.500	25.875	+70,0%

list. Es bedarf dazu im aktuellen Umfeld sicherlich Mut und einer eigenen Meinung. Vor allem letzteres ist an der Börse aber in jeder Phase unverzichtbar. Im Ergebnis schlugen wir gleich ein Dutzend Mal zu. Auf die jeweilige Story werden wir in den nächsten Monaten noch ausführlich eingehen. Wer nicht so lange warten will oder kann, dem empfehlen wir einen Blick in unsere älteren Ausgaben zu werfen. Über alle Aktien haben wir im Smart Investor bereits in der einen oder anderen Form berichtet. An dieser Stelle können wir zunächst nur eine grobe Einordnung vornehmen. Mit Baader, der Deutschen Börse und dem Investor Relations-Dienstleister EquityStory (IK) setzen wir im Einklang mit unserem Marktausblick auf eine baldige Trendwende an den Börsen nach oben, von der insbesondere diese drei Unternehmen profitieren sollten. Gerade ein Makler

**Cross Links**

**GoingPublic Magazin 11/2008**



- ◆ Titelstory: Bahn-IPO hat Verspätung
- ◆ Bedeutung des Finanzstandorts Deutschland
- ◆ Neusegmentierung des Open Market
- ◆ M&A und Private Equity in & nach der Krise
- ◆ Corporate Governance Trends 2008

+ Sonderbeilage „Medizintechnik 2008“

Weitere Informationen unter [www.goingpublic.de](http://www.goingpublic.de)

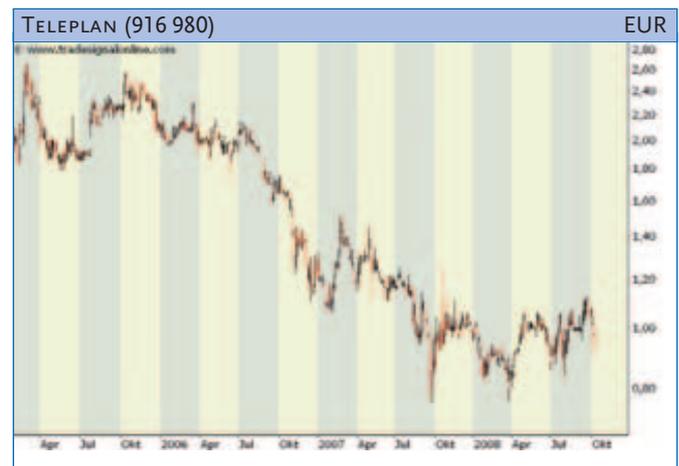
**VentureCapital Magazin 11/2008**

- ◆ Unternehmensverkauf in der Kreditkrise – lohnt sich das noch?
- ◆ Interview mit Michael Schneider, Vorstandsvorsitzender, LfA Förderbank Bayern
- ◆ Reform der Erbschaftsteuer in Deutschland
- ◆ Innovationsfinanzierung in Sachsen-Anhalt
- ◆ Corporate Finance-Beratung: Nutzen und Kosten



+ Sonderbeilage „Private Equity in den neuen Bundesländern“

Ausgewählte Beiträge und weitere Informationen unter [www.vc-magazin.de](http://www.vc-magazin.de)



wie Baader reagiert praktisch wie ein Optionsschein auf die Entwicklung der Indizes, während für die Deutsche Börse ein hohes Handelsvolumen bei hoher Volatilität von Vorteil ist. Die Technologie-Karte wollen wir mit United Internet (IK), Asknet (IK) und Teleplan (IK) spielen. Letztere bietet zudem eine spannende Turnaround-Story, die bislang von der Börse noch nicht honoriert wurde. Wir glauben auch weiterhin an die deutsche Industrie und den deutschen Maschinenbau. Folglich bestücken wir das Depot mit Aktien von Bauer (IK), Fuchs Petrolub

und Berthold Hermle (IK). Erst kürzlich hatten wir Gelegenheit, mit Prof. Thomas Bauer zu sprechen. Der Vorstandschef bestätigte die noch im August angehobenen Jahresziele (siehe hierzu auch S. 66). Schließlich griffen wir bei den beiden Rohstoff-Werten Panoramic (IK) und Strateco (IK) ins fallende Messer. Schmerzen bleiben da erstmal nicht aus, wobei wir bei dem Uran-Explorer Strateco ganz bewusst eine nur kleine Position eingegangen sind.

**Willkommen in der Realwirtschaft**

Während Volkswirte noch darüber diskutieren, wie stark und nachhaltig sich die Finanzkrise auf die Realwirtschaft auswir-



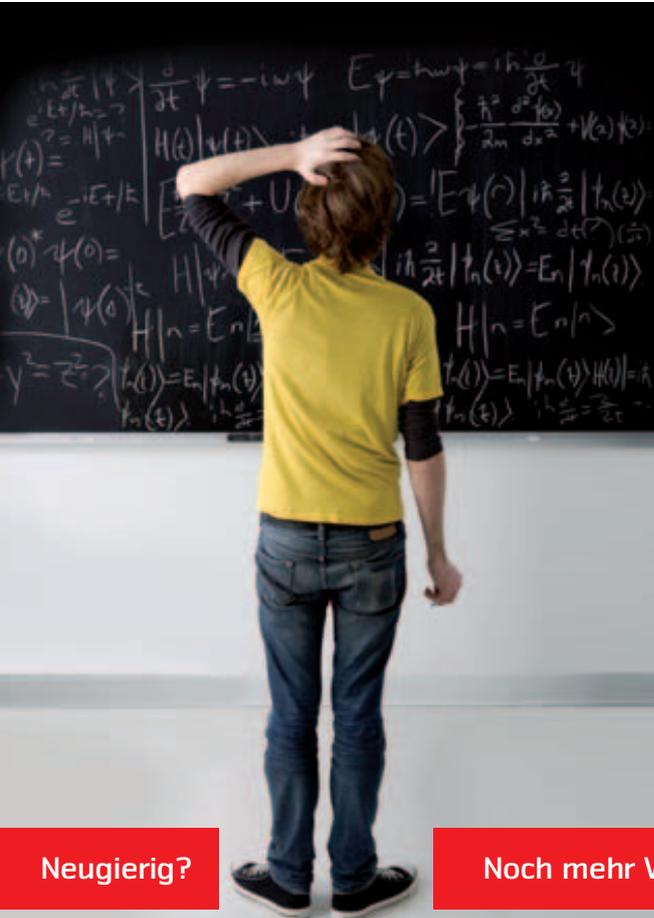
**JEDEN DIENSTAG: SMART INVESTOR WEEKLY!**

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](http://www.smartinvestor.de) veröffentlicht. Dort kann man sich auch für die Versendung registrieren.

ken dürfte, melden erste Unternehmen, dass sich die Investitionszurückhaltung in ihren Auftragsbüchern bemerkbar macht. Mit diesem Bekenntnis verunsicherte zuletzt auch unser Musterdepotwert Rational seine Aktionäre. Der Vorstand musste für das dritte Quartal enttäuschende Umsatz- und Ergebniszahlen bekannt geben, die sogar unter den jeweiligen Vorjahreswerten hereinkamen. Allerdings leidet der Profiküchen-Ausstatter Rational auf einem sehr hohen Niveau. So erreichte man auch in diesem schwierigen Umfeld eine operative Marge von beinahe 25%. Davon können die meisten anderen Unternehmen selbst in Boomzeiten nur träumen. Zwar hat auch uns das verhältnismäßig schlechte Abschneiden im dritten Quartal auf dem falschen Fuß erwischt, dennoch glauben wir an die Innovationskraft des Unternehmens. Zumal Rational schon für das laufende Quartal eine Besserung erwartet. Neue Modelle und eine Vertriebsoffensive sollen das Geschäft ankurbeln.



Anzeige



# WISSEN?

## Das geht auch einfacher!

Die Aus- und Weiterbildung liegt uns am Herzen! Deswegen erwartet Sie der neue Wissensbereich von Godmode-Trader.de mit noch besseren Funktionen!

- Börsenbegriffe verstehen im Video
- Umfassender Chartlehrgang
- Grundlagenwissen zu Anleihen, Steuern, Anlagezertifikaten, Hebelprodukten und Optionsscheinen, Futures, Devisen, CFDs, ETFs und Rohstoffe



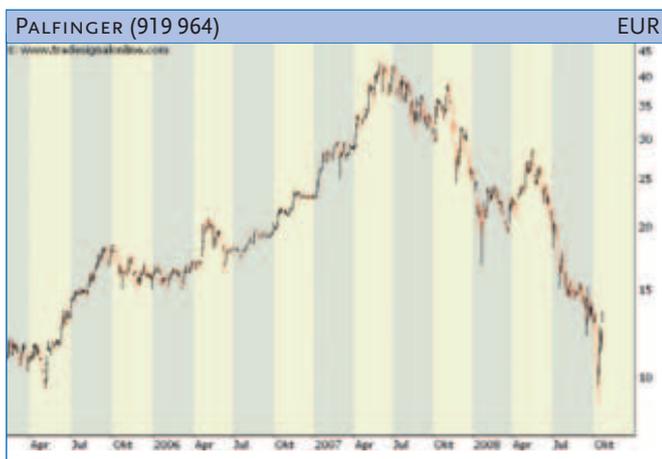
Neugierig?

Noch mehr Wissen erwartet Sie auf [www.godmode-trader.de/wissen](http://www.godmode-trader.de/wissen)

Wissen schaffen - jetzt auch mit Wiki-Funktion:  
Tragen Sie Ihr Börsenwissen bei uns ein!

WATCHLIST (ERSTMALIG ABGEDRUCKT IN SMART INVESTOR 8/2008, S. 24)											
NAME	WKN	BRANCHE	KURS	MARKETCAP*	EP A 08E	EP A 09E	KG V 08E	KG V 09E	UMSATZ 08E	EMPFEHLUNG	
2G BIO-ENERGIE	A0H L8N	ALTERNATIVE ENERGIEN	3,35	14	0,30	0,60	11,2	5,6	30,0	ABWARTEN	
3U (IK)	516 790	TELEKOM/BETEILIGUNGEN	0,44	21	0,14	0,11	3,1	4,0	70,0	KAUFENSWERT	
ANVIL	A0B 5NR	KUPFERPRODUZENT	1,57	115	0,90	1,00	1,7	1,6	210,0	ABWARTEN	
ASKNET (IK)	517 330	SOFTWARE-DISTRIBUTOR	5,00	25	0,02	0,50	250,0	10,0	91,0	GEKAUFT	
BAADER	508 810	WERTPAPIERHANDELSBANK	2,25	104	0,40	0,60	5,6	3,8	k.A.	GEKAUFT	
BAUER (IK)	516 810	SPEZIALTIEFBAU	30,11	512	6,00	6,50	5,0	4,6	1400,0	GEKAUFT	
BAYWA	519 406	HANDEL	22,75	751	1,70	1,50	13,4	15,2	8600,0	KAUFENSWERT	
BERTHOLD HERMLE (IK)	605 283	MASCHINENBAU	61,80	62	9,00	7,50	6,9	8,2	260,0	GEKAUFT	
BERTRANDT	523 280	INGENIEURDIENSTLEISTER	14,00	141	3,00	3,00	4,7	4,7	400,0	ABWARTEN	
BIJOU BRIGITTE	522 950	EINZELHANDEL	68,00	551	9,00	9,00	7,6	7,6	380,0	ABWARTEN	
COR	508 320	VERSICHERUNGS-SOFTW.	3,50	42	0,36	0,42	9,7	8,3	50,0	KAUFENSWERT	
DEUTSCHE BÖRSE	581 005	FINANZPLATZ	54,80	10.686	5,50	6,00	10,0	9,1	2600,0	GEKAUFT	
ENVIO (IK)	A0N 4P1	ENTSORGER	4,38	34	0,36	0,50	12,2	8,8	15,0	KAUFENSWERT	
EQUITYSTORY (IK)	549 416	IR-DIENSTLEISTER	17,80	21	2,00	2,30	8,9	7,7	10,0	GEKAUFT	
EUROFINS	910 251	ANALYTIK	49,50	693	1,55	2,20	31,9	22,5	620,0	GEKAUFT	
FIRST MAJESTIC SIL.	A0L HKJ	SILBEREXPLORER	0,81	60	0,08	0,15	10,1	5,4	k.A.	ABWARTEN	
FORTEC	577 410	SYSTEMZULIEFERER	5,50	16	0,75	0,78	7,3	7,1	45,0	KAUFENSWERT	
FUCHS PETROLUB	579 043	SCHMIERSTOFFE	32,50	423	5,30	5,60	6,1	5,8	1400,0	GEKAUFT	
HÖFT & WESSEL	601 100	MOBILE DATENERFASSUNG	3,20	27	0,50	0,62	6,4	5,2	110,0	ABWARTEN	
INIT (IK)	575 980	VERKEHRSTELEMATIK	5,90	58	0,65	0,75	9,1	7,9	57,0	KAUFENSWERT	
K+S	716 200	KALIPRODUZENT	33,50	5.528	4,50	6,00	7,4	5,6	4500,0	KAUFENSWERT	
NEW VALUE	552 932	BETEILIGUNGEN	11,85	39	k.A.	k.A.	N.BER.	N.BER.	k.A.	ABWARTEN	
ORAD (IK)	928 634	3D-SOFTWARE	1,93	21	0,24	0,29	8,0	6,7	19,5	GEKAUFT	
PANORAMIC (IK)	A0Q 29H	NICKELPRODUZENT	0,56	107	0,15	0,16	3,7	3,5	177,0	GEKAUFT	
PHOENIX SOLAR	A0B VU9	SOLARPROJEKTIERER	28,30	190	2,80	3,20	10,1	8,8	380,0	GEKAUFT	
R.STAHL	725 772	EXPLOSIONSSCHUTZ	22,30	143	2,85	2,95	7,8	7,6	225,0	ABWARTEN	
RATIONAL	701 080	KÜCHENGERÄTE	80,65	911	6,70	7,40	12,0	10,9	365,0	GEKAUFT	
RENK	785 000	GETRIEBE	47,30	331	7,00	7,40	6,8	6,4	500,0	ABWARTEN	
SCHALTBAU (IK)	717 030	VERKEHRSTECHNIK	36,23	69	6,20	6,20	5,8	5,8	265,0	KAUFENSWERT	
SGL CARBON (IK)	723 530	CARBON-/ GRAPHITPROD.	18,85	1.205	2,80	2,95	6,7	6,4	1550,0	KAUFENSWERT	
SINO-FOREST (IK)	899 033	FORSTWIRTSCHAFT	6,00	1.096	0,81	1,05	7,4	5,7	676,0	GEKAUFT	
SOHU (IK)	502 687	INTERNET	37,95	1.442	2,68	3,15	14,2	12,0	250,0	GEKAUFT	
STO VZ.	727 413	BAU	35,80	90	7,50	7,70	4,8	4,6	925,0	ABWARTEN	
STRATECO RES. (IK)	A0C AKR	URAN-EXPLORER	0,30	35	k.A.	k.A.	N.B.	N.B.	k.A.	GEKAUFT	
SURIKATE	A0L R4W	BETEILIGUNGEN	8,74	26	1,20	1,55	7,3	5,6	71,0	ABWARTEN	
TELEPLAN (IK)	916 980	REPERATURDIENSTLEISTER	0,89	57	0,12	0,12	7,4	7,4	316,0	GEKAUFT	
UNITED INTERNET (IK)	508 903	INTERNET-HOLDING	7,10	1.782	0,78	0,90	9,1	7,9	1750,0	GEKAUFT	
VECTRON	A0K EXC	KASSENSYSTEME	17,00	26	2,00	2,25	8,5	7,6	28,0	ABWARTEN	
VITA34 (IK)	A0B L84	BLUTBANK	4,80	12	-0,75	0,40	N.BER.	12,0	16,0	ABWARTEN	
WMF VZ.	780 303	KÜCHENARTIKEL	14,15	67	3,00	2,80	4,7	5,1	800,0	KAUFENSWERT	

\*) in Mio.; alle Angaben in Euro



### Palfinger (IK) kauft zu, Aurelius (IK) mit Sonderertrag

Mutig erscheint der Schritt des Palfinger-Managements, ausgerechnet in der jetzigen Situation in den USA zuzukaufen. Die Österreicher übernehmen den bisher in Familienbesitz befindlichen Hersteller von LKW-Aufbauten Omaha Standard. Bei Ladebordwänden zähle das Unternehmen mit einem Jahresumsatz von umgerechnet 55 Mio. EUR zu den Top 3 auf dem nord-amerikanischen Markt. Palfinger baut damit seine Präsenz in der Region konsequent weiter aus. Auch der Aspekt des „Natural Hedging“ spielte in die Entscheidung mit hinein. Aurelius, die im vergangenen Monat mit dem Einstieg beim Konkurrenten Arques für Schlagzeilen sorgten, haben sich von einem Teil ihrer Beteiligung an der französischen Bank CDGP getrennt. Eine Tochter der BNP Paribas zahlte für den 15%-Anteil an der auf Konsumentenkredite spezialisierten Bank einen Kaufpreis von



rund 12 Mio. EUR. Der Verkauf wird nach Aussagen von Aurelius-Chef Dr. Dirk Markus im laufenden Quartal zu einem signifikanten Sonderertrag führen.

**Rohstoff-Aktien im freien Fall**

Die selbst im Vergleich zu einem taumelnden Gesamtmarkt nochmals deutlich ausgeprägte Kursschwäche vieler Rohstoff- und Edelmetallwerte hat auch uns überrascht. Dass Titel wie Silver Standard (IK) und Great Basin praktisch in den freien Fall übergehen, können wir uns nur mit Zwangsverkäufen im großen Stil erklären. Offenbar müssen nicht wenige Rohstofffonds aufgrund von massiven Mittelabflüssen ihre Positionen liquidieren. Selbst wenn die Buchverluste beinahe Besorgnis erregende Ausmaße angenommen haben, gehen wir längerfristig nach wie vor von steigenden Rohstoffpreisen aus. Zuvor müssen allerdings die letzten Spekulanten aus dem Markt gedrängt und dieser auf eine drastische Art bereinigt werden. Ob das bereits jetzt schon der Fall ist, wagen wir noch nicht zu sagen.

**Fazit**

Bislang sind wir mit kleinen Blessuren durch dieses in vielerlei Hinsicht außergewöhnliche Börsenjahr gekommen, das mit Sicherheit in die Geschichte eingehen wird. Unsere defensive Strategie zahlte sich gerade in den letzten Wochen aus. Doch nun gilt es, den Hebel umzulegen und sich nicht von der geschürten Panik anstecken zu lassen. Dass wir ausgerechnet jetzt einen Großteil unserer Liquidität investieren, ist kein Zufall, sondern von langer Hand geplant und angekündigt. In dieser Hinsicht sind wir mehr als transparent und berechenbar. Mit Blick auf die nächsten Wochen wollen wir außerdem nicht ausschließen, den einen oder anderen unserer alten Musterdepottitel doch noch zu verkaufen. Das Geld würden wir dann aber umgehend für den Kauf neuer Werte einsetzen. ■

*Marcus Wessel*

**HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT (IK)**

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



„ **Münchner Börsentag – wir sind dabei!** “

**Samstag, 8. November 2008,  
9.00 bis 18.00 Uhr**

**Neuer Veranstaltungsort !**

im Forum am Deutschen Museum  
Museumsinsel 1, 80538 München

**Eintritt frei!**

**Informieren Sie sich bei den  
Experten – gerade jetzt!**

**Zahlreiche Vorträge:**

- Marktausblicke
- Abgeltungssteuer
- Geldanlage
- etc.

[www.muenchner-boersentag.de](http://www.muenchner-boersentag.de)





Die eCAPITAL entrepreneurial Partners AG ist eine unternehmergeführte Venture Capital-Gesellschaft mit Sitz in Münster. Seit 1999 begleiten wir aktiv innovative Unternehmer in zukunftssträchtigen Branchen. Wir investieren bundesweit in Unternehmen in der Early Stage und Later Stage Phase, ebenso wie in den „kleinen Mittelstand“.

Zum Ausbau unseres Managementteams in Münster suchen wir zum nächstmöglichen Zeitpunkt Mitarbeiter/innen für die Position

**Investment Manager/in**

Detaillierte Informationen zu der ausgeschriebenen Stelle, zum Team und zum Unternehmen finden Sie auf unserer Homepage. Wir freuen uns auf Ihre Bewerbung!

Sigrid Wolters  
 eCAPITAL entrepreneurial Partners AG  
 Hafengeweg 24, 48155 Münster  
 tel.: +49 / 251 / 70 37 67 -0  
 www.ecapital.de · bewerbung@ecapital.de



**GoingPublicMedia**

AKTIENGESELLSCHAFT

Wir sind ein etablierter, unabhängiger Finanzzeitschriften-Fachverlag mit Fokus auf Themen rund um Technologie, Unternehmensfinanzierung und Investment/Börse.

Für unser Magazin DIE STIFTUNG suchen wir zum nächstmöglichen Zeitpunkt eine(n)

**Project Manager(in) /  
 Key Account Manager(in)**

mit Erfahrung im Bereich Kundenbetreuung/Sales

Sie sollten sich bewerben, wenn Sie ein sicheres Auftreten, sehr gute Deutschkenntnisse in Wort und Schrift, großes Engagement, Dienstleistungsbewusstsein und Eigeninitiative sowie ein ausgeprägtes Interesse an Wirtschafts-, Finanz- und Stiftungsthemen mitbringen.

Wir freuen uns auf Ihre aussagekräftige Bewerbung!

**GoingPublic Media AG, Hofmannstr. 7a,  
 81379 München, Tel. 089-2000 339 - 0,  
 Ansprechpartner: Markus Rieger, Vorstand,  
 E-Mail: rieger@goingpublic.de**

*Der Stellenmarkt von GoingPublic  
 Magazin, VentureCapital Magazin  
 und Smart Investor*

Mit der Ausgabe 9/06 starteten GoingPublic Magazin, VentureCapital Magazin und Smart Investor ihren gemeinsamen Stellenmarkt in Zusammenarbeit mit eFinancial Careers, der renommierten Finanz-Jobbörse im Internet. Noch gelten besonders günstige Einstiegs-tarife. So erscheint jede gebuchte Anzeige ohne Mehrkosten in den jeweiligen zwei Schwestertiteln sowie vier Wochen online auf der Plattform eFinancialCareers.de.

**Die aktuelle Preisliste und weitere Informationen erhalten Sie bei:**

GoingPublic Media AG, Anzeigenabteilung  
 Ansprechpartner: Johanna Wagner  
 (Tel. 089-2000339-50, eMail: wagner@goingpublic.de)

In Kooperation mit





## Gesunde Perspektiven

Sie haben zwei juristische Examina mit weit überdurchschnittlichem Erfolg abgelegt und sind juristisch kreativ. Das Spannungsverhältnis zwischen Wettbewerb, Regulierung und zivilrechtlicher Gestaltung reizt Sie. In sich schnell wandelnden Gesundheitsmärkten wollen Sie spannende Transaktionen mitgestalten. Dies sollte in einem internationalen, aber immer noch persönlichen Umfeld geschehen. Sie freuen sich auf einen mehrmonatigen Aufenthalt in einem unserer US-Büros. Sie legen Wert auf eine umfassende Ausbildung und unmittelbaren Mandantenkontakt. Sie erwarten eine den Anforderungen entsprechende Vergütung und suchen eine Kanzlei mit echten Chancen auf Einstieg in die Partnerschaft.

Für unsere Healthcare-Praxis im Münchener Büro suchen wir Rechtsanwälte (w/m) mit oder ohne Berufserfahrung für die Schwerpunkte:

Gesellschaftsrecht/M&A

Öffentliches Recht, Sozialrecht, Pharmarecht und Compliance

McDermott Will & Emery ist eine führende internationale Anwaltskanzlei. In 15 Büros in den USA und Europa beraten mehr als 1.100 Rechtsanwälte in allen wirtschaftsrechtlichen Angelegenheiten. The American Lawyer bewertet die seit mehr als 50 Jahren bestehende Praxis der Kanzlei im Bereich Healthcare als die Nr. 1 in den USA. Auch in Deutschland begleiten namhafte Anwälte der Kanzlei aktiv den Wandel der Gesundheitsmärkte. Wollen Sie diesen Bereich mit uns ausbauen?

Unser Team freut sich auf Sie!

BITTE SENDEN SIE IHRE BEWERBUNGSUNTERLAGEN AN:

Dr. Stephan Rau  
Nymphenburger Str. 3  
80335 München  
Tel.: 089 12 712 0  
Fax: 089 12 712 111  
srau@europe.mwe.com

**McDermott  
Will & Emery**

Rechtsanwälte Steuerberater LLP

[www.mwe.com/germany](http://www.mwe.com/germany)

Boston Brüssel Chicago Düsseldorf Houston London Los Angeles Miami München New York Orange County Rom San Diego  
Silicon Valley Washington, D.C.

Strategische Allianz mit MWE China Law Offices (Shanghai)

# „Vielleicht erleben wir gerade eine Zeitenwende“

*Smart Investor im Gespräch mit Fondsmanager Willie Brand, HWB Capital Management, über Parallelen zur aktuellen Krise, die Disziplin des Fondsmanagers und aktuelle Trendsignale.*

**Smart Investor:** Haben Sie in den vergangenen Tagen viele „Brand“-Reden halten müssen?

**Brand:** Eigentlich nicht. Wir hatten in der vergangenen Woche schon viele Fragen, warum die Fondspreise zurückgegangen sind, und unsere Großanleger fragen schon, ob wir noch abgesichert sind oder nicht. Aber Brandreden musste ich am Telefon nicht halten.

**Smart Investor:** Auch hier in der Redaktion gingen zahlreiche Anrufe ein, viele waren ob der Finanzkrise doch sehr besorgt. Wie sehen Sie die Situation?

**Brand:** Ich würde die Krise am ehesten mit jener in Japan in den Jahren 1989 und 1990 vergleichen. Das habe ich aber schon vor Monaten gesagt. In Japan hatten wir damals eine Spekulationsblase, die den Nikkei bis auf 40.000 Punkte katapultierte. Es gab auch damals viele Zertifikate, Optionen, irgendwie strukturierte Produkte, die Überspekulation war mit KGVs von 50, 60 oder 70 förmlich zu greifen. Dann ist dieser Aktienmarkt ja praktisch binnen Monaten um fast 75% gefallen und die Banken hatten in der Folge kein Eigenkapital mehr. Die Regierung öffnete dann die Geldmarktschleusen, einige Banken wurden auch verstaatlicht. Wenn die Banken untergegangen wären, dann wäre das gesamte System kollabiert. Genau dieses Szenario kopieren heute Amerika und Europa.

**Smart Investor:** Also reichen die Maßnahmen aus?

**Brand:** In meinen Augen wird das Finanzsystem nicht kollabieren. Ich bin aber auch davon überzeugt, dass wir mit diesem Problem noch viele Jahre werden leben müssen. Es wird den Banken jetzt die Chance gegeben, über viele Jahre wieder Geld zu verdienen, um ihr Eigenkapital wieder durch das operative Geschäft stärken zu können. Aber das wird dauern. Ich wüsste keine bessere Lösung als diese staatlichen Stützungsprogramme. Natürlich ist es ein ganz scharfer Eingriff in das kapitalistische System, indem Verluste verstaatlicht und die exorbitanten Gewinne der Privatwirtschaft gelassen werden. Und das wird nun auf den kleinen Bürger über die Steuer umgelegt. Das widerspricht nun aber dem marktwirtschaftlichen System. In Japan hat es funktioniert, aber um den Preis einer Deflation. Sachpreise sind gefallen, also auch Immobilien, der Aktienmarkt hat über 80% verloren. Wenn wir das übertragen, dann könnte uns durchaus das Gleiche bevorstehen. Sicher ist es keineswegs.

**Smart Investor:** Trotzdem sind Sie von einzelnen Aktien noch überzeugt?

**Brand:** Absolut. Die Titel repräsentieren praktisch die Grundbedürfnisse eines jeden Menschen, die Unternehmen erwirtschaften exzellente Erträge, haben kerngesunde Bilanzen. Wenn wir also über eine K+S, eine Sino Forest, eine Schlumberger, eine Schöller Bleckmann reden, dann werden diese auf Jahre hinaus in ihrem Sektor ei-

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



ne herausragende Rolle spielen. Dazu bevorzugen wir Unternehmen mit einer eher familiengeprägten Eigentümerstruktur. Auch setzen wir Umsatzwachstum in den vergangenen Jahren voraus, dazu sollte der Gewinn schneller als der Umsatz zugenommen haben. Auch fordern wir bei Small- und MidCaps mindestens 50% Eigenkapitalquote, bei großen Werten sollten es 30% sein. Über allem steht eine marktbeherrschende Stellung. Das sind die berühmten Preisüberwälzungsspielräume, die ein Unternehmen haben muss. Aktien waren im Übrigen noch nie so günstig wie heute bewertet, wir könnten das Depot eigentlich mit guten Aktien bis oben hin voll machen. Aber wer sagt uns denn, dass selbst diese Aktien im nächsten Jahr nicht noch günstiger sein werden? Ob das Ertragswachstum nämlich aufrechterhalten werden kann, das wird sich alles erst zeigen. In der Bibel steht ja schon geschrieben: Auf sieben fette Jahre folgen sieben magere. Aber schauen Sie sich eine Nestlé an, die wächst stetig bei Umsatz und Gewinn, die Bilanz ist kerngesund, da müssen es keine sieben mageren Jahre sein.

**Smart Investor:** Aber Ihr System deutet ja momentan auf genau das hin?

**Brand:** Richtig, kurz-, mittel- und langfristig generiert unser System derzeit Verkaufssignale zum Beispiel für den DAX. Ich kann auch nicht sagen, wann sich hier etwas zum Positiven hin ändert. Erfahrungsgemäß halten die langfristigen Trends länger als neun Monate, im vergangenen Bullenmarkt hat das System im Mai 2002 ein langfristiges Kaufsignal geliefert, das sich erst im Juli/August letzten Jahres umgekehrt hat. Das Signal hat also fünf Jahre gehalten. Das jetzige Verkaufssignal ist erst ein Jahr alt.

**Smart Investor:** Tut es an Tagen wie dem Montag nach dem Rettungspaket-Wochenende nicht weh, voll abgesichert zu sein?

**Brand:** Oh ja, das tut sehr weh. Aber entweder wir halten uns an das System oder nicht. Immerhin hat es 30 Jahre gedauert, bis das Sys-

Willie Brand vertraut zum Beispiel auf die Bohrexpertise der österreichischen Schöller Bleckmann Oilfields.  
Foto: SPO



tem aus den verschiedenen, miteinander kombinierten Modellen entstanden ist. Wir geben in das System die täglichen Preise eines Index, also Eröffnung, Schluss, Hoch und Tief, ein. Steigen diese Preise nun über einen längeren Zeitraum, dann sagt unser System, es handelt sich um ein Kaufsignal. Wir arbeiten hier also mit einer reinen Zahlenreihe. Je nach kurz-, mittel- und langfristiger Zahlenreihe generieren wir kurz-, mittel- und langfristige Signale.

**Smart Investor:** Ihr System hat ja vor zwei Monaten ein langfristiges Kaufsignal für den US-Dollar gegeben, das passt doch mit der fundamentalen Sicht nicht zusammen?

**Brand:** Wenn Sie mich so fragen, dann müsste ich eigentlich abgesichert sein (*lacht*). Ich denke, der Dollar ist überbewertet, denn die Amerikaner bzw. der Dollarraum haben so viele Schulden, die wahrscheinlich nie mehr zurückgezahlt werden können. Nur über

eine Abwertung wird das wohl jemals abgetragen können. Daran sehen Sie aber, wie sehr ich mich an das System halte und meine eigene Meinung eher außen vor lasse. Beim Ölpreis haben wir übrigens immer noch ein langfristiges Kaufsignal. Öl ist neben Wasser die wohl knappste Ressource auf unserem Globus, da es nicht substituierbar ist. Angebot und Nachfrage bestimmen hier den Preis, und langfristig kann der Ölpreis eigentlich nur nach oben gehen.

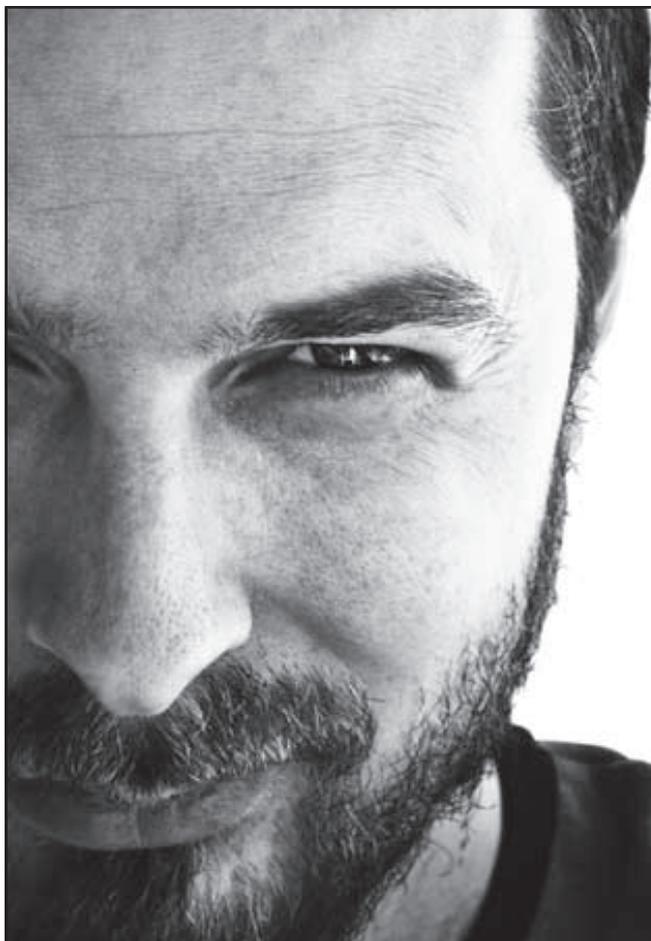
**Smart Investor:** Hier wird ja auch China seinen Teil dazu beitragen.

**Brand:** Das stimmt. Wir berücksichtigen hier zum Beispiel auch Werte wie Li Ning. In Asien wird unseres Erachtens langfristig die Musik spielen. China hat heute bereits eine gesündere Kapitalbasis als Amerika, finanziert das Haushaltsdefizit der USA, die Arbeitskräfte dort arbeiten für einen Bruchteil dessen, was bei uns bezahlt werden muss. China wird die westlichen Industrienationen in 20 Jahren überholt haben. Wir erleben vielleicht gerade die viel zitierte Zeitenwende und wie sich die Gewichte in der Weltwirtschaft verschieben. Wenn Sie sich einmal überlegen, dass die chinesische Regierung vor drei Wochen ihren Unternehmen verboten hat, US-Banken Geld zu leihen. Stattdessen kaufen sich die Chinesen an der Wall Street ein. Damit dürften die Amerikaner ihre Vormachtstellung verloren haben – und zwar wirtschaftlich wie politisch.

**Smart Investor:** Ob das die Amerikaner auch so sehen? Haben Sie vielen Dank für das Gespräch. ■

Interview: Tobias Karow

Anzeige



“Unglaublich...  
interaktive Charts mit Backtesting in meinem  
Browser und es kostet mich keinen Cent.”

**tradesignal**<sup>®</sup>

interactive online charting

[www.tradesignalonline.com](http://www.tradesignalonline.com)



# Über Baisse, Hausse und Crack-up-Boom



## Sturm und Drang

„Mut zeigt auch der Mameluck, Gehorsam ist des Christen Schmuck.“ (*Schiller; Der Kampf mit dem Drachen*)

Ganz in der Tradition altbayerischer Kavallerie ist Ihnen ein bemerkenswertes Husarenstück gelungen. Nicht nur den Mut zu haben, den Put glattzustellen, sondern auch die Disziplin, sofort – mitten im Jammertal – mit angelegter Lanze und Trompetenschmetter nach vorher definierter Liste einzukaufen; das ist schon taktisch brillant. Allen schuldigen Respekt. Wie es strategisch ausgeht, wird man sehen.

*Peter Faltermaier*



Schön formuliert! Jetzt fehlt in der Tat nur noch die Erfüllung unserer gewagten Prognosen.



## Japanische Verhältnisse schon jetzt?

Mich beschäftigt eine Frage immer mehr: Wieso gehen Sie davon aus, dass der weltweite Kollaps des Finanzsystems erst in zwei bis drei Jahren stattfinden wird und nicht schon jetzt? Dr. Jens Ehrhardt z.B. geht davon aus, dass dies im Worst-Case-Szenario schon jetzt der Fall sein könnte und wir uns auf Zeiten wie in Japan in den 90er Jahren zubewegen.

*Stephan Gerwert*



Der Unterschied zu Japan ist folgender: Die westlichen Staaten greifen derzeit in einer ungeheuerlichen Weise in die Wirtschaft ein, so dass wir ein hochinflationäres Szenario bei gleichzeitig niedrigen Zinsen bekommen werden.

Noch kann der Staat handeln. Wenn er es in drei oder vier Jahren nicht mehr können wird, dann kommt es zum Kollaps. Der Vergleich mit Japan ist unserer Ansicht nach auch deshalb nicht passend, weil das Land damals als einziges eine Blase hatte. Die dortigen Reflationierungsmaßnahmen der 90er führten dazu, dass das Geld an die Nasdaq floss und dort eine weitere Blase erzeugte. Dadurch, dass heute das Finanzwesen sowohl in Europa als auch in den USA verstaatlicht wird, kann man das Geld „im Lande“ halten. Mehr dazu auch im „Großen Bild“ ab S. 47



## Neue Hochs?

In Ihrer aktuellen Ausgabe vertreten Sie die Ansicht, dass nun eine neue Hausse beginnt. Gehen Sie davon aus, dass die Börsen bzw. der DAX in den nächsten Jahren neue All-Time-Highs sehen werden? Oder wird es nur eine große Rallye sein, bevor ein weiterer Crash kommt, der neue Tiefstände mit sich bringen wird?

*Stelios Tzotzis*



Wir bleiben bei unserer Meinung, dass der DAX in den kommenden Jahren neue All-Time-Highs erreichen und das Oktober-Tief nicht mehr unterschritten wird. Aber nicht deshalb, weil der DAX-Chart so gut aussieht, sondern weil nun ein Strukturbruch stattgefunden hat: Der Staat greift nun extrem in die Wirtschaft ein, und das wird unserer Meinung nach zu diesem Crack-up-Boom führen.



## Ende der Baisse ...

Ich bin zwar schon seit 1996 an der Börse aktiv, aber jedes Mal in Crashzeiten stellt man sich die Frage: Ist diesmal alles anders? Sprich: Kommt diesmal die Erholung nicht? Einige Internet- und Neuer Markt-Werte haben ja schon einmal gezeigt, dass es möglich ist, dass es zu keiner Erholung kommen wird. Damals war es für viele Werte einfach aus. Kaum vorstellbar, dass dies auch einmal für DAX-Werte gelten kann.

*Matthias Reich*



Die Börse strapaziert unser aller Nerven immer wieder aufs Neue. Das geht uns Journalisten nicht anders. Dass die Probleme nun noch existentieller sind, stellen Sie zu Recht fest. Es geht jetzt an die Grundfeste unseres Systems. Diesmal allerdings glauben wir, dass Staat und Notenbanken nochmals die ganz große Katastrophe abwenden werden können, aber nur um den Preis, dass wir hochinflationäre Zeiten bekommen und der Kollaps eben um ein paar Jahre nach hinten verschoben wird.



## Österreicher

Die prognostizierte Hausse bezeichnen Sie mit Crack-up-Boom. Ich würde sie im Sinne der österreichischen Schule „finale Blase der Kreditexpansion mit abschließendem Crack-up-Boom“ nennen. Von Mises bezeichnet die Endphase, in der die breite Masse die wahre Natur der Inflation erkennt und in Sachwerte flüchtet, als Crack-up-Boom oder Katastrophenhausse. Es handelt sich nach seinen Ausführungen um einen kurzen Zeitabschnitt der Blow-off-Phase.

*Gerd-Walter Wiederstein*



Mit Ihrer Unterscheidung haben Sie natürlich Recht. Der Crack-up-Boom ist nur das „Finale“ eines großen Kreditzyklus. Allerdings klingt der Ausdruck so gut und ist so prägnant, dass wir ihn hier schon verwendet haben. Nach unseren Zyklen wird die Spitze dieser Börsenblase aber erst im Jahre 2011 erreicht werden.



Smart Investor 10/2008



**Heftpreis in Gold**

Ich empfinde es als einen interessanten Ansatz, den Heftpreis in Goldäquivalenten abzudrucken, so wie Sie dies auf dem Cover der letzten Ausgabe rechts oben getan haben. Allerdings empfinde ich ihn mit 1/45 Unze Gold als recht hoch, entspräche dies doch bei einem Goldpreis von rund 600 EUR einem Heftpreis von knapp 14 EUR. Täusche ich mich, oder haben Sie sich vertan?

*Andreas Grünewald*



Aufgrund irgendeines Fehlers, den wir heute auch nicht mehr nachkonstruieren können, haben wir uns etwa um den Faktor 3 verrechnet. Weder wollten wir damit andeuten, dass der Goldpreis in diesem Maße fallen wird, noch dass wir eine entsprechende Preiserhöhung vorhaben. Tatsächlich hätte es heißen sollen: „1/120 Unze Gold“



**Erst bullish ...**

Ich will ja kein „Korinthenkacker“ sein, aber als treuer SI-Abonnement will ich Sie auf einen kleinen Fehler hinweisen. Sie schreiben im aktuellen „Smart Investor Weekly“, dass Sie seit Jahresanfang bearish für den Markt waren. Das stimmt so nicht! Ich habe extra Ihre Januar-Ausgabe hervorgeholt, in der Sie sich sehr bullish für das Jahr 2008 äußerten. Dass Sie Ihre Meinung sehr schnell revidierten und noch rechtzeitig auf die Short-Seite wechselten, spricht natürlich für Sie, wie auch die Gesamtperformance Ihres Musterdepots.

*Urs Blumenberg*



Die Januar-Ausgabe erscheint Mitte Dezember und da haben Sie Recht: In unserem Jahresausblick waren wir noch bullish. Im Januar/Februar aber drehten wir uns aufgrund der schlechter werdenden Charttechnik. Insofern stimmt unsere Aussage schon, aber Ihre Anmerkung ist auch gerechtfertigt.



**Hin- und hergerissen**

Ich war in den letzten Jahren von Ihrem Magazin hin- und hergerissen. Mal war ich Abonnent, mal habe ich gekündigt um dann wieder zu abonnieren. Auch habe ich manchen Brief geschrieben, um mein Unverständnis über Ihr Musterdepot auszudrücken. Doch, „mea culpa“, letztendlich haben Sie – über die Zeit – eine erstaunliche Konstanz bewiesen, Ihre Zukäufe in der letzten Zeit – Respekt. Mit dieser Strategie haben Sie eine realistische Chance, in 51% der Anlageentscheidungen richtig zu liegen, und nur darum geht es langfristig. Sicherlich wird es auch zukünftig manchen – wahrscheinlich auch mal nicht so positiven – Gedanken meinerseits geben... aber auf eines können Sie sich verlassen: Als Abonnent gehe ich Ihnen nicht mehr verloren.

*Thoralf D.*



Es freut uns, wenn wir Sie durch unsere Leistung überzeugen konnten.

*Die Redaktion 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](mailto:info@smartinvestor.de) oder an die im Impressum angegebene Postadresse senden.*

Anzeige

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

[www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)



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

## KENNENLERN-ABONNEMENT

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

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

Name, Vorname: .....

Postfach/Straße: .....

PLZ, Ort: .....

Telefon: ..... Fax: .....

eMail-Adresse: .....

Ort und Datum: ..... Unterschrift: .....

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

**Coupon bitte einsenden an:**

Smart Investor Media GmbH · Hofmannstr. 7a · 81379 München  
 Telefon: +49 (0) 89-2000 339-0 · Fax-Order: +49 (0) 89-2000 339-38  
 oder online unter [www.smartinvestor.de/abo](http://www.smartinvestor.de/abo)

## „Let's make Money“

Das Timing hätte kaum besser sein können. Pünktlich auf dem (vorläufigen) Höhepunkt der weltweiten Finanzkrise – und ausgerechnet am Weltspartag – startet „Let's make Money“ in unseren Kinos. Die Dokumentation des österreichischen Filmemachers Erwin Wagenhofer folgt der Spur des Geldes im globalen Finanzsystem. Wie schon in „We feed the World“, wo Wagenhofer die Mechanismen der industriellen Lebensmittelproduktion in einprägsamen Bildern darstellte, verzichtet er auch dieses Mal auf einen eigenen Kommentar. Stattdessen lässt er Experten (u.a. den Fonds-Manager Mark Mobius), Beteiligte und Opfer zu Wort kommen, um den seiner Meinung nach zerstörerischen Mix aus unreguliertem Kapitalismus und Globalisierung den Spiegel vorzuhalten. Dass er dabei immer nur Ausschnitte präsentiert, die seinem Weltbild vom bösen Finanzsystem zuträglich sind, schmälert allerdings die Glaubwürdigkeit seines sicherlich ehrenwerten Anliegens. So hat für ihn das Zusammenwachsen der Weltwirtschaft größtenteils Schaden angerichtet, egal ob in Indien, China oder Afrika. Überall zeigt uns Wagenhofer stets die Schattenseiten.

Kapital ist etwas, das gezähmt werden muss. In dieser These will man Wagenhofer angesichts der jüngsten Fehlentwicklungen überhaupt nicht widersprechen, allerdings setzt Let's make

Money weniger auf Information denn auf Polarisierung und Ideologie. Damit eignet sich die Dokumentation eher als Feel-Good-Movie für ein Attac-Treffen denn als Grundlage eines umsichtigen Diskurses. Dabei wartet der Film durchaus mit eindrucksvollen Passagen auf. Wagenhofer montiert in einer Szene die in den letzten Jahren produzierten Betonwüsten an Spaniens Küste zu einem erschreckenden Mahnmal, das die Exzesse unserer Wirtschaftsordnung beispielhaft aufzeigt. Leider stehen solche Impressionen weitestgehend für sich. Den Anspruch, die Vernetzungen im Weltfinanzsystem offen zu legen, kann Wagenhofer letztlich nicht einlösen. ■

Marcus Wessel

*Let's make Money, Österreich 2008, Regie: Erwin Wagenhofer, Laufzeit: 110 Minuten, Kinostart: 30.10.2008*



## BUCHBESPRECHUNG

# „Die 382 dümmsten Sprüche der Banker“

Als Banker hat man es derzeit wirklich nicht leicht. Verluste, Pleiten, und die Abfindungen werden auch noch gestrichen. Dazu kommt noch das Bashing der Politiker, Medien und Verbraucherschützer. Wer den Schaden hat, braucht für den Spott nicht zu sorgen. Auch Manfred Gburek, freier Wirtschafts- und Finanzjournalist, hat sich in seinem aktuellen Buch die Kaste der Banker vorgenommen und dabei Schein und Wirklichkeit unter die Lupe genommen. In vielen einzelnen, voneinander unabhängigen Kapiteln trägt der Autor die kleinen und großen Sünden der Finanzmanager (aber auch Politiker und Verbände) aus der Gegenwart und Vergangenheit zusammen. Die „dümmsten Sprüche“ reichen dabei von einfachen, harmlosen Schlagwörtern („Growth“) über Slogans/Werbephrasen („Die Berater-Bank“), eigentlich sinnvollen Aufforderungen („Lassen Sie sich beraten“) bis hin zu zeilenlangen Zitaten aus Geschäftsberichten und Broschüren. Hier verzettelt sich leider der Autor und setzt mehr auf Quantität als Qualität. Trotz der akribischen Recherche bleibt die Entlarvung der interessanten Finanzgaus wie Deutsche Bank/Jürgen Schneider, IOS-Skandal, Breuer/Kirch oberflächlich. Stattdessen werden oft auf polemische Weise Klischees bedient und Unfähigkeiten verallgemeinert. Der unerfahrene Investor als Leser wird v.a. die Erkenntnis gewinnen, Modeprodukte nicht zu kaufen, Börsengurus zu

meiden und „Versprechungen“ mit dem gesunden Menschenverstand zu hinterfragen. Aufgrund der wiederholten Schelte an den Provisionen und Gebühren der Finanzbranche wird dieses Buch mit Sicherheit den Weg in die Bibliothek der Verbraucherzentralen finden. Der smarte Investor wird dem Buch nicht viel Nützliches abgewinnen können – höchstens als Kontraindikator. ■

Bernhard Wageneder

*„Die 382 dümmsten Sprüche der Banker“ von Manfred Gburek; Kopp Verlag; Rottenburg 2008; 223 Seiten; 19,95 EUR*



Fünfsseitige Zusammenfassungen zahlreicher Wirtschafts- und Finanzbücher finden Sie bei [www.getabstract.com](http://www.getabstract.com).

## Unternehmen von A-Z

Unternehmen	WKN	Seite
3U Holding AG	516 790	18
Ad Pepper	940 883	18
AGO AG	AoL R41	62
Allianz	840 400	53
Alphaform	548 795	18
Amazon	906 866	6
American International Group	AoM UD1	12
Arcandor	627 500	59
AREVA	890 173	34
Baidu	AoF 5DE	6
BASF	515 100	53
Bauer AG	516 810	66
BB Biotech	AoN FN3	68
Berkshire Hathaway	900 567	16
British Land	852 556	22
Capital Stage	609 500	18
CDL Hospitality	AoK D3A	24
Doccheck	547 100	18
Drägerwerke	555 063	58
Energiekontor	531 350	34
Expedia	AoF 41M	6
Gafisa	AoM LYV	22
Google	AoB 7FY	6
GZI Real Estate	AoH OEM	22
H+R Wasag	775 700	58
HHLA	AoS 848	60
Hypo Real Estate	802 770	66
Hyrican	600 450	18
K+S AG	716 200	64
Kizoo	CMB T11	18
Klépierre	863 272	22

Lycos	932 728	18
MBB Industries	AoE TBQ	68
Mitsui Fudosan	858 019	22
Norcom	525 030	18
Nordex	AoD 655	34
Orad	928 634	18
Plambeck	AoJ BPG	34
Premiere	PRE M11	59
Radian Group	885 069	12
Repower	617 703	34
SAF	AoJ D78	18
Saipem	869 060	34
Schoeller Bleckmann	907 391	77
SCM Microsystems	909 247	18
SFC	756 857	18
SGL Carbon	723 530	34/ 66
Siemens	723 610	34
Sohu	502 687	6
Stratec Biomedical	728 900	67
Swiss Re	852 246	12
Szyzygy	510 480	18
Technip	891 997	34
TMM Real Estate	AoM RNP	22
Trade&Value	603 919	68
United Internet	508 903	6
Valor Computerized	928 731	18
Vestas	913 769	34
WebMD	AoH FiT	6
Wellpoint	AoD NLY	12
Wirecard	747 206	67
Xing	XNG 888	6

## Themenvorschau

### bis Smart Investor 3/2009

*Osteuropa: Wie geht es weiter nach dem Einbruch?*

*Kapitalschutz: Auf Nummer Sicher gehen*

*Kapitalmarktausblick 2009:  
Aktien, Rohstoffe, Währungen*

*Zeit: Warum alles immer schneller gehen muss*

*Anlegen in Aktienfonds: Was es zu beachten gilt*

*Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert  
oder eben nicht*

*Wachstumsaktien: Schwenkt das Pendel wieder um?*

*Börsenstrategien: Die besten Analyseansätze*

*Afrika: Der vergessene und betrogene Kontinent*

*Volumen: Was sich aus den Börsenumsätzen lesen lässt*

*Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden*

*Öl: Stimmt die Theorie vom Peak Oil noch?*

*Europa und Euro: Segen oder Fluch?*

*Russland: Mit und/oder ohne Putin*

*Einer Teilaufgabe dieser Ausgabe liegt eine Beilage der FID Verlag GmbH bei. Ferner liegt der Gesamtaufgabe eine Beilage des Kopp Verlags bei.*

## Impressum

### Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

6. Jahrgang 2008, Nr. 11 (November)

#### Verlag:

Smart Investor Media GmbH  
Hofmannstr. 7a, 81379 München  
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38  
eMail: info@smartinvestor.de  
Internet: www.smartinvestor.de

#### Redaktion:

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

#### Redaktionsanschrift:

s.Verlag, Fax: +49 (0) 89-2000 339-38,  
eMail: redaktion@smartinvestor.de

#### Freie Mitarbeiter:

Christian Bayer, Claus Brockmann, Oliver Brockmann,  
Michael Heimrich, Ralph Malisch, Stefan Preuß, Bern-  
hard Wageneder, Marcus Wessel, Christian Wurzingler

#### Gast-Autoren:

Martin Dilg, Cosmin Filker, Jörn Freisler, Alexander Hirse-  
korn, Hendrik Klein, Uwe Lang, Philipp Leopold, Hilmar  
Platz, Robert Rethfeld, Dr. Dirk Schellenberger, Christoph  
Schnabel

#### Interviewpartner:

Willie Brand, William A. Fleckenstein, Stefan Risse,  
Emil Steinberger, Norbert Steiner, Webster Tarpley

#### Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung, Bildredaktion),  
Oliver Brockmann (Bildredaktion)  
Tobias Karow (Bildredaktion),  
Rudolf Schuppler (Titelbild/Cartoons)

#### Bilder:

bilderbox.de, fotolia.de, pixelio.de, Photodisc

#### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom  
1. Dezember 2007; Ansprechpartner: Johanna Wagner,  
Katja Sauerbrey; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-50, Fax: -38

#### Erscheinungstermine 2008:

15.12.07 (1/08), 26.1. (2/08), 23.2. (3/08), 22.3. (4/08),  
26.4. (5/08), 31.5. (6/08), 28.6. (7/08), 26.7. (8/08),  
23.8. (9/08), 27.9. (10/08), 25.10. (11/08), 29.11. (12/08),  
20.12. (1/09)

#### Redaktionsschluss:

17. Oktober 2008

#### Preise:

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

#### Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH  
Hofmannstr. 7a, 81379 München  
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38  
eMail: abo@smartinvestor.de

#### Charts:

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

#### Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

#### Haftung und Hinweise:

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

#### Börsenpflichtblatt:

Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt der Börsen Düssel-  
dorf und München.

#### Nachdruck:

© 2008 Smart Investor Media GmbH, München. Alle  
Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde  
Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung  
der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet,  
diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechani-  
schem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfäl-  
tigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in  
elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfäl-  
tigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479

#### Interessenskonflikte:

Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbeiter, die  
an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind,  
haben sich verpflichtet, etwaige Interessenskonflikte of-  
fen zu legen. Alle mit der Erstellung von Aktienanalysen  
und -empfehlungen betrauten Parteien haben sich ver-  
pflichtet, jeweils fünf Börsentage vor und fünf Börsentage  
nach dem Erscheinen dieser Publikation keine Transaktio-  
nen in der betreffenden Aktie durchzuführen. Eine Glatt-  
stellung einer bisherigen Position ist nur in dem Ausnah-  
mefall gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums  
von zehn Börsentagen sehr gravierende negative Entwick-  
lungen im Aktienkurs, im Unternehmen oder im Gesamt-  
markt ergeben, die in der zur Empfehlung führenden Ana-  
lyse nicht berücksichtigt werden konnten. In dem Fall,  
dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Smart Inves-  
tor in einer zum Kauf oder Verkauf empfohlenen Aktie  
Long- oder Short-Positionen gehalten werden, wird dies  
im entsprechenden redaktionellen Artikel kenntlich ge-  
macht. Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Ge-  
schäftsführung berät Dritte bei deren Anlageentscheidun-  
gen. Auch im Rahmen dessen umgesetzte Empfehlungen  
unterliegen den obigen Bestimmungen.

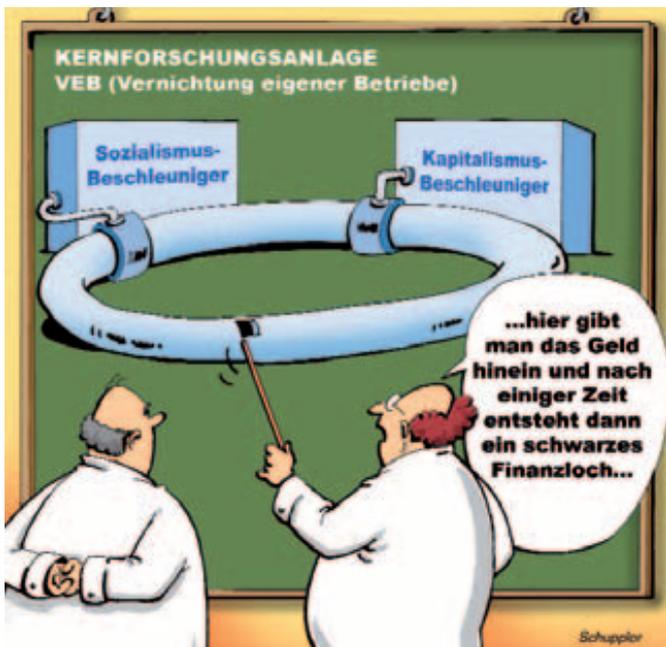
# VEB-Schwemme in der People's Republic of America

Von Stefan Preuß, Redakteur des Smart Investor

Wenn Fidel Castro sich heutzutage so den Lauf der Welten ansieht, wird er sich denken: Dass ich das noch erleben darf! Zehn US-Präsidenten von Eisenhower bis Bush junior hat er ungeachtet etlicher Liquidationsversuche der CIA physisch überlebt. Und jetzt kommt auch noch der ideologische Kick hinzu: George W. Bush verstaatlicht Unternehmen im Akkord, als gebe es eine Fernwette mit Venezuelas Präsident Hugo Chavez.

Gut, Letzterer handelt mit Vergnügen, im Gegensatz zu Bush. Das Ergebnis ist aber ziemlich dasselbe: Sozialismus. Und wie es sich für die USA gehört, gewinnen sie den Wettbewerb haushoch. Zyniker mögen einwenden: So groß sind die Unterschiede zwischen Latein- und Nordamerika ohnehin nicht gewesen. Chavez verstaatlicht die Ölindustrie, auch US-amerikanische Unternehmen. Aber was ist das schon gegen die Ölindustrie in den USA? Die übernahm mit Vizepräsident Dick Cheney und Bush gleich den Staat.

Und überhaupt: Nicht nur zwischen Süd- und Nordamerika sind die Unterschiede offenbar marginal. Auch Sozialismus und Kapitalismus unterscheiden sich weniger, als man gedacht hatte. Im Sozialismus werden erst die Unternehmen verstaatlicht und dann in den Bankrott geführt. Im Kapitalismus ist es anders herum: Erst gehen die Unternehmen bankrott, dann werden sie verstaatlicht. Das Ergebnis jedenfalls ist praktisch nicht unterscheidbar.



Mit Inbetriebnahme der Kernforschungsanlage CERN im schweizerisch-französischen Grenzgebiet wurde gern vom größten Experiment auf diesem Planeten gesprochen. Weit gefehlt. Das größte Experiment startet aktuell in der People's Republic of America. Um Kernschmelze geht es nach Lage der Dinge allerdings in beiden Fällen. Gibt es eigentlich eine korrekte Übersetzung für den Begriff „volkseigener Betrieb“? Egal: Nach der VEB-Schwemme wird schon ein neues Modewort aufkommen. Auf alle Fälle wird es hoch interessant zu beobachten: Wie werden sich der VEB American International Group oder der VEB Fannie Mae so schlagen? Und werden sie die Ziele des Fünf-Jahres-Planes des Genossen Paulson erreichen? Es ist nur eine Frage der Zeit, bis ein vorwitziger Hinterbänkler die Anerkennung des Vorstadt-Häuschens als Mahnmal für die Opfer der Subprime-Krise fordern wird.



Die Ereignisse zeigen noch ein Weiteres: Die Bushs, Cheneys und Paulsons dieser Welt sind gar nicht diese dogmatischen Hardliner, wie sie von der bösen (Links-)Presse gezeichnet worden waren. Vielmehr ist ihnen eine ausgeprägte Geschmeidigkeit zu attestieren. Erst werden jegliche Bemühungen zur Regulierung der Märkte im Keim erstickt, um im nächsten Moment den Markt zu ersticken, um Regulation keimen zu lassen. So etwas nennt man Politik-GAU: Den Größten Anzunehmenden Unfall. In dieses Bild passen auch die Kreditzusagen an die amerikanischen Autobauer, die mit dem geliehenen Geld endlich zeitgemäße Autos konstruieren sollen.

Wo, bitte, sind eigentlich die Lordsiegelbewahrer des freien Spiels der Kräfte? Das Mantra, der Staat habe sich zurückzuziehen, der Markt werde es schon richten, ist im Moment nicht so recht zu vernehmen. Hält hierzulande niemand mehr Guido Westerwelle ein Mikrofon hin? Oder siegt auch hier die Geschmeidigkeit? Auf der anderen Seite: Wenn diese ganze fürchterliche Finanzkrise etwas Gutes hat, dann die Tatsache, dass diese gepuderte Arroganz der neoliberalen Wichtigtuer einen ziemlichlichen Dämpfer erleidet. ■