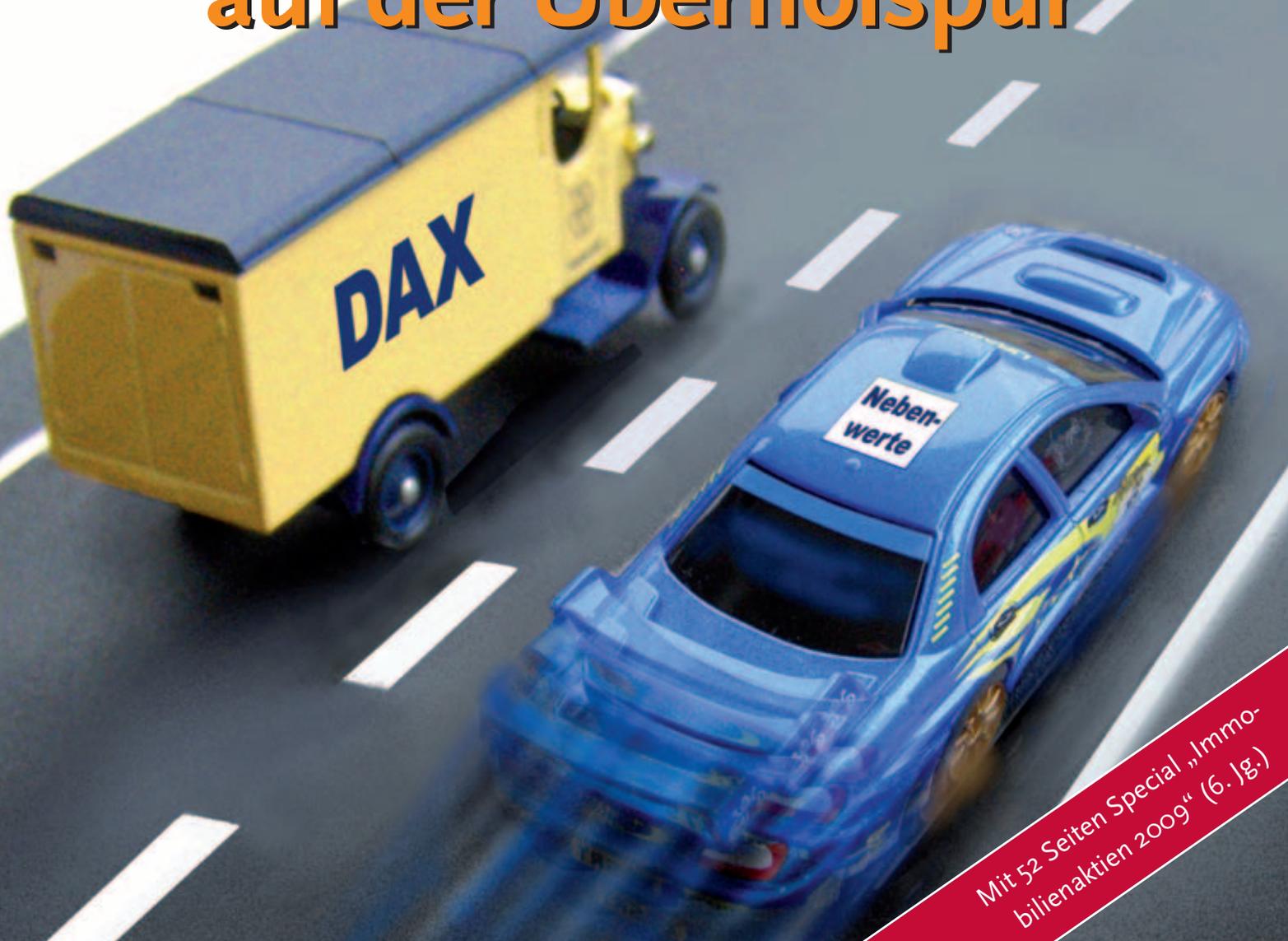


# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

## Nebenwerte auf der Überholspur



Mit 52 Seiten Special „Immobilienaktien 2009“ (6. Jg.)

**AUSTRIANS:**  
„Lehren aus der Krise“ –  
ein Kongressrückblick

**TECHNISCHE ANALYSE:**  
Gleitende Durchschnitte  
im ultimativen Praxistest

**INTERVIEWS:**  
mit Marc Faber, Roland  
Leuschel und Claus Vogt



# Wien war wunderbar

„Lehren aus der Krise – Lernen für die Zukunft“ – so lautete das Motto der Konferenz zur Österreichischen Schule, welche Anfang Oktober von GO AHEAD! – und mit Smart Investor als Kooperationspartner – in Wien ausgerichtet wurde. Aus meiner bescheidenen Sicht war diese Tagung ein voller Erfolg. Nicht deshalb, weil man dort den Stein der Weisen gefunden hätte, wie die augenblickliche Wirtschaftskrise ohne schmerzhaftes Auswirkungen gemeistert werden könnte. Vielmehr war es der Umstand, dass sich dort viele Menschen zusammengefunden haben, die bereit waren, sich in der libertären Tradition von Mises und Hayek auf die Themen der heutigen Zeit einzulassen.

Mein Eindruck war, dass der Realistenanteil auf dieser Tagung weit über dem lag, was man sonst von einem Wirtschaftskongress erwarten könnte. Die Probleme wurden beim Namen genannt, es wurde in erster Linie über Ursachen und weniger über Symptome gesprochen, und vor allem hatten die Teilnehmer kaum Scheu, politisch unkorrekt zu denken und zu reden. Sei es in den erstklassigen Vorträgen von z.B. Thorsten Polleit, Guido Hülsmann oder Claus Vogt (Interview auf S. 20) oder aber auch in Tischgesprächen während des Mittagessens. Sehr bewegend empfand ich auch die Ansprache des großartigen Denkers und Autors Roland Baader, welche krankheitsbedingt leider nur per Videomitschnitt übertragen werden konnte.

Dabei äußerten sich die Referenten tendenziell eher verhalten bis negativ, wenn es um ihre Einschätzung der Zukunft ging. Angesichts der desolaten Lage unseres Finanzsystems wäre alles andere auch sinnleerer Optimismus gewesen. Wer um den heißen Brei herumredet, nur weil er den katastrophalen Tatsachen nicht ins Auge sehen will, der hilft sich und seiner Umwelt ganz bestimmt nicht. Mehr zum Kongress lesen Sie ab S. 24.



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Eines der wichtigsten Werkzeuge, um ein Wachrütteln innerhalb festgefahrener Strukturen zu erzeugen, ist die politische Unkorrektheit. In diesem Zusammenhang möchte ich den Fall Sarrazin nicht unerwähnt lassen. Der Vorstand der Deutschen Bundesbank sagte kürzlich in einem Interview unter anderem sinngemäß, dass er nicht integrationswilligen Ausländern keinen Respekt zollen will, woraufhin es einen Aufschrei vor allem im linken Lager dieser Republik gab. Warum eigentlich? Immerhin hat Sarrazin nach Umfragen deutlich mehr als der Hälfte der Bevölkerung aus der Seele gesprochen. Also scheint doch irgendetwas an seinen Äußerungen dran zu sein.

Wer ständig Probleme nur vor sich herschiebt und darauf hofft, dass sie sich irgendwann von selbst lösen, der ist erstens unrealistisch und wird sich deshalb zweitens eines Tages mit noch viel größeren Problemen konfrontiert sehen. Wer sich verantwortungsvoll mit der Zukunft auseinandersetzen will, darf sich nicht der politischen Korrektheit verschreiben. Und in diesem Sinne war Wien einfach wunderbar, weil dort verantwortungsbewusste Menschen Klartext miteinander sprachen. Ich hoffe auf eine Wiederholung im kommenden Jahr.

Herzlichst, Ihr

## Gemeinsam investieren

Sie möchten erfolgreich investieren und die Märkte besser verstehen? Beim **MÜNCHNER INVESTMENT CLUB** sind Sie richtig. Mit den drei MIC-Fonds kombinieren Sie die Vorzüge von Investmentfonds mit den Vorteilen eines Investmentclubs.

### Ihre Vorteile im MIC

- **Völlige Unabhängigkeit**
- **Flexibilität und Transparenz**
- **Sicherheits- und Kontrollkonzept**
- **Sonderkonditionen**
- **Unsere bundesweiten Börseninfotreffen**
- **MIC-Hotline**

Der MIC bietet Ihnen die Chance, vom Wachstum der Kapitalmärkte zu profitieren.

Lernen Sie uns besser kennen und besuchen Sie eine unserer bundesweiten MIC-Veranstaltungen – neue Investoren sind immer herzlich willkommen.

Weitere Informationen und eine aktuelle Terminübersicht finden Sie unter **www.mic-online.de**

#### MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

Herterichstraße 101  
81477 München

Telefon +49(0)89-790863-54  
Fax +49(0)89-790863-59  
E-Mail [info@mic-online.de](mailto:info@mic-online.de)



**MÜNCHNER INVESTMENT CLUB**

3 Editorial

Märkte/Titelstory

6 Auferstanden aus Ruinen – Immobilienaktien über dem Berg?

10 **Titelstory:**  
Comeback der Nebenwerte

12 **Titelstory:**  
High-Performer aus der dritten und vierten Reihe

14 **Titelstory:**  
„Es gibt für mich keinen Grund, warum man nicht in Nebenwerte investieren sollte“; Interview mit Frank Fischer

16 **Titelstory:**  
Qualitätssuche im Nebenwertebereich

Hintergrund

20 „Ohne Alkohol gibt es keine Betrunkene“; Interview mit Roland Leuschel und Claus Vogt

24 **Österreichische Schule:**  
Kongressrückblick – Lehren aus der Krise

26 „Menschlichkeit und Verantwortung nur in mittelständischen Unternehmen möglich“; Interview mit Nikolaus Kimla

28 „In der nächsten Krise geht die US-Regierung Bankrott“; Interview mit Dr. Marc Faber

30 **Lebensart & Kapital – International:**  
Norderfriedrichskoog

32 **Nachhaltiges Investieren:**  
Backsteine und Beton werden grün

34 **Prinzipien des Marktes:**  
Gleitende Durchschnitte

Instrumente

38 **Derivate:**  
Immobilien-Zertifikate

40 **Fonds: Inside**  
Immobilienfonds

42 **Fonds: Inside**  
Nebenwertefonds

43 **Fonds: Analyse**  
DaVinci Strategie UI, von Mark Winkler, Deutscher Ring Financial Services GmbH

44 **Fonds: Kolumne**  
Directors' Dealings – Überrenditen durch die Auswertung legaler Insidergeschäfte, von Manuel Hölzle, GBC AG

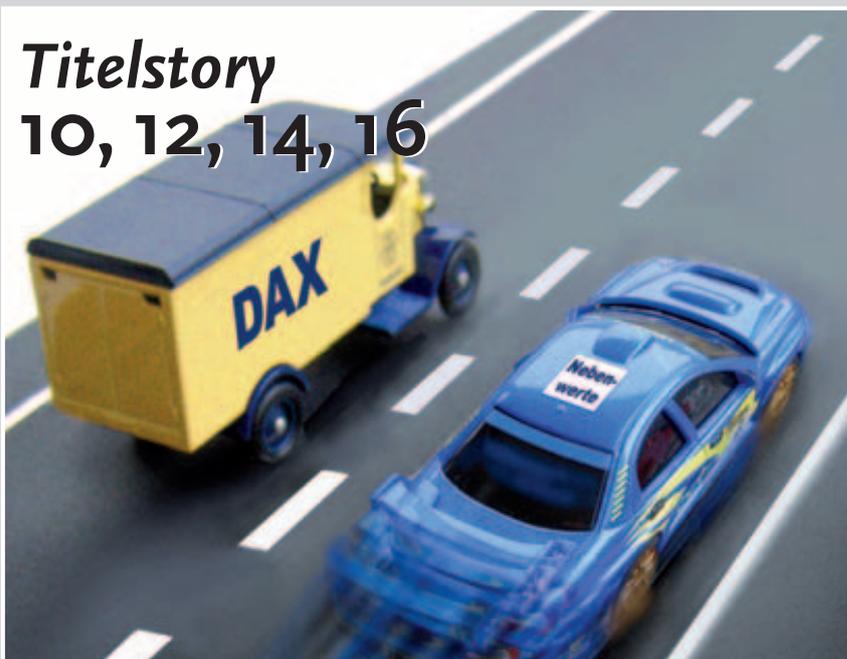
45 **Fonds: News, Facts & Figures**  
Hidden Champions-Tour 2009

Research – Märkte

46 **Das große Bild:**  
Titelblätter und Börsensignale

# Titelstory

## 10, 12, 14, 16



### Nebenwerte

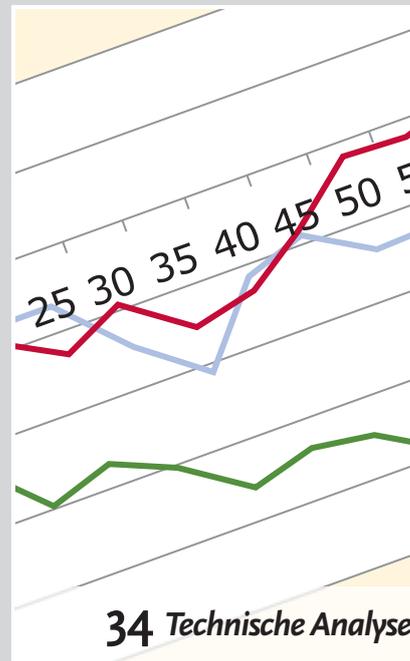
Während sich die meisten Marktteilnehmer nur auf die großen Blue Chips stürzen, werden Nebenwerte häufig fast schon stiefmütterlich behandelt und links liegen gelassen. Auch die jüngste Börsenrally wurde von den – zuvor stark gefallen – Großunternehmen angeführt. Smarte Investoren finden in der Titelstory ab S. 10 vielleicht die eine oder andere unentdeckte Perle, die es sich auch jetzt einzusammeln lohnt. Worauf dabei besonders zu achten ist, erklärt der Nebenwerte-Spezialist Frank Fischer im Interview auf S. 14.



### 24 Österreichische Schule

#### Die richtige Lehre

In Kooperation mit Smart Investor fand am 2. und 3. Oktober in Wien das GO AHEAD! business summit statt. Hochkarätige Vertreter der Österreichischen Schule zogen im Gegensatz zu den Mainstream-Ökonomen die richtigen „Lehren aus der Krise“. Ausführlich berichten wir darüber ab S. 24.



### 34 Technische Analyse

#### Trends auf der Spur

„The trend ist your friend!“ Die gleitenden Durchschnitte gehören zu den beliebtesten und ältesten Trendfolgeindikatoren an der Börse. Auf S. 34 erklären wir, was dieses „altgediente“ Werkzeug der Technischen Analyse wirklich zu leisten vermag und wie es sich gewinnbringend einsetzen lässt.

## PEBBLE PROJECT

### Northern Dynasty und Anglo American

Entwickeln eine der weltweit  
bedeutendsten Lagerstätten für  
Gold, Kupfer und Molybdän

Au

Cu

Mo

[northerndynasty.com](http://northerndynasty.com)

**HD** HUNTER DICKINSON  
UNTERNEHMENSGRUPPE

1020 - 800 West Pender Street  
Vancouver, Kanada, V6C 2V6

Tel: +1-604-684-6365  
Email: [info@hdgold.com](mailto:info@hdgold.com)

[hunterdickinson.com](http://hunterdickinson.com)



### 6 Immobilienaktien

#### Betongold-Revivall?

Beim Stichwort Immobilienaktie reagieren Investoren weitestgehend gereizt. Zu oft schon wurde die Korrektur vor allem am amerikanischen Immobilienmarkt für beendet erklärt. Zwar kann in den USA noch keine Entwarnung gegeben werden, andernorts dagegen schon. Wo genau, erfahren Sie ab S. 6.



### 20, 28, 74 Interviews

Leuschel, Vogt, Faber, Mattern

Dass uns ein zweiter Akt der Finanzkrise noch bevorsteht, ist der Tenor unserer Interviews: Roland Leuschel und Claus Vogt warnen ab S. 20 vor der Inflationsfalle, Behavioral-Finance-Experte Conrad Mattern sieht ein heftige Korrektur (S. 74), und Marc Faber hat den USA-Bankrott vor Augen (S. 28).

- 51 Sentimenttechnik:**  
Put/Call-Ratio
- 51 Charttechnik:**  
Deutsche Bank
- 52 Commitment of Traders (CoT):**  
Bewertung der neuen CoT-Daten anhand des Goldpreises
- 54 Relative Stärke:**  
„Schein-Blüte“
- 55 Intermarktanalyse:**  
Vergessen Sie den Crack-up-Boom!
- 56 Edelmetalle:**  
Edelmetalle physisch erwerben

#### Research – Aktien

- 58 Buy or Good Bye:**  
DNick und SanDisk
- 59 Aktie im Blickpunkt:**  
Deutsche Bank
- 62 Gastanalyse:**  
GoYellow Media AG, von Uwe Kohde
- 64 MoneyTalk:**  
Marcus Wolfinger, Stratec Biomedical
- 66 Turnaround:**  
InTiCa Systems AG
- 67 Nachrichten aus den Unternehmen:**  
Rezession adé?
- 68 Nachrichten aus den Beteiligungsgesellschaften**
- 69 Nachrichten aus den Immobiliengesellschaften**
- 70 Musterdepot:**  
Konsolidierung auf hohem Niveau

#### Stellenmarkt

- 72 Stellenanzeigen**

In Kooperation mit

**eFINANCIALCAREERS.de**  
Die Finanz-Jobstellen

#### Potpourri

- 74 Interview mit einem Investor:**  
Dr. Conrad Mattern, CONQUEST Investment Advisory AG
- 76 Leserbrief:**  
Es ist gefährlich, richtig zu liegen, wenn der Staat falsch liegt!
- 78 Filmbesprechung:**  
„Kapitalismus: Eine Liebesgeschichte“
- 78 Buchbesprechung I:**  
„Tradingwelten“
- 79 Buchbesprechung II:**  
„Börse für Dummies“
- 80 Veranstaltungen:**  
Seven Sins und BWSC-Baader-Investorenkonferenz
- 82 Zu guter Letzt:**  
Irrten die Iren?!

- 81 Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 3/2010**

# Auferstanden aus Ruinen

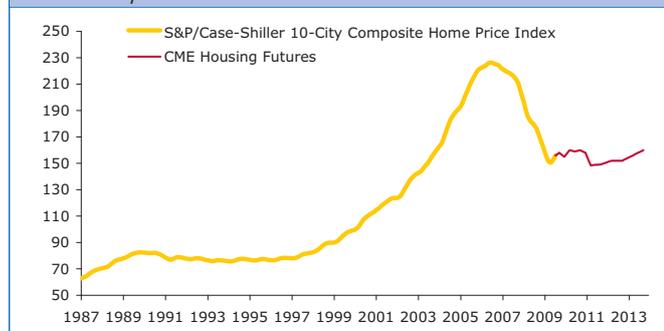
## Sind internationale Immobilienaktien über den Berg?

Noch im März lagen die meisten Immobilienaktien regelrecht in Trümmern. Es waren der schlechten Nachrichten einfach zu viele. In den vergangenen sechs Monaten nun sind einige Titel wie Phoenix aus der Asche auferstanden. Ein Comeback mit Fragezeichen.

### Berechtigte Vorsicht

Im wichtigsten Immobilienmarkt der Welt kann keineswegs von Entwarnung gesprochen werden. Die USA haben bei den Häuserpreisen vermutlich den größten Teil des Rückgangs gesehen, zumindest signalisiert dies der Case-Shiller-Index und dessen Projektion für den Zeitraum bis 2013. Von der Spitze (erreicht 2006) hat er knapp 35% eingebüßt. Anders als der Markt aber mehrheitlich erwartet, ist die Erholung der Immobilienwerte vorerst fraglich. Die geringe Zuversicht der künftigen Konsumspielräume und die „vorsichtige“ Kreditvergabe der US-Banken sind hier hauptausschlaggebend. Letztere ist vor allem bei kleineren Banken berechtigt (mehr hierzu im Interview mit Conrad Mattern auf S. 74).

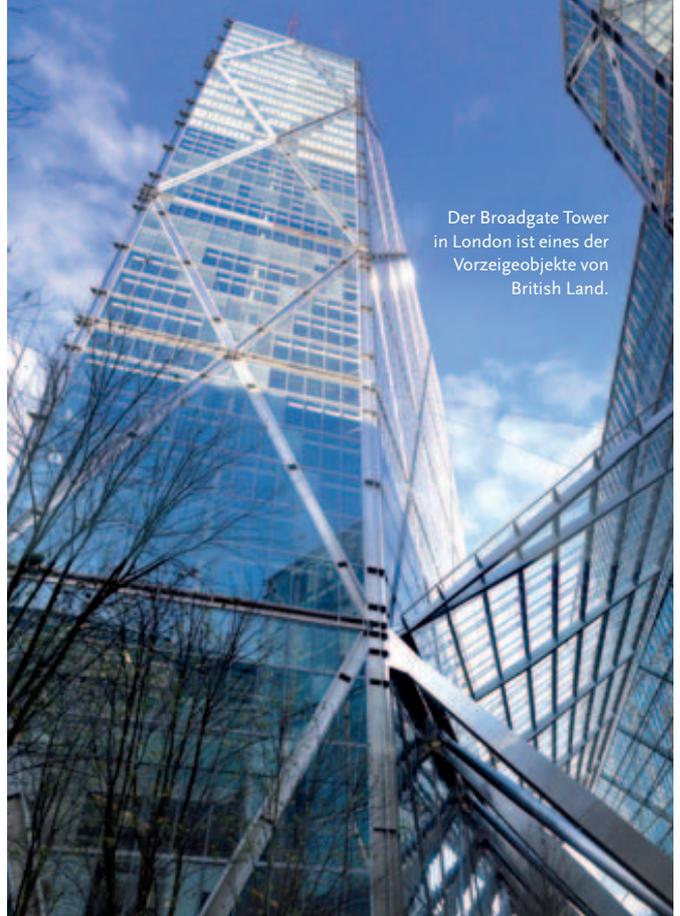
ABB. 1: S&P/CASE-SHILLER-INDEX FÜR DIE TOP-10-US-STANDORTE



Quellen: Standard and Poor's, Bloomberg, CME

### Ausfallraten steigen noch

Das Problem ist nur, dass dies zusammentrifft mit den steigenden Ausfallraten im Privatsektor, die auch erst zur Mitte des kommenden Jahres ihren Höhepunkt erreicht haben dürften. Bereits jetzt steigen die Ausfallraten bei Freddie Mac und Fannie Mae, den beiden Durchlauferhitzern für den US-Boom, steil an und nähern sich mit Riesenschritten der 5%-Marke (s. Abb. 2). Hineingerechnet werden hier Halter von Hypotheken, die 60 Tage oder mehr mit ihren Zahlungen im Rückstand sind. Bundesweit wird der Wert derzeit auf knapp 6% beziffert (historisches Hoch). In Nevada, Florida, Arizona und Kalifornien, den US-Staaten mit den höchsten Ausfallraten, liegen diese doppelt so hoch wie im Landesschnitt. Zwar registrieren Analysten der US-Kreditberichtsagentur Trans-Union in Ohio, einem Kernland der US-Industrie, bereits wieder fallende Ausfallraten. Bevor sich hier aber keine landesweite Topbildung abzeichnet, bleibt die Situation am amerikanischen Häu-



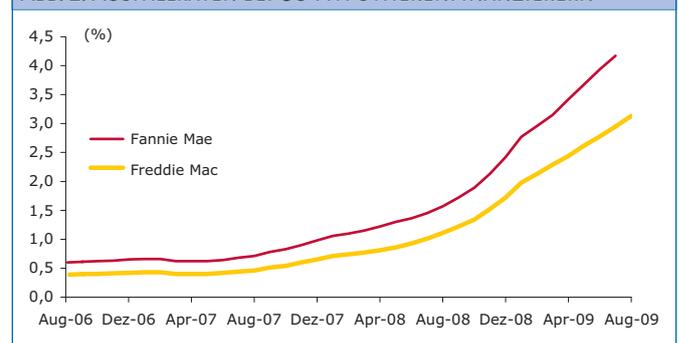
Der Broadgate Tower in London ist eines der Vorzeigebjekte von British Land.

sermarkt prekär. Zumal der Zweitmarkt für Verbriefungen nach wie vor angespannt ist, also weit weg vom Normalzustand.

### Zyklus macht Hoffnung

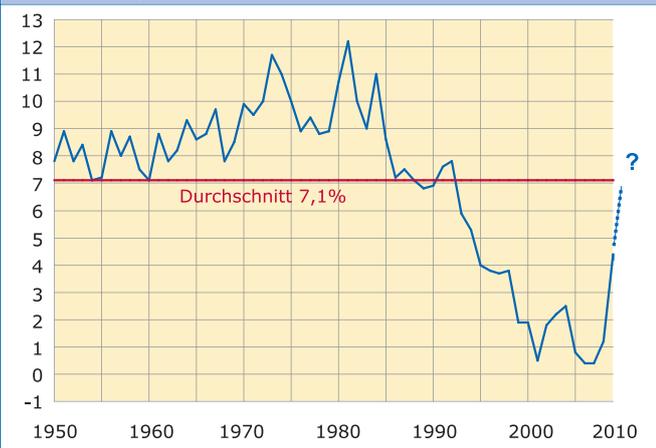
Hoffnung für den US-Immobilienmarkt macht ein 18-Jahres-Zyklus. Diesen entdeckte der Volkswirt Homer Hoyt in den 30er Jahren. Ausgehend vom letzten Hoch 1990 und unter Berücksichtigung einer gewissen Streuung läge das Hoch demnach im Zeitraum zwischen 2006 und 2008. Jedes Mal, so Hoyt, würden Immobilienpreise und Bauaktivität etwa zwei Jahre vor einer Rezession ihr Top ausbilden und dann für zwei bis vier Jahre nach unten korrigieren. Die jetzige Krise oder jene ab 1972 mit ihrem Hoch am Immobilienmarkt 1970 belegen diese These durchaus eindrucksvoll. Studien der Schweizer Bank Credit Suisse geben ebenfalls Anlass zur Hoffnung, allerdings raten die Analysten auch zu einem differenzierten Vorgehen. US-Immobilienaktien werden demnach skeptisch gesehen. Gut vom Markt aufgenommene Kapitalmaßnahmen von insgesamt etwa 20 Mrd. USD seit März stärkten zwar Bilanzen und erhöhten die Schlagkraft für Akquisitionen, reichten aber nicht aus, um die jüngste Rally gänzlich zu rechtfertigen. Insofern sollten auch Titel wie Simon Property, der größte Shoppingcenter-Betreiber in den USA, vorerst noch

ABB. 2: AUSFALLRATEN BEI US-HYPOTHEKENFINANZIERERN



Quellen: Fannie Mae, Freddie Mac

ABB. 3: SPARQUOTEN IM INTERNATIONALEN VERGLEICH



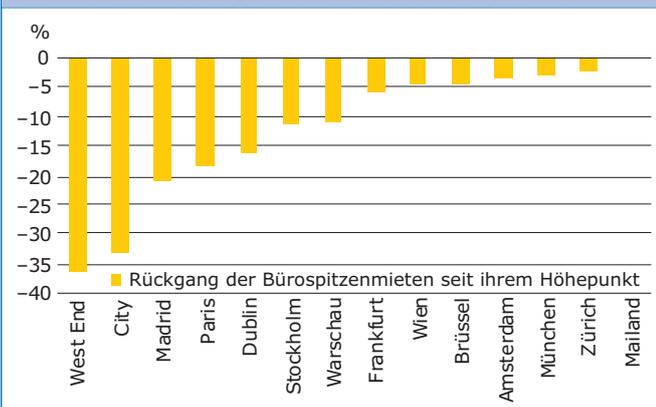
Quellen: Flossbach & von Storch; Bloomberg (jährliche Daten bis 31.12.2008, Januar und Februar 2009 monatliche Daten)

gemieden werden. Zumal eine weitere Erhöhung der Sparquote der Amerikaner (s. Abb. 3) nicht ausgeschlossen werden kann (s. hierzu auch Bericht zum „Österreicher-Gipfel“ ab S. 24).

**London hat's hinter sich**

Das ginge natürlich nicht spurlos an den Einkaufszentren vorbei. Für Simon spricht, dass die letzte Kapitalerhöhung im zweiten Quartal dem Unternehmen 1 Mrd. USD statt der ursprünglich geplanten 500 Mio. USD einbrachte. Institutionelle hatten beherzt zugegriffen. Ähnliches könnte für einige europäische Immobilien-titel gelten. In Deutschland zum Beispiel konnten sich Aktien wie Gagfah vom Tief aus vervielfachen. Ob und wie die Reise hierzulande weitergeht, analysiert auch das beiliegende Smart Investor-Special „Immobilienaktien 2009“ auf 54 Seiten. Für Großbritannien wiederum ist nach dem raschen Verfall des Immobilienmarktes ein wenig Zweckoptimismus angebracht, was auch die meisten Werte wie British Land oder Land Securities bereits reflektiert haben. Die Immobilienpreise vor allem in London könnten nun nach einem Verfall von in der Spitze gut 35% einen Boden finden und dort auch erst einmal verharren (s. Abb. 4). Vielleicht dienen die Olympischen Spiele, die 2012 in der Stadt stattfinden, zwischenzeitlich als Impuls, auf einem soliden Fundament stehen britische Immobilienaktien deswegen aber (noch) nicht. Ebenso in den USA. Vergleichbares gilt auch für Spanien, wo es noch zu früh ist, um für einzelne Aktien bullish zu sein. Oder auch Däne-

ABB. 4: RÜCKGANG DER BÜROSPITZENMIETEN SEIT DEM HOCHPUNKT



Quellen: PMA, Credit Suisse

mark, wo Hausbaugenehmigungen das erste Mal seit zehn Jahren rückläufig sind.

**Osteuropa berappelt sich**

Für den Rest Europas jedoch dürfen Anleger optimistischer sein. Allen voran Osteuropa. Es fällt auf, wie die Stimmung sich zuletzt aufgehellt hat. Von Analysten werden zum Beispiel Immoeast und conwert positiv gesehen. Die beiden Österreicher werden noch bis ins Jahr 2010 hinein (Immoeast) Verluste oder aber nur geringe Gewinne (conwert) schreiben. Entsprechend notiert letztere mit einem hohen KGV, Immoeast ist auf dieser Basis erst gar nicht einzuordnen. Hintergrund ist hier eine partielle Erholung des Immobiliensektors in Osteuropa. So geriet Moskau als einer der ersten Osteuropamärkte in den Abwärtsstrudel, jetzt könnte die russische Hauptstadt auch zuerst wiederauferstehen. Aber Moskau, wo sich auch etliche österreichische Immobilienkonzerne engagiert und verspekuliert haben, steht nicht stellvertretend für das ganze Land. Die Analysten von Credit Suisse würden dementsprechend den Immobiliensektor Russlands als Ganzes eher untergewichten.

**Comeback auf Französisch**

In Zentraleuropa erscheinen mit Unibail-Rodamco und Tour Eiffel zwei französische Konzerne interessant. Unibail-Rodamco gilt als echtes Schwergewicht. Dass neben London mittlerweile auch der Immobilienmarkt in Paris eine Erholung anzeigt, hat Anleger fast ein wenig euphorisiert. Das Unibail-Papier jedenfalls notiert bereits gut 10% über seinem NAV, hat jedoch aufgrund seiner herausragenden Objektgüte auch einen Aufschlag verdient. Dazu ist



der Wert dividendenstark und -stabil. Die Société de Tour Eiffel ist hierzulande weniger bekannt. Seit 2004 ist das Unternehmen aber als erster französischer REIT notiert. Insgesamt umfasst das Portfolio von Tour Eiffel 711.000 qm an Büro- und Gewerbeflächen in den französischen Hot Spots wie Paris, Marseille oder Bordeaux mit einem Wert von 1,1 Mrd. EUR. Anders als bei Unibail besteht noch ein ordentlicher Abschlag zum NAV. Für das vergangene Jahr wurden 88,5 EUR NAV je Aktie ausgewiesen, in diesem Jahr dürften es noch gut 80 EUR sein, 2010 mindestens 80 EUR. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses von 54 EUR errechnet sich ein Abschlag zum NAV von gut einem Drittel.

**Bauwut am Zuckerhut**

Auf der anderen Seite des Atlantik, in Brasilien, stehen die Zeichen regelrecht auf (Bau)Boom. Zunächst verfügt das Land über >>



Auch München hat interessante Bürostandorte zu bieten: Hier nahe der für die Wiesen weltbekannten Theresienwiese

keine Top-Büroflächen nach internationalen Standards und insgesamt nur 400 Einkaufszentren. Für Anleger dürften Aktien wie jene von Cyrela, Rossi Residential oder Gafisa interessant sein. Letztere agiert vornehmlich in Rio de Janeiro und São Paulo und gehört mit insgesamt 950 vollendeten Projekten zu den Bran-

IMMOBILIENAKTIEN IM ÜBERBLICK

UNTERNEHMEN	WKN	KURS	MCA <sup>**</sup>	NAV JE AKTIE	DIV- REND.	KOMMENTAR
AMB PROPERTY [USA]*	910 688	23,20	3,39	21,3	3,2%	LOGISTIK-SPEZIALIST, KONJUNKTURSENSIBEL
AYALA LAND [PHIL]	888 201	0,13	2,26	0,1	1,0%	SPEKULATIV, HOHES ENTWICKLUNGSPOTENZIAL
BRITISH LAND [GB]	852 556	5,09	4,39	3,8	4,5%	QUALITÄTSWERT, GREEN-BUILDING-FANTASIE
CHAMPION REIT [HK]	A0J 2MQ	0,24	1,12	0,5	0%	NIEDRIG BEWERTET, WACHSENDE EINNAHMEN
CONWERT [AUT]	801 475	9,14	0,78	14,4	1,3%	VISIBILITÄT KEHRT ZURÜCK
CYRELA [BRA]*	A0J KPT	23,52	2,05	13,1	0%	GEWERBESPEZIALIST, AUF WACHSTUMSPFAD
GAFISA [BRA]*	A0M LYV	34,66	2,25	13,5	0,6%	ANBIETER FÜR WOHNBAUTEN, EXPANDIERT STARK
GECINA [F]	A0B LMY	77,47	4,85	103,7	5,7%	PROBLEMBELADEN, NOCH NICHT KAUFENSWERT
GREAT EAGLE [HK]	879 151	1,78	1,11	2,8	2,8%	LÄUFT HONGKONG, LÄUFT AUCH ENTWICKLUNG
HENDERSON LAND [HK]	867 157	4,63	9,94	5,2	2,1%	KEIN SCHNÄPPCHEN MEHR
IMMOEAST [AUT]	A0B LUL	4,28	3,57	10,1	0%	ABWARTEN, MEHR KLARHEIT VONNOTEN
KEPPEL LAND [SG]	869 111	1,32	0,95	1,15	1,4%	ASIEN-REGIONAL-PLAY PAR EXCELLENCE
LAND SECURITIES GB	662 289	7,40	5,64	6,5	4,6%	MEHR UND MEHR FOKUS AUF GREEN BUILDING
SIMON PROPERTY [USA]*	916 647	68,84	19,50	48,9	3,9%	GUTE QUALITÄT AN EINKAUFZENTREN
TOUR EIFFEL [F]	854 219	53,83	0,29	80,2	7,0%	ERSTER REIT FRANKREICHS, UNTERBEWERTET
UNIBAIL-RODAMCO [F]	863 733	150,8	12,28	131,7	5,0%	NICHT BILLIG, ABER TOP-QUALITÄT

\*) Kurse in USD; \*\*) in Mrd.; Quellen: Finanzwoche, Bloomberg, Credit Suisse, Smart Investor Research

eine wachsende Bevölkerung, deren demographische Struktur noch bis weit nach 2020 einen Überhang junger Menschen bis 35 zeigt. Das bedeutet bei wachsender Wirtschaft auch steigende Kaufkraft. Eine vorteilhafte Ausgangslage, die mittlerweile viele Emerging Markets aufweisen. Im Westen bekommen einzig die USA ein stetiges Bevölkerungswachstum hin. In Brasilien speziell fehlen insgesamt 8 Mio. Wohnungen und Häuser. Vor allem die Nachfrage seitens der Mittelschicht, die immer weiter wächst und mittlerweile 53% der Bevölkerung ausmacht, legt permanent zu. Entsprechend sollen zunächst bis 2012 2 Mio. neue Wohnobjekte fertig gestellt werden. Dann dürfte sich die Bautätigkeit in der Heimat des Karnevals vor dem Hintergrund der beiden Großereignisse (Fußball-WM 2014, Olympische Spiele 2016) noch beschleunigen, auch politisch getrieben. Auf dem Häusersektor kommen beflügelnd gelockerte Eigenkapitalanforderungen hinzu. Mussten bislang mindestens 50% eigene Mittel aufgebracht werden, sind es jetzt nur mehr 30%. Dazu gibt es seit Neuestem 30jährige Hypotheken, ein Darlehen muss also nicht mehr binnen sieben Jahren zurückgezahlt werden.

Häuselbauers Lieblinge

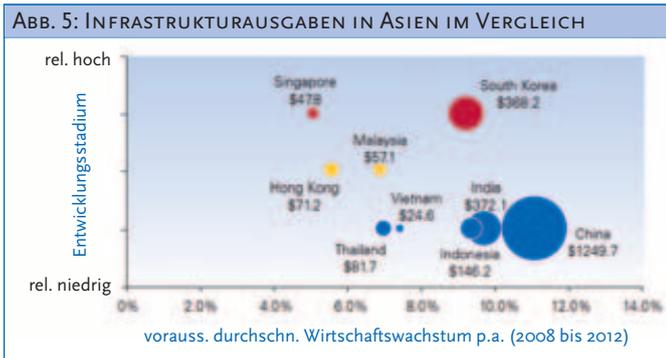
Im Gewerbebereich wird auch ein neuerlicher Schub erwartet, zu wenig entwickelt ist der Sektor: Im 200-Millionen-Staat existieren

chengrößen in Brasilien. Trotz Krise konnten die Umsätze im vergangenen Jahr zwar zulegen, die Gewinne litten jedoch unter ungewohnt hoher Volatilität. Entsprechend konnte der Konzern die Erwartungen der Analysten nicht erfüllen und wurde derb abgestraft. Inzwischen scheint sich die Unsicherheit aber gelegt zu haben, wie die Kursentwicklung seit März eindrucksvoll belegt.

Asien – günstige Ausgangslage

Was für Brasilien gilt, trifft auch für Asien zu. Die dortigen aufstrebenden Volkswirtschaften haben aus der Asienkrise vor zwölf Jahren gelernt, nicht jeden Quadratmeter Wohn- oder Geschäftsfläche auf Pump zu kaufen. Dazu sind die Fundamentaldaten günstig. In hochentwickelten Ballungszentren wie Singapur und Hongkong trifft hohe Kaufkraft auf begrenztes Immobilienangebot. Dagegen sind Transformationsländer wie Indonesien, Thailand, Indien etc. dadurch gekennzeichnet, dass die Bevölkerung stark wächst, das Wirtschaftswachstum überdurchschnittlich ist und die Kaufkraft der Bevölkerung stetig zunimmt. Hinzu kommt REIT-Phantasie in Indonesien und China (in anderem rechtlichem Gerüst) samt regulatorischen Entlastungen. Ein Profiteur dürfte Keppel Land sein. Das Unternehmen mit Sitz in Singapur ist mehrheitlich (52%) im Besitz der Muttergesellschaft Keppel Corp. und spezialisiert auf Projektierung, Aufbau sowie Verwaltung von Immobilien. Keppel Land ist praktisch in allen Ländern Südostasiens vertreten. Wer dennoch in einzelne Länder investieren möchte, sollte sich vorab genau informieren. So gibt es zahlreiche thailändische Unternehmen wie z.B. Land & House, die man auch an deutschen Börsen beziehen kann. Die wahren Perlen der Branche jedoch wie LPN Development sind nur direkt an der Börse in Bangkok zu erwerben. Der Immobilienmarkt Asiens wird auch getrieben von hohen Infrastrukturinvestitionen (s. Abb. 5), die eine moderne Stadt- und Quartierentwicklung begünstigen. Der Standort, der hier Maßstäbe setzt, ist die Ex-Kronkolonie Hongkong. Werte wie der alt eingesessene Projektentwickler China Overseas Land oder der Bestandhalter Champion REIT sind günstig bewertet und offerieren ein auch jetzt noch ordentliches Chance-/Risiko-Verhältnis. Kurzfristige Kursrückschläge müssen Investoren aber mittlerweile einkalkulieren.





Quellen: EIU, Asian Development Bank, Department of Economic and Social Affairs of the United Nations (DESA), KPMG Analysis

**Mittlerer Osten und Nordafrika**

Ebenso wie China, wo bereits für 2010 wieder eine Überhitzung des Immobilienmarktes anstehen könnte, sieht auch Afrika zunehmend die Notwendigkeit, seinen Städten ein anderes Gesicht zu geben. Hintergrund ist hier auch das hohe Bevölkerungswachstum der MENA-Region (Mittlerer Osten und Nordafrika). In den letzten 50 Jahren hat sich die Bevölkerung im Durchschnitt der einzelnen Länder mehr als vervierfacht. In Extremfällen wie den Vereinigten Arabischen Emiraten betrug der Faktor sogar 63. Ägypten könnte in Nordafrika zum Vorreiter werden. Die Einwohner Kairos wenden kaum 3% ihres Einkommens für Miete auf, Mieterhöhungen sind gesetzlich weitestgehend untersagt. Es ist also billiger, den Einsturz eines Hauses abzuwarten und dann für den

Neubau höhere Mietpreise zu erzielen. Diesen Hemmnissen beginnt die Regierung am Beispiel Kairos entgegen zu wirken. Die Umwandlung einer früheren Schutthalde in den Al-Azhar Park ist ein erster Erfolg. Kairo soll insgesamt höherwertig bebaut werden. Ein Profiteur ist Orascom Construction, eigentlich ein Baukonzern, der aber im Immobiliensegment eine gewichtige Rolle spielt. Die Aufgaben sind gewaltig und Orascom groß genug, um als Ankerunternehmer einzelne Projekte abzuwickeln. Die Aktie ist kein Schnäppchen und stürzte im vergangenen Jahr schneller in sich zusammen als bisweilen baufällige mehrstöckige Wohnhäuser im Herzen Kairos. Dennoch: Als Idee für ein Immobilieninvestment in Afrika sollten Anleger den Titel im Auge behalten.

**Fazit**

Auf den globalen Immobilienmärkten zeichnet sich trotz aller Unwägbarkeiten eine Stabilisierung ab. In den USA und einigen europäischen Ländern droht noch Ungemach, da die Finanzierungsfähigkeit der Unternehmen nicht wieder den Normalzustand erreicht hat. In Südamerika, Asien und Afrika ist zwar genügend Kreditspielraum vorhanden, aber diese Regionen müssen lernen, den Immobilienmarkt nicht nur als Taktgeber für die Wirtschaft, sondern auch Entwicklungsinstrument für ihre Gesellschaften zu begreifen. Insofern stimmen Brasilien, Ägypten und Teile Asiens zu Recht optimistisch. Ein Bedeutungszuwachs des Aktiensegments Immobilienaktien in diesen Ländern dürfte damit nur eine Frage der Zeit sein.

Tobias Karow, Thilo Schmidt

Anzeige

DE: BBZA GY	Per 30.09.2009	YTD	10.12.1997	Börsenkapitalisierung
Aktienkurs	EUR 51.42	+15.4%	+119%	EUR 937 Mio.
Innerer Wert	EUR 63.63	+5.4%	+165%	-

Unsere Portfoliounternehmen gehören langfristig zu den Gewinnern in der Biotechnologie. Mit einer Performance von 9% p.a.\* seit 1993 gehören unsere Aktionäre auch zu den Gewinnern.

Den Quartalsbericht per 30. September 2009 finden Sie unter [www.bbbiotech.com](http://www.bbbiotech.com)

\* Aktienkurs in CHF

**BBBIOTECH**  
Ein Produkt der Bellevue Group



## Comeback der Nebenwerte

*Hinter vielen Nebenwerten liegen zwei überaus schwierige Jahre. Doch seit einigen Monaten mehren sich die Anzeichen, dass wir es auch in diesem Sektor mit einer nachhaltigen Trendumkehr zu tun haben könnten.*

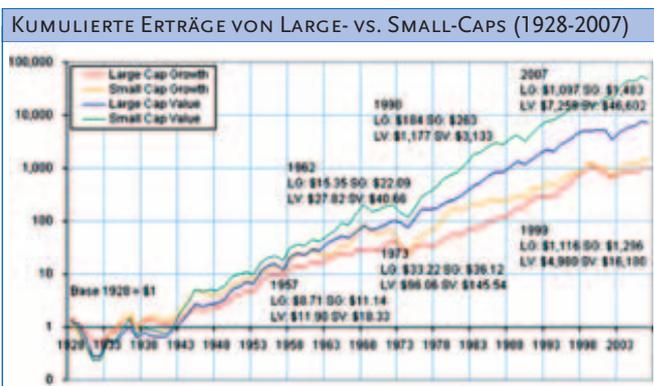
### Die Sache mit der Informations(in)effizienz

In einer perfekten Welt, in der jederzeit alle relevanten Informationen unmittelbar, effizient und vollumfänglich in die Kurse börsennotierter Unternehmen verarbeitet würden, ließen sich keine „Schnäppchen“ beim Aktienkauf machen. Die Erfahrung lehrt jedoch, dass es die perfekte Welt allenfalls in der Theorie gibt. Lässt sich die beschriebene Informationseffizienz zumindest bei großen Werten noch mit einigem Wohlwollen konstatieren, so sieht es in den Niederungen des allein hierzulande mehrere Tausend Titel umfassenden Aktien-Universums gänzlich anders aus. Regelmäßig finden insbesondere bei Small Caps wichtige Nachrichten und Prognosen nur mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung Eingang in den Aktienkurs. Gerade hierin liegt für Anleger die große Chance, solchen „Hidden Champions“ als erste, d.h. vor den meisten Analysten und einem größeren Publikum, auf die Spur zu kommen. Das setzt allerdings die Bereitschaft zu intensiver Recherche voraus. Mit einem gewissen Grad der Informationsineffizienz ist es darüber hinaus nur zu erklären, warum manche Titel bisweilen sogar unter ihrem um immaterielle Firmenwerte (Goodwill) bereinigten Buchwert notieren.

### Value vs. Growth?

Die Frage, ob eher wachstumsstarke (Growth) oder substanzstarke Titel (Value) vorzuziehen sind, wird auch unter Small-Cap-Anlegern kontrovers diskutiert. Ein vom amerikanischen Vermögensverwalter Ibbotson publizierter Renditevergleich über insgesamt acht Jahrzehnte weist auf eine generelle Out-performance von Value-Aktien hin, ganz gleich ob diese dem Small- oder Large-Cap-Segment angehörten. Am besten schnitten demnach substanzstarke Nebenwerte ab, was sich im Übri-

gen mit der berühmten, von den beiden US-Wirtschaftswissenschaftlern Eugene Fama und Kenneth French Anfang der 1990er Jahre veröffentlichten Studie über Small Caps deckt. Für Arne Aßmann, Nebenwerte-Spezialist bei der Baader Bank, bleiben jedoch auch Small Caps mit Growth-Hintergrund interessant: „Wer an eine Erholung der Weltwirtschaft glaubt, sollte sich bei Small Caps nicht ausschließlich auf Value fokussieren. In einem solchen Szenario dürften sich klassische Wachstumsaktien weit besser entwickeln.“ Daher empfiehlt er Anlegern eine Mischung beider Nebenwerte-Klassen.



Quelle: Ibbotson Associates, Market Thoughts.com

### Vertrauen kehrt langsam zurück

Als Investor sollte man in jedem Fall gleich Zweierlei mitbringen: Geduld und starke Nerven. Immerhin kann es eine Weile dauern, bis der Markt auf das Potenzial eines bislang wenig beachteten Nebenwertes aufmerksam wird. Dass auch ein belastbares Nervenkostüm nicht schaden kann, haben zudem die

vergangenen zwei Jahre gezeigt. Vor allem angelsächsische Investoren schmissen monatelang ihre Aktienpakete praktisch unlimitiert auf den Markt. Bei vielen Nebenwerten, wo bereits geringe Handelsumsätze zu mitunter erratischen Kursbewegungen führen können, brachen die Notierungen daraufhin ein, was weitere Verkäufe nach sich zog. Seit dem Frühjahr hat sich die Situation allerdings merklich entspannt. „Auch wir stellen inzwischen eine Belebung fest. Roadshows von kleinen Unternehmen finden bei Fondsmanagern wieder mehr Gehör, und selbst neues Kapital zur Wachstumsfinanzierung ist plötzlich wieder vorhanden“, beschreibt Aßmann die aktuelle Lage. Gleichzeitig können er und andere Small-Cap-Experten wie Shareholder-Value-Vorstand Frank Fischer (siehe Interview) blinden Optimismus oder gar Euphorie noch nicht einmal in Ansätzen ausmachen. Und tatsächlich: Dass viele Anleger den jüngsten Kursavancen misstrauen, gibt den Nebenwerte-Bullen vermutlich das beste Argument für weiter steigende Notierungen an die Hand.

#### Risiken nicht ausblenden

Mit der Fokussierung auf ein Produkt oder ein Segment sind viele Small Caps allerdings weitaus anfälliger für Veränderungen als diversifizierte Konglomerate. Kommt es zu einer technischen Innovation, die ein bisher etabliertes Verfahren ablöst – so wie seinerzeit der Siegeszug der LED-Technik herkömmliche Röhrenfernseher verdrängte, woraufhin ein traditionsreiches Unternehmen wie Loewe beinahe den Gang in die Insolvenz an-

treten musste –, kann sich eine solche Entwicklung in letzter Konsequenz durchaus als existenzbedrohend erweisen. Unter Nebenwerten findet man außerdem zahlreiche junge Unternehmen, deren Produkt die Marktreife erst noch erlangen muss und die bis dahin vor allem Cash verbrennen. Speziell im Biotech-Bereich ist es nichts Ungewöhnliches, wenn eine Gesellschaft noch keinerlei Umsätze generiert und (hoch-)defizitär arbeitet. In der aktuellen Situation geht nicht zuletzt von makroökonomischen Störfeuern eine gewisse Gefahr aus. Gerade im MDAX tummelt sich eine Vielzahl zyklischer Titel aus dem Maschinen- und Anlagenbau, die bei einem erneuten Abtauchen der Konjunktur ihre zuletzt eingefahrenen Kursgewinne zu einem Großteil wieder abgeben würden.

#### Fazit

Vieles spricht für eine nachhaltige Aufwärtsbewegung auch im Nebenwertesegment. Nachdem in einer ersten Phase der Aufwärtsbewegung vor allem Standardtitel gesucht waren, verlagert sich das Interesse vieler institutioneller Anleger inzwischen auf die Werte der zweiten und dritten Reihe. Zwar kann hier anders als im Frühjahr nicht mehr generell von einer deutlichen Unterbewertung die Rede sein, wer allerdings genauer hinsieht und etwas Zeit mitbringt, der stößt weiterhin auf zahlreiche versteckte Perlen aus ganz unterschiedlichen Branchen. Auf unsere Favoriten wollen wir in den folgenden beiden Beiträgen näher eingehen.

■  
Marcus Wessel

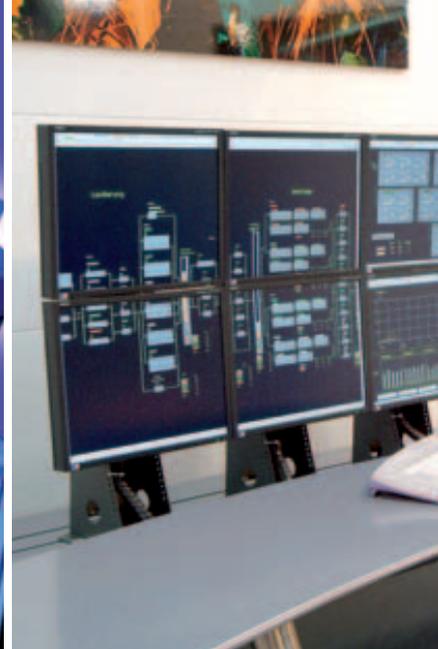
Anzeige



### Die Menschen werden immer älter. Mit der Investition in BB BIOTECH profitieren Sie davon.

Nicht nur ältere Menschen können sich über die Fortschritte in der Medizin freuen. Mit BB BIOTECH beteiligen Sie sich weltweit an den erfolgreichsten Unternehmen der langfristig attraktiven Biotech-Industrie. Rasch wachsende Umsätze und gut gefüllte Entwicklungs-Pipelines kennzeichnen diese Industrie – zum Wohle von Patienten und Anlegern. Seit der Erstnotierung 1993 ist der Wert der BB BIOTECH-Aktie um 273% (per 21.10.2009) gestiegen. Die Aktien der BB BIOTECH werden in der Schweiz, in Deutschland und in Italien gehandelt. Für detaillierte Informationen: Bellevue Asset Management AG, Telefon +41 44 267 67 00, E-Mail [info@bbbiotech.ch](mailto:info@bbbiotech.ch), Internet [www.bbbiotech.com](http://www.bbbiotech.com)

**BBBIOTECH**



Fotos: Hornbach, LPKF, PSI

## High-Performer aus der dritten und vierten Reihe

*Bei der Zusammenstellung unserer Nebenwerte-Champions, die nicht in Indizes enthalten sind, sind wir in ganz unterschiedlichen Branchen fündig geworden. Sogar gemeinhin als eher langweilig verschriene Konsum- und Bauwerte weisen derzeit ein attraktives Chance-/Risikoprofil auf.*

### Software-Stars – auch in der Krise

Der Berliner Softwareentwickler PSI galt lange Zeit als verlässliches, aber auch etwas behäbiges Unternehmen. Doch damit ist jetzt Schluss. Mitten in der größten Wirtschaftskrise seit dem Bestehen der Bundesrepublik berichtet die Gesellschaft über kräftig steigende Erlöse und – was noch wichtiger ist – Gewinne. Per Ende Juni meldete PSI gar einen neuen Rekord beim Auftragsbestand. Im Vergleich zum Vorjahr kletterte dieser um über 20% auf 119 Mio. EUR. Das schafft Planungssicherheit, die den Vorstand dazu veranlasste, seine EBIT-Prognose für das laufende Jahr von ursprünglich 7,5 auf mindestens 8,5 Mio. EUR anzuheben. PSI ist ein Profiteur der Energiewende. Der steigende Anteil von Energie aus Sonne, Wind und Biogas zwingt die Versorger, ihre Stromnetze noch effizienter zu steuern. Zudem gilt es, einen immer höheren Komplexitätsgrad bei gleichzeitiger Minimierung der Störungsanfälligkeit zu managen. Genau dort setzt die Netzmanagement-Software von PSI an. Dass sich der Energieriese RWE inzwischen mit knapp 18% bei dem Software-Unternehmen eingekauft hat, darf getrost als Ritterschlag interpretiert werden.

Anders als PSI spürt die Münchner Nemetschek AG sehr wohl die Auswirkungen der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise. Das börsennotierte Familienunternehmen bietet Softwarelösungen für Architekten, Planer, Statiker und Bauingenieure. Obwohl der Branchenverband dieses Jahr einen Umsatzeinbruch von 9,9% erwartet, gelang es Nemetschek bislang, die Rentabilität auf einem hohen Niveau zu stabilisieren. Das erste Halbjahr schloss der Konzern mit einer EBITDA-Marge von 19,8% ab. Von einer solchen Rendite kann manch ein Wettbewerber

selbst in Boomzeiten nur träumen. Die schwierige Situation am Bau zeigt sich dagegen in den rückläufigen Erlösen. Diese lagen zuletzt 11% unter Vorjahr. Vor allem aber kann Nemetschek auf ein solides finanzielles Fundament bauen. Die aus der Übernahme der ungarischen Graphisoft resultierende Verschuldung wurde in den letzten zwei Jahren um rund 25 Mio. EUR reduziert. Dank des weiterhin kräftig sprudelnden Cashflows (13,6 Mio. EUR in den ersten sechs Monaten) erscheint bereits im nächsten Jahr die Rückkehr zur alten aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik möglich. Auch unser „Buy“ aus der September-Ausgabe, die Atoss Software AG, wächst mit ihren Workforce-Management-Lösungen allen Widrigkeiten zum Trotz.

### Hightech-Nischenspieler

In diesen Tagen begeht die in Kaiserslautern beheimatete Mobotix AG ihr zweijähriges Börsenjubiläum. Als Hersteller hochauflösender Netzwerkkameras profitieren die Pfälzer vom gestiegenen Sicherheitsbedürfnis vieler Bürger und Unternehmen. Die von Mobotix entwickelten Megapixel-Kameras liefern verglichen mit herkömmlichen Überwachungskameras deutlich mehr Details. Auch ist mit ihnen ein 360-Grad-Rundumblick möglich, weshalb letztlich weniger Geräte eingesetzt werden müssen. Mit den zuletzt veröffentlichten Daten zum Geschäftsjahr 2008/09 (30.6.) knüpfte die Gesellschaft nahtlos an den Wachstumskurs der Vergangenheit an. Die Erlöse nahmen im Jahresvergleich nochmals um 27% auf 45 Mio. EUR zu, der Reingewinn verbesserte sich hierzu weit überproportional auf 7,5 Mio. EUR (Vj.: 4,9 Mio. EUR). Wenngleich für die Zukunft schon aufgrund der inzwischen erreichten Größe eine Abflachung der

DEUTSCHE NEBENWERTE AUS DER DRITTEN UND VIERTEN REIHE										
NAME	WKN	KURS	MARKET-CAP*	UMSATZ 08	UMSATZ 09E	EPÄ 08	EPÄ 09E	EPÄ 10E	KGV 10E	Div. 09E
ATOSS SOFTWARE	510 440	13,70	55	26,9	28,0	0,87	1,00	1,12	12,2	0,50
BIJOU BRIGITTE IK	522 950	115,70	937	376,0	385,0	10,19	9,80	10,40	11,1	7,00
HORNBACH HOLDING IK	608 343	69,90	280	2.750,0	2.850,0	11,41	8,00	9,00	7,8	1,14
LPKF	645 000	4,25	46	45,4	46,0	0,17	0,29	0,35	12,1	0,00
MOBOTIX	521 380	27,70	122	44,9	54,0	1,70	1,85	2,00	13,9	1,00
NEMETSCHKE	645 290	16,02	154	150,0	132,0	1,08	0,90	1,25	12,8	0,45
PSI	A0Z 1JH	8,99	141	129,0	142,0	0,35	0,45	0,52	17,3	0,15
Sto Vz.	727 413	50,65	127	947,0	880,0	8,09	6,00	6,80	7,4	2,00
STEICO	A0L R93	5,09	65	103,3	107,0	-0,75	0,28	0,45	11,3	0,00
WESTAG & GETALIT VZ.	777 523	12,65	37	226,0	194,0	1,89	1,00	1,50	8,4	0,50

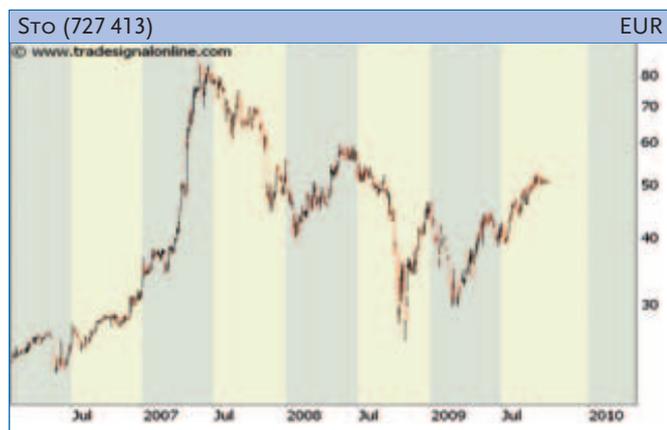
\*) in Mio.; alle Angaben in EUR

Wachstumsdynamik erwartet werden muss, ändert das nichts an den für Mobotix überaus günstigen Rahmenbedingungen und der technologischen Kompetenz.

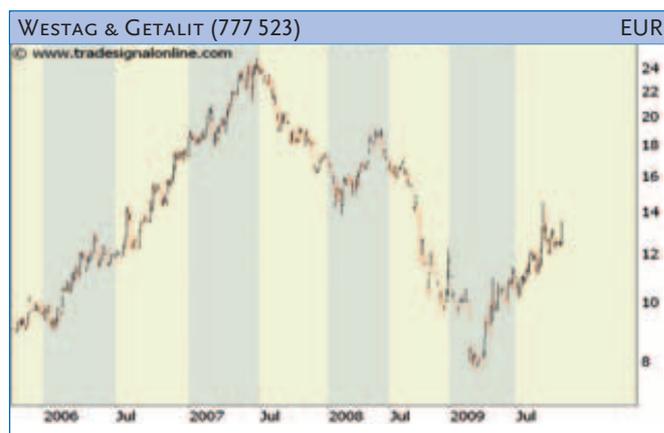
Dem Laserspezialisten LPKF kommt in diesen Tagen seine breite Aufstellung zugute. Während der Bereich Kunststoffschweißen unter der weltweiten Rezession und der Schwäche im Automobilssektor litt, erlebt das Unternehmen bei seinen Lasern zur Leiterplattenbearbeitung und im Bereich MID einen kleinen Boom. Mit Hilfe der von LPKF patentierten 3D-MID-Technik lassen sich feinste Leiterbahnen ohne Umwege und Zwischenschritte auf dreidimensionale Kunststoffoberflächen aufbringen. Das Verfahren, das zurzeit vornehmlich bei der Herstellung von Handy-Antennen zum Einsatz kommt, dürfte mittelfristig auch neue Anwendungsgebiete erschließen. Allein der im dritten Quartal verbuchte Auftrag eines international tätigen Elektronikkonzerns über mehrere 3D-MID-Anlagen im Gesamtwert von 6 Mio. EUR lastet die Produktion in diesem Bereich auf mehrere Monate aus. Nicht nur technikaffine Anleger sollten die Aktie daher auf ihre Beobachtungsliste setzen.

**Auch Bauwerte bieten Chancen**

Dass selbst in einer auf den ersten Blick wenig attraktiven Branche wie dem Bau echte Perlen auf ihre Entdeckung warten, zeigt das Beispiel Sto. Das traditionsreiche Familienunternehmen erzielt rund die Hälfte seiner Umsätze mit Dämmstoffen und Fassadenelementen. Ergänzt wird das Sortiment um Farben, Putze und Bodenbeschichtungen. Die Schwaben sind eindeutig ein Profiteur der staatlichen Konjunkturprogramme. Vor



allein die Anstrengungen auf dem Gebiet der energetischen Gebäudesanierung werden mittelfristig zusätzliche Nachfrage generieren. Zuletzt machte sich jedoch die schwache Auftragslage in Großbritannien, Spanien und Osteuropa bemerkbar. So musste Sto trotz weitgehend stabiler Märkte in Westeuropa Rückgänge bei allen wesentlichen Ergebniskennzahlen hinnehmen. Aufgrund dessen geht das Management nicht davon aus, die Rekordwerte des Vorjahres wieder zu erreichen. Nun bleibt die Sto-Aktie nach allen Value-Kriterien aber selbst in einem solchen Rezessionsszenario massiv unterbewertet. Positive Überraschungen scheinen angesichts des von Analysten unterstellten Gewinnrückgangs zudem jederzeit möglich. Wer es gerne einen Tick spekulativer mag, dem empfehlen wir die Aktie des Öko-Dämmstoffherstellers Steico, der sich mitten in einem erfolgreichen Turnaround befindet.



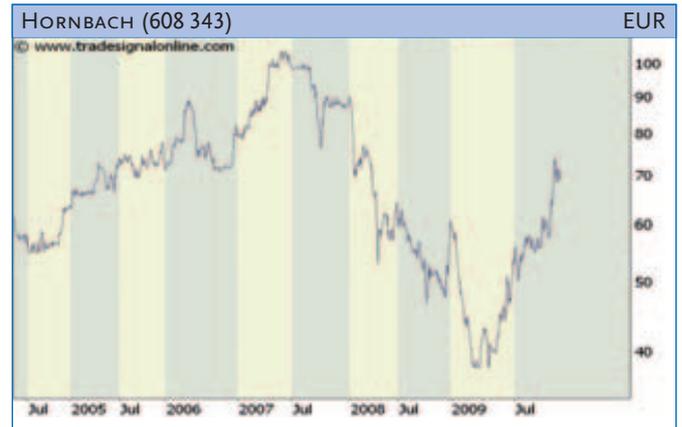
Was für die Aktie von Sto gilt, trifft auch auf die des westfälischen Holzwerkstoffproduzenten Westag & Getalit zu. Mit einer Notiz weit unter Buchwert (16,70 EUR zum Halbjahr), einer soliden Dividendenrendite von 4% sowie einem vorausschauenden KGV von etwas über 8 gehört der Wert eigentlich in jedes unter Value-Gesichtspunkten strukturierte Nebenwerte-Portfolio. Derzeit kämpft der Hersteller von Türen, Zargen, Sperrholz und Laminat mit den Folgen der auch im Wohnungsbau wütenden Rezession. Gleichwohl zeigt sich die Gesellschaft resistent gegenüber Verlusten im operativen Geschäft. Selbst in der Krise bleiben die Westfalen profitabel, so dass der Konzern das Katastrophenjahr 2009 mit einem mehr als respektablem Gewinn beenden dürfte. Tritt die wirtschaftliche Erholung wie erwartet ein, steht das Unternehmen im nächsten Jahr vor einem satten Gewinnprung.

**Silberstreif am Konsum-Horizont**

Während vor allem in der exportabhängigen Investitionsgüterindustrie eine Trendwende förmlich herbeigeseht wird, er- >>

weist sich der Konsum – langlebige Wirtschaftsgüter wie Möbel und Autos einmal ausgenommen – in der Krise bislang als ausgesprochen stabil. Die Modeschmuckkette Bijou Brigitte verzeichnete zuletzt gar eine spürbare Belebung ihrer Filialumsätze. Nachdem zu Jahresbeginn die Erlöse flächenbereinigt noch um knapp 8% unter denen des Vorjahres lagen, zog das Geschäft im zweiten Quartal wieder erfreulich an. Noch wichtiger erscheint aus Aktionärsicht, dass der im ersten Quartal zu beobachtende Gewinneinbruch gestoppt werden konnte. Per Saldo lag das Ergebnis je Aktie (3,96 EUR) gerade einmal 1 Cent unter dem des Vorjahres. Neben einer Verbesserung der Filialumsätze wirkte sich hier auch die geringere Aktienanzahl positiv aus. Für das Gesamtjahr rückt damit ein Gewinn auf Vorjahresniveau (rund 80 Mio. EUR) wieder in greifbare Nähe. In jedem Fall bleibt Bijou Brigitte eine regelrechte Cashflow-Maschine. Die Filialexpansion wird nach wie vor ausschließlich aus eigenen Mitteln und ohne Zuhilfenahme von Bankkrediten finanziert.

Auch die Baumarktkette Hornbach (IK) kann zufrieden mit dem bisherigen Verlauf ihres Geschäftsjahres sein. In den traditio-



nell starken ersten sechs Monaten von März bis August verdiente die Nummer vier der Branche 78,2 Mio. EUR oder 7,84 EUR je Vorzugsaktie (Vj.: 9,76 EUR). Dass der Überschuss nicht an das Vorjahr heranreichte, erklärt sich mit einmaligen, nicht-operativen Immobiliengewinnen im Geschäftsjahr 2008/09. Bereinigt um diesen Faktor gelang es Hornbach, sein Betriebsergebnis um

## „Es gibt für mich keinen Grund, warum man nicht in Nebenwerte investieren sollte“

*Smart Investor sprach mit Frank Fischer, Chief Investment Officer (CIO) und Vorstand der Beteiligungsgesellschaft Shareholder Value Management AG, über die Besonderheiten einer Small-Cap-Anlage, den aktuellen Zyklus und die eigenen Favoriten im Nebenwerte-Bereich.*

**Smart Investor:** Viele Nebenwerte gingen bereits lange vor Ausbruch der weltweiten Finanzkrise in den Sinkflug über. Seit Jahresbeginn haben sie sich gemessen an SDAX und TecDAX wiederum deutlich besser als die Standardtitel geschlagen.

**Fischer:** An dieser Entwicklung zeigt sich das Hauptrisiko von Nebenwerten. Der zu beobachtende Absturz vieler Titel erklärt sich mit der Illiquidität in diesem Bereich. Die Outperformance in guten Zeiten kehrt sich dabei in einer Baisse in ihr Gegenteil um. In der letzten Phase des Abschwungs verstärkten Zwangsliquidationen von Hedgefonds sowie Verkäufe von Publikumsfonds die Abwärtsdynamik. Das Resultat des Ausverkaufs waren zum Teil drastische Unterbewertungen, die mutige Anleger wiederum zum Einstieg nutzten. Was wir seit den Tiefstständen gesehen haben, ist nichts weiter als die logische Wertaufholung und Korrektur der Korrektur, die von der äußerst expansiven Geldpolitik der Notenbanken noch zusätzlich befeuert wird. Auch mangelt es schlichtweg an Anlagealternativen.

**Smart Investor:** An welchem Punkt innerhalb der Aufwärtsbewegung befinden sich die „Kleinen“ im Moment?

**Fischer:** Ich denke schon, dass die Übertreibung nach unten mittlerweile größtenteils korrigiert wurde. Diese Einschätzung lässt sich auch anhand unseres Investitionsgrades begründen. Waren wir im März voll investiert, so halten wir jetzt bereits

20% Cash. Die einfachen Kursgewinne, die maßgeblich von der Liquidität getrieben waren, haben wir gesehen. Inzwischen kommt es wieder verstärkt auf Stockpicking an, wofür wir schließlich auch bezahlt werden. Grundsätzlich sehe ich weiterhin eine Vielzahl an Chancen.

**Smart Investor:** Für einen Einstieg ist es aus Ihrer Sicht noch nicht zu spät?

**Fischer:** Nein, wobei natürlich jederzeit eine Korrektur um 10 bis 15% einsetzen

kann. Da wir jedoch in längeren Zeiträumen denken, schielen wir in einer solchen Korrektur vor allem nach neuen Chancen. Mein Eindruck ist, dass wir uns zwar bereits in einer reifen Phase der Gegenbewegung befinden, gleichwohl dürften wir die letzte Welle, die in der Regel mit einer Übertreibung (nach oben) einhergeht, noch keineswegs gesehen haben. Dafür ist



Frank Fischer

knapp 14% zu verbessern. In Deutschland gewann man weitere Marktanteile hinzu. Hornbach setzt vorrangig auf qualifizierte Beratung sowie ein möglichst umfangreiches Sortiment und damit besonders große Märkte. Angesichts der starken Ergebnisse ist es unverständlich, dass die Aktie des SDAX-Neulings – trotz der jüngsten Rally – weiterhin mit einem Abschlag zum Konkurrenten Praktiker gehandelt wird.

**Fazit**

Auch nach dem rasanten Kursaufschwung der vergangenen Monate bietet das Nebenwerte-Segment noch zahlreiche Investmentchancen. Die Betonung liegt auf „Investment“, denn die meisten der hier vorgestellten Titel eignen sich nur sehr eingeschränkt für

kurzfristiges Trading (Ausnahmen: Steico, PSI). Die Geschäftsmodelle mögen dabei nicht vollkommen immun gegen gesamtwirtschaftliche Verwerfungen sein, jedoch haben sie sich im Gegensatz zu denen von Opel, der HRE und anderen „Zombies“ in der Rezession behauptet. Am Ende dürften diese Unternehmen sogar gestärkt aus dem Krisenjahr 2009 hervorgehen. ■

Marcus Wessel

**HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)**

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

auch die Skepsis bei vielen Marktteilnehmern zu hoch. Nicht wenige sind derzeit eher unter- als überinvestiert.

**Smart Investor:** Haben die Vorstände kleinerer Unternehmen im Allgemeinen anders als ihre Kollegen in den Führungsetagen der großen DAX-Konzerne auf die Krise reagiert?

**Fischer:** Die meisten Firmen – egal ob Großkonzern oder Nischenanbieter – reagierten auf den plötzlichen Einbruch sehr ähnlich. Allerdings zeigen sich bei der Umsetzung der eingeleiteten Maßnahmen doch deutliche Unterschiede. Während Small Caps eher Schnellbooten gleichen, die sich recht zügig auf eine neue Situation einstellen können, zieht sich die Restrukturierung bei einem DAX-Unternehmen meist weitaus länger dahin. Der Vorteil der Schnelligkeit wird gemeinhin mit einem höheren Spezialisierungsgrad erkauft. Viele Nebenwerte sind Einproduktunternehmen und damit anfälliger für Veränderungen und Zyklen innerhalb einer bestimmten Branche. Hieraus erklärt sich nicht zuletzt die besondere Bedeutung von Stockpicking, das den stark differenzierten Geschäftsmodellen Rechnung tragen muss.

**Smart Investor:** Gibt es Aktienanleger, denen Sie von einem Investment im Nebenwertebereich abraten würden?

**Fischer:** Wenn ich für mich grundsätzlich die Frage nach einer Aktienanlage

mit „Ja“ beantwortet habe, gibt es für mich keinen Grund, warum man als Langfristanleger nicht in Nebenwerte investieren sollte. Vorausgesetzt ich bin bereit, die besondere Volatilität dieser Titel zu akzeptieren. Zum Ausgleich, das zeigen zahlreiche empirische Studien, werden Small-Cap-Investoren tatsächlich mit höheren Renditen belohnt.

**Smart Investor:** Nennen Sie uns doch zum Abschluss einige Ihrer Favoriten!

**Fischer:** Eine Stratec Biomedical haben wir in der Erholungsphase konsequent eingesammelt. Hier zeichnet sich für die Zukunft ein weiterer Wachstumsprung ab. Hinzu kommt ein stetiger Ausbau bei den wiederkehrenden Umsätzen mit Verbrauchsmaterialien, die zugleich eine höhere Marge versprechen. Ich erwarte, dass das Unternehmen bereits im nächsten Jahr einen Gewinn von 1,50 EUR je Aktie erwirtschaften kann. Aus dem eher defensiven Bereich gefällt uns eine Frosta. Die Aktie ist sicherlich kein Highflyer, für Value-Investoren aber gleichwohl sehr interessant. Das KGV liegt bei moderaten 12, die Dividendenrendite bei rund 4%. Vor allem in Osteuropa bieten sich für den Tiefkühlproduzenten hervorragende Wachstumschancen.

**Smart Investor:** Herr Fischer, haben Sie vielen Dank für das aufschlussreiche Gespräch! ■

Interview: Marcus Wessel



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)

# Auf Qualitätssuche im Nebenwertebereich

*In der aktuellen Börsenphase ist es nicht einfach, im SDAX und TecDAX günstig einzukaufen – die Schnäppchensaison scheint auf den ersten Blick vorbei zu sein.*

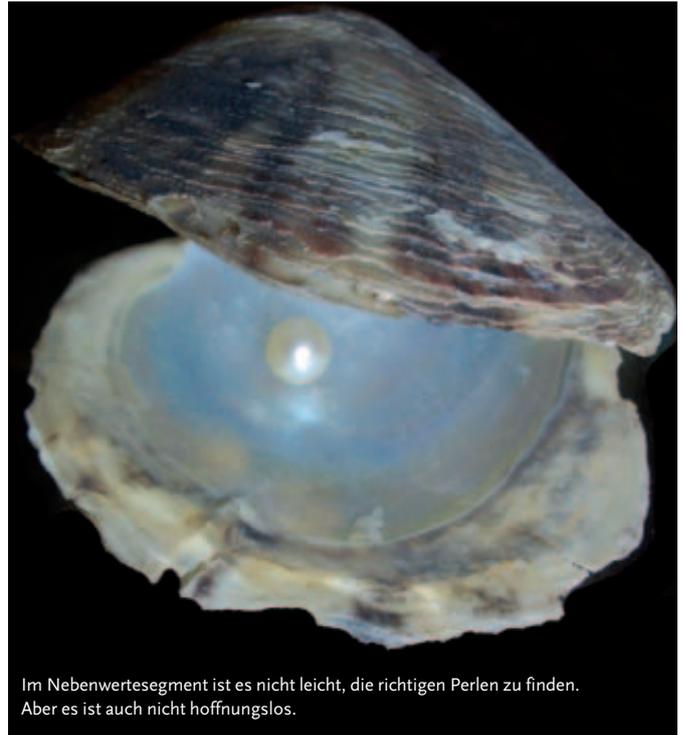
Mit Jahreshöchstständen in fast allen Indizes bedarf es auch bei den Nebenwerten des SDAX und TecDAX einer genauen Überprüfung, um noch Kaufgelegenheiten zu isolieren. Der TecDAX hat sich vom Tiefstand im März dieses Jahres knapp verdoppelt, der SDAX verbucht eine Erholung um 70%. Auch im SDAX befinden sich Unternehmen, die über eine entsprechende Krisenresistenz verfügen und stetig wachsen. Von unserer Recherche ausklammern möchten wir an dieser Stelle bewusst Werte aus dem Solarbereich und der Immobilienwirtschaft. Diese wurden in Tiefe bereits kürzlich besprochen, die Immobilienwerte explizit in einer Beilage zu dieser Ausgabe.

## Hochskalierbare Geschäftsmodelle

Der Mobilfunk-Service-Provider Drillisch steht operativ auf festen Beinen. Die aktuelle Marktkapitalisierung entspricht in etwa dem Buchwert. Die vor Monaten noch vorliegende krasse Unterbewertung ist nahezu vollständig aufgeholt worden. Die Unsicherheit, die vom strategischen 25%-Anteil an Freenet ausging, ist gewichen. Die schmerzhafteste Bewertungsanpassung dieser Beteiligung ging 2008 durch die Bücher. In der aktuellen Konstellation ist Drillisch ein interessantes Übernahmeziel. Die Hessen sind mit einer EBIT-Marge von etwa 10% profitabel, und die stetig steigende Kundenzahl kompensiert den Preisverfall im Mobilfunkmarkt. Durch den kürzlich erfolgten Verkauf seines 10%-Anteils an Drillisch hat United Internet (ein SI-Musterdepotwert) die Übernahmespekulation neu angeheizt. Wer der Aufkäufer ist, war zu Redaktionsschluss noch nicht bekannt.

„Reifen zu Internetpreisen“: Mit diesem Slogan wirbt der stationäre Reifenhandel. Delticom ist einen Schritt weiter und vertreibt ausschließlich im Web. Der B2B-Anteil beträgt dabei nicht einmal 10%. Während die Händler an den Ein- und Ausfallstraßen unserer Städte über strukturelle Probleme und minimale Gewinnspannen klagen, besticht Delticom trotz des wettbewerbsintensiven Umfelds mit einer stattlichen Marge. Zuletzt hat das schuldenfreie Unternehmen vor Zinsen und Steuern über 7% erzielt. Durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ist eine EBIT-Marge von 10% absehbar. Der Aufwärtstrend der Aktie ist intakt. Trotz deutlicher Erholung läßt die fundamentale Bewertung noch immer zum Einstieg ein.

Auch Wirecard betreibt ein hochskalierbares Geschäft. Dennoch sehen wir unsere Einschätzung aus der August-Ausgabe bestätigt. Ebenso ist bei Kontron trotz Technologieführerschaft in einer hochkomplexen Nische die unmittelbare Phantasie raus. Die Kooperation mit dem stärksten Rivalen in Japan zeigt, dass man die vehementeste Wachstumsphase hinter sich hat. Eher ist



Im Nebenwertesegment ist es nicht leicht, die richtigen Perlen zu finden. Aber es ist auch nicht hoffnungslos.

hier mit einer Dividendenerhöhung zu rechnen. Dafür sprechen die Ankeraktionäre Pincus und Fidelity, zudem hat der Vorstand auf der letzten Hauptversammlung Entsprechendes angedeutet. Für beide Unternehmen kann man sich durchaus erwärmen, es gilt jedoch Schwächephase für einen Zukauf abzuwarten.

Ein Garant für Zuverlässigkeit ist in diesem Zusammenhang auch die Biotest AG. Im Hauptgeschäftsfeld Plasmaproteine profitiert das Unternehmen von einem Nachfrageüberhang, der nur langsam abgebaut wird. Zusätzlich wurde jüngst die Forschung nach einem Immunglobulin erfolgreich in die letzte klinische Phase überführt. Die beiden anderen Präparate sind ebenfalls in aussichtsreichen Stadien. Das Segment Diagnostik, das bisher etwa 10% des Umsatzes ausmachte, zuletzt jedoch verlustig war, wird konsequent verkauft. Insgesamt schafft es das Biotechnikunternehmen stets, seine hochgesteckten Ziele zu erreichen und zuletzt regelmäßig zweistellig zu wachsen.

## Drei Musketiere ohne Mantel und Degen

Ziemlich entwaffnet stehen derzeit drei Top-Unternehmen aus dem SDAX da. Die Probleme der Maschinen- und Anlagenbauer Kuka, Homag und Dürr sind recht unterschiedlich – und haben doch eine triviale Gemeinsamkeit. Die jüngst aus dem MDAX

abgestiegene Kuka ist Technologieführer in robotergesteuerten Fertigungsstraßen. Die bilanzielle Situation ist mit einer hohen Nettoverschuldung und entsprechend niedriger Eigenkapitalquote recht angespannt. Mit einem Automotive-Anteil von etwa 70% ist man von einer Rezession besonders stark betroffen. Die Querelen um Besitzverhältnisse und Strategiebestimmung lassen die operativen Geschäfte derzeit in den Hintergrund treten. Die neue Führungsmannschaft des Unternehmens befindet sich aktuell in einer Orientierungsphase.

Schaffen sie es mit dem Produkt-Know-how neue Märkte zu erschließen und in den angestammten die starke Marktstellung endlich in bare Münze zu verwandeln, steht den Augsburgern die Zukunft offen.

Der im Segment der Holzverarbeitung weltweit führende Maschinenbauer Homag wurde von der Investitionszurückhaltung seiner Kunden besonders hart getroffen. Rückgänge der Auftragseingänge um 60% sind für das im badischen Schopfloch ansässige Unternehmen nicht leicht zu verdauen. Sehr frühzeitig, bereits im Stadium ausbleibender Kundenanfragen, hat

#### AUSGESUCHTE NEBENWERTE AUS DER ZWEITEN REIHE

NAME	WKN	KURS	MARKET-CAP*	UMSATZ 08	UMSATZ 09E	EPÄ 08	EPÄ 09E	EPÄ 10E	KGV 10E	DIV. 09E
BIOTEST VZ.	522 723	42,10	494	423,0	475,0	2,17	2,60	3,35	12,6	0,36
CTS EVENTIM	547 030	33,14	795	404,3	510,0	1,22	1,46	1,88	17,7	0,61
DELTICOM	514 680	21,89	86	259,0	290,0	2,97	3,10	3,70	5,9	3,00
DRÄGERWERK VZ.	555 063	26,95	342	1.924,5	1.760,0	3,67	0,35	1,18	22,8	0,25
DRILLISCH	554 550	4,48	238	350,1	360,0	-3,46	1,50	1,22	3,7	0,00
DÜRR	556 520	15,80	273	1.602,8	1.250,0	2,72	-0,17	1,56	10,1	0,00
HOMAG	529 720	8,60	135	856,4	580,0	2,04	-2,23	0,76	11,2	0,00
KONTRON	605 395	8,36	425	496,9	460,0	0,72	0,49	0,67	12,5	0,20
KUKA	620 440	10,53	266	1.286,4	900,0	4,43	-2,18	0,47	22,2	0,00
PFEIFFER VACUUM	691 660	54,00	484	198,1	178,0	4,24	3,68	4,62	11,7	3,35
WIRECARD	747 206	8,62	877	196,8	226,0	0,42	0,44	0,52	16,6	0,08

\*) in Mio.; alle Angaben in EUR

man sich bei Homag auf die anstehende Erlösdelle eingestellt. Aktuell wird das Unternehmen vom Markt unter Buchwert und mit einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 0,2 bewertet. Bei einer Erholung des Geschäfts sollten diese Wertansätze berichtigt werden.

Der Spezialist für industrielle Lackier- und Prüfanlagen Dürr hat mit ca. 85% eine noch extremere Abhängigkeit von der Automobilindustrie. Allerdings hat man durch die stabile Marktstellung die geringsten Nachfrageeinbrüche und spürt bereits eine deutliche Erholung. Der Markt hat die Aufhellung bereits gespiegelt. >>

Anzeige



**AI ALLIANCE**  
Advanced Inflight Alliance AG

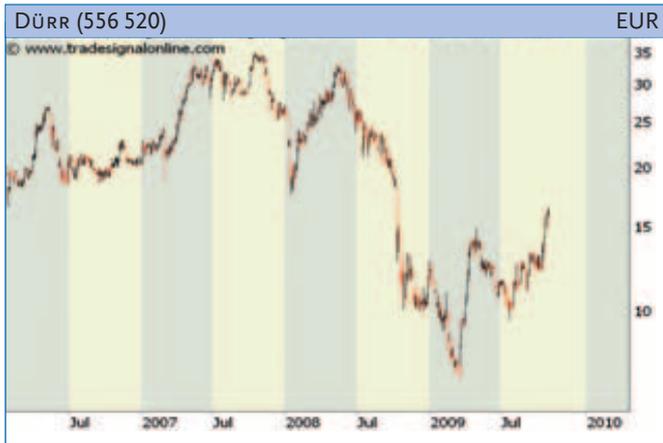
[www.advanced-inflight-alliance.com](http://www.advanced-inflight-alliance.com)

ISIN DE0001262186

Anlässlich der 30sten **World Airline Entertainment Association** Konferenz in Palm Springs, USA, Anfang Oktober 2009 gratulieren wir unseren Kunden zu Auszeichnungen in diversen Kategorien der Bordunterhaltung im Flugzeug.

Der bedeutendste AWARD, beste Programmgestaltung weltweit, ging an die von unserer Unternehmensgruppe betreute Airline **EMIRATES**.

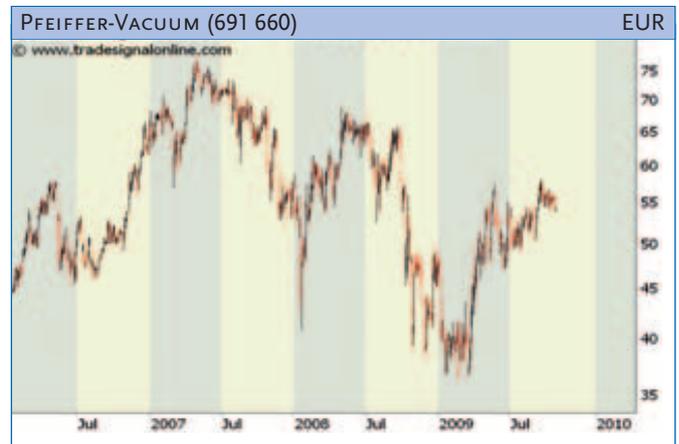
Advanced Inflight Alliance AG  
Der Vorstand: Otto Daurer, Peter Biewald



Dürr hat eine hohe Umsatzbasis, eine stabile Bilanz mit akzeptabler Nettoverschuldung und hohen liquiden Mitteln. Der hohe Goodwill wird bei sich stabilisierendem Geschäftsverlauf voraussichtlich nicht angetastet und stellt keine unmittelbare Gefahr dar. Auch Dürr befindet sich im Prozess eines Eigentümerwechsels, der allerdings reibungslos verläuft. Bei Dürr und Kuka, wie auch bei vielen anderen Technologieunternehmen, wird gerne von eigener und Analystenseite damit geworben, dass man sich verstärkt in der Luftfahrtindustrie engagiert. Diese Begeiste-

rung teilen wir nur eingeschränkt, da auch bei den Flugzeugherstellern Turbulenzen zu erwarten sind.

Alle drei vorgenannten Unternehmen verfügen über eine starke Stellung mit führenden Produkten in allen wesentlichen Märkten der Welt. Gemeinsam liegt das Problem vor, dass man in Boomphasen nicht in der Lage war, diese Überlegenheit auszuspielen, sprich eine zweistellige operative Marge zu erwirtschaften und langfristig beim Kunden mithilfe harter und weicher Faktoren zu etablieren. In Schwächephase rächt sich das mit herben Verlusten bis hin zu Verwerfungen in der Führung des Unternehmens. Im anstehenden Aufschwung können diese drei Spezialisten dennoch neue Umsatz- und Ergebnisrekorde erzielen, was sich durch den Hebel der Kostensenkungsmaßnahmen erklärt. Das wird sich auch in neuen Höchstkursen an den Börsen niederschlagen. Allerdings ist das Sentiment für diese Spätzykler zunächst noch denkbar schlecht. Ein Einstieg kann unter langfristigen Gesichtspunkten dennoch bereits heute erwogen werden.



Wie man als Technologieunternehmen einen wirtschaftlichen Abschwung übersteht, zeigt exemplarisch Pfeiffer-Vacuum. Trotz satter Einbrüche beim Auftragseingang bleibt man bei dem hessischen Hersteller von Spezialpumpen hochprofitabel. Die operative Marge konnte man in den letzten Jahren sukzessive auf ein Niveau von etwa 25% steigern. In einem wirtschaftlichen Abschwung gelingt es dann eben immer noch, Geld zu verdienen. Lediglich der Kapitalfluss hat durch den Abbau von Außenständen eine Delle erhalten. Fundamental ist die Bilanz von Pfeiffer-Vacuum grundsolide. Das Unternehmen ist schuldenfrei, das Eigenkapital deckt alleine 85% des Vermögens ab. Auch die avisierte Senkung der Dividende dürfte nach den ordentlichen Halbjahreszahlen vom Tisch sein. Kein schlechtes Zeichen sind zudem die Aktienkäufe der Insider. Nach wie vor stapelt Vorstand Manfred Bender hinsichtlich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung tief, was wir uns mit einem besonders ausgeprägten Maß an kaufmännischer Vorsicht erklären.

**Fazit**

Setzt man auf Qualität sowie Solidität und/oder Skalierbarkeit des Geschäftsmodells, finden sich in den Nebenwerteindizes durchaus noch attraktive Kaufgelegenheiten. Beim Timing empfiehlt sich gegenwärtig das Abwarten einer Korrektur unter Beachtung der volkswirtschaftlichen Marktzyklik, wie bei den Maschinenbauern beschrieben.

Axel Schuster

**Cross Links**

**GoingPublic Magazin 11/2009**



- ◆ Familienunternehmen und Börse – eine viel versprechende Kombination?
- ◆ Manager als Philanthropen: Stiftungen von börsennotierten Unternehmen
- ◆ Privataktionäre als Zielgruppe für Investor Relations
- ◆ Markt- und Buchwert – Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen
- ◆ Inkl. Sonderbeilage „Medizintechnik 2009“ (7. Jg.)

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

**VentureCapital Magazin 11/2009**



- ◆ Unternehmensnachfolge: Ansätze & Alternativen
- ◆ Mezzanine-Kapital als Anlageklasse
- ◆ Rückblick auf die letzten VC-finanzierten Börsengänge
- ◆ Investor im Portrait: Germany 1
- ◆ Virtuelle Optionsprogramme als Anreizsystem
- ◆ Mit Rating-Studie „Private Equity-Dachfonds“

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



# „Ohne Alkohol gibt es keine Betrunkene“

Smart Investor im Gespräch mit *Roland Leuschel* und *Claus Vogt*, den Autoren des im September dieses Jahres erschienenen Buches „Die Inflationsfalle – Retten Sie Ihr Vermögen!“

**Smart Investor:** Soeben ist Ihr zweites gemeinsames Buch „Die Inflationsfalle“ erschienen. Kann es als Fortsetzung Ihres ersten Buches „Das Greenspan Dossier“ gesehen werden, in welchem Sie den früheren amerikanischen Notenbank-Präsidenten als den Hauptschuldigen für die heutige desolante Lage des Weltfinanzsystems beschrieben haben?

**Leuschel:** Der Unterschied zwischen den beiden Büchern liegt darin, dass unsere Aussagen im ersten Buch eigentlich nur Thesen waren. Greenspan wurde damals auf der ganzen Welt, auch in Deutschland – besonders von den Notenbankern und Politikern – geradezu verehrt. Wir dagegen haben darauf hingewiesen, dass seine Politik zu Konsequenzen führen wird, die alles andere als angenehm sein werden. Das waren damals alles nur Hypothesen und Prognosen, deswegen konnten wir in unserer Kritik auch nicht so scharf sein. Alleine, dass wir es damals gewagt hatten, Greenspan zu attackieren, war ein Novum und kam fast einer Majestätsbeleidigung gleich.

**Smart Investor:** Sie schreiben von dem großen Experiment des Dr. Greenspan. Wie muss man das verstehen?

**Vogt:** Wir haben die damalige Politik des Dr. Greenspan als „Das große Experiment“ bezeichnet. Jetzt, ein paar Jahre später, ist der Ausgang dieses Experiments für alle offensichtlich nachvollziehbar.

**Leuschel:** Nun, unserer Meinung nach ist bisher allerdings nur der erste Akt dieses Dramas sichtbar.

**Smart Investor:** Hätten Greenspan und die damaligen Politiker nicht die Konsequenzen ihres Handelns absehen können? Immerhin hatte sich Greenspan in seiner Doktorarbeit intensiv mit diesen Zusammenhängen beschäftigt und vertrat dann eine andere Politik.

**Vogt:** Das ist schwer zu beurteilen. Wir können ja die Motivation der Akteure und Täter von damals nicht kennen. Die Antwort darauf können die Betroffenen nur selbst geben, und wir können nur mutmaßen, wer was wann gewusst haben kann. Wenn man sich aber die Aussagen der Akteure von damals ansieht, dann gewinnt man schon den Eindruck, dass wider besseres Wissens eine hoch gefährliche und falsche Politik betrieben wurde.

**Leuschel:** Hier haben wir einen kleinen Dissens. Ich glaube, dass Greenspan schon wusste, was er tat, und deshalb bezeichne ich ihn gerne als Mephisto. Ich hatte ihn auf einer Weltwährungskonferenz 1984 in Zürich persönlich kennengelernt und saß zusammen mit ihm in einer Kommission. Mein Eindruck damals war, dass er ein „Opportunist“ ist. Meiner Meinung nach ist Greenspan ein äußerst intelligenter Mensch, und ihm standen alle Daten der Welt zur Verfügung, so dass er wissen musste, was er tat. Beweisen kann ihm das natürlich niemand.

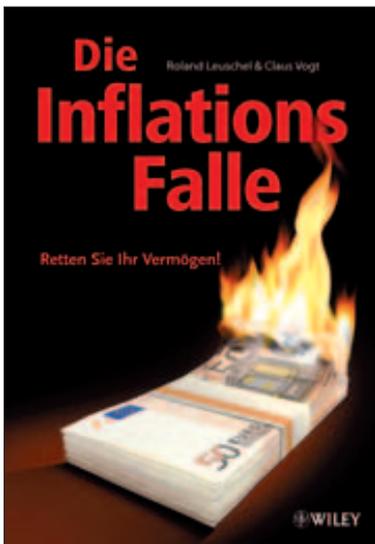


**Roland Leuschel** studierte Wirtschaftsingenieurwesen an der Universität Karlsruhe und Volkswirtschaftslehre an der Freien Universität Berlin. Er war Stratege und Direktor der Banque Bruxelles Lambert und ist Autor mehrerer Bücher, darunter das 1983 zusammen mit Jack Kemp geschriebene Buch: „Die amerikanische Idee. Wachstum – unsere Zukunft“. Er zählt in Europa zu den größten Börsenberühmtheiten und gilt seit seiner Prognose des Oktober-Crash 1987 als „Crash-Prophet“. **Claus Vogt**, Jahrgang 1963, studierte Betriebswirtschaftslehre in Frankfurt am Main. Im Jahr 2000 wurde er Leiter der Researchabteilung der Berliner Effektenbank. Aus letzterer entstand die Quirin Bank AG, bei der er als Chefanalyst maßgeblich die Vermögensverwaltung mitbestimmt. Darüber hinaus ist er Chefredakteur der Börsenbriefe „Sicheres Geld“ und „International ETF-Trader“.

**Smart Investor:** Heute sind andere an der Macht: Bermanke, Geithner, Obama. Alle drei sind vergleichsweise jung und wirken weniger verstaubt. Darf man nicht hoffen, dass diese Leute eine richtigere Politik machen werden?

**Vogt:** Nein, ein ganz klares Nein! Zwei der drei genannten, Bermanke und Geithner, spielten ja bereits in den vergangenen Jahren eine sehr wichtige Rolle in der Politik von Greenspan. Beide haben klar gemacht, dass sie die Politik von Greenspan damals mitgetragen haben. Ich möchte sogar noch weiter gehen und behaupten, dass beide sich damals für ihre jetzigen Positionen erst qualifiziert haben, da sie beide für eine Kontinuität der verheerenden Politik eines Greenspan standen und stehen.

**Leuschel:** Auch in Deutschland gibt es immer noch Anhänger dieser Politik. Professor Hans-Werner Sinn vom Ifo-Institut in München hat erst heute in einer großen deutschen Tageszeitung bekannt gegeben, dass es seiner Meinung nach richtig sei, in der jetzigen Krise Steuererleichterungen durch neue Staatsschulden zu finanzieren. Die gigantische und stark steigende Staatsverschuldung scheint keine Gefahr darzustellen. Welch ein Unsinn vom Ifo-Chef persönlich. Das entspricht genau derselben Philosophie eines Alan Greenspan. Auch Axel Weber, der Präsident



„Die Inflationsfalle – Retten Sie Ihr Vermögen!“,  
Roland Leuschel und Claus Vogt; Wiley-VCH Verlag;  
272 S.; Sep. 2009; 19,90 EUR

der Deutschen Bundesbank, sagte einst: „Ich strebe meinem Vorbild Alan Greenspan nach.“ Erreicht hat er diesen glücklicherweise aber nie.

**Smart Investor:** Haben nicht die Banker, Analysten und Journalisten eine Mitverantwortung an der Misere?

**Leuschel:** Die Banken machen doch weiter wie bisher. Bis jetzt kann ich keine Reaktion erkennen, nur

bei der Kreditvergabe sind einige Institute vorsichtiger geworden. Die Banken verbuchen, dank des wieder boomenden Investmentbanking, neue Rekordgewinne.

**Vogt:** All die genannten Gruppen spielten natürlich auch eine traurige Rolle in den vergangenen Jahren und auch jetzt noch. Aber hier gilt die klare Aussage: Ohne Alkohol kann es keine Betrunkene geben. Ohne eine extrem laxen Geldpolitik können alle diese Symptome, wie wir sie bei den Banken gesehen haben, nicht vorkommen. Insofern muss man bei der Ursachenanalyse zu der Wurzel des Übels zurückgehen, und da kommt man schlussendlich zur Geldpolitik. Die Mitläufer muss man hier aus

der Betrachtung ausschließen, da diese nicht die Ursache der Krise waren.

**Smart Investor:** Themenwechsel: Alle Welt spricht derzeit von Deflation. Sind Sie da mit Ihrem Thema „Inflation“ nicht irgendwie falsch gewickelt?

**Vogt:** Hier müssen wir uns erst mal über den Begriff Inflation einig werden. Die neomodische Definition greift zu kurz, denn hier wird Inflation mit Preissteigerung eines von Bürokraten willkürlich zusammengestellten Warenkorbs gleich gesetzt. Über die Ursache dieser Preissteigerung erfahren wir nichts. Die klassische und unserer Meinung nach einzig sinnvolle Definition lautet: Inflation ist Geld- und Kreditmengenwachstum. Das monetäre Wachstum ist die Ursache einer in naher Zukunft folgenden Preissteigerung.

**Smart Investor:** Sie gehen ja, wie übrigens Smart Investor auch, davon aus, dass es zukünftig zu einer Art Hyperinflation kommen wird. Wie leiten Sie diese These ab?

**Leuschel:** Die Wahrscheinlichkeit für eine Hyperinflation sehen wir als relativ gering an, aber man kann diese nicht ausschließen. Marc Faber z.B. rechnet fest mit einer Hyperinflation.

**Vogt:** Unsere Befürchtung ist eher, dass die Regierung mit ihrer Geld- und Fiskalpolitik der letzten Jahre sich in eine Spirale reinmanövriert hat, aus der es kein Zurück mehr gibt. Immer wenn ein Problem auftaucht, waren die Standardrezepte: Geld drucken und Schulden machen. Damit wurden die Probleme >>

Anzeige

## Wer trainiert Unternehmen für den Start am Kapitalmarkt?

- Der Personal-Trainer.
- Die Schwiegermutter.
- Das Baader-Team.

Nach ca. 6 Monaten ist ein Börsengang im Idealfall erfolgreich abgeschlossen. Dachten Sie? Doch dann geht die Arbeit erst richtig los. Das Baader-Team realisiert nicht nur Ihren Börsengang, sondern coached Sie langfristig bei allen Aktivitäten rund um Ihr neues Produkt: Ihre Aktie. Ob follow-up Roadshows oder Small-Cap-Conference. Wir geben alles, damit Ihre Aktie ein Erfolg wird.

Baader Bank AG  
Weihenstephaner Str. 4  
85716 Unterschleißheim  
Tel. 0 89 / 51 50 - 14 40  
Fax 0 89 / 51 50 - 11 11  
[www.baaderbank.de](http://www.baaderbank.de)  
[info@baaderbank.de](mailto:info@baaderbank.de)

Standort Dortmund  
Tel. 02 31 / 93 69 68 - 0  
[dortmund@baaderbank.de](mailto:dortmund@baaderbank.de)

BAADER

nicht beseitigt, sondern nur in die Zukunft geschoben. Fatalerweise wurden die Probleme aber auch gleichzeitig größer. Mit jedem Einbruch mussten mehr Schulden aufgenommen und mehr Geld gedruckt werden. Am Ende dieses Weges steht dann die komplette Zerstörung der Währung.

**Smart Investor:** Man kommt also aus dem Prozess der Inflationierung nicht mehr heraus. Ist das dann die Falle, die Sie in ihrem Buch beschreiben?

**Leuschel:** Auf der einen Seite werden Anleger mit Anleihen im Portfolio und Rentner die großen Verlierer in der Bevölkerung sein, denn sie können sich vor dieser Inflation nicht schützen und stecken damit in einer Falle. Aber auch die Politiker sind gefangen, denn sie sind machtlos gegen die einmal losgelöste Lawine.

**Smart Investor:** Ihr Buch ist auch ein Plädoyer für die Österreichische Schule. Warum?

**Vogt:** Wir haben uns öfter auf das Werk von Hayek „Der Weg zur Knechtschaft“ berufen. Die Inflationsschere, ausgelöst durch die Geld- und Fiskalpolitik, führt zu einer systematisch falschen Wirtschaftsstruktur, hat aber auch unangenehme Folgen, die weit über das Wirtschaftliche hinausgehen und die ganze Gesellschaft verändern. Der Staat spielt eine immer stärkere Rolle und beschränkt immer mehr die Freiheit des Individuums.

**Smart Investor:** Besteht denn keine Hoffnung auf Besserung? Bieten Sie nicht ein paar Rezepte an?

**Vogt:** Die Wahrscheinlichkeit, dass dieser Teufelskreis durchbrochen werden kann, sehen wir als äußerst gering an. Die dazu notwendige Anpassungskrise wäre so verheerend, dass sich kein Politiker daran wagen wird, es auch nur zu versuchen.

**Leuschel:** Hier möchte ich noch mal Professor Sinn zitieren. Er selbst sagt ja, dass wenn der Staat jetzt anfangen würde zu sparen, dies uns direkt in die Katastrophe führt.

**Smart Investor:** Wird sich denn durch die neue Regierung in Deutschland nicht etwas ändern? Immerhin sind die Liberalen mit an der Macht.

**Leuschel:** Hier bin ich sehr skeptisch. Wir haben allein in Brüssel um die 15.000 Lobbyisten. Auch wenn die Ansätze der neuen Regierung gut wären, die Durchsetzungskraft gegen diesen Druck wird sie nicht aufbringen können. Zumal sie schon in Deutschland Schwierigkeiten hat, marktwirtschaftliche Lösungen durchzusetzen. Das bisherige Ergebnis der Kanzlerschaft Merkels spricht doch Bände.

**Smart Investor:** Die Konjunktur scheint doch wieder nach oben zu drehen. Die Börsen steigen, als wäre nichts gewesen. Ist der Spuk nicht schon wieder vorbei?



Ackerland, Edelmetalle, Immobilien – für Roland Leuschel und Claus Vogt zählen in nächster Zukunft vor allem reale Werte

**Vogt:** Wir sehen dies als eine Bärenmarkt-Rally. Ein Strohfeuer, das durch noch nie dagewesene Staatseingriffe und Rettungspakete entfacht wurde. In Amerika wurden 30% des Bruttoinlandsproduktes für Konjunkturprogramme aufgewendet. Im Rest der Welt zeigt sich ein ähnliches Bild. Dies bezeichne ich als größtes wirtschaftspolitisches Experiment seit der Einführung des Kommunismus. Wenn soviel Geld eingesetzt wird, dann muss dies auch erstmal positive Effekte haben. Wenn der Geldfluss jedoch abnimmt, dann werden die Nebenwirkungen dieser Politik zum Vorschein treten.

**Smart Investor:** Mises' Crack-up-Boom-Theorie beschrieb diesen Effekt ja sehr genau. Für ihn werden dann einzelne Anlageformen wie Sachwerte sprichwörtlich „durch die Decke gehen“...

**Vogt:** Sachwerte werden besonders stark steigen, wenn die Flucht aus dem Papiergeld beginnt. Dies kann dann den Eindruck eines Booms entstehen lassen. Deshalb favorisieren wir auch Gold als strategisches Investment. In Zeiten hoher Inflationsraten nimmt die Volatilität sowohl der realwirtschaftlichen Entwicklung wie auch an den Finanzmärkten drastisch zu. Deshalb werden die Anleger sich immer kurzfristiger orientieren müssen, um überhaupt einen Gewinn erzielen zu können. Die großen Verlierer in diesem Umfeld werden die Besitzer von Lebensversicherungen und Anleihen sowie die Rentner sein.

**Leuschel:** In unserem ersten Buch hatten wir den Investoren schon im Jahr 2004 empfohlen, den physischen Goldanteil im Portfolio auf 25% zu erhöhen. Dabei bleiben wir auch, denn in den kommenden Monaten sehen wir den Goldpreis auf 1.300 USD steigen. Momentan drücken die europäischen Zentralbanken mit ihren Goldverkäufen noch den Preis. Als nächstes Ziel gilt dann das alte Hoch aus dem Jahr 1980 bei inflationsbereinigt 2.300 USD. Darüber hinaus wird's ungemütlich.

**Smart Investor:** Eine letzte Frage. Was befürchten und wünschen Sie für die Zukunft?

**Vogt:** Es wäre wünschenswert, wenn sich der gesunde Menschenverstand, gerade in der Nationalökonomie, wieder bemerkbar machen würde. Alle anderen Probleme lösen sich dann von selbst. Aber ich befürchte, dass dieser Wunsch nicht in Erfüllung gehen wird.

**Leuschel:** Ich befürchte soziale Unruhen und eine Veränderung der Gesellschaftsstruktur mit einhergehendem Verlust der Demokratie. Meine Wünsche beziehen sich auf die Familie und das Gesundheitliche. Bewusst haben wir dieses Buch unseren Kindern und Enkeln gewidmet. Es soll uns niemand, der uns wichtig ist, vorhalten können, wir hätten das große Desaster nicht kommen sehen oder geschwiegen.

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

*Interview: Ralf Flierl, Thilo Schmidt*



# Austrian Economics: Lehren aus der Krise

Bericht über das GO AHEAD! business summit vom 2. und 3. Oktober 2009 im Palais Niederösterreich in Wien

In einem Videogrußwort wies Roland Baader, Buchautor und Doyen der Österreichischen Schule im deutschsprachigen Raum, die Teilnehmer des GO-AHEAD-Kongresses darauf hin, dass zwar so gut wie kein einziger der tonangebenden Mainstream-Ökonomen die Krise habe kommen sehen, wohl aber so gut wie alle Austrians. Umso betrüblicher sei es, so fuhr der frühere Schüler August von Hayeks fort, dass im öffentlichen Diskurs die Lehren der sogenannten Österreichischen Schule konsequent ignoriert würden. Hier zumindest eine kleine Änderung herbeizuführen, ein Zeichen zu setzen, war das Anliegen von Nikolaus Kimla, dem Veranstalter des in Wien Anfang Oktober durchgeführten Kongresses.

## Politikversagen

Quer durch alle Referate zog sich die Erkenntnis, dass es sich bei der Finanzkrise nicht um ein Versagen des freien Marktes, sondern um ein Versagen der Politik – allen voran der staatlich zentral gelenkten Geldpolitik – handele. Die hier gesetzten Fehlanreize (niedrige Zinsen) führten zu höherem Konsum via Schulden und seien die eigentlich Ursache der späteren Krise (s. auch Interview mit Marc Faber).

Folker Hellmeyer überraschte das Publikum mit der rhetorischen Frage, was wichtiger sei: Einatmen oder Ausatmen? Ebenso wie die Möglichkeit des Ausatmens eine Notwendigkeit sei, so sei auch die Möglichkeit einer Rezession für die Volkswirtschaft überlebenswichtig und daher positiv, so der Chefanalyst der Bremer Landesbank. In einer Rezession werden ökonomische Fehler aufgedeckt und korrigiert.

Erst durch den – gut gemeinten – Versuch der Politik, solche Korrekturen zu verhindern, entsteht die Möglichkeit, dass sich kleinere Probleme zu handfesten Katastrophen weiterentwickeln können.

## Universitäten tief in der Schuld

In seinem brillanten Vortrag „Geschützt bis zur Enteignung“ ging

Alfons Cortés noch einen Schritt weiter. Hinter dem Management- und Politikversagen verberge sich – bisher weitgehend unbemerkt – ein Theorieversagen. „Hier sind Nobelpreise vergeben worden, die man guten Gewissens zurückgeben oder -fordern müsste“, zitierte er Prof. Silvio Borner von der Universität Basel. Seit Jahrzehnten wird an nahezu allen Hochschulen die sogenannte „Effizienzmarkthypothese“ (EMH) gelehrt. Ausgestattet mit dieser falschen Theorie wurden und werden die Absolventen dann in die Wirtschaft entlassen. Auf ihr basierten und basieren noch immer sämtliche Risikomodelle der Banken. Ein Abweichen von der EMH war auch gar nicht möglich, da auch die Akteure in der Finanzaufsicht und in den Notenbanken, die die Risikomodelle zulassen oder verwerfen, basierend auf eben dieser grundfalschen Theorie ihre Entscheidungen treffen. Nicht nur in der Politik, sondern auch an den Universitäten ist man leider weit davon entfernt, die Ursachen der aktuellen Krise zu erkennen und zu beheben.

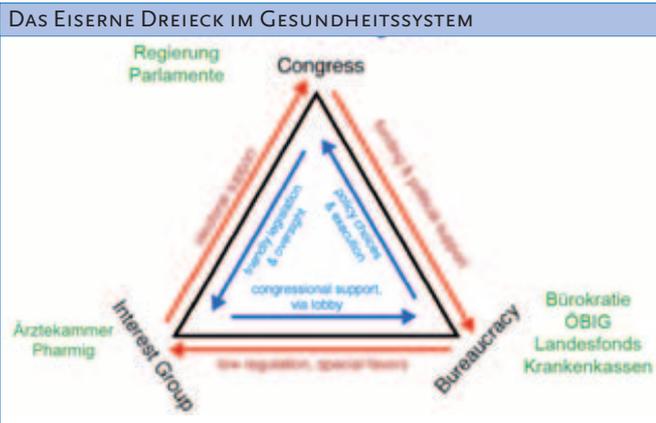
## Sündenbock: Boni

Während die wirklichen Ursachen der Krise nicht adressiert werden, war die Politik zumindest erfolgreich bei der Suche nach ein paar geeigneten Sündenböcken, gegen die man nun mit aller Härte vorgehen kann: die Boni-Banker. Ein Referent brachte es auf den Punkt: „Dicke Brieftaschen, junge Frauen, große Autos und ein noch größeres Ego: ein perfektes Feindbild!“ Die exorbitant hohe Bezahlung im Finanzsektor hat natürlich dazu geführt, dass viele der (scheinbar) klügsten Köpfe sich dort tummelten und dass eben diese Damen und Herren nach Möglichkeiten suchten, das System zu überlisten. Jedoch: Bis heute gibt es keinen einzigen Beweis, dass die Boni-Unkultur ursächlich für den Ausbruch der Finanzkrise war. Im Gegenteil: Kreditexzesse, Manien und Crashes gab es auch schon Jahrhunderte, bevor die Wall Street von Boni-Schnöseln überlaufen wurde. Die Höhe der Entlohnung mag man als un-

Im Großen Saal des Palais Niederösterreich in der Wiener Herrengasse fand der Kongress zur Österreichischen Schule der Nationalökonomie statt. Das geschichtsträchtige Gebäude ([www.palais-niederoesterreich.at](http://www.palais-niederoesterreich.at)) strahlt noch heute den Glanz der k.u.k. Epoche aus.



Die Idee, die Überschuldungsprobleme durch noch mehr Schulden zu überwinden, verglich Philipp Vorn dran, Finanzmarktstrategie beim Kölner Vermögensverwalter Flossbach & von Storch, mit dem Versuch, diesen Öltanker auf offener See reparieren zu wollen, anstatt schleunigst die Mannschaft zu retten.



Das Sagen im staatlichen Gesundheitssystem haben in trauter Dreisamkeit: Politik, Lobbyisten und Bürokratie. Von jeglicher Mitbestimmung weitgehend ausgeschlossen: Patienten, Wähler und Beitragszahler (Darstellung von Prof. Köck).

moralisch empfinden, einen Eingriff des Gesetzgebers rechtfertigt dies aber nicht.

**Vermögen & Enteignung**

Alfons Cortés warb dafür, Vermögen nicht nur zu verstehen als das, was man hat, sondern zusätzlich auch als alles, was man haben könnte, wenn man seine Talente ungehindert ausschöpfen dürfte. Erst dann umfasst der Begriff nicht nur „Reiche“, zumeist „Ältere“, sondern auch die junge Generation. Deren Vermögen besteht in erster Linie aus „Energie, Zeit, technischer Raffinesse

und Ehrgeiz“. Das Recht auf freien Zutritt zum Markt ist aus dieser Perspektive betrachtet einer der wichtigsten Vermögenswerte insbesondere der jungen Generation. Die Einschränkung des freien Wettbewerbs oder die Begrenzung der Verdienstmöglichkeiten (Stichwort: Boni!) entpuppt sich so als ein Akt der Enteignung der Chancen all jener, die an diesem Wettbewerb teilnehmen möchten.

**Macht der Sozialstaat krank?**

Was ist dem Militär, einem Gefängnis und einem Hospital gemein? In allen drei Institutionen ist für Individualität und Würde wenig Platz. Ist er erst einmal dort, hat sich der Mensch der Institution anzupassen und nicht umgekehrt. „Bei uns steht der Patient im Mittelpunkt, und damit steht er immer im Weg!“, zitierte Prof. Dr. Dr. Christian M. Köck ein im Gesundheitswesen beliebtes Bonmot.

Der Wohlfahrtsstaat honoriert ein der Gesundheit förderliches Verhalten kaum. Im Gegenteil: Die (finanziellen) Folgen eines unbekümmerten Umgangs mit der eigenen Gesundheit (z.B. Rauchen, Bewegungsarmut gepaart mit kalorienreicher Ernährung etc.) werden wie selbstverständlich der Allgemeinheit der Beitragszahler aufgebürdet. Die Interessen derer, die über das System bestimmen (s. Abb.) sind nicht darauf gerichtet, dass wir alle möglichst gesund leben, sondern darauf, dass möglichst alle Kranken bis an die Grenzen der finanziellen Belastbarkeit der Beitragszahler behandelt werden.



Anzeige

**Wir machen Fortschritt sichtbar**



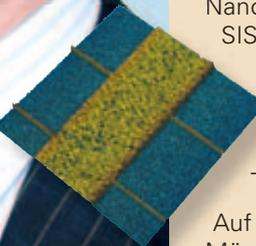
**15 Jahre NanoFocus – 15 Jahre Erfahrung.**

Sekundenschnell liefern die optischen Messsysteme von NanoFocus präzise 3D-Aufnahmen technischer Oberflächen in der Mikro- und Nanometerdimension. Um bei Messaufgaben immer die beste Lösung zu bieten, entwickeln und produzieren wir bereits seit 15 Jahren Hard- und Software aus einer Hand.

Bei der Analyse von Mikrogeometrie, Rauheit, Topografie und Schichtdicke vertrauen deshalb weltweit Industrieunternehmen, Hochschulen und Forschungsinstitute auf unsere Technologie.

NanoFocus AG hat den Geschäftsbereich SISCAN der Siemens Electronics Assembly Systems GmbH & Co. KG übernommen. Die patentierte Highspeed-Konfokaltechnik wird weiterentwickelt und ergänzt hervorragend die bestehende Technologieplattform.

Auf der Industriemesse Productronica in München wird im November 2009 erstmals das 3D-Inline-Inspektionssystem Fachpublikum unter neuem Namen vorgestellt.



3D-Topographie einer Leiterbahn

**NanoFocus AG**

Lindnerstraße 98 | 46149 Oberhausen  
 Tel. +49(0)208-62000-0 | Fax +49(0)208-62000-99  
 info@nanofocus.de | www.nanofocus.de  
 WKN: 540066 | ISIN: DE 0005400667 | Bloomberg: N2F.GR



NF09029

# „Menschlichkeit und Verantwortung nur in mittelständischen Unternehmen möglich“

*Smart Investor im Gespräch mit Mag. Nikolaus Kimla, Veranstalter des „GO AHEAD! business summit '09“ am 2./3. Oktober 2009 in Wien, über die Hintergründe und Ziele seiner Wirtschaftsplattform GO AHEAD!*

**Smart Investor:** Wie kommt ein erfolgreicher Softwareunternehmer auf die Idee, einen Kongress zur Österreichischen Schule der Nationalökonomie zu veranstalten?

**Kimla:** Ich glaube, dass die „Austrians“ die richtigen Rezepte zur Überwindung der aktuellen Wirtschafts- und Finanzkrise anbieten. Da der Mainstream sie jedoch ignoriert, suchte ich nach einem Weg, diese wie ich finde richtigen Ideen mit den aus meiner Sicht entscheidenden Menschen zusammenzubringen. Mittelständische Unternehmer tragen meines Erachtens immer auch eine gesellschaftliche Verantwortung. Sie sind nicht nur das Rückgrat unserer Wirtschaft, sondern auch eine wichtige Stütze unserer freiheitlichen Gesellschaftsordnung. Mit dem Kongress wollte ich daher auch ein Zeichen gegen die zunehmend mittelstands- und freiheitsfeindliche Politik des Staatsinterventionismus setzen.

**Smart Investor:** Worin liegt für Sie der Unterschied zwischen mittelständischen und großen Unternehmen?

**Kimla:** Während in mittelständischen Unternehmen Menschlichkeit und Eigenverantwortung tatsächlich gelebt werden können, sind sie in Großunternehmen selten anzutreffen. Ab einer gewissen Größe entwickeln alle Institutionen einfach eine Eigendynamik hin zum Machtmechanismus, zum Politischen. Anders als bei kleineren Unternehmen werden dann oft Entscheidungen weit ab vom Geschehen getroffen, die den Entscheidenden auf Grund betriebswirtschaftlicher Vorgaben meist noch nicht einmal betreffen. Das hat mit Menschlichkeit nichts mehr zu tun.

**Smart Investor:** Warum haben Sie sich eigentlich nach Ihrem Theologiestudium nicht für die Kanzel entschieden?

**Kimla:** Weil sie heute nicht mehr das geeignete Medium zur Verbreitung von Ideen ist. Hayek hätte seine Ideen heute vermutlich auch nicht in akademischen Publikationen, sondern über das Internet und über Kongresse wie den unsrigen verbreitet. Menschen müssen Verantwortung übernehmen. Jeder, der in Freiheit agiert, generiert für sich selbst ein Selbstwertgefühl. Das macht stark und unabhängig. Deshalb habe ich ein Unternehmen aufgebaut und später auch GO AHEAD! gegründet. Im Grunde wollte ich nur eine Wirtschaftsplattform schaffen, die Unternehmer zusammenbringt. In Österreich ist uns das bereits gelungen.

**Smart Investor:** Wofür genau steht GO AHEAD!?

**Kimla:** Wir verstehen uns als unabhängige Wirtschaftsplattform für Führungskräfte aus der mittelständischen Wirtschaft.

*Nikolaus Kimla, Jahrgang 1961, ist Geschäftsführender Gesellschafter des österreichischen Softwareunternehmens uptime Technologies GmbH und Gründer (2004) der „GO AHEAD!“-Wirtschaftsplattform ([www.go-ahead.at](http://www.go-ahead.at)).*



Freiheit, Eigenverantwortung und Unternehmergeist sind die zentralen Werte, die die Teilnehmer unseres Netzwerkes verbinden. Es geht mir dabei nicht darum, Geld zu verdienen, sondern darum, die liberalen Ideen, die auch die Grundlage der Österreichischen Schule sind, möglichst weit zu verbreiten. Als ich vor fünf Jahren mit der Website und dem Power-Breakfast begann, war GO AHEAD! ein kleines Pflänzchen. Inzwischen erreichen wir weit über fünftausend Menschen, und der Kongress hat gezeigt, dass aus diesem Pflänzchen mittlerweile ein kleiner Baum entstanden ist.

**Smart Investor:** Mit Ihrem Netzwerk wollen Sie auch ins Ausland expandieren. Sind Sie auf der Suche nach Partnern in Deutschland?

**Kimla:** Ja, natürlich! Wenn jemand Eigenverantwortlichkeit für ein unternehmerisches Risiko mitbringt und der Meinung ist, dass die Freiheit die Grundbasis schlechthin darstellt, kann er unser Angebot gerne nutzen. Wir können aktive Mitarbeit immer gebrauchen. Im Gegenzug erzielen unsere Partner natürlich auch einen Mehrwert, da sie sich selbst und ihr Unternehmen in einem attraktiven Umfeld präsentieren können.

**Smart Investor:** Wie könnten Interessenten mit Ihnen in Kontakt treten?

**Kimla:** Sie können sich einfach bei mir melden. Unter der Voraussetzung, dass sie unsere liberalen Grundüberzeugungen teilen, teile auch ich gern meine Wirtschaftsplattform mit ihnen und publiziere für sie.

**Smart Investor:** Herzlichen Dank für das Gespräch. ■

*Interview: Daniel Haase*



Das Palais Niederösterreich befindet sich mitten in der Wiener Innenstadt. Nicht nur hier im Plenum, sondern auch in mehreren frei wählbaren Seminaren erlebten die Teilnehmer eine ganze Reihe erstklassiger Vorträge.

### Blick in den Abgrund

In einem waren sich alle Referenten einig: Sollte es in der Politik nicht zu einer grundlegenden Wende kommen, ist ein Crash des gesamten Systems inkl. Staatsbankrott, Währungsreform, sozialen und politischen Unruhen kaum noch abzuwenden. Von einer Politik, die die Krise mit Mitteln (noch mehr Schulden und möglichst niedrige Zinsen) zu bekämpfen sucht, die ursächlich für die aktuelle Krise sind, ist bestenfalls eine Verschiebung (inkl. Verschärfung) der Probleme in die Zukunft, nicht aber eine nachhaltige Besserung zu erwarten.

Uneinig war man sich jedoch darüber, ob überhaupt noch und wenn ja, wie lange noch die theoretische Möglichkeit besteht, zu einem gesunden Finanzsystem zurückzukehren. Während Marc Faber (s. Interview), Roland Baader, aber auch Smart Investor-Chefredakteur Ralf Flierl (Vortrag über Crack-up-Boom) davon überzeugt sind, dass der finale Zusammenbruch des Finanzsystems nicht mehr abzuwenden ist, gab sich z.B. Folker Hellmeyer betont optimistisch, dass zumindest bis 2012/13 eine solche Chance noch bestehen würde. Notwendig sei aber eine konsequente Zerschlagung der internationalen Bankeraristokratie.

*„Entscheidungen, die der Minister gemäß der ihm mit diesem (TARP) Gesetz erteilten Vollmacht trifft, sind dem Ermessen des Amtsträgers anheim gestellt und nicht überprüfbar, sie unterliegen keiner gerichtlichen oder irgendeiner administrativen Kontrolle.“*

#### Auszug aus dem US-Bankenrettungsgesetz

Angesichts der gigantischen Machtbefugnisse – mehrere 100 Mrd. USD schweres Rettungspaket –, die damit ohne jegliche demokratische Kontrolle auf die Person des Finanzministers übertragen wurden, bezeichnete Folker Hellmeyer, Chefanalyst der Bremer Landesbank, Troubled Asset Relief Program (TARP) treffend als „Ermächtigungsgesetz“.

Unter Berufung auf einen Vorschlag Ludwig von Mises', den dieser für eben solche Papiergeldkrisen entwarf, warb Prof. Thorsten Polleit, Chefvolkswirt von Barclays Capital, vehement für eine Wiedereinführung des Goldstandards (s. SI Nr. 03/09 und 07/09). Andernfalls sah auch er keine Chance, einen katastrophalen, finalen Zusammenbruch des Systems zu verhindern. Philipp Vorndran, der Smart Investor schon 2006 – damals noch als Kapi-

talmarktstrategie der Credit Suisse – ein Interview unter der Überschrift gab: „Ein Staatsbankrott ist keine rein theoretische Angelegenheit mehr!“ (s. SI 10/2006), gab sich etwas zurückhaltender. Im Vergleich zu Japan, Italien, Großbritannien und den USA sah er zumindest die Staatsfinanzen Deutschlands noch als relativ ordentlich an. Wobei die Betonung leider nicht auf „ordentlich“ lag, sondern auf „relativ“.

### Lichtblick China?

Während die Freiheit im Westen Rückzugsgefechte führt, befindet sie sich in Fernost auf dem Vormarsch – zumindest wenn man den Zukunftsforschern Doris und John Naisbitt glauben darf. Die Naisbitts, die seit Jahren China bereisen, meinten, Hayek würde sich wundern, wenn er erfahren könnte, mit welchem Tempo sich die persönlichen Freiheitsrechte der Chinesen erweitert haben. Zwar darf niemand ernsthaft den Machtanspruch der angeblich „kommunistischen“ Partei in Frage stellen. Doch einmal abgesehen davon sei die politische Führung bemüht, den einzelnen Individuen in immer mehr Fragen individuelle Freiheitsrechte zuzugestehen. Während im Westen der Staatseinfluss auf dem Vormarsch ist, sei er in China auf dem Rückzug. Der wirtschaftliche Erfolg gibt dieser Politik weiter Rückenwind. Auf kommunaler Ebene gäbe es sogar erste demokratische Experimente. So werden in einigen Städten die Verwaltungschefs von der Bevölkerung direkt gewählt. Allerdings formuliert die politische Führung die zu erreichenden Ziele (z.B. Steigerung des Lebensstandards etc.). Gelingt es dem gewählten Politiker nicht, diese Ziele zu erfüllen, so ist er absetzbar, und derjenige mit der zweithöchsten Stimmenanzahl erhält seine Chance. Demokratie à la China halt.



Zukunftsforscher Doris und John Naisbitt mit Nikolaus Kimla

### Konjunktur und Aktienmärkte

Auch wenn die Politik der ausufernden Staatsschulden auf mittlere und erst recht auf längere Sicht die westlichen Gesellschaften in schwerwiegende Turbulenzen führen wird, so kann sie kurzfristig dennoch ein wärmendes Strohfeuer entfachen. Da für die Politik ein Scheitern der Rettungsprogramme kein akzeptables Ergebnis darstellt, darf im Zweifel davon ausgegangen werden, dass notfalls „nachgelegt wird“. Größere Unfälle sollten – zumindest in nächster Zeit – ausbleiben. Die Börsen – insbesondere die Aktienmärkte – haben diese Erkenntnis bereits goutiert. Nach den kräftigen Abschreibungen der vergangenen Monate rechnete Hellmeyer in der Finanzbranche dank besserer Konjunktur als erwartet sogar mit Zuschreibungen. Entsprechend positiv sei er für die Aktienmärkte gestimmt. Kaum irgendein Großinvestor sei ausreichend im Aktienmarkt positioniert. Der Druck, zu steigenden Kursen versäumte Käufe nachzuholen, >>

# „In der nächsten Krise geht die US-Regierung Bankrott“

*Smart Investor sprach am 3. Oktober 2009 in Wien mit Dr. Marc Faber, Asien- und Investmentexperte sowie Herausgeber des „The Gloom, Boom & Doom“-Reports.*

**Smart Investor:** In Ihrem Vortrag haben Sie den Wirtschaftsnobelpreisträger Prof. Paul Krugman scharf kritisiert. Was ist Ihr Vorwurf?

**Faber:** Unlängst veröffentlichte Herr Krugman in der New York Times einen über 6.000 Wörter umfassenden Artikel unter der Überschrift „Wie konnten die Ökonomen so falsch liegen.“ Die Krisenursachen übermäßige Verschuldung und exzessives Kreditwachstum hat er darin mit keinem einzigen Wort erwähnt. Das ist natürlich schon bitter für einen Ökonomenobelpreisträger. Sein Aufsatz hätte besser lauten sollen „Warum habe ich die Zukunft so schlecht vorausgesehen.“

**Smart Investor:** Ist in der Geldpolitik eine Rückkehr zur Solidität überhaupt noch möglich?

**Faber:** Als Ende der 70er Jahre der damalige Fed-Chef Paul Volcker eine restriktive Geldpolitik verfolgte, lag die US-Gesamtverschuldung bei etwa 84% des BIP. Nach den Verschuldungsexzessen unter Greenspan und Bernanke stehen wir heute bei 375% des BIP. Ich sehe für die Amerikaner gar keine Möglichkeit mehr, jemals wieder zu einer soliden Geldpolitik zurückzukehren. Im Gegenteil: Sie werden noch wesentlich mehr Geld drucken müssen als bisher.

**Smart Investor:** Für die Aktienmärkte wäre dies aber nicht unbedingt negativ.

**Faber:** Sie haben Recht, das wird natürlich einen nominal positiven Einfluss auf die Vermögensgüterpreise haben. Nach der Erholung der letzten Monate sind die Aktien zwar nicht mehr billig, aber wenn man Geld druckt, kann man schon einiges erreichen – zumindest nominal.

**Smart Investor:** Welche Auswirkung erwarten Sie für die Zinsen?

**Faber:** Im Dezember 2008 markierten 10jährige US-Staatsanleihen ihr Renditetief bei 2,08%. Obwohl sich die Wirtschaft seitdem nochmals wesentlich verschlechterte, fielen die Zinsen nicht weiter. Ich rechne damit, dass wir in der Nähe eines historischen Zinstiefs stehen und dieses innerhalb der nächsten ein bis zwei Jahre endgültig hinter uns lassen werden.

**Smart Investor:** Mit dauerhaft niedrigen Zinsen à la Japan rechnen Sie also nicht?

**Faber:** Die Renditen für US-Staatsanleihen werden nicht nur wegen der Inflation, sondern insbesondere auch wegen der sich dramatisch verschlechternden Bonität steigen. 2007 dachten viele, nur im Subprime-Bereich gäbe es Probleme. Doch inzwi-

schen ist doch ganz klar: Im Grunde sind die gesamten Vereinigten Staaten subprime.

**Smart Investor:** Warum empfehlen Sie, den US-Dollar-Kurs aufmerksam zu verfolgen?

**Faber:** Weil man an ihm die Entwicklung der Weltliquidität ablesen kann. Ist der Dollar schwach, so expandiert die Weltliquidität. Das ist positiv für die Asset-Märkte. Wird der Dollar jedoch stärker, so ist das ein Zeichen für eine sich verknappende Liquidität, und das sorgt dann auch für Turbulenzen an allen Märkten.

**Smart Investor:** Wie beurteilen Sie die Chancen in den Emerging Markets?

**Faber:** Finanziell gesehen stehen diese besser da als je zuvor. Die Gesamtverschuldung ist nicht übermäßig hoch, und es gibt strukturelles Wachstum. Während bei uns über 80% der Bevölkerung in Städten leben, sind es in China erst 44% und in Indien gar nur 30%. Die hier stattfindende Völkerwanderung ist die Antriebskraft für den Boom.

**Smart Investor:** Das wird die Rohstoffpreise weiter antreiben ...

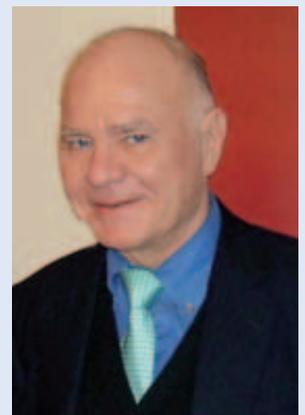
**Faber:** Ja. Die schrittweise Angleichung des Lebensstandards wird zwangsläufig in einem weiter steigenden Rohstoffverbrauch münden. Selbst in der Krise ging der Verbrauch nicht zurück. Nur das Wachstumstempo verringerte sich ein wenig. Die Rohstoffpreise werden langfristig weiter steigen.

**Smart Investor:** Teilen Sie unsere Annahme eines Crack-up-Booms?

**Faber:** Da die Krisenursachen gar nicht angegangen werden, nehme ich an, dass die aktuelle Krise nur eine Art Vorspeise für eine spätere, größere Krise sein wird. Ich weiß zwar nicht, wann uns diese treffen wird, aber eines ist klar: Wenn es soweit ist, geht nicht nur der US-Privatsektor, sondern die gesamte amerikanische Regierung in Konkurs.

**Smart Investor:** Herr Dr. Faber, wir danken für das Gespräch. ■

*Interview: Daniel Haase*



Dr. Marc Faber



Die private Nachfrage nach Gold in China steigt.

werde weiter wachsen und könne den DAX bis ins Frühjahr 2010 noch auf 7.000 Punkte ansteigen lassen. Philipp Vorndran schlug in die gleiche optimistische Kerbe: Die institutionellen Investoren hätten im Jahresverlauf 2009 nach und nach alle Assetklassen durchgespielt. Waren Anfang 2009 alle aus Sicherheitsgründen in Staatsanleihen, hätte man sich später aus Renditegründen in die Unternehmensanleihen vorgewagt und ab dem Sommer '09 auch Wandelanleihen erworben. Nun ständen viele Investoren kurz vor dem Sprung in die Aktienanlagen.

### Dollar & Gold

Das Buch „Currency Wars“ (Währungskriege) von John Cooly liegt im Reich der Mitte seit Wochen ganz vorn auf den Bestsellerlisten. Zu glauben, dass die Chinesen sich der Gefahren einer dramatischen Abwertung des Dollars nicht bewusst wären, ist daher absurd. Während Gold in den Vereinigten Staaten von vielen noch nicht einmal als eigenständige Anlageklasse gesehen wird, wirbt das chinesische Staatsfernsehen offen für Investitionen in Edelmetalle. Die entsprechenden Geschäfte dafür findet man in immer mehr Shopping Malls (s. Bild oben).

### Fazit

Auch wenn nicht jeder Referent stringent die Ideen der Österreicherischen Schule vertrat, wurde der Kongress seinen Zielen gerecht. Viele exzellente Vorträge, so z.B. die Ausführungen von Prof. Dr. Jörg Guido Hülsmann über die Möglichkeit eines alternativen, freien Geldsystems, aber auch viele andere konnten hier keine angemessene Erwähnung finden. Gar nicht genug zu loben ist daher die Tatsache, dass alle Vorträge per Video aufgezeich-

net wurden und inklusive der dazugehörigen Präsentationen für jeden Interessierten kostenfrei auf [www.go-ahead.at](http://www.go-ahead.at) zur Verfügung stehen (dazu ist jedoch eine vorhergehende Registrierung notwendig; dieses Angebot gilt nur bis Jahresende und nur für diesen 2009er Kongress). Nikolaus Kimla ist es mit GO AHEAD! wirklich gelungen, ein positives Zeichen zu setzen. Natürlich wäre es illusorisch zu hoffen, dass sich den Ideen der Austrians über Nacht der Weg in die Realpolitik eröffnet. Doch der Misserfolg bzw. der Bankrott der bisherigen Politik und der Mainstream-Ökonomen wird peu à peu immer mehr Entscheidungsträgern offenbar, und einen offenen Wettstreit um die besten Ideen brauchen die Österreicher wahrlich nicht zu fürchten. Die an Breite gewinnende Bewegung um den US-Kongressabgeordneten und früheren Präsidentschaftskandidaten Ron Paul, aber auch das zunehmende Medieninteresse an Austrians wie Prof. Polleit oder Prof. Hülsmann lassen zumindest ein wenig Zukunftsoptimismus zu. ■

Daniel Haase



(v.l.n.r.) Dr. Barbara Kolm (Hayek Institut), Ralf Flierl (Smart Investor), Philipp Vorndran (Flossbach & von Storch), Folker Hellmeyer (Bremer Landesbank) und Asienexperte Dr. Marc Faber: Auf die in Goldbugs-Kreisen übliche Frage, ob Investoren im Fall des Falles mit einem Verbot des lieb gewonnenen Metalls rechnen müssen, antwortete Marc Faber, dass er sich dies für die USA und Europa vorstellen könne. Auch die Schweiz werde bei ausreichend US- und EU-Druck einknicken. Sollte aber Amerika an chinesische Türen klopfen, werden diese mit einer klaren, unmissverständlichen Botschaft antworten, die Faber zur allgemeinen Erheiterung auf dem Podium wie auch im Publikum gleich zum besten gab: „Fuck you!“

### EINDRÜCKE VOM SEMINAR „EINFÜHRUNG IN DIE WIENER SCHULE DER ÖKONOMIE“

Nicht für die Schule lernen wir, sondern für das Leben. An der Richtigkeit dieser Aussage hat sich bis heute nichts geändert. Und wenn man lernen kann, warum es immer wieder zu Finanzkrisen kommt, drückt ein smarter Investor besonders gerne die Schulbank. Zwar ist die Entlarvung der offiziellen Ursachenforschung mit gesundem Menschenverstand möglich, theoretisch und wissenschaftlich fundiert gelingt dies jedoch viel besser mit der Österreicherischen Schule der Nationalökonomie. Das Institut für Wertewirtschaft in Wien hat unter Leitung von Rahim Taghizadegan und Gregor Hochreiter zum fünften Mal ein dreitägiges Intensivseminar zur Österreicherischen Schule durchgeführt (vom 30.9. bis 1.10.2009). 18 Wissbegierige aller Altersklassen haben sich im Institut eingefunden, um den Theorien von Hayek und Mises zu lauschen. Auf dem Stundenplan standen Fächer wie Tausch & Handel, Zeit & Zins, Konjunkturtheorie, Banken, Interventionismus sowie ein Schuss Philosophie. Insgesamt kann man sagen, dass die Theorie sehr

unmathematisch ist, dafür umso logischer. Zwischen den einzelnen Fächern blieb zudem viel Zeit und Raum für regen Meinungs-austausch und Diskussionen. Im Seminarpreis von nur 290 EUR war auch ein Besuch des sehr sehens- und hörens-werten Musik-Kabarets „Gummibären lügen nicht“ von Friedrich Gamerith im Schuberttheater inbegriffen. Mit viel österreichischem Charme und Humor nimmt der Künstler die Finanzkrise und deren Bekämpfung aufs Korn. Höhepunkt des Seminars waren die Einzelbesuche von Bruno Bandulet, Guido Hülsmann und Thorsten Polleit am letzten Tag im Institut. Den Kursteilnehmern standen sie ganz offen und ungeschminkt Rede und Antwort über die Konsequenzen des aktuellen Finanzsystems. Und keine Schule ohne Prüfung! Am Ende der Lehrtage stand noch eine einstündige Prüfung über das Gelernte auf dem Plan. Das nächste Seminar wird im Februar 2010 stattfinden. Sehr empfehlenswert! ■

Bernhard Wageneder

# Norderfriedrichskoog

## Zwischen Kuhstall und Deich

Pulsierendes Leben, eine Ansammlung global agierender deutscher Konzerne, rege Geschäftigkeit – das alles vermutet man überall, nur nicht hinterm Deich. Genau dort aber, in Norderfriedrichskoog, haben sich mehr als 400 Firmen angesiedelt. Die frische Nordseeluft allein dürfte hierfür nicht ausschlaggebend gewesen sein.

### Die Sache mit dem Hebesatz

Norderfriedrichskoog liegt an der Westküste Schleswig-Holsteins und wurde 1696 eingedeicht. Der Name stammt vom damals regierenden dänischen König Friedrich IV. Durch Aufbau eines Sommerdeiches ab 1906 und die weitere Befestigung ab 1969 konnte dem Meer Land abgerungen werden, das einzig den Koog-Interessen dienen sollte. Die so gewonnene Fläche musste die Gemeinde binnen 30 Jahren kaufen. Sie wurde zwischenzeitlich wirtschaftlich genutzt. Da die Gemeinde vom Fischfang und der Landwirtschaft auskömmlich leben konnte, musste sie keine Gewerbesteuern erheben – und setzte den Hebesatz auf null. Das lockte Konzerne wie Eli Lilly, E.ON oder die Deutsche Bank an. Das Frankfurter Geldhaus verwaltete „hinterm Deich“ aus fast seine kompletten Beteiligungen. Kein Hebesatz bedeutet, der Gewerbeertrag wird lediglich mit der Steuermesszahl (3,5%) multipliziert, woraus sich der Messbetrag errechnet. Steuerfrei sind hierbei Gewerbeerträge bis 24.500 EUR, ab dieser Schwelle wird erst Gewerbesteuer fällig. Auf die Messzahl wird nun normalerweise der Hebesatz angewandt. Ein paar hundert Prozent sind der Regelfall, im Durchschnitt sind es 400%. Die Messzahl wird somit also verfünffacht. München hat einen Hebesatz von 490%, Berlin von 410%. Norderfriedrichskoog „erhebt“ 200%, bis 1.1.2004 waren es 0% – bis zu einem Urteil des Bundesverfassungsgerichts im Jahr 2003. Damals hieß es, ein Hebesatz von 0% sei unzulässig. Ab 1.1.2004 gilt somit ein Mindesthebesatz von 200%.

### Ärger hinterm Deich

Damit griff der Bund (Stichwort: Staatseingriff) abermals in die Finanzautonomie der Gemeinden ein und verstieß damit genau genommen gegen Artikel 28 des Grundgesetzes, getreu dem Motto „Was nicht passt, wird passend gemacht“. Dennoch ist Norderfriedrichskoog immer noch eine Steueroase, jedoch für Unternehmen und nicht Privatpersonen. Mit ihren 200% gehört sie nämlich noch immer zu den genügsamen Gemeinden Deutschlands. Bürgermeister

Jann Henning Diercks, hauptberuflich Bauer, und die Mitarbeiter des Amtes Eiderstedt, zu dem die Gemeinde gehört, trinken hierauf womöglich gerne einen Küstennebel, diesen milchig weißen Likör, der im wesentlichen nach Anis schmeckt. Ausschließlich zum Feiern war den Obmännern Norderfriedrichskoogs jedoch nicht, schließlich musste das Geschäftsmodell der deutschen Steueroase einer grundsätzlichen Prüfung unterzogen werden. Es zogen nämlich im Zuge des Bescheides des Bundesverfassungsgerichts auch einige Unternehmen wieder weg. Es mussten also einige Firmen-Schilder von den Sammelbe-

schlägen vor den Bauernhöfen (es

dürften kaum mehr als zwei Handvoll sein) wieder abmontiert werden. Zu aufwendig wäre es für manchen Konzern gewesen, seine Korrespondenz weiterzuführen. Denn es müssen ja Büros mit den dafür erforderlichen Angestellten unterhalten sowie Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen in Norderfriedrichskoog abgehalten werden. Das Finanzamt prüft hier genau, ob die Unternehmen tatsächlich vor Ort ihren Pflichten nachkommen und damit in den Genuss der vergünstigten Steuersätze kommen. Jetzt mit einem Hebesatz von 200% hat



Im hohen Norden Deutschlands ist die Welt noch in Ordnung: Zwischen Fischerboot und Schafherde wird fleißig Geschäft gemacht.

„Unsere Gewerbepolitik mit niedrigen Hebesätzen ist historisch gewachsen, wir sind also keine Steueroase à la Liechtenstein & Co.“

Dr. Matthias Hüppauf,  
Wirtschaftsförderungsgesellschaft  
Nordfriesland



Dr. Matthias Hüppauf, hier vor einer typischen Halterung für Firmenschilder vor einem der 12 Höfe.



sich der Anreiz, diesen Aufwand zu betreiben, merklich vermindert.

### Umland muss mitziehen

Hinzu kommt noch, dass die Nachbargemeinden prüfen müssen, ob sich die positiven Effekte aus dem Ansiedlungsparadies Norderfriedrichskoog bei einem Hebesatz noch rechnen. Denn die umliegenden Gemeinden müssen die absichtlich geringere Steuerkraft des Koogs durch Zuweisungen ausgleichen. Der Fiskus nimmt nämlich an, Norderfriedrichskoogs Hebesatz läge bei 310%, dies ist der bundesweit festgelegte sog. Nivellierungssatz. Da die Steuerkraft der Gemeinde mit einem Hebesatz von nur

200% unter diesem Mindestniveau liegt, muss das Amt Eiderstedt einspringen und die Steuerkraft „ausgleichen“. Das wird sie aber nur solange fortführen, wie ausreichend viele Unternehmen von Norderfriedrichskoog aus ihren Geschäften nachgehen und damit für das Umland auch positive Effekte hieraus resultieren. Momentan funktioniert das Zusammenspiel aber noch sehr gut. Immer noch ist die Gemeinde Norderfriedrichskoog mit einem Hebesatz von 200% im Vergleich mit praktisch allen Gemeinden der kommunale Billigheimer. Aber eben nicht einfach nur billig, sondern ungemein familiär.

### Es menscht sofort

Ein Anruf im Amt Eiderstedt, der Wirtschaftsförderungsgesellschaft Nordfriesland oder einem der Bauernhöfe genügt, um sofort Vertrauen zu fassen. „Moin Moin“, halt es meist am anderen Ende der Leitung entgegen. Die offiziell angegebene Telefonnummer des Bürgermeisters führt einen nicht durch endlose Warteschleifen moderner Antworttechnik, sondern direkt zu dessen Frau. Kurze Wege also. Auch das Zurechtfinden vor Ort fällt denkbar leicht, mit der Diekstraat und der Koogstraat sind es zwei Straßen an der Zahl, die Hausnummern reichen von 1 bis 17. Ein Navigationssystem brauchen Besucher wie Investoren freilich nicht. Dafür aber gute Wurfarme, denn mitunter werden Fremde spontan zu einer Runde Boßeln auf die umliegenden Straßen mitgenommen. Boßeln ist ein Wurfspiel, bei dem zwei Mannschaften mit Kugeln bestimmte Wegstrecken mit so wenigen Versuchen wie möglich überwinden müssen. Aufgrund der ruhigen Verkehrslage ist Nordfriesland prädestiniert für Spiele auf der Straße. Richtig hektisch wurde es aber Ende September, als die gut 40 Wahlberechtigten zur Stimmabgabe für Land- und Bundestag aufgefordert waren. Hier entpuppte sich Norderfriedrichskoog als echte FDP-Hochburg: Auf Landesebene gaben 37,5% der Wähler ihre Zweitstimme der FDP, auf Bundesebene waren es immerhin noch 25,6%. Nicht wenige Einwohner Norderfriedrichskoogs werden sich von der Leihstimmenkampagne, die nach der Wahl in Berlin für großes Kino sorgte, inspiriert haben lassen.

### Fazit

Norderfriedrichskoog ist ein Eiland in Deutschland, dessen Beispiel aber andere Gemeinden folgen wollen. Kurze Wege, persönlicher Kontakt, positive Effekte für das Umland – auch für andere Kleinstgemeinden ist das offenkundig ein geeignetes Geschäftsmodell, wie das Beispiel Freudenberg bei Berlin zeigt. So lange jedenfalls, bis der Bund ihnen wieder einmal dazwischenfunkelt. ■

Tobias Karow

Anzeige

## VTAD - die Plattform der Technischen Analysten in Deutschland

Die VTAD, die Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands e.V., wurde 1992 mit dem Ziel gegründet, durch Aus- und Weiterbildung einen hohen Qualitätsstandard der Technischen Analyse in Deutschland zu etablieren. Sie ist zudem der autorisierte Landesverband des Weltverbands IFTA ([www.ifta.org](http://www.ifta.org)).

### Die VTAD ist die Kontaktplattform aller Technischen Analysten in Deutschland:

- Die VTAD schafft ein einzigartiges Forum, in dem sich institutionelle Investoren, aber auch interessierte Privatanleger, monatlich in zehn Regionalgruppen in ganz Deutschland zu hochkarätigen Vorträgen und zum Erfahrungsaustausch treffen
- Vergünstigungen auf alle Fortbildungsveranstaltungen der VTAD
- Jährliche kostenfreie Mitgliederversammlung – Renommierte Referenten und Treffen mit Kollegen aus ganz Deutschland
- Preisrabatte bei den Angeboten unserer Fördermitglieder

### Sie sind eingeladen:

Besuchen Sie einmalig kostenfrei ein Regionaltreffen Ihrer Wahl

(Preis für Nichtmitglieder: 25 Euro)

Die Termine lesen Sie auf [www.vtad.de](http://www.vtad.de)

Tel.: +49 69 2199 6273  
Fax: +49 69 2199 6332

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



# Backsteine und Beton werden grün

*Immobilien können einen erheblichen Beitrag zum globalen Klimaschutz leisten. Vom Trend zum nachhaltigen Bauen profitieren auch Privatanleger.*

Mehr als 40% der weltweiten Primärenergie werden durch den Bau und Betrieb von Gebäuden verbraucht. Immobilien verursachen auf ihren Lebenszyklus bezogen fast einen ähnlich großen Anteil der klimaschädlichen Treibhausgase – in Städten sogar bis zu 70%. Weil die Europäische Union die CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2020 um ein Fünftel senken will, verschärft sie damit auch die Energiestandards für Nutz- und Wohnimmobilien. Alle Gebäude, die nach 2018 gebaut werden, müssen ihre eigene Energie erzeugen.

Als gesamtheitlicher Ansatz geht ökologisches Bauen über reines Energiesparen hinaus, da „grüne“ Immobilien alle Ressourcen effizient nutzen. Daher stehen sie bei Bauherren und Mietern gleichermaßen hoch im Kurs. Nach einer Studie der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) erzielen in den USA „Green Buildings“ 3% höhere Mietpreise als konventionelle Immobilien. Beflügelt wird der Trend zum umweltfreundlichen Bauen auch dadurch, dass die Gebäude ein gesünderes Wohn- und Arbeitsklima ermöglichen. Obendrein verringern sie Abfälle und Umweltbelastungen und benötigen weniger Fläche. Zwar fallen beim Bau nachhaltiger Immobilien höhere Kosten an. Der Unterhalt ist jedoch günstiger und der Werterhalt ungleich höher als bei herkömmlichen Wohnhäusern und Bürogebäuden.

## Zu wenige energieeffiziente Gebäude

Angesichts des Klimaproblems nimmt auch das Interesse der Privatanleger an nachhaltigen und energieeffizienten Immobilieninvestments stetig zu. Allerdings ist die Auswahl noch nicht sehr groß. Zudem sind Experten uneins, was nachhaltig ist. Während die Bank Sarasin weltweit 64 Immobilienaktien als ökologisch einstuft, sind es bei der Schweizer Vermögensverwaltung SAM Group nur 18 Titel. Und die Zürcher Kantonalbank nennt gerade einmal fünf Werte. Obwohl es noch zu wenige grü-

ne Gebäude gibt, spielt der ökologische Trend in Immobilienfonds weltweit eine immer größere Rolle. Zwar liegt in Deutschland der Anteil zertifizierter Gebäude erst im Promillebereich. Da jedoch Anfang 2009 das strenge Deutsche Gütesiegel Nachhaltiges Bauen (DNGB) eingeführt wurde, sollten Anleger auf Dauer auch hierzulande in reinrassige alternative Immobilienportfolios investieren können. Derweil ist dies lediglich institutionellen Anlegern über einen Fonds der HypoVereinsbank-Tochter iii-Investments möglich – allerdings nicht in Dividendenpapiere, sondern direkt in einzelne Gebäude.



Das 2004 eröffnete, 85 Meter hohe und 23 Stockwerke zählende Geschäftsgebäude der Münchener Rück Am Münchner Tor ist mit neuester Umwelttechnologie ausgestattet. Der Konzern spart beim Betrieb bares Geld – und poliert zugleich sein Image auf. Foto: Münchener Rück

## 46 Betonaktien in einem Fonds

Am besten aufgehoben sind ethisch orientierte Anleger beim „First Mover“ für grüne Betoninvestments. Der Sustainable Equity – Real Estate Global der Bank Sarasin legt Gelder nur in Gesellschaften an, die auf Energieeffizienz, gesunde Materialien, ökologische Lebenszyklusanalysen und gute Arbeitsbedingungen achten und darüber hinaus transparent berichten. Aktuell investiert der Fonds in 46 Titel aus den 64 als nachhaltig eingestuften Immobilienwerten. Mit einem Anteil von 32% sind

IN ÖKO-IMMOBILIEN INVESTIEREN							
UNTERNEHMEN	SEGMENT	WKN	KURS*	MCAP**	UMSATZ 10E**	EPA 10E*	KGV 10E
CAPITALAND [SIN]	EINKAUFSZENTREN	591 032	1,87	7.941,35	1.281,02	0,06	31,2
DEUTSCHE EUROSHOP [D]	EINKAUFSZENTREN	748 020	23,96	905,98	122,80	1,60	15,0
DIGITAL REALTY TRUST [USA]	RECHENZENTREN	A0D LFT	29,63	2.256,15	489,65	2,16	13,7
LAND SECURITIES [GB]	GEWERBEIMMOBILIEN	662 289	7,26	5.488,71	734,22****	0,38	19,1
MITSUBISHI ESTATE [JAP]	GEWERBE- UND WOHNIMMOBILIEN	853 684	10,31	43.102,31	7.165,94****	0,32	32,2
SIMON PROPERTY GROUP [USA]	EINKAUFSZENTREN	916 647	45,11	12.779,66	2.463,91	3,70	12,2
UNIBAIL-RODAMCO [F]	EINKAUFSZENTREN, BÜRO- IMMOBILIEN, MESSEHALLEN	863 733	151,00	13.338,89	1.507,91	9,20	16,4
WESTFIELD GROUP [AUS]	EINKAUFSZENTREN	A0B 6XG	8,09	18.669,87	2.237,30	0,55	14,7
FONDS			KURS*	VOL.**	KOSTEN***	PERF. 2J.	PERF. 1J.
SARASIN SUSTAINABLE EQUITY – REAL ESTATE GLOBAL	NACHHALTIGE IMMOBILIENAKTIEN	AOM M6T	77,66	28,2	MAX. 5/1,5	-17,03%	15,19%

\*) in EUR (Schlusskurse Börse Frankfurt vom 22.10.2009), \*\*) in Mio. EUR, \*\*\*) Agio / Verwaltungsgebühr in %; \*\*\*\*) Geschäftsjahr 2010/11 (31.3.)

die USA am stärksten gewichtet. 41% des Vermögens verteilen sich auf zehn Positionen. Aus Deutschland fand lediglich die Deutsche EuroShop mit einem Mini-Anteil von 0,65% die Gunst der Analysten. Der von Sarasin entwickelte Nachhaltigkeitsindex für Immobilien erzielte über fünf Jahre hinweg eine um rund 50% bessere Performance als der herkömmliche Immobilienindex S&P Developed BMI Property. Während die Schweizer mit ihrem Fonds schon längere Zeit am Markt sind, soll der von Credit Suisse lancierte Real Estate Fund Green Property erst binnen fünf Jahren für private Investoren geöffnet werden.

### Analysten mögen Simon

Wer lieber in einzelne Aktien investieren möchte, sollte einmal einen Blick auf Unibail-Rodamco werfen. Die Franzosen betreiben unter anderem rund 100 Shoppingcenter in ganz Europa. Der Titel hat innerhalb von drei Jahren nur rund 10% seines Wertes verloren, während die mit schlechten Nachhaltigkeitswerten bedachte deutsche IVG 73% einbüßte. Ebenfalls aussichtsreich erscheint Land Securities. Steigen die Mieten und sinken die Leerstandsdaten, dürfte die britische Gesellschaft profitieren. Zwölf bzw. sieben Investmenthäuser führen die Papiere von Simon Property Group und Digital Realty Trust auf ihren Kauflisten. Simon ist mit einem Portfolio im Wert von 3,8 Mrd. USD und Barmitteln in gleicher Höhe nicht nur der bedeutendste Eigentümer von Shopping Malls, sondern auch der größte Real Estate Investment Trust der USA. Da die Preise für Shoppingcenter vermutlich noch weiter niedrig bleiben werden, kann das Management geduldig abwarten, bevor es ein Objekt erwirbt. Digital Realty Trust ist mit einem Anteil von 5,1% das Schwergewicht im Sarasin-Fonds und gilt als weltweit führender Anbieter von Rechenzentren. Die schlüsselfertigen Datacenter des Konzerns aus Indianapolis erlauben, dass wichtige Anwendungen verfügbar sind, während die Energieeffizienz optimiert wird.

### CapitaLand auf Wachstumskurs

Mit einem Börsenwert von 15 Mrd. EUR und einem für 2010 (zum 31. März) erwarteten Umsatz von 7,4 Mrd. EUR ist Mitsubishi Estate der größte japanische Immobilienkonzern. Als Eigentümer des Tokioter Geschäftsviertels Marunouchi ist er auf dem Büromarkt gut aufgestellt. CapitaLand aus Singapur gilt als Südostasiens größter Verwalter von Einkaufszentren. Die Gesellschaft möchte schon bald rund ein Viertel ihrer Anteile über die Börse verkaufen, um sich Kapital für Akquisitionen zu beschaffen. Auf den Betrieb von Shopping Malls setzt auch die Westfield Group aus Sydney. Die Gruppe betreibt 119 Einkaufszentren in Australien, Neuseeland, Großbritannien und in den USA. Analysten trauen dem Management zu, die Shoppingcenter erfolgreich durch die Rezession zu steuern.



Eine frequenzabhängige Rolltreppe spart in der City-Galerie Wolfsburg der Deutsche EuroShop AG Energie. Nehmen die Kundenströme ab, verlangsamt sich die Grundfahrt mit einer Geschwindigkeitserhöhung bei Kundenzutritt. Nur bei einer sehr geringen Kundenfrequenz schaltet die Treppe in den Standby-Betrieb. Foto: Deutsche EuroShop

bishi Estate der größte japanische Immobilienkonzern. Als Eigentümer des Tokioter Geschäftsviertels Marunouchi ist er auf dem Büromarkt gut aufgestellt. CapitaLand aus Singapur gilt als Südostasiens größter Verwalter von Einkaufszentren. Die Gesellschaft möchte schon bald rund ein Viertel ihrer Anteile über die Börse verkaufen, um sich Kapital für Akquisitionen zu beschaffen. Auf den Betrieb von Shopping Malls setzt auch die Westfield Group aus Sydney. Die Gruppe betreibt 119 Einkaufszentren in Australien, Neuseeland, Großbritannien und in den USA. Analysten trauen dem Management zu, die Shoppingcenter erfolgreich durch die Rezession zu steuern.

### Fazit

Investmentfonds werden künftig aus ökonomischen Gründen stärker in grüne Betonaktien mit Gütesiegel investieren. Denn steigende Energiepreise und schärfere Klimaschutzauflagen der Regierungen führen dazu, dass nachhaltige Immobilien erheblich höhere Wertsteigerungen erfahren werden als herkömmliche Objekte. Anleger sollten allerdings bei der Auswahl von Fonds und Einzeltiteln unbedingt darauf achten, wie hoch der Anteil ökologischer Immobilien ist. ■

Michael Heimrich

Anzeige

# MAN KANN AN DIE NÄCHSTE WAHL DENKEN. ODER AN DIE NÄCHSTE GENERATION.

Fast 1.700 Milliarden Euro – so viele Schulden hat unser Staat angehäuft. Würden wir Familienunternehmer genauso auf Pump leben, wären längst über 80 Prozent aller deutschen Unternehmen bankrott und damit auch Millionen von Arbeitsplätzen weg.

DIE FAMILIENUNTERNEHMER. IMMER EINE GENERATION VORAUSS.

DIE FAMILIEN  
UNTERNEHMER

ASU

# Gleitende Durchschnitte

*Gleitende Durchschnitte gehören zu den ältesten und beliebtesten Indikatoren. Was ist also dran an den auch schon mal als „Magie“ apostrophierten Eigenschaften dieser Werkzeuge?*

## Grundlagen

Mathematisch ist ein Gleitender Durchschnitt (GD) ein Verfahren der Mittelwertbildung über eine in der Regel festgelegte Anzahl von Vergangenheitsdaten. Gleitend ist diese Mittelwertbildung, weil die Berechnung bei Vorliegen neuer Daten aktualisiert wird. Zweck derartiger Glättungsverfahren ist, eventuell vorhandene Trendeigenschaften einer Zeitreihe sichtbar zu machen. Aus dieser recht allgemein gehaltenen Charakterisierung lassen sich das breite Anwendungsfeld und die verschiedenartigen Ausgestaltungen bereits erahnen. Auf welche Weise geglättete Vergangenheitsdaten auch für die Zukunft nützlich sein können, wollen wir im weiteren Verlauf betrachten.

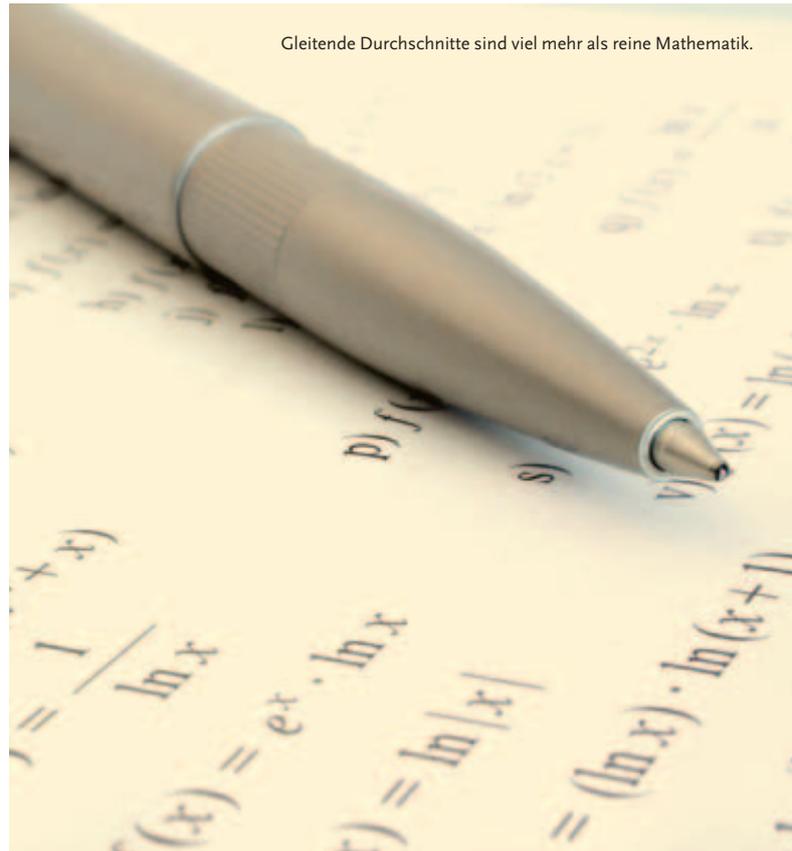
## Sage mir wie du rechnest ...

... und ich sage dir, was herauskommt. Unter den Verfahren der Mittelwertbildung ist das einfache arithmetische Mittel noch immer eines der gebräuchlichsten. Bei den so erzeugten einfachen GDs fließt jeder Datensatz mit dem gleichen Gewicht in die Berechnung ein. Anders ist dies bei Verfahren, die eine Gewichtung vornehmen und/oder Filtertechniken anwenden. Beliebte ist in dieser Kategorie der exponentiell geglättete GD, bei dem aktuelle Daten höher gewichtet werden als solche der weiteren Vergangenheit. Im Gegensatz zum arithmetischen Mittel fallen mit dem Vorrücken von Periode zu Periode auch keine Daten gänzlich aus der Berechnung heraus; ihr Einfluss wird lediglich kontinuierlich gedämpft. Ausreißer in der Datenreihe beeinflussen den exponentiell geglätteten GD daher nur einmal, nämlich beim Eintritt in die Berechnung. Beim einfachen arithmetischen Mittel geschieht dies auch beim Austritt, vergleichbar mit einem Fahrzeug, das zunächst mit der Vorderachse und anschließend mit der Hinterachse über eine Schwelle „holpert“. Dass der exponentielle GD dem Datenverlauf tendenziell enger folgt, beruht auf der höheren Gewichtung aktueller Daten. Ein Effekt, der nicht zwangsläufig erwünscht sein muss.

## Basis und Spannweite

Auch die Auswahl der verwendeten Vergangenheitsdaten eröffnet große Spielräume. Neben verschiedensten Kursdaten, oder der Kombination daraus, können auch Indikatoren oder Gleitende Durchschnitte selbst als Input dienen. Der GD ist also ein vielseitig einsetzbares Werkzeug.

In der Regel werden die zur Durchschnittsbildung herangezogenen Daten zeitbasiert sein, andere Verfahren, etwa auf Volumenbasis, sind möglich. Hinsichtlich Basis und Spannweite haben sich Werte herauskristallisiert, denen wir recht häufig in Analysen begegnen – Schlusskurse über 38, 100 oder 200 Tage



Gleitende Durchschnitte sind viel mehr als reine Mathematik.

gehören dazu. Eine Begründung, warum gerade solche Kombinationen besonders beachtenswert sein sollen, wird regelmäßig nicht gegeben – allenfalls der Hinweis, dass sie auch von vielen anderen Anwendern ebenso unreflektiert angewendet werden und schon aus diesem Grund bedeutsam sein müssen. Tatsächlich gibt es alleine aufgrund der Variation der Spannweite eine ganze Schar von GDs mit ähnlichen Eigenschaften.

## Visuelle Konzepte

Neben der unnötigen Festlegung auf einige wenige Spannweiten gibt es eine zweite durchaus fragwürdige Tradition in der Anwendung von GDs: In vielen Lehrbüchern zur Technischen Analyse wird großer Wert auf die Schnittpunkte der GDs gelegt, sei es mit dem Kurs, sei es mit anderen kürzer- oder längerfristigen GDs. Dies ist vor allem ein visuelles Konzept. Auf Schnittpunkte, so scheint es, wird vor allem deshalb geachtet, weil sie förmlich ins Auge springen. Da wo sich Linien kreuzen, passiert eben optisch etwas, ob anschließend auch etwas in der Performance passiert, steht auf einem anderen Blatt.

### Die Sache mit der „Rechtsverschiebung“

Bevor wir uns dem praktischen Nutzen der Schnittpunkte zuwenden, erscheinen einige Anmerkungen zu deren Zustandekommen notwendig: Bei der Konstruktion eines Charts ist es allgemein üblich, den Wert eines Durchschnitts nicht im Zentrum der jeweiligen Berechnung, sondern an deren rechtem Rand einzutragen. Dies hat vor allem praktische Gründe. Würde man die GDs im Zentrum ihrer Berechnung einzeichnen – also bei einem einfachen 25-Tage-GD am 13. Tag –, dann könnte man zu den letzten Perioden (hier: zwölf Tage) gar keinen Durchschnitt eintragen (vgl. Abb. 1). Es gäbe in diesem aktuellen Bereich folglich niemals Schnittpunkte. Bei einem einfachen GD ist die Darstellung beispielsweise um die Hälfte seiner Spannweite nach rechts verschoben. Ein Effekt, der bei großen Spannweiten entsprechend ausgeprägt ist. Lange GDs haben auch deshalb weniger Schnittpunkte mit den zugrundeliegenden Daten, weil sie deutlicher aus dem Zentrum ihrer Berechnung verschoben sind.

### Prognose durch Schnittpunkte?

Haben die auf diese Weise erzeugten Schnittpunkte nun einen prognostischen Wert? Wir prüfen, ob ein „Kaufsignal“ – also das Durchschneiden verschiedener einfacher gleitender Durchschnitte (38, 100 und 200 Tage) durch den Kurs von unten nach oben – weitere Kurssteigerungen erwarten lässt. Dazu betrachten wir ein Universum aus mehr als 200 liquide gehandelten Aktien über einen Zeitraum von mehr als zwölf Jahren



Abb. 1: BASF  
Erst die gebräuchliche Rechtsverschiebung (rote Linie) macht aktuelle Schnittpunkte möglich und lässt den GD als Unterstützung oder Widerstand wirken.

(insgesamt über 500.000 Datenpunkte). Wir wollen wissen, ob der Kursverlauf nach dem Auftreten solcher „Kaufsignale“ positiver ist als nach einem x-beliebigen Tag. Das Resultat zeigt Abb. 2: Auf der X-Achse sind die Tage abgetragen, die seit Auftreten des Signals vergangen sind (Vorschauhorizont von 5 bis 100 Tage in 5er Schritten). Auf der Y-Achse finden wir die Abweichung vom Erwartungswert – Werte oberhalb der Nulllinie stehen für Erwartungswerte, die positiver sind als nach einem x-beliebigen Tag, Werte darunter entsprechend für negativere Erwartungswerte. Das Ergebnis der Abb. 2 ist einigermaßen ernüchternd. Die untersuchten Schnittpunkte haben für sich al- >>

Anzeige

## 25. Internationale Kapitalanleger-Tagung 2010

Analysen – Prognosen – Investmentstrategien



Felix W. Zulauf  
Barron's Roundtable



Ralph Acampora  
New York Institute of Finance



Byron Wien  
Pequot Capital



Stephen King  
HSBC Group



Jens Erhardt  
Dr. Jens Erhardt Kapital AG



John Mauldin  
Millennium Wave Advisors

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

**26. – 27. Januar 2010, Mövenpick Hotel Zürich-Regensdorf**

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

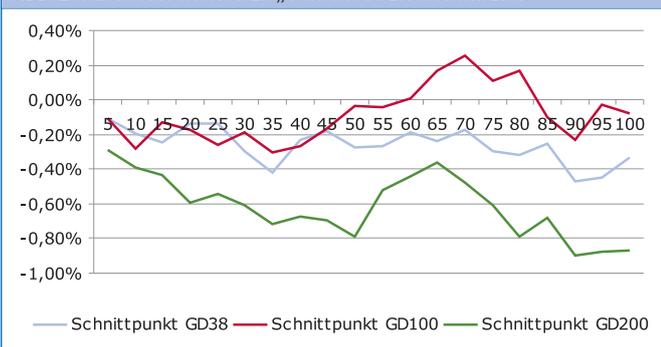
Weitere Informationen und Anmeldung unter: [www.zfu.ch/pdf/kap.pdf](http://www.zfu.ch/pdf/kap.pdf)

International Business School



LERNEN ALS WEG

ABB. 2: SCHNITTPUNKT ALS „PROGNOSEINSTRUMENT“



Die Standardanwendungsweise der GDs bleibt statistisch unauffällig.

leine betrachtet keine nennenswerten prognostischen Eigenschaften. Bei anderen hier nicht dargestellten Spannweiten sieht es vergleichbar aus.

### Management by Schnittpunkt

Benutzt man diese Schnittpunkte dagegen, um seine Positionen zu verwalten, sind sie paradoxerweise dennoch hilfreich. Der GD fungiert dann nicht zuletzt aufgrund der Rechtsverschiebung als Widerstand bzw. Unterstützung, und das Durchschneiden ist handlungsauslösend. Selbst sehr einfache sogenannte Cross-Over-Ansätze haben in der Vergangenheit positive Ergebnisbeiträge gegenüber Buy-and-Hold-Ansätzen geliefert. Das Frustrierende ist aber, dass man recht häufig Schnittpunkte erhält, deren Handlungsanweisung man jeweils folgen muss, um sich systemkonform zu verhalten. Wer willkürlich einzelne Signale auslöst, prognostiziert ja bereits wieder, und sei es auch nur implizit – wie gesehen zudem mit einem untauglichen Instrument. Dass sich ein Kurs in der Nähe seines Gleitenden Durchschnitts aufhält, und diesen dabei auch immer wieder schneidet, ist ohnehin nicht die Ausnahme, sondern gerade bei kürzeren GDs reine Normalität.

### Die Steigung macht's

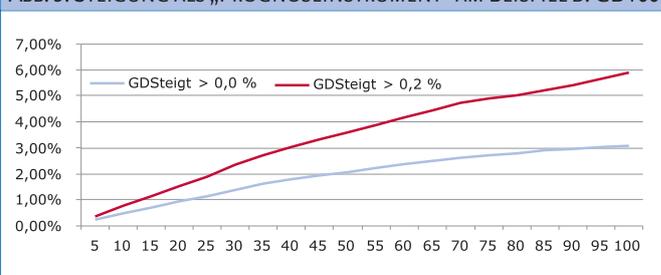
Zeit also, sich mit anderen Eigenschaften der GDs zu befassen. Wir wollen hier die offensichtlichste exemplarisch herausgreifen. Unabhängig vom Erscheinungsbild eines GDs im Chart lässt sich beispielsweise dessen Steigung definieren. Wenn wir eingangs davon sprachen, dass die Glättung die Trendeigenschaft einer Zeitreihe herausarbeiten soll, dann ist die Ermittlung der Steigung die ureigenste Aufgabe des GDs, die optisch so zwingenden Schnittpunkte dagegen nur ein „Abfallprodukt“. Da GDs keine differenzierbaren Funktionen im mathematischen

Sinne sind, bedarf es einer Festlegung, was unter der Steigung in einem bestimmten Punkt verstanden werden soll. Wir wollen im Folgenden mit dieser Definition der Steigung eines GDs im Zeitpunkt t (GDSteigt) arbeiten:

$$GDSteigt := ((GDt - GDt-1) / GDt-1) * 100$$

Der Ausdruck gibt die prozentuale tägliche Veränderung eines GDs an. Steigt er, liegt der Wert über null, fällt er, dann liegt er darunter. Ein Wert von +0,5 bedeutet beispielsweise, dass der betreffende GD im Vergleich zur Vorperiode (t-1) mit einer Rate von 0,5% angestiegen ist. Je größer die Spannweite eines GDs, desto flacher verlaufen positive und negative Steigungswerte. Betrachten wir wiederum die Abweichung der Erwartungswerte gegenüber der Grundgesamtheit, so ergibt sich beispielsweise für einen 100-Tage-GD mit  $GDSteigt > 0\%$  ein durchgängig positiv abweichender Erwartungswert gegenüber der Grundgesamtheit. Fasst man die Bedingung enger und fordert eine Mindeststeigung von 0,2%, so fällt die positive Abweichung der Erwartungswerte sogar noch deutlicher aus (vgl. Abb. 3). Eine

ABB. 3: STEIGUNG ALS „PROGNOSEINSTRUMENT“ AM BEISPIEL D. GD100



Eine positive Steigung des GDs verbessert die Erwartungswerte über die nächsten Tage (blaue Linie). Fällt die Steigung stärker aus, steigen die Erwartungswerte sogar noch an (rote Linie).

(große) positive Steigung war demnach eine gute Voraussetzung für weitere Kursgewinne – besaß also, wenn man so will, eine „statistische Prognosefähigkeit“. Natürlich ist dies keine Prognose im eigentlichen Sinne, aber ein deutlicher Hinweis auf das von Trendfolgern behauptete Beharrungsvermögen von Trends. Dieses Ergebnis, das sich für andere Spannweiten in ähnlicher Form reproduzieren lässt, ist zudem kompatibel mit dem Konzept der Relativen Stärke, die ebenfalls auf die stärksten Trends setzt. Dennoch sollte dies nicht so missverstanden werden, dass man in starke Trends bedenkenlos investieren kann. Auch starke Trends sind endlich. Wer aber in einen starken Trend investierte, hatte bei einem mittleren Anlagehorizont einen statistischen Vorteil.

### Fazit

Es gibt eine Vielzahl von Möglichkeiten, Gleitende Durchschnitte zu berechnen und anzuwenden. Schnittpunkte sind zwar optisch auffällig, statistisch jedoch eher unscheinbar. Einmal mehr hat sich dagegen das Phänomen des Trends herauskristallisiert. Gleitende Durchschnitte können derartige Trends identifizieren. Zwar prognostizieren sie nicht im eigentlichen Sinne die weitere Entwicklung, aufgrund des Beharrungsvermögens von Trends wird jedoch ein statistisch interessantes Spielfeld aufgetan.

Ralph Malisch

Anzeige

## Der Wellenreiter

### Wirtschaftsthemen der Zeit

Zyklen, Verlaufsvergleiche, Kommentare  
Jeden Montag CoT-Auswertung

Schnupperabo 14 Tage kostenlos

www.wellenreiter-invest.de



# Immobilien-Zertifikate

Mit Zertifikaten in Betongold investieren



## Index-Investments

Zertifikate-Anleger haben die Möglichkeit, über eine Vielzahl von Immobilienindizes weltweit in Immobilienmärkte zu investieren. Wichtig dabei ist die Tatsache, dass sich in den verschiedenen Ländern und Regionen unterschiedliche Chancen und Risiken ergeben. Ein wichtiger Index im Bereich der Immobilienaktien ist der DJ Stoxx 600 Real Estate-Index, ein Sub-Index des DJ Stoxx 600, auf den es beispielsweise ein Papier der HVB gibt (WKN: HV5 AMJ). Mit diesem Zertifikat investieren Anleger in die Return-Variante dieses Index. Die Dividenden der dem Index zugrunde liegenden Aktien kommen den Anlegern zugute. Der Index besteht aus wichtigen europäischen Immobilienunternehmen wie zum Beispiel der französischen Unibail Holding und den englischen Unternehmen Land Securities und British Land. Der Index enthält sowohl REITs, eine Spezialform von Immobilienaktien, als auch Aktien anderer Immobilienunternehmen. Real Estate Investment Trusts (REITs) sind Immobilienaktien, die steuerlich begünstigt sind und vergleichsweise hohe Ausschüttungen an die Anleger auszahlen.

## Immobilien in den Emerging Markets

Höhere Chancen, aber auch Risiken als in den etablierten Ländern Europas eröffnen Immobilieninvestments in den Emerging Markets. Anleger können mit dem GPR/ABN Emerging Markets Immobilien Index-Zertifikat (WKN: AA0 EMU) daran partizipieren. Der Anlagehorizont des Index ist global ausgerichtet. Die Gewichtung der zwanzig Aktien erfolgt nach Marktkapitalisierung, wobei eine Aktie nicht mehr als 30% des Index ausmachen darf. Die jährliche Verwaltungsgebühr des Produkts liegt bei 1%. Der Index ist ein Total-Return-Index, so dass die Dividenden der Unternehmen dem Anleger zugute kommen.

## Einstieg mit Preisnachlass

Bei Einzeltiteln aus dem Bereich der Immobilienaktien bietet sich beispielsweise ein Einstieg mit einem Discount-Zertifikat an. Die Aktie von IVG notiert aktuell bei 7,42 EUR. Mit dem Dis-



Ob New York, Hongkong, San Francisco oder Barcelona – die internationalen Immobilienmärkte bieten jede Menge Chancen, Anleger brauchen nur die richtigen Instrumente, um diese auch zu nutzen.

count-Zertifikat von Trinkaus & Burkhardt auf die IVG-Aktie (WKN: TB7 G4C), das mit einer Kursobergrenze von 6 EUR und einer Laufzeit bis 17.9.2010 ausgestattet ist, partizipiert der Anleger bis zum Cap von Kursgewinnen der Aktie. Aktuell kann das Papier zu 5,28 EUR erworben werden. Erst wenn die Aktie zum Laufzeitende unter den Einstiegskurs fällt, machen Anleger Verluste.

## Allheilmittel Alpha?

Zeitweise waren Alpha-Express-Zertifikate sehr beliebt bei den Emittenten. Häufig liegen Alpha-Express-Zertifikaten zwei Basiswerte zugrunde. Der Anleger schließt quasi eine Wette ab, ob ein Basiswert sich besser entwickelt als ein anderer. Die Express-Komponente sorgt dafür, dass das Papier auch vor dem ursprünglich vorgesehenen Termin fällig werden kann. Bei dem US Immo-Bubble Express 20%-Zertifikat der Société Générale

IMMOBILIEN-ZERTIFIKATE					
EMITENT	WKN	BEZEICHNUNG	LAUFZEIT	SPREAD IN % D. BRIEFKURSES	BRIEFKURS IN EUR
BNP PARIBAS	BN1 FZW	MINI-FUTURE SHORT AUF PATRIZIA IMMOBILIEN	OPEN END*	4,63	2,16
ERSTE BANK	EB7 X9C	OPEN-END-ZERTIFIKAT AUF DEN IMMOBILIEN-ATX	OPEN END	1,34	16,43
HVB	HV5 AMJ	INDEX-ZERTIFIKAT AUF DEN STOXX 600 REAL ESTATE (RETURN-) INDEX	OPEN END	0,29	13,70
RBS	AA0 EMU	GPR/ABN EMERGING MARKETS IMMOBILIEN INDEX-ZERTIFIKAT	OPEN END	1,99	85,96
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	SG2 NVF	US IMMO-BUBBLE EXPRESS 20%-ZERTIFIKAT	08.09.11	2,27	88,10
TRINKAUS & BURKHARDT	TB7 G4C	DISCOUNT-ZERTIFIKAT AUF IVG IMMOBILIEN	17.09.10	1,89	5,28

\*) Knock-out möglich



(WKN: SG2 NVF) bilden zwei Immobilien-Indizes die Underlyings. Der Anleger setzt darauf, dass der TSE REIT Market-Index sich besser entwickelt als der DJ US Real Estate-Index. An jährlichen Bewertungstagen werden die Entwicklungen der beiden Immobilienindizes verglichen. Laufzeitende ist der 8.9.2011. Das Papier wurde 2007 zu 100 EUR emittiert. Bislang kam es zu keiner vorzeitigen Rückzahlung. Das Zertifikat ist so konstruiert, dass am ersten Bewertungstag im Jahr 2008 120 EUR ausgezahlt worden wären. In den Folgejahren reduziert sich der Bewertungsbetrag jeweils um 5 Euro. Die maximale Auszahlung am nächsten Bewertungstag, dem 1.9.2010, liegt bei 110 EUR. Gegenwärtig kann das Papier zu 88,10 EUR erworben werden. Das Zertifikat ist mit einem Puffer ausgestattet. Falls sich an den verbleibenden Bewertungstagen der japanische Immobilienindex nicht mindestens so gut entwickelt wie der amerikanische und das Zertifikat somit vorzeitig fällig wird, erhält der Anleger zum Laufzeitende den Emissionspreis von 100 EUR ausgezahlt, wenn die Underperformance der japanischen Immobilien nicht mehr als 25% beträgt. Andernfalls trägt der Investor das Risiko dieser Underperformance. Beträgt diese z.B. 30%, erhält er nur 70 EUR.

#### Hebel für fallende Kurse

Anleger in bearischer Stimmung, die die starke Rally bei den Immobilienaktien für übertrieben halten, können mit Hebelprodukten auf sinkende Kurse setzen. Die Aktie von Patrizia Immobilien bewegte sich im vergangenen Jahr zwischen

0,87 und 4,02 EUR. Momentan notiert sie in der Nähe des Jahreshochs. Einen moderaten Hebel von 1,76 weist ein Mini-FutureShort der BNP Paribas auf die Aktie von Patrizia Immobilien (WKN: BN1 FZW) auf. Die variable Knock-out-Schwelle liegt bei 5,012, der Basispreis bei 5,897 EUR. Bei Berührung der Knock-out-Schwelle wird das Papier vorzeitig zum Restwert ausgezahlt.

#### Streuung beachten

Immobilienaktien-Zertifikate, die sich auf einen engen regionalen Horizont fokussieren, wie z.B. das Zertifikat der Ersten Bank auf den Immobilien-ATX (WKN: EB7 X9C), sind stark schwankungsanfällig. Der Index umfasst acht österreichische Werte aus dem Immobiliensegment mit unterschiedlicher Marktkapitalisierung. Darunter befinden sich Schwergewichte wie Immoeast mit einer Kapitalisierung von über 3,7 Mrd. EUR, aber auch Unternehmen wie Warimpex, dessen Börsenwert gerade mal bei etwas über 90 Mio. EUR liegt. Notierte das Papier noch im Februar bei gut 4 EUR, konnte sich das Zertifikat mehr als vervierfachen. Der bisherige Jahreshöchstkurs lag im Oktober bei 17,17 EUR. Nach einem so starken Anstieg besteht hier Rückschlagspotenzial. Anleger müssen sich bewusst sein, dass Immobilienaktien und Immobilienindizes stark schwanken und ein anderes Risikoprofil als offene Immobilienfonds aufweisen. Aus diesem Grund sollten entsprechende Zertifikate nur mit einem angemessenen Prozentsatz im Depot Berücksichtigung finden. ■

Christian Bayer

Diese umfassen **16** verschiedene Themen und es kann einzeln gebucht werden. Mit Sicherheit ist für jeden Trader etwas dabei.

#### Intensivworkshop in die Handelsplattform Future-Trader

Dienstag 03. November, Dauer: 4 Tage

#### Fibonacci & Elliot Wave in Verbindung mit der Markttechnik

Samstag 07. November, Dauer: 2 Tage

#### Psychologieseminar Teil I Erfolg mit Geld - für Trader

Montag 09. November, Dauer: 2 Tage

#### Risk- Moneymanagement

Mittwoch 11. November, Dauer: 2 Tage

#### Aktien, CFDs und Future - Gemeinsamkeiten und Unterschiede im aktiven Handel

Freitag 13. November, Dauer: 2 Tage

#### Selbstständigkeit als Trader? Rechtsformwahl und Steuern ...

Sonntag 15. November, Dauer: 1 Tag

#### Intensiveinführung Rohstoff-Trading

Montag 16. November, Dauer: 2 Tage

#### Intensiveinführung in den Optionshandel

Mittwoch 18. November, Dauer: 2 Tage

#### Makroökonomie und Trading

Freitag 20. November, Dauer: 1 Tag

#### Strategien für CFD-Handel

Montag 23. November, Dauer: 2 Tage

#### Trading mit mechanischen Handelssystemen

Mittwoch 25. November, Dauer: 3 Tage

#### Risk- Moneymanagement Teil II

Samstag 28. November, Dauer: 2 Tage

#### Future-Trading

Montag 30. November, Dauer: 3 Tage

#### Zertifikaten-Handel

Donnerstag 03. Dezember, Dauer: 2 Tage

#### Markttechnisches Trading für Fortgeschrittene

Samstag 05. Dezember, Dauer: 2 Tage

#### Psychologieseminar Teil II Erfolg mit Geld - für Trader

Montag 07. Dezember, Dauer: 2 Tage

Alle Teile finden in Lohr am Main (nahe Aschaffenburg) statt.

Weitere Informationen und inhaltliche Details finden Sie auf [www.trainingswochen.de](http://www.trainingswochen.de) oder telefonisch unter 0049 3681 3089-44 oder E-Mail [schulung@trainingswochen.de](mailto:schulung@trainingswochen.de)

Schulungsgesellschaft The Trader Steinweg 17-19, D- 98527 Suhl

# Immobilienfonds

Wie Phönix aus der Asche

Die Risikofreude ist zurück. Folglich konnten Immobilienaktienfonds seit März ein beeindruckendes Comeback feiern. Manch Fondsmanager sieht bislang kaum mehr als eine Gegenbewegung auf die vorangegangenen Kursverluste.

## Die globale Sicht

Einer dieser Realisten ist Thomas Körfggen, Manager des SEB Real Estate Equity Global. Der frühere DWSler trägt derzeit eine gewisse Affinität zu den USA mit sich herum. Der US-Anteil beträgt knapp 42%, zu den am schwersten gewichteten Einzeltiteln zählen Simon Property und Equity Residential. Ebenfalls baute er jüngst Positionen in Russland zu Ungunsten chinesischer Projektentwickler auf. AFI Development und Raven Russia sind vielleicht ein Fingerzeig, den russischen Markt nicht gänzlich als rein spekulativ anzusehen. Sein Fonds jedenfalls kann jede Triebfeder gebrauchen (Abb. 1). In der Spitze gingen etwa zwei Drittel des Fondsvermögens verloren.

## Ein Depot mit Spezialitäten

Aber Körfggen steht mit diesen Kursabschlägen nicht alleine da. Ebenfalls schwer unter die Räder kam der E&G Immobilienaktien Europa von Fondslenker Helmut Kurz. Dafür hat er seit März stattliche 55% hinzu gewonnen. Kurz sieht Großbritannien als denjenigen Immobilienmarkt in Europa, der sich am schnellsten erholen wird, erkennt aber auch, dass die Aktien dies bereits genügend



Helmut Kurz

ABB. 1: SEB REAL ESTATE EQUITY VS. EPRA/NAREIT GLOBAL-INDEX



Quelle: SEB

eskomptiert haben. Anlass zur Sorge bereiten ihm auch die Mietrenditen, die sich in Kontinentaleuropa nicht vor 2011 erholen dürften. Kurz setzt in seinem Fonds zu einem Fünftel auf Osteuropa und Österreich. Gleichzeitig ist im Fonds auch eine Wandelanleihe des Immobilien-Schwergewichts IVG enthalten. IVG galt zur Hochzeit der Krise im Oktober als Kandidat, bei dem die Refinanzierung Schwierigkeiten bereiten könnte. Die Wandelanleihe stürzte massiv ab, hat sich seitdem im Kurs mehr als verdoppelt!

## Asien gibt den Takt vor

Steil nach oben ging es auch mit asiatischen Immobiliertiteln. Deren Absturz war ähnlich spektakulär wie in den USA oder hierzulande, mehr noch imponiert allerdings die rasche Rückkehr zur Normalität. Ein Fonds, der sich dies zu Nutze machen wird, ist der Amadeus Asian Real Estate Securities Fund. Ein langer Name, hinter dem nur ein großer Anbieter stecken kann: Allianz Global Investors. Im Fonds stehen Hongkong, Japan und Singapur für 85%

## Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:



www.accessio.de



www.davinci-invest.ch



www.1st-group.com



www.fivv.de



www.galiplan.de



www.markt-der-fondsideen.de



www.hwbcn.de



www.morgen.ch



www.universal-investment.de

Mit freundlicher Unterstützung von:



Verband unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland e.V.

www.vuv.de

Moderne Architekturkonzepte werden in Kopenhagen groß geschrieben.



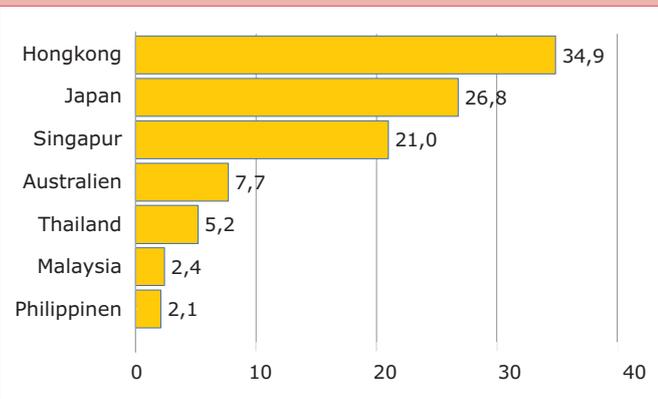
IMMOBILIENFONDS

FONDS	WKN	AUFLAGE-DATUM	VOLUMEN*	PERF. 1J	PERF. 3J
AMADEUS ASIAN REAL ESTATE	A0F 51A	20.09.05	114,89 Mio.	41,76%	-13,82%
AXA AÉDIFICANDI AC	A0B 9Q3	25.04.03	294,96 Mio.	29,87%	-27,91%
DJE REAL ESTATE	A0B 9GC	05.07.04	672,44 Mio.	-6,27%	-2,89%
E&G IMMOBILIENAKTIEN EUROPA	940 739	21.09.00	4,74 Mio.	3,26%	-56,82%
FORTIS REAL ESTATE EUROPE	778 131	25.10.02	512,64 Mio.	28,62%	-45,71%
GERLING PORTFOLIO REAL ESTATE	984 748	04.10.07	30,23 Mio.	4,57%	7,46%**
HENDERSON HORIZON ASIA PROPERTY	A0F 6DN	09.12.00	231,02 Mio.	36,11%	-24,12%
SEB REAL ESTATE EQU. GLOBAL	A0B 7JG	06.03.06	24,28 Mio.	32,11%	-39,45%
WALLBERG REAL ESTATE	A0M 1Y7	16.11.07	93,54 Mio.	0,28%	3,21%**

\*) Angaben in EUR; \*\*) seit Auflage

des Portfolios. Stärkste Werte sind unter anderem der japanische Einkaufszentrum-Betreiber AEON Mall oder der Immobilienentwickler Hongkong Land. Abgerundet wird der Asien-Mix mit Positionen in Thailand, Malaysia und den Philippinen (s. Abb. 2).

ABB. 2: REGIONAL-VERTEILUNG DES AMADEUS ASIAN REAL ESTATE

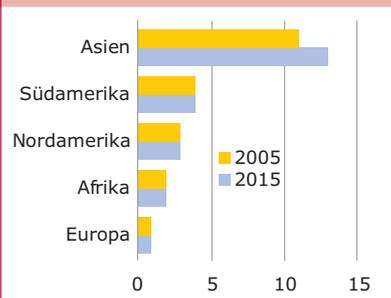


Quelle: Allianz Global Investors

Megastädte ziehen Kapital an

Überhaupt fällt auf, dass Fonds mit Immobilienwerten aus Asien schneller ihre Talsohle durchschritten haben. Auch beim Henderson Horizon Asia Pacific Property weist die Entwicklung in den vergangenen sieben Monaten steil nach oben. Satt drei Viertel Wertzuwachs können sich durchaus sehen lassen. Im Fonds ist Japan am stärksten gewichtet, gefolgt von Hongkong und mit 12% China. Hier werden künftig auch die meisten neuen Megastädte entstehen (s. Abb. 3). Deren Prosperität wird getrieben vom steigenden Grad der Urbanisierung und dem dadurch beschleunigten Wohlstandszugewinn.

ABB. 3: MEGASTÄDTE KONZENTRIEREN SICH IN ASIEN



Quelle: UN Population Division, DB Research

Dachfonds für ruhige Gemüter

Derlei Einzeltitelselektion ist jedoch mit höherer Volatilität verbunden, das zeigen die letzten beiden Jahre sehr eindrucksvoll. Daher dürfte es auch Anleger geben, die weniger Unruhe in ihrem Depot haben wollen.

Für diese bieten sich Dachfonds an. Deutschland größter unabhängiger Vermögensverwalter DJE Kapital hat mit dem DJE Real Estate einen Immobilien-Dachfonds aufgelegt, der sowohl in Offene Immobilienfonds als auch Immobilienaktien investieren darf. Dabei müssen mindestens 51% der Mittel investiert sein. Konzeptionell ähnlich gestrickt ist der Gerling Portfolio Real Estate, der sich im allgemeinen Umfeld aber im Vergleich besser geschlagen hat. Auf die vier größten Fondspositionen sind derzeit gut 45% der Mittel konzentriert.

Fazit

Mancher Fondschart eines Immobilienfonds der letzten beiden Jahre sieht mit etwas Phantasie aus wie die Skyline einer modernen Großstadt – hohe Türme und tiefe Schluchten. Ungeachtet dessen steckt viel Substanz in den meisten Werten, weshalb aus der Erholung auch ein richtiger Aufschwung werden könnte.

Tobias Karow

OFFENE UND GESCHLOSSENE IMMOBILIENFONDS

Neben Immobilien-Aktien- und -Dachfonds gibt es Offene und Geschlossene Immobilienfonds, die an dieser Stelle aber nicht thematisiert werden sollen. Bei beiden Fondstypen sind die Investitionsobjekte Gebäude unterschiedlicher Nutzungsart, und eben nicht Aktien oder andere Fonds. Die Diskussion dreht sich derzeit vor allem darum, welches Anlagevehikel im Vergleich zum REIT (Real Estate Investment Trust) zu bevorzugen ist. Fonds werden zunächst verprovisioniert, sind vertriebsseitig damit eindeutig im Vorteil zum REIT. Dagegen kann der REIT sein Eigenkapital komplett investieren und muss keine liquide Reserve halten. Zudem ist der REIT ständig liquide, dafür aber wohl volatiler als der Preis eines Fondsanteils.

# Nebenwertefonds

Tummelplatz für Spezialisten

Nebenwertefonds können in guten Börsenphasen so etwas wie der Turbo in jedem Depot sein. Allerdings sollte man sich nicht darauf verlassen, dass Nebenwerte konjunkturunabhängiger sind und die Fondsmanager stets die Eier legende Wollmilchsau finden. Spezialistentum ist angesagt.

## Marktineffizienzen werden ausgenutzt

Ein solcher Spezialist ist Karl Fickel, Gründer und Fondsmanager bei Lupus Alpha. Fickel hat stets eine eigene Meinung, steht zu dieser und nimmt jeden Kursverlust persönlich. Schließlich hat er sich aktives Portfoliomanagement auf die Fahnen geschrieben und setzt auf die Marktineffizienzen, die das Nebenwerteuniversum bietet. Dennoch kann auch Fickel seinen Anlegern manch Achterbahnfahrt nicht ersparen. Das Jahr 2008 war wieder eines zum Vergessen, die Fickel-Fonds haben sich in etwa halbiert. Im laufenden Jahr nun legte beispielsweise der Smaller German Champions um gut 35% zu. Hoch gewichtet sind Industrierwerte wie ElringKlinger oder Gerresheimer Glas, aber auch Bauwerte wie Bilfinger. Auf Europaebene, also im Smaller Euro Champions, setzt Lupus Alpha u.a. auf den Ölplattform-Ausrüster SBM Offshore aus den Niederlanden oder den österreichischen Impfstoffspezialisten Intercell. Ein Faible für Österreich hat auch Georg Geiger, der seinen Value Holdings Capital Partners Europa Fonds unter anderem mit Semperit, Zumtobel oder dem alten SI-Favoriten Palfinger bestückt hat. Geiger ist reinrassiger Value-Investor. Gerade September und Oktober 2008 waren für ihn sehr hart, denn Qualitätstitel wurden sogar überproportional abgestraft. Allerdings griff Geiger beherzt zu, denn wohl selten notierten



Karl Fickel



Georg Geiger

so viele Unternehmen unter ihrem Inneren Wert. Letzten Endes werden sich Value-Investoren wie Geiger nicht an einem Jahr messen lassen, sondern an ihrer Leistung über fünf oder zehn Jahre.

## Bewertung zählt

Ähnlich würden vermutlich Manfred Piontke und Martin Wirth von Frankfurt Performance Management (FPM) argumentieren. Die beiden ehemaligen Aktienanalysten sind Stockpicker erster Güte. Ihren Ansatz beschreiben die beiden als extrem bewertungsorientiert. Für Anleger waren die vergangenen drei Jahre dennoch ungemütlich. Schon 2007 schwächelte der FPM Funds Stockpicker Small & MidCap und verlor gut 5%, 2008 dann weitere 44%. 2009 legte der Fonds um 40% zu. Schwankungsarm jedenfalls ist etwas anderes. Derzeit schätzen die beiden Frankfurter zyklische Titel als teuer ein. An der Spitze des Portfolios stehen derzeit Analytik Jena oder CeWe Color. Stark auf Zykliker setzt dagegen der GS&P LK Deutsche Nebenwerte, bei dem zum Beispiel Wincor Nixdorf oder Fuchs Petrolub hoch gewichtet sind. Bei dem Fonds fällt allerdings die gestiegene Korrelation zum gewählten Vergleichsindex CDAX auf. Bis 2003 entwickelten sich Fonds und CDAX deutlich differenter, seit 2003 laufen sie weitestgehend parallel. Insofern könnte eine kritische Frage lauten, wo genau der Mehrwert aktiven Managements liegt. Eine permanente Outperformance bekam auch Lorenzo Carcano – Manager des Metzler European Smaller Companies – nicht hin. 2003 und 2005 generierte seine qualitative Aktienauswahl einen Mehrertrag, 2009 sieht es ähnlich aus. Dazwischen jedoch gibt es immer wieder Schwächephasen. Hinter jedem Nebenwert steckt letzten Endes eine Idee, und jede Idee hat ihre Zeit.



Manfred Piontke

## Fazit

Investments in Nebenwerte sind eine Angelegenheit für Spezialisten. Insofern sollten auch auf dieses Segment fokussierte Fondsmanager herausgefiltert werden. Deren Kernkompetenz liefert langfristig einen stetigen Mehrertrag. Zur Outperformance in Baissephasen taugen sämtliche Fonds eher wenig, insofern sollten Anleger ihrerseits aktiv rechtzeitig aus- und dann wieder einsteigen.

Tobias Karow

NEBENWERTEFONDS						
FONDS	WKN	MANAGER	VOLUMEN*	PERF1J.	PERF.3J	ABSTAND****
3F FONDS	A0M 6SQ	1ST CAPITAL GROUP		+6,9%	N.BER.*	N.BER.*
FPM STOCKPICKER SMALL CAP	A0D N1Q	M. WIRTH, M. PIONTKE	20,7 Mio.	+52,7%	-17,8%	-35,0
KAPITALFONDS LK NEBENWERTE	986 169	GS&P***	27,84 Mio.	+31,8%	-4,7%	-25,4
LUPUS ALPHA EUROPEAN SC	974 563	KARL FICKEL	64,9 Mio.	+37,5%	-11,2%	-34,4
METZLER SMALLER EUROPEAN	987 735	LORENZO CARCANO	166,2 Mio.	+53,4%	-10,4%	-30,1
SQUAD GROWTH	A0H 1HX	DISCOVER CAPITAL	16,4 Mio.	+62,3%	+7,8%	-17,6
VH CAPITAL PARTNERS EUROPA	A0K 8K9	GEORG GEIGER	1,66 Mio.	+23,9%	N.BER.*	N.BER.*

\* in EUR; \*\* nicht berechenbar, keine Vor-Finanzkrisen-Historie; \*\*\* betreut den Fonds erst seit 20.07.2009; \*\*\*\* Abstand vom Allzeithoch zum heutigen Kurs des Fonds

# Da Vinci Strategie UI Fonds

Gastanalyse von Mark Winkler, Fondsanalyst bei der Deutscher Ring Financial Services GmbH

## FONDS-SNAPSHOT

<b>WKN:</b>	AoR E96
<b>Manager:</b>	Hendrik Klein
<b>Volumen:</b>	9,65 Mio. EUR
<b>Auflagedatum:</b>	30.04.2009
<b>Typ:</b>	Absolute Return

Der Da Vinci Strategie UI Fonds ist ein vorrangig in börsenhandelten Wertpapieren anlegender Fonds, dessen mittelfristiges Ziel es ist, unabhängig von der vorherrschenden Marktphase einen positiven Ertrag für den Anleger zu erzielen. Dabei soll das maximale Rückschlagspotenzial von 3% pro Monat nicht überschritten werden. Das Fondsmanagement setzt in erster Linie auf Optionsstrategien, die Arbitragegewinne durch Nutzung von Ungleichgewichten bei Preisen und Volatilitäten verschiedener Wertpapiere am Markt erzielen sollen. Innovative Handelsstrategien für Aktien können ebenfalls zum Einsatz kommen. Darüber hinaus zeichnet sich das Fondsmanagement durch ein aktives Zinsmanagement aus.

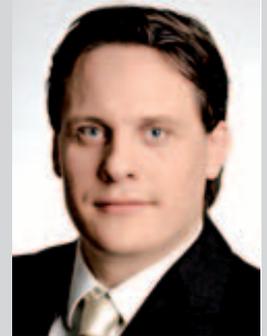
### Investmentphilosophie

Kennzeichnend für den Da Vinci Strategie UI Fonds ist ein strikter Absolute-Return-Ansatz, der in jedem Marktumfeld einen positiven Ertrag erzielen soll. Das Fondsmanagement basiert auf zwei grundlegenden Pfeilern. Auf der einen Seite der diskretionäre Handel, auf der anderen Seite der computergestützte Handel. Während der Zeithorizont für die Ausrichtung des diskretionären Handels einige Wochen und Monate betragen kann, liegt er im Bereich des Computerhandels im Bereich von Millisekunden. Hier gilt es sehr kurzfristige Ineffizienzen an den Finanzmärkten im Tagesverlauf zu erkennen und die daraus resultierenden Chancen konsequent und schnell auszunutzen. Ziel ist es, mit möglichst vielen Geschäften möglichst viele, kleine Gewinne zu realisieren. Die zugrunde liegenden Systematiken werden kontinuierlich überprüft und weiterentwickelt und fortwährend verfeinert.

### Aktuelle Positionierung

Das Fondsmanagement engagiert sich derzeit mit einer Quote von 60% im Rentenmarkt und mit 40% im Aktienmarkt. Für die nächste Zeit erwartet das Fondsmanagement steigende Volati-

**Mark Winkler**, Dipl. Kaufmann und Certified European Financial Analyst, ist seit Jahren in der fondsgebundenen Vermögensverwaltung tätig. Zurzeit arbeitet er für die Investmentssparte der Deutscher Ring Lebensversicherung AG. Neben der technischen und fundamentalen Analyse von Finanzmärkten beschäftigt er sich hier mit der Selektion und Bewertung geeigneter Investmentfonds sowie der fondsbasierten Portfolioerstellung für den Vertrieb an Endanleger.



litäten besonders am europäischen Aktienmarkt sowie bei den deutschen Staatsanleihen. Da der Anlagehorizont innerhalb des Fondskonstruktes sehr kurz ist, kann sich das Fondsmanagement flexibel und schnell an die Notwendigkeiten des Marktes anpassen. Eine langfristige, strategische Positionierung wie bei einem konventionellen Aktienfonds kommt im Rahmen der Da-Vinci-Strategie nicht zum Tragen.

### Performance

Der Da Vinci Strategie UI Fonds wird Anfang November 2009 ein halbes Jahr alt. Im bisherigen Betrachtungszeitraum erzielte der Fonds eine Rendite von 1,1% nach Kosten. Die Kostenbelastung ist mit insgesamt 2,4% auf den ersten Blick recht hoch, diese kann aber vor dem Hintergrund der Ergebnisse der insgesamt schon seit 2004 am Markt erfolgreichen Strategie und der erwirtschafteten Rendite durchaus vernachlässigt werden. Das Renditeziel liegt langfristig zwischen 12 und 15% p.a. bei einer Volatilität von 10%. Bemerkenswert: Mit einem Fondsvolumen von knapp 10 Mio. EUR nach noch nicht einmal einem halben Jahr hat der Fonds eine für sein langfristiges Bestehen erforderliche „kritische“ Masse schon nach sehr kurzer Zeit erreicht.

### Fazit

Der Da Vinci Strategie UI Fonds eignet sich für erfahrene Investoren, die an einer optionsbasierten, renditeorientierten Investmentstrategie mit Absolute-Return-Ansatz partizipieren möchten. Da der Fonds erst über einen sehr kurzfristigen offiziellen Track Record verfügt, muss sich der zugrunde liegende Investmentansatz in der langen Frist in diesem Fondsmantel erst noch beweisen. Aber die auf dem Fonds basierende Strategie gibt es schon einige Zeit länger, und sie verspricht ein sehr interessantes Chance-Risikoverhältnis. Es empfiehlt sich daher, den Fonds als Baustein in einem wohl diversifizierten Portfolio einzusetzen. ■

Beim DaVinci Strategie UI sucht das Fondsmanagement um Hendrik Klein Chancen bei globalen Aktien und Anleihen.

# Directors' Dealings

Überrenditen durch die Auswertung legaler Insidergeschäfte

Gastbeitrag von Manuel Hölzle, GBC AG

„Niemand kennt das eigene Unternehmen besser als das eigene Management.“ Deshalb hören Investoren bei Unternehmenspräsentationen besonders genau hin, wenn Vorstände Aussagen über die zukünftige Entwicklung ihres Unternehmens treffen.

## Outperformance wissenschaftlich belegt

In den USA beschäftigen sich Finanzmarktforscher bereits seit rund 40 Jahren mit dem Phänomen der Directors' Dealings. Dabei belegen verschiedene Studien, dass Investmentstrategien, die auf der Auswertung von Insidergeschäften basieren, Erfolg versprechend sind. So lässt sich gegenüber dem Gesamtmarkt eine um 8% bessere Rendite erzielen. Selbst bei langen Zeiträumen über 20 Jahre, die damit auch Abschwungphasen enthielten, konnte eine Outperformance nachgewiesen werden. Starke Überrenditen lassen sich auch für Deutschland belegen. Wissenschaftliche Untersuchungen und Studien für den deutschen Kapitalmarkt (hier müssen seit Juli 2002 Unternehmensinsider wie Vorstand und Aufsichtsrat Geschäfte mit Aktien der eigenen Gesellschaft melden) deuten indes ebenfalls darauf hin, dass sich auf Basis von gemeldeten Insiderdaten hohe Renditen erzielen lassen. Die Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt a.M., wies in einer Untersuchung aus dem Jahr 2004 für einen Zeitraum von sechs Monaten eine um 9,4% bessere Rendite nach.

## Aufsichtsräte im Fokus

Ein besonderes Augenmerk ist auf die Insidertransaktionen von Aufsichtsräten zu richten. Hier weist eine Studie der Universität Zürich zum deutschen Aktienmarkt aus dem Jahr 2004 eine besonders hohe Signifikanz der Überrenditen bei Aufsichtsratskäufen auf. Zudem stellten sich interessanterweise bei kleineren Kaufvolumen die besten Ergebnisse ein. Große Transaktionsvolumen dienen häufig eher strategischen Zielen, wie z.B. der Ausweitung des Stimmrechtsanteils eines Großaktionärs. Die Ergebnisse einer eigenen Untersuchung Anfang des Jahres 2009 sprechen den deutschen Insidern ebenfalls eine überdurchschnittli-



Manuel Hölzle, Dipl. Kfm, ist Vorstand des unabhängigen Researchhauses GBC AG. Die GBC AG wertet laufend systematisch die gemeldeten legalen Insidergeschäfte (Directors' Dealings) von börsennotierten Unternehmen aus und plant auf dieser Basis die Strukturierung eines hierauf spezialisierten „Insiderfonds“.

che Rendite zu. In den ersten sechs Monaten nach Meldung der Insidertransaktion konnten wir signifikante Überrenditen in Höhe von 7,1% ermitteln. Hohe Überrenditen ließen sich auch im eigenen Untersuchungszeitraum ebenfalls insbesondere nach Transaktionen von Aufsichtsräten beobachten.

## Stockpicking ist wieder angesagt

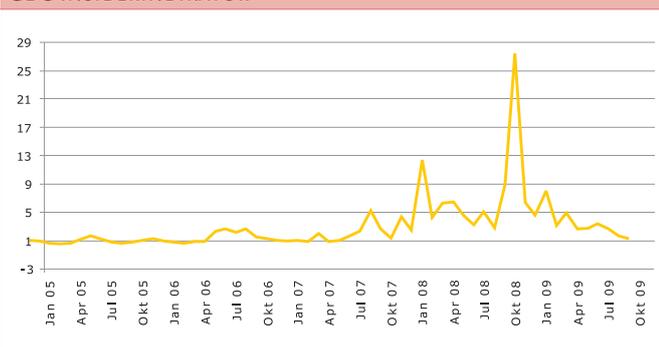
Im Oktober 2008, also zum Höhepunkt der Krise, zeigte unser GBC Insiderindikator einen extrem hohen Wert von über 27, offenbarte damit 27 mal mehr Verkäufe als Käufe und wies bereits auf eine Erholung hin, die dann ca. sechs Monate später auch massiv einsetzte. Der aktuelle Indikatorstand (Ende September 2009) von nur noch 1 signalisiert, dass hinsichtlich der Gesamtmarktentwicklung eher Vorsicht geboten ist, denn es herrscht eine zunehmende Zurückhaltung der deutschen Insider, und es zeigen sich auch vermehrt Verkäufe. Vor diesem Hintergrund ist ein Stockpicking nun umso wichtiger.

Dabei gilt gemäß folgende Strategie: Unternehmen, in denen Insiderverkäufe einsetzen, sollten aus dem Portfolio systematisch entfernt und die hohen aufgelaufenen Gewinne realisiert werden. Aktiengesellschaften, bei denen Insider hingegen weiter kaufen, könnten sich als noch unentdeckte Investmentchancen entpuppen.

## Fazit

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Directors' Dealings, also der legale Insiderhandel, eine wertvolle und viel versprechende Informationsquelle für den Investmentprozess darstellen. Dabei belegen wissenschaftliche Studien, dass Investmentstrategien, die auf Insidergeschäften aufbauen, hohe Überrenditen erwarten lassen. Nachdem die Datenbasis seit Einführung der Meldepflicht nun auch hierzulande eine systematische Auswertung zulässt, können intelligente Investmentprodukte mit „Insiderstrategie“ auch deutschen Anlegern eine attraktive Performance ermöglichen. ■

GBC-INSIDERINDIKATOR



# Hidden Champions-Tour 2009

*Fünf Termine, sechs Referenten und noch mehr Ideen*

Auch in diesem Jahr veranstaltete die AECON Fondsmarketing GmbH ihre Hidden Champions-Tour und konnte sich vor Zuspruch kaum retten. Das dürfte neben Organisator Jürgen Dumschat auch die sechs Repräsentanten gefreut haben.

## Eine wirklich gelungene Mischung

Neben BONAFIDE Invest, Io Capital Partners und der R&M Vermögensverwaltung präsentierten sich auch pulse invest mit ihrem ABSOLUT Money Management (s. hierzu auch Fondsanalyse in Smart Investor 8/2009, Seite 49). Abgerundet wurde die Vortragsreihe von Fairway Asset Management, die ihren Ansatz für nachhaltige Investments in einer der kommenden Smart Investor-Ausgaben näher beschreiben werden. Ein wenig der Paradiesvogel und ob seines fulminanten Vortrages so etwas wie der heimliche Star der Veranstaltung war Jasmin Nezirevic von Prometheus Asset Management. Sein Ansatz ist auch eine Nummer für sich. Denn Nezirevic interessieren nur die ausgebombten Märkte.

## Eindeutiges Bewerbungskriterium

Für Nezirevic gilt schlechte Wertentwicklung als das beste Bewerbungskri-

TOP-TEN-LÄNDER IM PROMETHEUS-FONDS	
LAND	KURSVERLUST IM JAHR 2008
UKRAINE	-82,24%
RUSSLAND	-76,51%
PAKISTAN	-72,71%
VAE	-71,26%
IRLAND	-70,25%
VIETNAM	-67,19%
ÖSTERREICH	-66,58%
BALKAN-STAATEN	-66,18%
BELGIEN	-64,39%

terium, um in seinem Fonds berücksichtigt zu werden. Der Dachfonds Prometheus Global Turnaround Trends (WKN: A0M 8DV) hat also einen strikt antizyklischen Ansatz. Für Nezirevic ist der beste Freund des Antizyklikers die Mathematik. Wenn nämlich der Verlust hoch ist, dann ist das Erholungspotenzial umso höher. Seine Beispiele sprechen für sich. Als die Börse in Russland zwischen August 1997 und Oktober 1998 etwa 94% an Wert verlor, war das Gejammer groß. Die folgende Rally jedoch bescherte den Mutigen bis April 2004 Kursgewinne von satten 1.900%. Aktuell setzt Nezirevic auf die Ukraine, Russland und Pakistan sowie weitere 23 Länderbörsen (s. Abb.), deren Abschlüsse 2008 erheblich waren. Interessante Randnotiz: Der Ansatz funktioniert nur auf Länderebene, für Branchen- und Einzeltitelallokationen konnten keine vergleichbaren Resultate erzielt werden.

## Fazit

Wenn die Hidden Champions-Tour weiterhin so viel Publikum „zieht“, dürften die vorgestellten Konzepte bald auch einer breiten Öffentlichkeit ein Begriff sein. Jürgen Dumschat und sein Team hätten dann ganze Arbeit geleistet. Insofern bleibt es spannend, wer im nächsten Jahr mit auf Tour darf. ■

*Tobias Karow*

### FONDS-MUSTERDEPOT

In unserem Fonds-Musterdepot sind wir derzeit zu knapp 60% investiert, Vorsicht erscheint uns nach wie vor angesagt zu sein. Obendrauf kommt ein ETF auf den Short-DAX, mit dem wir im Depot die Abwärtsdynamik in einer allfälligen Korrektur reduzieren wollen. Der ETF stellt ein kurzfristiges Absicherungsinstrument dar, es wurden 150 Stück zu 71,25 EUR erworben. Bislang mit mäßigem Erfolg, der ETF notiert gegenüber dem Einstandskurs etwa 3% im Minus.

Investieren und profitieren wie ein Strategischer Investor:  
**1<sup>st</sup> Group-3F Fonds**



**First Global Family Unternehmer Fonds**

Anlagestrategie:

**Investments in börsennotierte eigentümergeführte Unternehmen**

Laut Universitätsstudien schneiden eigentümergeführte Unternehmen langfristig besser ab als breit gestreute Publikumsgesellschaften

WKN: A0M6SQ

ISIN: LU0329290448



Performance:  
2008: 1. Rang in der Kategorie Internationale Nebenwertfonds der Euro am Sonntag

**1<sup>st</sup> Capital Management Group GmbH**

Ihr Ansprechpartner für:

- weltweiten institutionellen Aktien- und Bondhandel
- Vermögensverwaltung
- Fondsinittierung und -beratung

Herzogstr. 60  
80803 München  
Tel 089. 388 385 0  
Fax 089. 388 385 19  
info@1st-group.com  
www.1st-group.com

Diese Anzeige dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleine Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen zu diesem Fonds (der aktuelle Verkaufsprospekt, der aktuelle Rechenschaftsbericht und - falls dieser älter als acht Monate ist - der aktuelle Halbjahresbericht). Investoren sollten sich bewusst sein, dass die zukünftige Performance erheblich von vergangenen Ergebnissen abweichen kann. Insofern kann die zukünftige Wertentwicklung des Fonds nicht zugesichert werden. Eine Garantie für die Richtigkeit aller Angaben kann nicht übernommen werden. Änderungen vorbehalten.

# Titelblätter und Börsensignale

*Wir bleiben dabei: Der Crack-up-Bullenmarkt seit März 2009 ist weiter intakt. Innerhalb dessen dürften die kommenden Monate jedoch eine Korrektur bringen.*

## Unsere Sicht der Aktienbörsen

Die Aktienbörsen konnten in den letzten vier Wochen weiter zulegen. Allerdings waren die prozentualen Zuwächse zuletzt oftmals weniger stark ausgeprägt, als dies die Meldungen über laufend neue Jahreshochs vermitteln würden. Der heimische DAX beispielsweise stieg im Monatsvergleich nur 0,6%, schraubte sich dabei aber in einer charttechnischen Keilformation (siehe rote Linien in Abb. 1) weiter nach oben. Eine Börsenbewegung, in der es immer wieder zu neuen Hochs kommt, wie dies hier seit einigen Monaten schon der Fall ist, kann eigentlich als „gesund“ bezeichnet werden. Auf der anderen Seite deutet natürlich eine Keilformation nachlassende Dynamik bzw. Momentum an, was aus Sicht der Technischen Analyse als Warnzeichen interpretiert werden sollte. Zudem zeigen die in Abb. 1 gelb abgetragenen Widerstandsmarken, dass die Luft im technischen Sinne nun auch etwas dünner werden dürfte. Die grüne Prognose-Linie verdeutlicht, wie Smart Investor die kommenden Monate sieht. Demnach ist bis ins Frühjahr 2010 hinein mit einer Korrektur zu rechnen. Und erst ab dann rechnen wir mit einem zweiten großen Aufwärtsschub im Rahmen des Crack-up-Bullenmarktes. Das Börsensignal für den Start der anstehenden Korrektur ist im Durchbruch der unteren roten Keil-Begrenzungslinie zu sehen, also bei einem DAX unterhalb von 5.700 Punkten.

## CuB bei Mises und bei SI

In vielen Gesprächen mit unseren Lesern und Kollegen geht es natürlich um die von uns aufgestellte und in Anlehnung an eine Idee des Ökonomen Ludwig von Mises entwickelte Theorie des Crack-up-Booms (CuB). Während dieser Vertreter der Austrian

School (Österreichische Schule) in seinen Schriften jedoch nur die allerletzte nur wenige Monate oder gar Wochen andauernde Phase einer hyperinflationären Entwicklung mit Crack-up-Boom bezeichnete, wandelte Smart Investor in Ausgabe 4/2009 diesen ursprünglichen Gedanken ab, um ihn auf die heutige Zeit übertragen zu können. Gemäß unserer Definition begann im Frühjahr 2009 ein länger andauernder Börsenaufschwung. Dieser speist sich aus demselben Um-



Smart Investor 4/2009

stand wie ihn von Mises ursprünglich für seinen Crack-up-Boom sah, nämlich aus einer zügellosen Geldpolitik. Allerdings besteht auch ein gehöriger Unterschied zwischen der Definition von Mises und von Smart Investor, welcher in der zeitlichen Ausdehnung liegt. So bezog sich Mises mit seiner CuB-Betrachtung wohl in erster Linie auf die Beobachtung der großen Hyperinflation von 1923 in Deutschland. Damals kam es, mehr oder weniger isoliert von den übrigen Ländern, aufgrund des hemmungslosen Geld-druckens (um die Reparationszahlungen nach dem ersten Weltkrieg bedienen zu können) zu einer immer schneller wachsenden Reichsmark-Geldmenge und in Folge zu einer Hyperinflation, bevor das Finanzsystem Ende 1923 kollabierte. Smart Investor dagegen

sieht aktuell die Tendenz zu einer immer laxeren Geldpolitik weltweit – vor allem in den USA und Europa, aber auch in den Emerging Markets –, was folglich eine deutlich gemächlichere Dynamik zur Folge haben dürfte. Schließlich wird die heutige inflationäre Geldpolitik (niedrige Zinsen, Staatsverschuldung; Geldinjektionen der Notenbanken) durch einige deflationär wirkende Prozesse vorerst abgebremst werden. Man denke hier in erster Linie an preisdämpfende Effekte (z.B. Importe von billigeren Produkten aus aufstrebenden Ländern), die eine globalisierte Wirtschaft nun einmal so mit sich bringt.

## Österreicher und Keynesianer

Die meisten unserer Gesprächspartner, insbesondere wenn sie mit den Ideen der Österreichischen Schule vertraut sind, können unsere Gedankengänge bezüglich eines CuB nachvollziehen. Dazu gehört beispielsweise auch, dass Inflation als Geldmengenausweitung und nicht in erster Linie als Konsumentenpreisanstieg betrachtet wird – mehr hierzu im Interview mit Roland Leuschel und Claus Vogt auf



Die rot eingezeichnete Keil-Formation und die gelb markierten Widerstandslinien deuten auf eine anstehende Korrektur hin. Erst im Frühjahr dürften die Aktienbörsen den zweiten Teil des Crack-up-Booms bzw. -Bullenmarktes starten.

ABB. 2: KONJUNKTURPROGRAMME IN DEN USA

Höhepunkt	Tiefpunkt	Dauer (Monate)	Rückgang des BIP	Konjunktur- Programm des BIP
August - 29	März - 33	43	27,0%	8,3%
Mai - 37	Juni - 38	13	3,4	2,2
November - 48	Oktober - 49	11	1,7	3,3
Juli - 53	Mai - 54	10	2,7	-1,4
August - 57	April - 58	8	3,2	3,2
April - 60	Februar - 61	10	1,0	1,7
Dezember - 69	November - 70	11	0,2	2,7
November - 73	März - 75	16	3,1	4,0
Januar - 80	Juli - 80	6	2,2	1,5
Juli - 81	November - 82	16	2,6	2,8
Juli - 90	März - 91	8	1,3	2,8
März - 01	November - 01	8	0,2	7,2
<b>Dezember - 07</b>	<b>Juli 09 ?</b>	<b>19 ?</b>	<b>3,9 ?</b>	<b>29,9*</b>

Das US-Konjunkturprogramm, welches im Zuge der Finanzmarktkrise gestartet wurde, sprengt jegliche Dimensionen früherer Konjunkturprogramme. Dies wird auf absehbare Zeit Konsequenzen haben, nämlich den Staatsbankrott bzw. eine Währungsreform.\*) geschätzt; Quelle: Quirin Bank

S. 20 oder im Rückblick zur großen Wiener Konferenz zu diesem Thema ab S. 24. Allerdings stellen wir auch fest, dass wieder andere und oftmals eher keynesianisch geprägte Gesprächspartner sich oft nicht unserer Argumentation anschließen wollen, so z.B. unser regelmäßiger Kolumnist Uwe Lang (S. 55). Vor allem hinsichtlich unserer These der zeitlich nur noch recht begrenzten Lebensdauer unseres Finanzsystems ernten wir oft Kopfschütteln. Viele Marktbeobachter wollen einfach nicht wahrhaben, dass die Dimensionen der Konjunkturprogramme in dieser Krise alles bisher Gesehene meilenweit in den Schatten stellen und somit auch nicht ansatzweise die Aussicht mehr besteht, zu „soliden“ Staatshaushalten zurückzukehren. Claus Vogt, der Börsenstrategie der Quirin Bank, zeigte in seinem Vortrag auf dem Kongress zur Österreichischen Schule die Historie der amerikanischen Konjunkturprogramme während der Krisen der letzten 80 Jahre auf (Abb. 2). Demnach betragen alleine bis Mitte 2009 die derzeitigen staatlichen Rettungsmaßnahmen fast 30% (!) der amerikanischen Wirtschaftsleistung. Die Fragezeichen in der letzten Zeile deuten an, dass es sich bei diesen Werten nur um vorläufige handelt, denn noch immer ist ein Ende der Krise nicht abzusehen.

**Das Rauschen im Blätterwald**

Betrachtet man die derzeitige Entwicklung in Wirtschaft und Börse, so gewinnt unsere Crack-up-Boom-Theorie immer mehr Konturen und auch Zuspruch in den Medien. Hatten sich diese vor einem halben Jahr (als wir unsere Geschichte brachten) noch mit optimistischen Kommentaren völlig zurückgehalten, so ist dies heute nicht mehr der Fall. Die November-Ausgabe des EURO-Magazins beispielsweise titelt mit „DAX 8.000“. Natürlich enthält der Artikel dazu jede Menge Wenns und Abers, Tatsache jedoch ist: Die Redaktion dieser Zeitschrift hat sich zu einem Zeitpunkt mit einer solch exponierten Botschaft an den Markt getraut, an dem die Börsen 50 oder mehr Prozent in wenigen Monaten zurückgelegt haben und es mittlerweile Konsens ist, von einem Konjunkturaufschwung auszugehen. Letztendlich besagt diese Titelgeschichte, dass der DAX bei Unterstellung einiger positiver Prämissen noch 2010 sein Allzeithoch aus dem Jahre 2007 wieder erreichen könnte. Daraus lässt sich eine gewisse Zuversicht ableiten, welche in einer Sentimentanalyse durchaus berücksichtigt werden sollte.

Auf der anderen Seite muss auch festgehalten werden, dass sich die Analysten- und Journalistengemeinde hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Börsen derzeit nicht einig ist. Wie das jüngste Cover von FocusMoney verdeutlicht, beschäftigt man sich nur wenige Kilometer östlich (beide Redaktionen residieren in München) mit genau entgegen gesetzten Thesen bzw. Prognosen. In einem dort abgedruckten Interview erläutert Deutsche-Bank-Chefvolkswirt Norbert Walter seine Sicht zu Konjunktur und Börsen. Und demnach dürfte in den kommenden Jahren bestenfalls mit einer zähen Seitwärts- oder gar Abwärtsbewegung zu rechnen sein, sowohl was die Wirtschaft als auch die Märkte anbelangt. Er begründet dies vor allem damit, dass die aktuelle Konjunkturerholung ausschließlich eine von Staat- und Notenbank-Hand gemachte Entwicklung sei und die Wirtschaft bislang keinerlei Eigendynamik entwickle.



„Euro“ Nr. 11/2009 (links) und „Focus Money“ Nr. 44

**Bullen und Bären**

Unseren Beobachtungen entsprechend ist genau dieses gemischte Bild repräsentativ für die derzeitigen Einschätzungen der Börsianschaft. Die Diskrepanz zwischen dem bullischen und dem bearishen Lager scheint momentan so ausgeprägt wie selten zuvor zu sein. Ist eine solche sentimenttechnische Gemengelage überhaupt sinnvoll zu bewerten? Wir würden sie gemäß dem Contrary-Opinion-Ansatz folgendermaßen interpretieren: Auf Sicht der kommenden Monate herrscht zuviel kurzfristiger Optimismus („DAX 8.000“), was als Indiz dafür gesehen werden kann, dass das kurzfristige Aufwärtspotenzial der Börsen weitgehend ausgereizt ist. Auf Sicht der nächsten Jahre jedoch gehen wir davon aus, dass die Staatseingriffe bzw. die Konjunkturpakete sogar >>

Anzeige

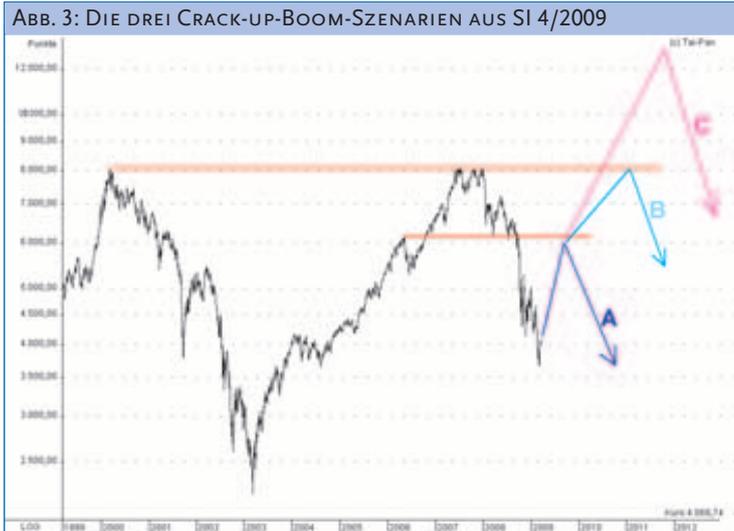
**ARGENTUMINVEST**  
G M B H

**Edelmetallhandel**

Finkenstraße 19 · 94315 Straubing  
Tel: 094 21 / 56 88 99 - 0  
info@argentuminvest.de  
www argentuminvest.de

Ihre Spezialisten für Anlagen in Edelmetalle und Rohstoffe.

ABB. 3: DIE DREI CRACK-UP-BOOM-SZENARIEN AUS SI 4/2009



Bis jetzt waren alle drei Szenarien prognostische Volltreffer! Ab jetzt gilt es sich für eines dieser drei Szenarien zu entscheiden. Quelle: SI 4/2009; S. 48

noch zunehmen werden und daher von dieser Seite her ein Boom bzw. ein Bullenmarkt an den Börsen befeuert werden wird. Die Beobachtung von Norbert Walter, wonach die derzeitige Konjunkturbelebung nur aufgrund von Staatseingriffen zustande käme, halten wir zwar für völlig richtig. Allerdings nicht deren Interpretation. Denn solange die Konjunkturpakete ständig größer werden (auf dann selbstverständlich absurde Größenordnungen), kann und wird dies unserer Ansicht nach Wirtschaft und Börsen weiter Auftrieb geben.

**Prognose aus SI 4/09 war ein Volltreffer!**

In Abb. 3 ist nochmals unser damaliger Prognose-Chart für die möglichen DAX-Entwicklungsszenarien des Crack-up-Bullenmarktes aus der Ausgabe 4/2009 (Seite 48) wiedergegeben. Diese Vorhersage, welche wir also Ende März 2009 tätigten (zu einer Zeit, als viele die Welt untergehen sahen), hat uns viel Kritik und auch Spott eingebracht. Wie zu sehen ist, hat sie sich aber bewahrt, da in jedem der drei aufgezeigten Szenarien von uns eine schnelle Aufwärtsbewegung bis an die DAX-Marke von etwa 6.000 Punkten prophezeit wurde. Ab dem jetzt erreichten Punkt gilt es nun, sich für eines der drei Szenarien zu entscheiden. Nach allen bisherigen Entwicklungen und Bestätigungen unserer These von vor sieben Monaten halten wir per heute die optimistischste Variante C ab nun für die wahrscheinlichste. D.h. wir lassen uns nicht nur zur Prognose „DAX 8.000“ im Jahr 2010 (wie das Magazin EURO), sondern zu „DAX 12.000 bis 14.000 während der Jahre 2011/2012“ hinreißen. Aber wie gesagt: Die jetzt erreichten charttechnischen Marken (z.B. DAX bei knapp 6.000) dürften unserer Ansicht nach erst einmal eine deutliche Bremse für die weltweiten Aktienbörsen darstellen.

**Welches sind die Outperformer?**

Unsere Überlegungen bezüglich der Aktienbörsen haben wir hier exemplarisch nur für den DAX wiedergegeben. Davon ausgehend ist selbstverständlich für andere Segmente oder Regionen von davon abweichenden Tendenzen auszugehen. In ihrer Gesamtheit sehen wir die in dieser Ausgabe behandelten Nebenwerte tendenziell etwas stärker als die Large Caps. Allerdings gilt dies nur für solche Titel, die über Marktführerschaft bzw. Preissetzungsmacht

in einer attraktiven Nische verfügen. Beispiele hierfür finden sich in der Titelgeschichte ab S. 10. Regional sehen wir die größten Outperformer vor allem in den Emerging Markets, welche sich bereits in den letzten Monaten deutlich besser als die europäischen und amerikanischen Börsen entwickelten. Dieser Trend wird unserer Ansicht nach anhalten. Bezüglich der aussichtsreichsten Regionen und Branchen vor dem Hintergrund eines Crack-up-Booms bzw. -Bullenmarktes werden wir in einer größeren Geschichte in einer der kommenden SI-Ausgaben eingehen.

**Die Gründe für unsere Denke**

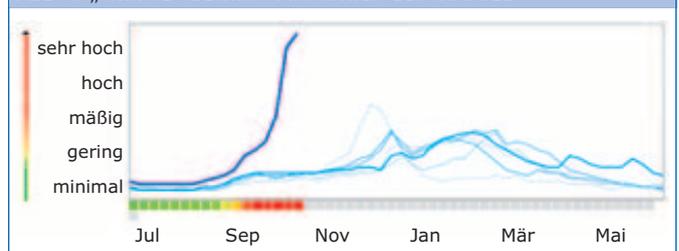
Die langfristig bullische Einschätzung von Smart Investor für Aktien und Rohstoffe leitet sich aus unserem CuB-Szenario ab, welches sich kurz gesagt aus immer größeren Eingriffen von Staat und Notenbank in die Wirtschaft ableitet, bei gleichzeitig immer weniger Handlungsspielraum, die damit verbundenen inflationären Entwicklungen wieder zu neutralisieren. Unsere kurzfristig vorsichtige Haltung ergibt sich aufgrund charttechnischer Aspekte (siehe Abb. 1)

bzw. möglicher konjunktureller Rückschläge, welche nach einer Wahl (wie in Deutschland) bzw. in einem Nachwahljahr wie in den USA in der Vergangenheit durchaus die Regel waren.

In diesem Zusammenhang sei auch nochmals die labile Eigenkapitalsituation vor allem der deutschen Banken erwähnt, welche wir bereits in den letzten Heften beschrieben hatten und welche nun in einer Studie von Merrill Lynch bestätigt wurde. Unsere These, dass sich hieraus in den kommenden Monaten eine deutlich zuspitzende Kreditklemme (vor allem für den Mittelstand) entwickeln kann, halten wir daher aufrecht. In diesem Zusammenhang sei auch auf die Analyse der Deutschen Bank auf S. 59 verwiesen, welche die gigantischen Bilanz-Dimensionen und damit auch Risiken dieses Geldhauses aufzeigt.

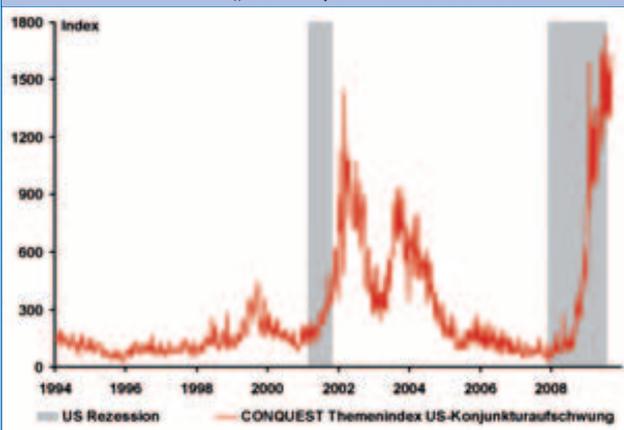
Daneben halten wir auch Negativeffekte im Zusammenhang mit den Massenimpfungen gegen die Schweinegrippe für nicht ausgeschlossen. Wie sehr die Panik weltweit bereits um sich greift, geht aus Abb. 4 hervor, welche die Häufigkeit des Suchbegriffs „Grippe“ (bzw. englisch „Flu“) auf der meistgenutzten Internetsuchmaschine Google aufzeigt. Die dunkelblaue aktuelle Linie explodiert geradezu und hat die Häufigkeitskurven der vergangenen Jahre bereits deutlich hinter sich gelassen. Bedenkt man zudem, dass nicht wenige Ärzte diesen überhaupt nicht richtig getesteten Massenimpfstoff (samt seines Wirkstoffverstärkers), wie er nun verwendet werden soll, bei einem vergleichsweise harmlosen Krankheitsverlauf, wie er bei der „Schweinegrippe“ auftritt, für

ABB. 4: „GRIPPE“-BEGRIFF-ANFRAGEN BEI GOOGLE



Die dunkelblaue Linie steht für die Google-Anfragen nach Begriffen wie „Grippe“ oder „Flu“ im Jahre 2009. Zum jetzigen Zeitpunkt übersteigt die Häufigkeit der Anfragen die früheren Jahre bei Weitem. Quelle: www.google.org

ABB. 4: THEMENINDEX „US-KONJUNKTURAUFSCHWUNG“



Die Kurve zeigt die Häufigkeit der Erwähnung des Begriffes „US-Konjunkturaufschwung“ in den Medien. Ungewöhnlich daran ist im Vergleich zum Jahr 2002, dass die Medien aktuell schon häufiger darüber berichten, obwohl die Rezession (graue Phasen) offiziell noch gar nicht beendet ist. Quelle: Conquest Investment Advisory AG

falsch bzw. sogar für unverantwortlich halten, so bedarf es nicht viel Phantasie, um sich irgendeinen potenziellen „Unfall“ auszudenken.

#### Sentiment

Unser Interviewpartner Dr. Conrad Mattern (s. S. 74) weist in seinem monatlichen Report darauf hin, dass einige mögliche positive Entwicklungen in der Zukunft bereits jetzt von den Anlegern mehrheitlich als sicher angenommen werden. Beispielsweise wird in den Medien derzeit auffällig häufig der Konjunkturaufschwung in den USA thematisiert (Abb. 5). Wenn das Anlegersentiment aber so stark auf ein Ereignis fixiert ist, dann kann selbst im wahrscheinlichen Falle, dass es eintritt, die Reaktion an der Börse doch genau gegenteilig ausfallen, nämlich negativ. Darauf deutet laut Mattern auch hin, dass in den Medien derzeit auffällig häufig eine Jahresendrally angedeutet wird – tendenziell ein Zeichen dafür, dass sie sich in diesem Jahr nicht oder nur sehr schwach ereignen könnte.

#### Edelmetalle

Seit unserer letzten Ausgabe, welche Gold zum Titelthema hatte, konnte das gelbe Metall auf neue Allzeithochs zulegen. Dies sehen wir als Beleg für unsere langfristig positive Einschätzung, immerhin beginnen mehr und mehr Menschen und auch Regierungen (wie z.B. die chinesische, die ihre Bevölkerung zu Goldkäufen animiert) an der Nachhaltigkeit unseres Geldsystems zu zweifeln und fragen daher immer stärker Edelmetalle



Smart Investor 10/2009

nach. Erst kürzlich eröffnete der Goldhändler Pro Aurum mit seinem Goldhaus in München die erste Einkaufs- und Erlebniswelt rund um Edelmetalle. Unter kurzfristigen Gesichtspunkten würden wir jedoch nicht zu viel Hoffnung in einen >>



## Bester Service. Auch und gerade jetzt.

Über 1.000 Leser der Börse Online zeichneten HSBC Trinkaus als besten Zertifikateemittenten in Deutschland aus. Besonders in den Kategorien **Stets handelbare Preise, Niedrigster Spread** und **Niedrigstes Emittentenrisiko** sahen uns die Teilnehmer vor allen Wettbewerbern. Auch die Zertifikate-Ratingagentur Scope prämierte uns als besten Service-Anbieter unter allen Emittenten Deutschlands. Auch und gerade jetzt.

HSBC  Trinkaus

Kostenfreie Infoline 00800 4000 9100 Beraterhotline +49 211 910-4722  
zertifikate@hsbctrinkaus.de www.hsbc-zertifikate.de

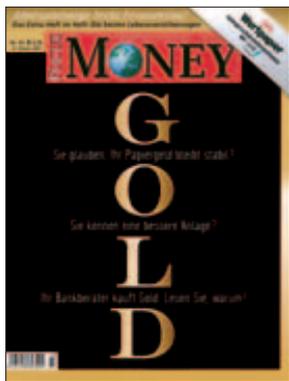
Quellen: www.boerse-online.de, www.fitchratings.com,  
www.scope-awards.de, Stand: 23.10.2009

weiteren deutlichen Kursanstieg setzen. Der Sprung über die 1.000 USD-Marke wurde von der Presse bereits gebührend mit Titelgeschichten bedacht, weshalb das Thema in der Öffentlichkeit durchaus reflektiert wurde und damit weitere essentielle Nachrichten kommen müssen, damit der Anstieg im selben Tempo weitergeht.

### Hort der Sicherheit und Diskretion?

In unserer Rubrik „Lebensart & Kapital – International“ (in dieser Ausgabe auf S. 30) behandeln wir regelmäßig bestimmte Länder oder Regionen, die hinsichtlich Lebensqualität oder finanzieller Vorteile sinnvolle Lebens- oder Kapitalmittelpunkte darstellen können. Steuer- und Kapitalmarktoasen wie die Schweiz oder Liechtenstein wurden hier bereits behandelt. Allerdings sind diese Länder im Zuge der Finanzkrise sowie im Zuge von Steuerskandalen (z.B. des Ex-Post-Chef Zumwinkel) in die Schlagzeilen gekommen, zuletzt vor allem die Schweiz. So wurde die UBS, die größte Bank der Eidgenossen und zugleich einer der größten Vermögensverwalter der Welt, in den letzten Monaten von den amerikanischen Steuerbehörden unter Druck gesetzt, die Daten von knapp 5.000 Amerikanern herauszurücken, welche im Verdacht stehen, Steuerhinterziehung begangen zu haben. Spätestens mit dieser Aktion wurde das legendäre Schweizer Bankgeheimnis aufgeknackt (Crack-up), was in der dortigen Bevölkerung zu einem lauten Aufschrei führte. Hatte die UBS überhaupt eine andere Wahl, als ihre amerikanischen Kunden zu verraten? Eigentlich nein, denn andernfalls hätte die US-Administration das amerikanische Geschäft der UBS geschlossen, was mit einiger Wahrscheinlichkeit das Todesurteil für diese Bank gewesen wäre.

Aber die Schweiz scheint auch ihren Nimbus der Neutralität zu verlieren. In diesem Zusammenhang müssen wir den Fall Roman Polanski kurz behandeln. Der bekannte polnische Regisseur mit Wohnsitz in Frankreich hatte in den 70er Jahren in den USA Sex mit einem minderjährigen Mädchen, was nach dortigem Recht einer Vergewaltigung gleichkommt, und damit verjährt dieses Verbrechen nicht. Polanski war daher seitdem nicht mehr nach Amerika eingereist, um seiner Strafe zu entgehen. Bei seinem jüngsten Schweiz-Besuch wurde er von den dortigen Behörden festgenommen und dürfte



„Der Aktionär“ Nr. 43 (links), „Focus“ Nr. 40 (Mitte) und „Focus Money“ Nr. 43

wohl bald an die USA ausgeliefert werden. Diese Tatsache ist insofern bemerkenswert, weil Polanski in den letzten drei Jahrzehnten sehr oft in der Schweiz weilte, aber eben erst jetzt verhaftet wurde, nur wenige Wochen nachdem die UBS im Steuerstreit klein beigeben musste.

Der Verdacht liegt nahe, dass im Zuge der UBS-Affäre die Schweiz Opfer einer „Erpressung“ und sowohl in steuer- als auch strafrechtlicher Hinsicht zum verlängerten Arm der US-Justiz geworden ist. Und dieser Umstand könnte irgendwann zum Problem für alle diejenigen werden, die sich auch zukünftig auf die Neutralität und das Bankgeheimnis verlassen. Damit dürften die bisher als Rückzugsdomizile geltenden Länder wie z.B. die Schweiz immer weniger eine Möglichkeit darstellen, um den immer totalitäreren Tendenzen in Ländern wie Deutschland, Großbritannien oder USA zu entweichen. Die Schlingen werden weiter zugezogen.

### Wahlachlese

Die künftige Regierung aus CDU/CSU und FDP wird laut ihrem soeben beschlossenen Koalitionsprogramm keine Steuern erhöhen, und das, obwohl die Krise immer größere Löcher in die Staatseinnahmen reißt. Wie ist beides vereinbar? Erstens durch deutliche Erhöhungen von Sozialbeiträgen (Krankenkassenbeiträge), zweitens durch die Kreierung von Schattenhaushalten (also sozusagen außerbilanzielle Zweckgesellschaften; und damit genau diejenigen Vehikel, die auf privatwirtschaftlicher Seite unter anderem zur jetzigen Krise geführt haben) und durch eine exorbitante Neuverschuldung. Zudem wagen wir zu bezweifeln, dass bei geeignetem Anlass nicht doch noch massiv an der Steuer- schraube gedreht werden wird (wir tippen auf eine saftige Erhöhung der Mehrwertsteuer). Denn wie der Fall Schweiz zeigt, werden die freien Räume der Bevölkerung immer mehr dicht gemacht – und Steuern sind nun einmal eines der probatesten Mittel für diesen Zweck. Denn mit Steuern lässt sich wunderbar steuern. Was auch immer noch kommen wird: Es läuft auf einen zunehmenden Einfluss des Staates in Wirtschaft und Gesellschaft hinaus – und damit auf immer mehr Unfreiheit der Bevölkerung. Trotz oder gerade wegen der Mitwirkung der „freiheitlichen“ FDP.

### Fazit

Smart Investor geht weiterhin vom CuB-Szenario aus, und zwar in der aggressivsten Variante C (in der Abb. 3). Damit dürften wir langfristig gesehen immer noch zu den größten Bullen gehören. Kurzfristig jedoch befinden wir uns im Bärenlager und rechnen dementsprechend mit einer mehrmonatigen Korrektur, in deren Zuge einige unschöne, aber bislang verdrängte Wahrheiten ans Licht kommen dürften. In unserem Musterdepot (S. 70), in welchem wir die strategischen Aussagen des „Großen Bildes“ in konkrete Entscheidungen umsetzen, haben wir daher die Investitionsquote heruntergefahren und sind darüber hinaus bereit, mit Derivaten abzusichern.

Ralf Flierl



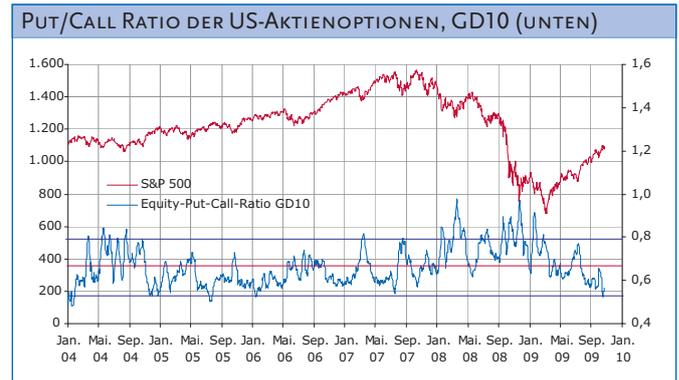
SENTIMENTTECHNIK

# Put/Call-Ratio

## Sorglosigkeit

Als Martin Zweig, der Herausgeber des legendären und nach ihm benannten Börsenbriefs „Zweig Forecast“, in den 70er Jahren das Konzept der Put/Call-Ratio entwickelte, hat er vermutlich unbewusst die Methodik der „Sentimentanalyse“ begründet. Mittlerweile gibt es hunderte von Indikatoren, mit welchen die Stimmungslage unter den Investoren festgestellt werden soll – mit sehr unterschiedlichem Erfolg. Die Put/Call-Ratio, die Mutter aller Sentimentindikatoren, hat bis heute nur wenig von ihrer Prognosekraft eingebüßt.

In der nebenstehenden Darstellung ist diejenige Put/Call-Ratio (= PCR) abgebildet, welche sich anhand der Optionsgeschäfte auf US-Einzelaktien bezieht (ohne Optionen auf Indizes), und zwar in einer 10-Tage-Glättung (siehe hierzu auch die Abhandlung zu den gleitenden Durchschnitten auf S. 34). Der aktuelle PCR-Wert no-



Quelle: Wellenreiter

tiert auf einem Niveau, das während der letzten fünf Jahre tendenziell die untere Skepsis-Schranke darstellte, nämlich bei rund 0,5. Es herrscht gemäß dieser Kennzahl wenig Pessimismus bzw. viel Sorglosigkeit. Und damit besteht die Gefahr, dass das Pendel nun in die andere Richtung schwingt: dass also die Aktienkurse fallen und damit der Pessimismus wieder zunimmt.

Ralf Flierl

CHARTTECHNIK

# Deutsche Bank

Die Bilanz der Deutschen Bank wird in der Analyse auf S. 59 einer Untersuchung unterzogen. An dieser Stelle wollen wir uns der charttechnischen Seite der Aktie widmen.

Nachdem um die Jahreswende klar war, dass die Staaten dieser Welt keine systemrelevanten Banken pleite gehen lassen würden, ging es in der ersten Hälfte 2009 mit den entsprechenden Aktienkursen auch wieder steil nach oben. Mittlerweile kommt jedoch Wut in der Bevölkerung auf, zumal einige Bank-Manager trotz staatlicher Unterstützungen fast wieder so weitermachen wie vorher. Zeitgleich kommen auch die Aktienkurse der Banken nicht mehr so richtig von der Stelle.

### Keil bei der Deutschen

Seit etwa Mitte des Jahres hat sich der Anstieg bei den Bankaktien deutlich verlangsamt. Wie hier bei der Deutschen Bank sind dabei vielfach ansteigende Keil-Formationen auszumachen („rising wedges“; graue Linien). Was sagt dies aus? Zunächst bedeutet ein solcher Keil, dass die Dynamik des vorangegangenen Trends (in unserem Falle: des Aufwärtstrends) nachlässt. Das Momentum wird also kleiner, was in der Regel zwei Folgen haben wird. Entweder steht eine Korrektur an, nach deren Absolvierung der vorangegangene (Aufwärts-)Trend wieder fortgesetzt wird. Oder aber es kommt zu einer größeren Trendumkehr. Im Fall der Deutschen Bank spricht für den zweiten Fall, dass der hier auszumachende ansteigende Keil ziemlich exakt mit dem langfristigen Aufwärtstrend der Aktie (rote Linie; siehe „Charttechnik“ in SI 9/2009, S. 55) zusammenfällt. Beides in Kombination verfügt schon über eine gewisse Tragweite, welche charttechnisch orientierte Anleger nicht aus den Augen lassen sollten.



### Fazit

Smart Investor vertritt schon seit geraumer Zeit die These, dass die Deutsche Bank unter Josef Ackermann einen viel zu „heißen Reifen“ fährt. Damit ist gemeint, dass die Bilanzrisiken dieses Instituts über die Maßen hoch sind. Und an diesen latenten Risiken ändern auch die sehr guten Ergebniszahlen der jüngsten Zeit nichts. Kurzum: Wir würden sowohl unter fundamentalen als auch unter charttechnischen Gesichtspunkten einen großen Bogen um die Aktie der Deutschen Bank machen.

Ralf Flierl

# Bewertung der neuen CoT-Daten anhand des Goldpreises

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



Die neuen CoT-Daten für Gold sollen für mehr Transparenz sorgen;  
Foto: Heraeus

Nichts ist so beständig wie der Wandel, dies zeigt auch die Historie der CoT-Daten. Wurden diese anfangs nur für wenige Märkte aus dem Bereich der Landwirtschaft monatlich publiziert, so erscheinen sie seit 2000 im Wochenrhythmus. Mittlerweile werden Daten für annähernd 100 Kategorien veröffentlicht. Aufgrund der stark gestiegenen Rohstoffpreise geriet die Behörde CFTC unter Druck, die Transparenz am Terminmarkt zu erhöhen. Anfang September 2009 veröffentlichte die CFTC erstmals eine neue Einteilung der Händlergruppen für 22 Märkte aus den Bereichen Landwirtschaft, Energie und Metalle, am 20.10.2009 veröffentlichte sie hierzu historische Daten seit Juni 2006. Insofern liegen nunmehr Datenreihen mit einer Dauer von gut drei Jahren vor, so dass man die neuen Änderungen auch graphisch bewerten kann.

## Konstanter Open Interest und Kleinspekulanten

Doch zunächst bleibt zu erläutern, welche Aspekte erhalten bleiben und in welchen Bereichen sich Veränderungen ergeben:

- Der Open Interest bleibt als Indikator unverändert erhalten.
- Die Erfassung der Gruppe der Kleinspekulanten bleibt vollständig erhalten.

## Aus zwei mach vier

Die Veränderung umfasst die Aufteilung der Händlergruppen „Commercials und Non-Commercials“ in zukünftig vier Händlergruppen, die nachfolgend detaillierter beschrieben werden:

- ◆ **1. Gruppe:** Producer/Merchant/Processor/User: Vier Namen – Produzent, Händler, Be- oder Verarbeiter und Nutzer – sind reichlich viel für eine Gruppe und decken den gesamten Ablauf der Wertschöpfungskette vom Besitz des physischen Gutes bis zum Endkunden an. Wir haben diese Händlergruppe für unsere Chartbilder Produzenten genannt. Wir denken, die Betonung des Produzenten für diese Gruppe ist die richtige Formulierung, da eine Gruppe noch etwas physisch fördern/herstellen und sich am Terminmarkt gegenüber unerwünschten Preisschwankungen absichern muss oder sich „hohe“ Preise sichern will, damit andere Händlergruppen damit spekulieren können. Insofern entspricht diese Gruppe am ehesten dem früheren Begriff „Commercials“. Wenn man sich anhand der Future-Positionen ihren Anteil am Open Interest betrachtet, dann handelt es sich bei den Produzenten um die größte Gruppe am Terminmarkt, sie besitzen in jeder der 22 neuen Future-Kategorien die meisten Kontrakte. Diese Gruppe wird per Saldo immer short positioniert sein, da sie etwas zu verkaufen hat.
- ◆ **2. Gruppe:** Swap Dealers: Bei den „Tauschhändlern“ handelt es sich um Banken, die auf der einen Seite für die Produzenten agieren, aber zusätzlich auch für die Spekulanten. Insofern handelt es sich an sich um eine Zwittergruppe, deren Ziel das Handeln für andere Parteien ist, wofür sie Provisionen bekommt. Die Preisentwicklung des zugrunde liegenden Produkts spielt für diese Gruppe keine Rolle. In der aktuellen Statistik ist sehr auffällig, dass diese Gruppe in 21 Futures-

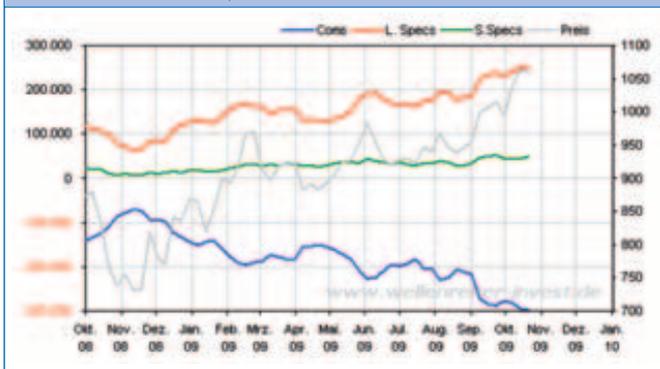
Märkten per Saldo sehr stark long positioniert ist. Insofern dürften ihre Dienste deutlich von den Interessen der spekulativen Marktteilnehmer geprägt sein.

- ◆ **3. Gruppe:** Managed Money: Die „Geldmanager“ sind Hedgefonds, die Commodity Trading Advisor (CTA) oder auch passive Index-Anleger. Diese besitzen ausschließlich spekulative Interessen und entsprechen der vorherigen Gruppierung „Non-Commercials“. Die Gruppen Swap Dealers und Managed Money sind in den 22 gemeldeten Märkten annähernd gleich groß. Der Status quo ist eine signifikante Netto-Long-Positionierung in 19 Märkten, lediglich bei Erdgas ist diese Gruppe per Saldo deutlich short positioniert.
- ◆ **4. Gruppe:** Other Reportables: Wer sind nun „die Anderen“? Dies ist etwas schwieriger zu beschreiben. Passive Index-Anleger können hier ebenfalls eine Rolle spielen, daher finden wir die Gruppierung von passiven Anlegern als nicht geglückt. Die Gruppe ist jedoch ziemlich klein, ihr Anteil am Open Interest fällt gering aus.

### Überlegungen am Beispiel des Goldes

Eine Entscheidung, ob der CoT-Report 2010 weiterhin in der alten und in der neuen Form publiziert werden oder ob er durch die neue Form ersetzt werden soll, ist noch nicht gefallen. Um die Veränderungen zu bewerten, wird als Beispiel der Goldpreis verwendet.

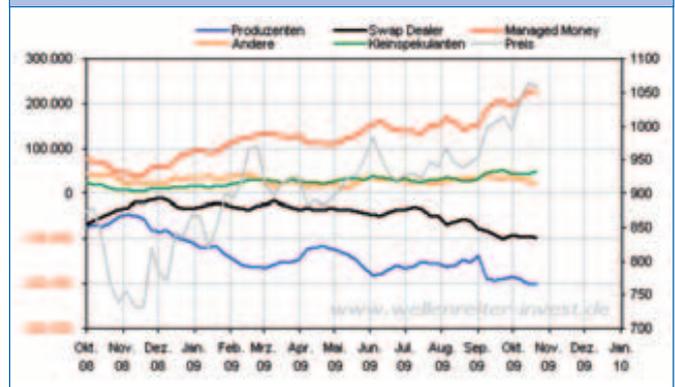
ABB. 1: GOLD UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS



Der Goldpreis stand in der letzten Ausgabe bereits im Fokus der Analyse, die den Trend bestimmenden beiden Händlergruppen sind die Commercials und die Großspekulanten (L. Specs). Die Commercials agieren antizyklisch, die großen Spekulanten prozyklisch zum Preis.

In der neuen Darstellungsform ist sehr deutlich erkennbar, dass die Händlergruppe „Managed Money“ wie zuvor die großen Spekulanten prozyklisch agiert, die beiden Gruppen handeln abgesehen von der etwas unterschiedlich ausfallenden gesamten Positionierungsgröße deckungsgleich. Die Produzenten agieren antizyklisch, sind aber im Vergleich zu den vorherigen Daten nicht so stark auf der Absicherungsseite tätig, sie besitzen trotz deutlich höherer Preise gegenüber Anfang Juni 2009 eine nur marginal höhere Netto-Short-Positionierung. Die Swap Dealers gehen leicht antizyklisch gegenüber der Preisentwicklung vor und waren zuletzt auf der Verkaufseite tätig. Die Gruppe der „Anderen“ spielt kaum eine Rolle bei der

ABB. 2: GOLD



Bewertung des Preistrends. Insofern ist das wirklich Neue an den Daten die Positionierung der Swap Dealer, sie agieren in den Märkten als preisstabilisierendes Element, da sie leicht antizyklisch vorgehen. In anderen Märkten sind die Swap Dealer per Saldo long positioniert und stellen oftmals die am stärksten long positionierte Gruppe dar.

### Fazit

Die neuen Daten haben zunächst den Nachteil, dass sich die verfügbaren Kurshistorien verringern, da die Daten erst seit Juni 2006 zur Verfügung gestellt werden. Die CFTC stellt sich mit der Modifizierung der Daten dem Druck nach mehr Transparenz der Futuresmärkte, für die Interpretation der Märkte ist die zunehmende Komplexität nicht von Vorteil, und eine duale Veröffentlichung von alten und neuen Daten wäre ab Januar 2010 wünschenswert.

**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)

Anzeige

The advertisement features the title 'rohstoff SPIEGEL' in large, bold letters. Below it, the subtitle reads 'DER ETWAS ANDERE NEWSLETTER FÜR ROHSTOFFE'. The main text says 'Jetzt kostenlos abonnieren!' (Now subscribe for free!). At the bottom, it says 'Powered by: GOLDSEITEN.DE DIE GOLDSEITEN' and provides the website 'WWW.ROHSTOFF-SPIEGEL.DE'. The background shows several copies of the newsletter.

# „Schein-Blüte“

*Nur leichte Korrekturen in überwiegend intakten Aufwärtstrends*

## Saison ...

An den meisten Märkten wurde die Fahrt in den vergangenen Wochen zwar holpriger, die Aufwärtstrends konnten jedoch bislang nicht ernsthaft gefährdet werden. Damit dürfen die beiden saisonal schwierigen Börsenmonate September und Oktober als gemeistert gelten, und wir befinden uns jetzt eigentlich(!) in einer Idealkonstellation: 25 Märkte weisen weiter einen Aufwärtstrend auf (Spalte „GD Halbjahr Steig. %“ – grün gefärbt), aber „nur“ noch zehn Märkte sind im massiv übergekauften Bereich (Spalte „GD Halbjahr Abst. %“ – rot gefärbt). Zudem liegt die saisonal interessanteste Phase des Jahres vor uns. Aber was bedeutet all das schon angesichts der Krise?

zum Monatsgewinn. Für sich alleine betrachtet, hätte dies erneut das Werk böser Spekulanten sein können. Aber auch der zweite Sieger, der Index der chinesischen H-Shares, weist mit einem Plus von neun Rängen in die gleiche Richtung. Auf China ruhen bekanntlich fast alle Konjunkturoffnungen der Welt. Schließlich ist eine deutliche Spreizung in den Edelmetallen zu beobachten: Während das „konjunktursensible“ Silber um weitere sechs Ränge auf Rang 8 kletterte, blieb das „sicherheitsorientierte“ Gold auf Rang 24 unauffällig. Ohnehin dürfte Gold die einzige Anlageform sein, vor der die Massenmedien selbst in dieser Situation als „heiß gelaufen“ warnen. Die „Schein-Blüte“ dagegen wird beklatscht.

Ralph Malisch

## ... und Konjunktur

Welche Krise?! Die Nachrichten über eine Stimmungsaufhellung in der Wirtschaft überschlagen sich förmlich. Zwischen Unternehmensmeldungen und offiziellen Statistiken scheint geradezu ein Wettbewerb ausgebrochen zu sein, wer der größere Konjunkturoptimist, pardon, der größere verhaltene Konjunkturoptimist ist. Aber wen wundert's, wenn so viele Scheine – manche nennen sie staatliche Blüten – in das System gepumpt werden wie derzeit, dann sollte doch zumindest eine konjunkturelle „Schein-Blüte“ möglich sein. Und wie sehen das die Märkte? Der Ölpreis beispielsweise hat sich deutlich mehr nach oben bewegt, als zum Ausgleich des Dollarverfalls notwendig gewesen wäre. Selbst in Euro reicht es mit einem Plus von elf Rängen

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.
		23.10.	18.9.	21.8.	17.7.	19.6.	15.5.	4 Wo	6 Mo	3 JHR	STEIG.%	ABST.%	
MERVAL	ARG	1	1	1	1	1	1	89	97	96	+0,48	+33,2	0,5
RTX	RUS	2	8	16	17	4	2	81	93	47	+0,45	+33,3	0,5
PTX	POLEN	3	7	2	10	12	23	96	96	39	+0,34	+26,1	0,7
ALL ORD.	AUS	4	4	6	8	6	12	84	96	46	+0,21	+15,6	0,6
MDAX	D	5	2	3	12	16	14	50	84	43	+0,25	+15,9	0,7
TECDAX	D	6	3	5	5	9	5	52	85	54	+0,23	+13,1	0,6
IBEX 35	E	7	6	4	9	14	19	60	89	53	+0,22	+12,7	0,6
SILBER		8	14	25	26	20	13	84	94	73	+0,29	+19,1	0,7
H SHARES	CHINA	9	18	18	4	8	7	97	98	53	+0,29	+18,8	0,5
ROHÖL		10	21	7	13	2	10	80	89	40	+0,32	+18,2	0,4
SENSEX	INDIEN	11	9	10	3	3	6	17	89	64	+0,31	+13,9	0,4
HANG SENG	HK	12	16	15	7	10	11	96	98	54	+0,27	+17,4	0,5
CAC 40	F	13	11	14	19	21	20	55	86	35	+0,18	+10,8	0,6
SMI	CH	14	15	11	18	19	22	62	90	45	+0,18	+10,6	0,5
DAX	D	15	13	12	15	18	18	61	86	45	+0,18	+10,3	0,6
HUI *	USA	16	12	23	22	22	9	52	84	75	+0,31	+16,3	0,6
S.E.T.	THAI	17	5	8	6	5	8	18	82	60	+0,32	+14,4	0,9
FTSE 100	GB	18	17	13	16	13	17	74	91	53	+0,21	+13,1	0,6
KOSPI	KOREA	19	10	9	11	11	4	34	80	59	+0,14	+8,7	0,5
NASDAQ 100	USA	20	19	17	14	15	16	73	90	59	+0,21	+12,9	0,4
SHENZHEN A	CHINA	21	24	22	2	7	3	87	79	59	+0,20	+11,5	0,9
S&P 500	USA	22	20	19	20	23	24	67	89	44	+0,18	+11,0	0,5
DJIA 30	USA	23	22	21	23	24	26	70	90	44	+0,17	+10,7	0,4
GOLD		24	25	26	25	26	21	99	100	100	+0,14	+10,5	0,5
REXP 10 *	D	25	26	24	24	25	25	15	82	95	+0,00	+1,2	0,5
NIKKEI 225	J	26	23	20	21	17	15	65	79	29	+0,11	+4,7	0,5

GRÜN: VERBESSERT ROT: VERSCHLECHTERT 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“	STEIG. %: AKT. STEIGUNGSWINKEL DER GD130
KANN UNTER <a href="http://WWW.SMARTINVESTOR.DE/NEWS/HINTERGRUND/">WWW.SMARTINVESTOR.DE/NEWS/HINTERGRUND/</a> NACHGELESEN WERDEN (4.6.03).	ABST. %: AKT. ABSTAND ZWISCHEN KURS UND GD130
	VOLA RELATIV: VOLATILITÄT BERICHTSPERIODE ZUM VJ

# Vergessen Sie den Crack-up-Boom!

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale

Blicken wir auf die Entwicklung der Weltbörsen seit März 2009 zurück, dann ist festzuhalten, dass unsere „Börsensignale“ stets richtig lagen. Monat für Monat haben wir einen Aufwärtstrend an den Börsen prognostiziert\*. Ein solcher ist ja auch in einem Rezessionsjahr völlig normal. Alle Rezessionsjahre nach dem Zweiten Weltkrieg (1967, 1975, 1983, 1993) zeichneten sich durch eine kräftige Hausse aus.

Die zahlreichen Bedenkenträger haben zwar noch immer nicht aufgegeben. Aber sie kommen immer mehr in Erklärungsnot. Einerseits rechnen sie mit einem Konjunktur einbruch, Pleitewellen und hoher Arbeitslosigkeit, andererseits warnen sie vor einer Hyperinflation. Neuerdings wird von einem „Crack-up-Boom“ bzw. einer „Katastrophenhausse“ gesprochen – die Smart Investor-Redaktion tut sich hierbei ganz besonders hervor. Zunächst ist freilich denkbar, dass noch einmal eine Konjunkturabschwächung kommt. Andererseits zeigen mittlerweile nicht nur sämtliche Stimmungs-, sondern auch die meisten „harten“ Konjunkturindikatoren und die Unternehmensergebnisse des dritten Quartals klar nach oben. Warum nun die Inflation außer Kontrolle geraten soll, weil Staat und Notenbanken eine drohende Deflation, also Geldknappheit und Vertrauensverlust, mit Liquidität bekämpft haben, bleibt unklar. Ob es eine realistische Annahme ist, dass die Bürger selbst bei einer Inflationsrate zwischen 5 und 10%, wie vom Hamburgischen Weltwirtschaftsinstitut prognostiziert, in die Geschäfte eilen und einen Großteil ihres Geldvermögens für allerlei Konsumgüter ausgeben werden, mag jeder selbst beurteilen; ich persönlich halte dies für völlig unrealistisch.

Nun würden viele professionelle Anleger bei sich abzeichnender Inflation gewiss auch in Rohstoffe investieren, wie wir es im Sommer 2008 beim Ölpreis erleben durften. Doch würde dies letztlich schlicht zu einer kurzen Übertreibung an den Rohstoffmärkten und nicht zu einer Hyperinflation mit Währungsreform

\*) Während der vorangegangenen Baisse gab es jedoch eine Reihe von Fehlsignalen.

führen! Setzen Sie anstelle von Spekulationen über einen Crack-up-Boom lieber auf unsere folgenden Indikatoren, die weiterhin grünes Licht für Aktien geben:

**Zinsstruktur: Positiv!** Die Anleihezinsen liegen im gleitenden Durchschnitt rund 2% über den Geldmarktzinsen, mit weiterhin steigender Tendenz.

**Index-Trend-Methode (Nasdaq – DowUtility – DAX): Positiv!** Alle drei Indizes haben zugelegt, der Nasdaq und der DAX melden neue Jahreshochs. Unser Trendindikator rät daher auch weiterhin zum Kauf.

**Anleihezinsen: Positiv!** Zwar meldeten die 10jhr. US-T-Bonds bereits im August ein 39-Wochen-Hoch. Trotzdem dreht dieser Indikator noch immer erst ins Minus, wenn auch die deutsche Umlaufrendite ein neues 39-Wochen-Hoch meldet. Bis Anfang März 2010 gilt dabei, dass sie dazu auf über 3,35% steigen muss; notiert sie darunter, steht kein Signalwechsel an. Inzwischen notieren auch die US-Anleihezinsen wieder deutlich niedriger als im August.

**Ölpreis: Negativ!** Der Ölpreis hat zuletzt ein 6-Wochen-Hoch gemeldet und damit wieder ein Verkaufssignal für Aktien gegeben. Aber in den vergangenen Monaten haben die Signale des Ölpreises öfters gewechselt; man sollte ihnen momentan keinen allzu hohen Stellenwert beimessen.

**CRB-Index: Positiv!** Die Rohstoffpreise liegen im Jahresvergleich bei minus 26%; Inflation stellt noch lange keine Gefahr dar.

**US-Dollar-Euro: Negativ!** Der Dollar hat weiter nachgegeben und der Euro zugelegt. Hält dieser Trend an, schadet das den europäischen Exportwerten und erhöht die US-Importpreise.

**Saisonfaktor 16 Wochen: Positiv!** Der durchschnittlich schwächste 16-Wochen-Zeitraum der letzten zehn Jahre ist beendet. Bis einschließlich Mai 2010 wird dieser Indikator im Plus stehen. Wintermonate sind im Allgemeinen Hausse-Monate für Aktien.

## Fazit

Zinsstruktur klar positiv, Index-Trend klar positiv, auch restliche fünf Indikatoren 3:2 im Plus. Bleiben Sie in Aktien engagiert! ■

Anzeige

**Fußball-WM 2010**

**ALBENE**

**Die Werbebotschaft auf dem Fußball**

Wir produzieren Fußbälle mit Ihrem Logo/Design in unterschiedliche Größen und Materialien. Retro-Fußbälle aus Leder oder Kunstleder mit Schnürung und Prägung. **Sortiment:** Match-Fußball, Trainings- u. Wettspielball, Trainings-Fußball, Promotion-Fußball, und Miniball

**Albene GmbH • Marketing Handel • Zumpestraße 6 • 81675 München**  
 Tel.: 089/47 07 86 00 • Fax: 089/47 07 86 01 • e-mail: info@albene.de • www.albene.de

# Edelmetalle physisch erwerben

## Aber wie?

Die Notierungen für die Edelmetalle Gold und Silber sind in den letzten acht Jahren (mit Ausnahme 2008) kontinuierlich gestiegen. Dementsprechend stieg auch das Interesse der Investoren an Edelmetallen, so dass inzwischen sogar das bekannte Kaufhaus Harrods in London Goldbarren anbietet. Der Goldpreis hat in den letzten Wochen den psychologisch wichtigen Widerstand bei 1.000 USD durchbrochen und könnte unserer Meinung nach auf weit höhere Kurse zusteuern. Unabhängig von dem Wertsteigerungspotenzial der Edelmetalle (hierzu zählen auch Platin und Palladium) fürchten viele Menschen um den Wert ihres Geldes.

### Fallgruben für Neulinge

Die Möglichkeit der Edelmetall-Einkaufsgemeinschaften für Kleinanleger hatten wir in dieser Rubrik in SI 5/2009 näher betrachtet. Dort ist der physische Bezug jedoch i.d.R. ausgeschlossen. Wer aber nicht nur Eigentümer, sondern auch Besitzer seines Investments sein möchte, sieht sich mit einer Fülle von Fragen konfrontiert. Auf dem Markt finden sich zahlreiche Anbieter wie Banken, Handelshäuser und Münzhandlungen. Daneben gibt es auch die Möglichkeit, Gold- und Silbermünzen auf Internetauktionen wie z.B. eBay zu ersteigern. Hiervon ist – auch wenn die Anbieter teilweise seriöse Händler sind – generell abzuraten. Die zusätzlichen Kosten durch die Versteigerung trägt der Käufer, und die Gefahr, eine Fälschung zu erwerben, dürfte nicht unerheblich sein. Der Anleger sollte auch skeptisch bei Anbietern sein, die mit massiver Werbung „echtes“ Silber oder Gold verkaufen. Die MDM-Münzhandelsgesellschaft vertreibt neben numismatischen Münzen auch Kapitalanlagemünzen. Im direkten Vergleich mit anderen Anbietern sind die Preise deutlich höher. So kostet derzeit z.B. eine Silberunze Maple Leaf mit 29,90 EUR mehr als doppelt so viel wie bei anderen Edelmetallhändlern. Bei den 10-Euro-Silbergedenkmünzen entsteht der Eindruck, ein wahres Schnäppchen zu erwerben, wenn 10 EUR Papiergeld in eine 10 EUR Silbermünze getauscht werden. Hier handelt es sich um 925er Sterlingsilber (d.h. 92,5% Silbergehalt), und die Münzen haben ein Gewicht von 18 Gramm. Das Feingewicht Silber beträgt also 16,65 Gramm. Somit ergibt sich beim aktuellen Silberpreis und Wechselkurs ein Silberwert von nur ca. 6,35 EUR. Diese Münzen sind offizielles Zahlungsmittel und sicherlich das „bessere“ Bargeld – aber als Kapitalanlage für Edelmetallinvestoren nicht zu empfehlen. Der Aufpreis auf den Materialwert ist viel zu hoch. Der Kauf bei einem renommierten Händler sollte daher oberste Priorität haben.

### Viele Kosten verderben den Preis

Bei der Anlageentscheidung steht immer der Materialwert des Edelmetalls im Vordergrund. So wechselt bei einem Händler z.B. die österreichische Silbermünze „Philharmoniker“ für 14,20 EUR

### KATHEDRALE DER GOLD-FANS

Am 16. Oktober konnte endlich, nach einem Jahr Bauzeit, die neue Zentrale von Pro Aurum in München eröffnet werden. Das größte Edelmetall-Handelshaus Europas bietet für private und institutionelle Investoren eine breite Angebotspalette vom Schaltermgeschäft über die Numismatik bis zum Lagergeschäft an. Neben den beiden Geschäftsführern Robert Hartmann und Mirko Schmidt leitete auch der Architekt Rainer Freitag die Medienvertreter durch den überdimensionalen Goldbarren. Besonders beeindruckend war unter anderem die Führung durch den Hochsicherheitsbereich im Schaltermgeschäft bis zum Lagertresor mit einem Fassungsvermögen von 754 m<sup>3</sup> (entspricht 26.156 Kisten Bier). Die weltweit einzigartige Architektur des Gebäudes – die goldene Fassade besteht aus recycelten Euromünzen – soll an einen Goldbarren in der Menge des bisher weltweit geförderten Goldes erinnern. Innen bietet eine interaktive Erlebniswelt alles Wissenswerte rund um das Thema Edelmetall. Hier kann außerdem die mit 31,10 kg größte Goldmünze Europas betrachtet werden. Es lohnt sich also, das Goldhaus auch ohne Kaufabsichten zu besuchen.



Fotos: Pro Aurum

den Besitzer, die chinesische gleich schwere Variante für 17,90 EUR. Generell gilt auch die Faustregel, dass kleinere Barren- oder Münzeinheiten mit einem sehr hohen Aufgeld von bis zu 50% gegenüber dem Börsenpreis verkauft werden. So beträgt derzeit der Preis eines Ein-Gramm-Goldbarrens 32 EUR, während für die Zehn-Gramm-Variante 250 EUR zu bezahlen sind. Ein weiterer Preisfaktor ist die unterschiedliche Besteuerung. Während in Deutschland Anlagen in Gold von der Mehrwertsteuer befreit sind, muss bei Silbermünzen der ermäßigte

Foto: Haraeus

EDELMETALLPREISE, -INDIZES UND -RATIOS

	KURS				VERÄND.		
	23.10.09	18.09.09	02.01.09	02.01.06	ZUM VOR- MONAT	SEIT JAHRES- BEGINN	SEIT 01.01.2006
GOLD IN USD	1.055,50	1.012,00	879,5	516,9	4,30%	15,07%	95,79%
GOLD IN EUR	703,66	688,00	630,1	437,3	2,28%	9,19%	57,33%
SILBER IN USD	17,69	17,11	11,4	8,9	3,39%	50,22%	92,90%
PLATIN IN USD	1.359,00	1.337,00	946,5	966,5	1,65%	41,26%	38,33%
PALLADIUM IN USD	334,00	304,00	192,5	254,0	9,87%	57,92%	19,69%
HUI (INDEX)	429,82	424,01	299,2	298,8	1,37%	41,71%	41,92%
GOLD/SILBER-RATIO	59,67	59,28	66,8	56,5	0,65%		
DOW JONES/GOLD-RATIO	9,40	9,70	10,2	21,2	-3,13%		

Foto: Pro Aurum



Satz von 7% und bei Silberbarren, Platin und Palladium sogar 19% bezahlt werden. In Österreich gelten wiederum andere Sätze. Silber wird dort mit 20% besteuert. Händler wie Pro Aurum ([www.proaurum.de](http://www.proaurum.de)) bieten daher für größere Mengen an, die Edelmetalle im Zollfreilager in der Schweiz zu deponieren, da hier keine Steuer zu entrichten ist. Dafür fallen jährliche Lagergebühren an, und bei der physischen Auslieferung bedient sich der Schweizer Fiskus dann mit 7,6%.

Bei den Preisen lohnt es sich, mehrere Anbieter zu vergleichen, denn auch hier kann es zu deutlichen Unterschieden

kommen. Da die Händler mit verschiedenen Lieferanten kooperieren, sind gelegentlich Angebote bei einem Anbieter knapp und dementsprechend teuer, bei der Konkurrenz dagegen günstig zu erwerben. Reine Versandanbieter, wie Argentuminvest ([www.argentuminvest.com](http://www.argentuminvest.com)) und Westgold ([www.westgold.de](http://www.westgold.de)), können durch ihre niedrigeren operativen Kosten die Produkte günstiger anbieten als große, personalintensive Unternehmen. Die Versandkosten sind bei allen Anbietern relativ gering (ca. 10 bis 30 EUR) und werden von neutralen Transportdiensten übernommen. Das Versandrisiko trägt immer der Verkäufer, und der ist in der Regel gegen Verlust und Diebstahl versichert. Einen guten Vergleich und Überblick über die Preislandschaft bietet [www.silber-investor.de](http://www.silber-investor.de).

**Alles geklärt? – Dann kann es ja losgehen!**

Argentuminvest, Westgold und Pro Aurum nehmen Bestellungen telefonisch, per Fax oder Internet auf. Ein Widerrufsrecht (§ 312, Abs. 4 Nr. 6 BGB) vom Kaufvertrag gibt es beim Edelmetallhandel nicht, deswegen sollte die Bestellung sorgsam geprüft werden. Hierbei ist noch zu beachten, dass bei Bestellungen über 15.000 EUR das Geldwäschegesetz den Verkäufer verpflichtet, die Personalien des Käufers aufzunehmen. Nach Zahlungseingang wird die Ware in wenigen Werktagen zugestellt. Wer anonym Edelmetalle erwerben will, der kann einen Verkäufer mit Schaltermöglichkeit wie Pro Aurum mit Niederlassungen in München, Bad Homburg oder Berlin aufsuchen.

**Fazit**

Was auf den ersten Blick nach einer einfachen Transaktion aussieht, kann sich zu einem komplexen Sachverhalt entwickeln. Für den Investor gilt es, das vielfältige Angebot genau unter die Lupe zu nehmen, bevor er seine Kaufentscheidung trifft.

Thilo Schmidt

Anzeige

westgold  
Edelmetallhandel



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

# Buy: DNick

Obwohl die Multiples auch im Nebenwertesegment zuletzt deutlich angezogen haben, stößt man immer noch auf echte Schnäppchen. Insbesondere valueorientierte Anleger sollten die Aktie der DNick (ehemals: Deutsche Nickel) auf ihre Watchlist setzen. Das Spannende an dem Unternehmen ist seine intelligente Diversifikationsstrategie. So setzt der Vorstand auf zwei Geschäftsbereiche, die in ihrer Struktur, Zyklizität und Kundenzusammensetzung einen attraktiven Ausgleich zueinander bilden. Da wäre auf der einen Seite der vergleichsweise zyklische Bereich Eisen-Nickel, dessen Metallerzeugnisse konjunkturbe-

dingt derzeit weniger gefragt sind. Wichtige Abnehmerbranchen wie die Automobil- und Elektroindustrie bestellen einfach weniger. Hinzu kam zumindest im ersten Halbjahr ein recht schwacher Nickelpreis (50% unter Vorjahr), der zusätzlich auf die Gewinnmarge drückte. Als stabilisierende Säule erweist sich dagegen der Bereich Münzrunden. Der Konzern beliefert hier über seine Tochter Saxonia Eurocoin vorwiegend öffentliche Auftraggeber (Landes- und Zentralbanken) mit Hartgeld und Sonderprägungen. Die Produktionskapazitäten sind in dieser Sparte weit bis in das kommende Jahr ausgelastet.



In einer Zeit, in der die meisten Wettbewerber aus nachvollziehbaren Gründen rote Zahlen schreiben, gelingt es dem Unternehmen, weiterhin profitabel zu wirtschaften. Für die ersten beiden Quartale weist DNick in Summe ein bereinigtes Ergebnis je Aktie von immerhin 44 Cent (Vj.: 68 Cent) aus. Gleichzeitig explodierte der operative Cashflow von 2,0 auf 16,8 Mio. EUR, wodurch der Konzern seine Nettoverschuldung nochmals drastisch um fast 15 Mio. EUR auf 6,9 Mio. EUR reduzieren konnte. Angesichts eines 2010er-KGVs von günstigen 7 und eines Buchwerts von umgerechnet 11,60 EUR (zum Halbjahr) laden Kurse unter 7 EUR zum Kauf der Aktie ein.

Marcus Wessel

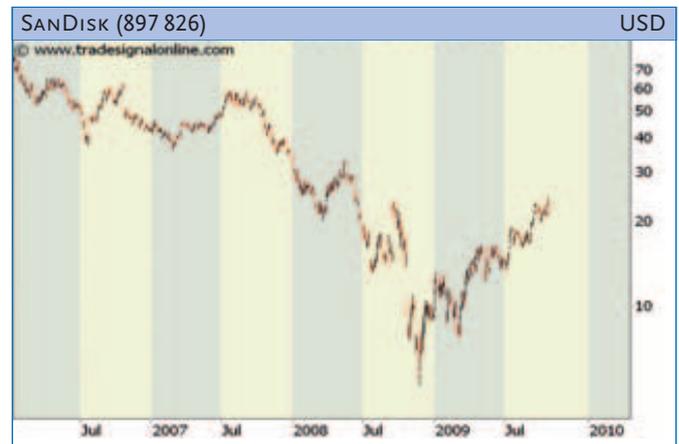
# Goodbye: SanDisk

Die Aktie des US-Flash-Datenspeicherherstellers SanDisk hat sich zuletzt prächtig entwickelt. Denn nachdem er in der Krise wegen hoher Verluste einen spektakulären Niedergang erlebt hatte, feierte der an der Börse mit 5,3 Mrd. USD bewertete kalifornische Chip-Konzern ein eindrucksvolles Comeback: Im dritten Quartal schoss der Gewinn auf 0,75 USD pro Aktie in die Höhe, drei Mal mehr als von Analysten erwartet. Die Euphorie dürfte jedoch bald abebben, da die Nachfrage nach den beispielsweise in Digitalkameras, multifunktionalen Handys, USB-Flash-Laufwerken und MP3-Playern verwendeten NAND-Speicherchips saisonbedingt im Oktober und November ihren Höhepunkt erreicht. Fortan könnten die Preise für Flashspeicher bis in das Jahr 2010 hinein fallen und die zuletzt erzielte Bruttomarge von 39% schmälern. Auch die von Kunden wie Samsung für rund 250 Patente zu entrichtenden Lizenzgebühren dürften sinken und das Wachstum von SanDisk vorerst bremsen.

im Schnitt erwarteten jährlichen Wachstumsraten von maximal 20% ist die Aktie angesichts eines für 2010 erwarteten Gewinns von 0,53 USD (KGV: 45) nicht nur für einen Neueinstieg zu teuer. Auch bereits investierte Anleger sollten Gewinnmitnahmen erwägen, da der Titel seit September rund 30% besser als der breite US-Technologiesektor gelaufen ist.



Michael Heimrich



# Deutsche Bank AG

*Ein Versuch, die Bilanz von Deutschlands größter Bank zu verstehen*

Josef Ackermann und die magischen 25% Rendite, das war während der vergangenen Jahre DAS Reizthema schlechthin, wenn in unserem Land über die soziale Gerechtigkeit und die Gier der Banker diskutiert wurde. Jedoch sind 25% die Größenordnung, in der angelsächsisch geprägte Investmentbanken mit ihrer Rentabilität rangierten. Genau zu diesem vermeintlichen Finanz-Olymp wollte Josef Ackermann aufschließen.

Für kurze Zeit erreichte die Deutsche Bank tatsächlich diese Marke. Die bis heute letztendlich unbeantwortete Frage bleibt jedoch: zu welchem Preis bzw. zu welchem Risiko? Die Tatsache, dass die Deutschbanker bis heute keine Staatshilfe in Anspruch nehmen mussten, wirkt für uns dennoch kaum beruhigend. Weiterhin gehen wir davon aus, dass das gesamte hiesige Bankensystem extrem unterkapitalisiert ist. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt eine aktuelle Studie von Merrill Lynch, laut der weiterhin 650 Mrd. EUR an toxischen Wertpapieren in den Bilanzen von Deutschlands Banken stehen sollen. Für uns ist Ackermanns Institut ein außergewöhnliches Beispiel für die liquiditätsgetriebenen Exzesse des Finanzsektors der vergangenen Jahre. Dass 25% Eigenkapitalrendite nicht mit klassischem langweiligem Bankgeschäft verdient werden können, steht wohl zweifelsfrei fest. Daher lohnt unseres Erachtens eine eingehende Analyse der Bilanzzahlen von Deutschlands größter Bank, allein um sich die pure Dimension eventuell vorhandener Risiken zu verdeutlichen.

## Was ist wirklich Eigenkapital?

Wenn Josef Ackermann über die Kapitalausstattung seiner Bank referiert, spricht er gerne von „Kernkapital“. Was aber versteht man unter Kernkapital? Grundsätzlich entspricht das auch Tier-1-Quote genannte Kernkapital dem Verhältnis des bilanziellen



Zentrale der Deutschen Bank in Frankfurt am Main; Foto: Deutsche Bank

Eigenkapitals zur Summe der risikogewichteten Aktiva. So gehen laut Basel II kurzfristige Staatsanleihen aufgrund des geringen Risikos mit 0%, Immobilienfinanzierungen mit 50% und Konsumentenkredite mit 100% des Nominalwertes in die Risikoaktiva-Berechnung ein. Banken besitzen jedoch die Möglichkeit, abweichend davon diese Gewichtung durch ihr internes Risikomanagementsystem zu gestalten und Risiken nach eigenen Methoden zu bewerten. Aus 2.202 Mrd. EUR Bilanzsumme wurden im Fall der Deutschen Bank zum Stichtag 31.12.2008 dadurch auf wundersame Art und Weise 308 Mrd. EUR Risikoaktiva. Im Unterschied zur Eigenkapitalquote darf auch Hybridkapital zur Verbesserung der Kapitalbasis hinzugerechnet werden. Faktisches Fremdkapital erhöht daher rechnerisch die Bonität. Zum Halbjahresstichtag 2009 waren ca. 9,5 Mrd. EUR Hybridkapital ausstehend. Zum Jahreswechsel weist die Deutsche Bank eine Tier-1-Quote von 10,1% aus, zum 30.06.09 sogar 11%. Kein Grund zur Sorge also? Prinzipiell hat diese Bewertungsmethodik natürlich ihre Daseinsberechtigung. Unter anderem lassen sich hiermit die Risikopositionen unterschiedlicher Banken miteinander vergleichen. Interessant ist z.B. die Tatsache, dass die vermeintlich aggressiver am Markt agierenden amerikanischen Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley mit 16,1% und 15,8% zum 30.06.09 deutlich über der Deutschen Bank liegen. Nimmt man das tatsächliche Eigenkapital der Bank, ergibt sich ein gänzlich anderes Bild. Mit einer Eigenkapitalquote von 1,4% zum 31.12.08 und 2% zum 30.06.09 erkennt man, mit welchem großem Hebel hier gehandelt wird. Der Unterschied zwischen Eigenkapitalquote und Kernkapital kann nun zum einen darin liegen, dass die Bank kaum nennenswerte Risiken eingeht oder diese in den nach internen Methoden berechneten risikogewichteten Aktiva ganz anders bewertet werden, als dies aus der Bilanz ersichtlich wird. Daher lohnt sich ein Blick in die größten Aktivposten und eine eigene Risikobewertung.

## Die größte Bilanz Deutschlands – ohne nennenswerte Risiken?

Beeindruckend ist allein die Größenordnung 2.202 Mrd. EUR zum 30.06.09, denn dies entspricht fast 90% des deutschen Bruttoinlandsproduktes. Zum Halbjahr konnte man die Dimension der Bilanz deutlich reduzieren, jedoch stehen immer noch >>

1.733 Mrd. EUR in den Büchern. Auffällig ist zunächst an den Zahlen der Bank, dass vor allem bei den größten Posten nicht vollständig klar wird, worum es sich hier wohl handelt. Zum Beispiel waren 1.624 Mrd. EUR und damit fast 75% der Bilanzsumme am 31.12.08 zum Fair Value bewertete finanzielle Vermögenswerte. Aus den Erläuterungen zur Bilanz geht hervor, dass es sich hier zum größten Teil um Derivate handelt. Auf der Passivseite gibt es die Gegenposition von zum Fair Value bewerteten finanziellen Verpflichtungen in Höhe von 1.334 Mrd. EUR, es bleibt daher eine Nettosition von 290 Mrd. EUR. Laut den Angaben der Investor-Relations-Abteilung der Bank korrespondieren diese Positionen jedoch nicht, so dass man hier keine Nettobetrachtung tätigen dürfte. Unseres Erachtens muss jedoch eine gewisse Beziehung bestehen, da ja die zum Fair Value bewerteten finanziellen Vermögenswerte Assets darstellen, die durch irgendeine Quelle finanziert sein müssen. Welche Derivate und Wertpapiere hierin stecken, bleibt relativ vage. Die Vermutung, ob hier nicht Positionen mittels Derivaten „aus der Bilanz genommen wurden“, um sie nicht allzu detailliert zeigen zu müssen, lässt sich nicht komplett widerlegen. So verwundern uns unter anderem die auf marginale Beträge reduzierten Engagements in Subprime-Papieren oder sogenannten Leveraged Loans, d.h. Krediten zur Finanzierung von Private-Equity-Übernahmen. Entweder waren die Manager der Deutschen Bank hier besonders clever und konnten noch vor der Lehman-Pleite den größten Teil solcher Papiere verkaufen, oder sie haben Wege gefunden, diese Papiere neu in die Bilanz einzugruppieren. Greift man die obige Zahl von 308 Mrd. EUR risikogewichteten Aktiva auf, so bleibt letztendlich die Frage im Raum stehen, wie es möglich ist, mit Geschäften im Volumen von 2.202 Mrd. EUR Ende 2008 nur mit 308 Mrd. tatsächlich im Risiko zu stehen. Die Existenz von Aktivitäten in riskanten Märkten zeigt unter anderem die Tatsache, dass die Deutsche Bank dieses Jahr ungewollt durch Verwertung eines Pfandrechtes zum Eigentümer des mehrere Mrd. USD teuren Cosmopolitan Casinos in Las Vegas wurde und bereits 500 Mio. EUR darauf abschreiben musste. Laut der Investor-Relations-Abteilung standen zum 31.12.08 insgesamt nur ca. 14 Mrd. EUR Gewerbeimmobilienfinanzierungen in den Büchern, davon 60% in den USA.



Die Deutsche Bank im Wandel der Zeit: Werbeplakate von 1927 (links) und 1959 aus der „guten alten Zeit“ belegen, dass auch der deutsche Branchenprimus früher auch einfach nur eine Bank war. Fotos: Deutsche Bank

DEUTSCHE BANK			
BRANCHE	BANK		
WKN	514 000	AKTIENZAHL (MIO.)	620,86
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 18.9.09 (EUR)	52,90
MITARBEITER	78.896	MCAP (MIO. EUR)	32.843

	2007	2008	2009E*	2010E*
UMSATZ (MIO. EUR)	30.745	13.490	27.694	27.754
% GGÜ. VJ.	N.BER.	-56,1%	+105,3%	+0,2%
EPS (EUR)	13,65	-7,61	5,91	5,59
% GGÜ. VJ.	N.BER.	-155,8%	+177,7%	-5,4%
KUV	1,07	2,43	1,19	1,18
KGV	3,9	-7,0	9,0	9,5

\*) Konsensschätzungen aus Reuters

Dass davon allein mehr als 1 Mrd. EUR auf ein einziges Objekt in Las Vegas entfallen, erscheint doch zumindest etwas kurios.

### Solides klassisches Bankgeschäft oder eine Wette auf die deutsche Konjunktur?

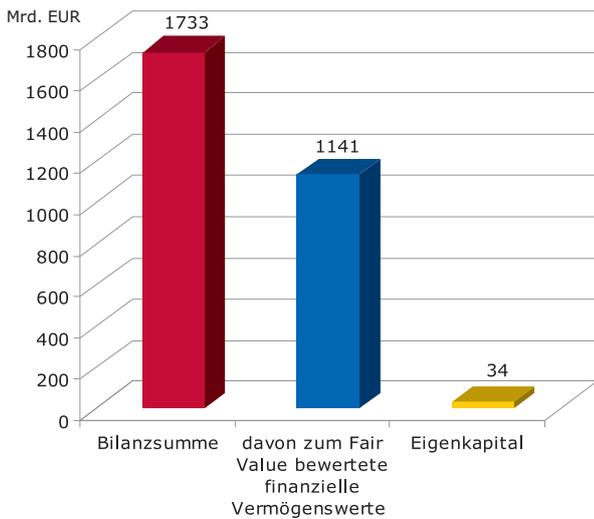
Von der Struktur der Risiken völlig anders gelagert sollte das klassische Bankgeschäft sein, welches der deutsche Branchenprimus betreibt. Allerdings kann der Blick in die Zahlen deutlich ernüchtern. Abgesehen von der Tatsache, dass nur ca. 21% der gesamten Bilanzsumme durch Kundeneinlagen finanziert sind – und damit die Kapitalmarktabhängigkeit zur Refinanzierung in ähnlicher Weise wie bei reinen Investmentbanken gegeben ist –, lassen einige Details im klassischen Kreditgeschäft aufhorchen. Unter anderem stecken insgesamt mehr als 14 Mrd. EUR in Krediten an Unternehmen mit einem Kapitalmarkt-Rating von „CCC“, d.h. absolutem Non-Investment-Grade, ca. 24 Mrd. EUR hat die Bank an mit „B“ geratete Unternehmen verliehen. Die CCC-Position ist um 16% wertgemindert, was unserer Meinung nach noch nicht den Rückschluss zulässt, dass hier kein weiterer Abschreibungsbedarf mehr entstehen dürfte, insbesondere wenn man wie wir von einer größeren Pleitewelle in diesem Winter ausgeht. Für einen eventuellen Vergleich im Fall des Leo Kirch<sup>1</sup>, über den mittlerweile auch die Medien berichten, wurden bis heute keinerlei Rückstellungen gebildet. Insbesondere die Verschlechterung der Bonitätssituation der Schuldner im klassischen Kreditgeschäft im Laufe des vergangenen Jahres zeigt deutlich die Sensibilität der Bank in Bezug auf die im letzten Jahr begonnene Wirtschaftskrise. Es scheint relativ offensichtlich zu sein, dass die Deutsche Bank „Wetten“ im großen Stil auf die Stabilität/Erholung der deutschen Wirtschaft bzw. der Weltwirtschaft eingegangen ist.

### Hohe Rendite, hohes Risiko

Auch wenn wir im vorliegenden Artikel nur einen kurzen Überblick über die Bilanz von Deutschlands Branchenprimus geben konnten, wird doch das große Bild relativ klar. Wer hohe Renditen erwirtschaften will (25%), der muss auch große Risiken eingehen oder aber seine Kapitalbasis so gering halten, dass eine entsprechende Marge überhaupt möglich ist. Am Beispiel der Deutschen Bank kann man sehr deutlich sehen, wie dieses Prinzip in der Vergangenheit angewendet wurde. Als Resultat lässt sich kaum abschätzen, welche Risiken die Bank auf ihren

1) Der Filmhändler hatte die Bank im Zusammenhang mit der Insolvenz seiner Firmengruppe auf Schadenersatz in Milliardenhöhe verklagt.

EIGENKAPITAL-„AUSSTATTUNG DER DEUTSCHEN BANK



Büchern hält. Die gelockerten Bilanzierungsregeln für die Bankenbranche tun ihr Übriges zur bereits früher gegebenen Undurchsichtigkeit. „Die Banken handeln komplett im Einklang mit geltenden Bilanzierungsregeln“, sagt Robert Halver, Leiter Kapitalmarktanalyse bei der Baader Bank AG, „aber man kann die Folgen der gelockerten Bilanzierungsregeln in den Zahlen sehen.“ Was die Deutsche Bank betrifft, wundert uns angesichts der obigen Faktenlage vor allem eine Tatsache: Der Vergleich der Bilanz zum

31.12.08 und zum 30.06.09 verdeutlicht, dass es der Bank gelungen sein muss, in diesem Zeitraum Geschäfte im Volumen von 469 Mrd. EUR zu beenden. Nach eigener Auskunft hat die Bank bewusst Deleveraging betrieben, wollte also die Verschuldung abbauen. Auch wenn dies keine Notverkäufe gewesen sind, so könnte dennoch vermutet werden, dass bei einer so schnellen Reduktion des Geschäfts notgedrungen gewisse Verluste auf Vermögenswerte entstehen sollten. Das Gegenteil war jedoch der Fall, die Bank verdiente 3,1 Mrd. EUR vor Steuern im gleichen Zeitraum.

**Fazit**

Ein Investment in die Aktie der Deutschen Bank drängt sich aus verschiedenen Gründen unserer Meinung nach derzeit nicht auf. Abgesehen von der Tatsache, dass die Bewertungen von Banken in den vergangenen Monaten bereits wieder kräftig zugelegt haben, von „günstig“ also schon weit entfernt sind, bleiben die Probleme im operativen Geschäft. Im Fall der Deutschen Bank hat man es hier mit einer riesigen Bilanz zu tun, deren Risikopositionen nur schwer abschätzbar sind. Fest steht, dass die Kapitaldecke – verglichen mit der Größe der betriebenen Geschäfte – eindeutig zu gering ist. Die Weigerung, vom 25%-Ziel abzuweichen, macht zudem deutlich, dass man im Grunde an der bisherigen Strategie festhalten will. Wer nicht daran glaubt, dass Ackermann und seine Kollegen deutlich cleverer als alle ihre europäischen Mitstreiter sind, sollte daher einen Bogen um die Aktie der Deutschen Bank machen.

Christoph Karl

Anzeige

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

www.smartinvestor.de



ANDERE  
WEGE  
GEHEN.

## 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: .....

E-Mail-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)

# GoYellow Media AG

Informationen sind alles

Gastbeitrag von Uwe Kohde, HKR Vermögensverwaltungs GmbH, München



Abseits der großen Indizes entwickeln kleine Unternehmen, zu meist unbeachtet von Bankenanalysten, erfolgreiche Geschäftsmodelle. Speziell in Krisenzeiten werden diese Aktien jedoch von den Investoren links liegen gelassen und als zu spekulativ abge- tan. Dabei zeigen diese Werte immer wieder eine deutlich höhere Flexibilität in der Anpassung ihrer Geschäftsmodelle in sich wandelnden Märkten als die „Dickschiffe“ aus den etablierten Indizes.

Die HKR Vermögensverwaltungs GmbH ist spezialisiert auf das Segment dieser kleinen börsennotierten Unternehmen, die eine Marktkapitalisierung von unter 100 Mio. EUR aufweisen. Entscheidendes Kriterium unserer Titelselektion ist ein Wertansatz aus niedriger fundamentaler Bewertung und einem zukunfts- trächtigen, plausiblen Geschäftsmodell. Intensiver Kontakt zum Unternehmen im Rahmen von Gesprächen auf Vorstands- bzw. Aufsichtsratsebene sind hierbei unabdingbare Voraussetzung für eine Investitionsentscheidung.

## GoYellow Media AG

Ein Kandidat aus diesem Segment ist die GoYellow Media AG (WKN 691190) aus München, ein in Deutschland führender Informationsdienstleister. Die als Holding fungierende AG bildet über zwei Tochtergesellschaften ihr Geschäftsmodell ab.

Die Branchenauskunft GoYellow.de (70% Umsatzanteil) zählt zu einer der meist genutzten Nachschlageadressen in Deutschland. Zu den verfügbaren Informationen zählen rund 34 Millionen Kon- taktdaten privater und gewerblicher Teilnehmer in ganz Deutsch- land, Echtzeit-Fahrpläne öffentlicher Verkehrsmittel in ganz Deutschland, Wetterinformationen, Öffnungszeiten, saisonale Zu- satzinformationen zu Badeseen und Skigebieten und viele weitere nützliche, übersichtlich kategorisierte Daten. Dabei erweist sich der 2007 getätigte Verkauf von 10% der Gesellschaftsanteile an die 16 Gelbe Seiten-Verlage als genialer Schachzug. So nutzt Go- Yellow den Vertriebsarm des vermeintlich wichtigsten Konkurren-

*Uwe Kohde ist seit nunmehr 30 Jah- ren an den Aktienmärkten aktiv. Nach Tätigkeiten bei Vereinsbank, Hypobank und Merrill Lynch gründe- te er 1999 zusammen mit zwei Part- nern die HKR Vermögensverwaltungs GmbH in München. Der Fokus der Vermögensverwaltung liegt im Seg- ment Micro- und Small Caps sowie bei computergestützten Trendfolgesy- stemen zur Overlay-Steuerung. Diese Strategien werden konsequent in zwei Fonds umgesetzt, die sowohl vermö- genden Privatkunden als auch institu- tionellen Anlegern zugänglich sind. Ein Know-how-Netzwerk namhafter Investmentbanken und Vermögens- verwalter liefert zudem fachlichen Input. Info: [www.hkr-vv.de](http://www.hkr-vv.de)*



ten, weil das Produkt darüber nicht als Ersatz-, sondern als Ergän- zungs- bzw. Zusatzprodukt angeboten werden kann.

Über PeterZahlt können kostenlos nationale und internationale Telefonate in 30 Länder weltweit aufgebaut und bis zu 30 Minuten lang über jedes gängige Gerät geführt werden.

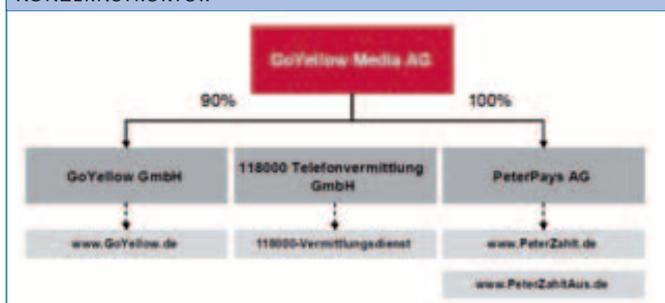
Ende 2009 startet das Unternehmen unter der Rufnummer 118000 einen telefonischen Vermittlungsdienst. Anrufer können über 118000 mit Personen in Verbindung treten, deren Kontaktdaten sie nicht zur Verfügung haben. Damit wird der neue Dienst die Lücke zwischen Telefonauskunft und Internetsuchmaschine schließen, denn sollte die gewünschte Person nicht erreichbar sein, kann in jedem Fall eine Nachricht übermittelt werden.

Das Unternehmen beschäftigt derzeit 61 Mitarbeiter und wird von den telegate-Gründern Dr. Klaus Harisch und Peter Wunsch geführt. Die äußerst konservative Guidance für 2009 geht von einem Umsatz von 17 Mio. EUR sowie 4 Mio. EUR EBIT aus.

## Historie

Das Branchen-Urgestein Peter Wunsch war 1983 einer der Mitgrün- der von PC Plus, dem Vorgängerunternehmen von Varetis, aus dem die GoYellow Media AG hervor ging. Im Jahr 2000 wurde PC Plus in die Varetis AG umfirmiert, der Börsengang erfolgte im Februar 2000, eine Punktlandung genau am Peak des Hypes am Neuen Markt und den weltweiten Aktienmärkten (Emissionspreis war 100 DM). Va- retis entwickelte eine Software für professionelle Verzeichnis- und

### KONZERNSTRUKTUR



Quelle: GoYellow Media AG

Auskunftsleistungen für Telefongesellschaften und Informationsdienstleister. Ende 2005 verkaufte Varetis dieses Segment an das US-amerikanische Unternehmen Volt Information Sciences.

Die von Varetis entwickelte Datensuchtechnologie war die Basis für die Entwicklung der Onlineplattform GoYellow.de. 2006 erweiterte die GoYellow Media AG ihre Geschäftstätigkeit um den Telefonie-Dienst PeterZahlt.de und im Oktober 2007 um das Online-Bonusprogramm PeterZahltAus.de. 2007 verkaufte GoYellow 10% der Anteile an der GoYellow GmbH an die Verlagsgesellschaften der GelbeSeiten-Branchenbücher und änderte das Vertriebsmodell. Seit 2008 bezahlen Kunden nicht nach Eintrag, sondern für ein Ranking in den vorderen Plätzen bei Suchanfragen.

### Die Zahlen

Die Gesellschaft hat nach der Neuausrichtung ab Beginn 2007 einen Umsatzsprung hingelegt, musste allerdings 2008 der Finanzkrise Tribut zollen. Der Umsatz gab – nach einem durch Sondereffekte bedingten Anstieg von 2,9 Mio. EUR 2006 auf 14,7 Mio. EUR 2007 – 2008 auf 13,2 Mio. EUR nach. Das EBIT – 2006 noch deutlich, 2007 leicht negativ – drehte 2008 in positives Terrain (1,2 Mio. EUR bei einer Marge von 9%).

Für 2009 gehen die Schätzungen von einem Umsatz zwischen 17 und 18,2 Mio. EUR sowie einem EBIT von 4 bis 5,2 Mio. EUR aus (EBIT-Marge ca. 28%). Bemerkenswert sind die Zunahme der freien liquiden Mittel auf 8,3 Mio. EUR (Stand 30.6.09) sowie die Tat-

sache, dass die Gesellschaft keinerlei Bankschulden hat. Die EK-Quote soll Ende 2009 starke 63% betragen, die liquiden Mittel 82% der Bilanzsumme decken. In den Folgejahren wird ein Umsatzwachstum von jeweils durchschnittlich 10% p.a. bei einer gleichbleibenden EBIT-Marge von ca. 30% angestrebt. Dabei beinhalten diese Zahlen keinerlei Umsätze aus den am Jahresende 2009 startenden neuen Geschäftsfeldern. Laut Unternehmenspräsentation werden hieraus bereits im ersten Geschäftsjahr 15 Mio. EUR Umsatz erwartet.

### Fazit

Die Aktie ist in den vergangenen Wochen schon sehr gut gelaufen. Wie wir hören, waren einige langfristig orientierte institutionelle Anleger am Markt, die Stücke eingesammelt haben. Wir empfehlen, den Bereich um 6 EUR zum Positionsaufbau zu nutzen. Der Kurs spiegelt bei weitem noch nicht die exzellenten Ertragsperspektiven der ab Jahresende 2009 startenden neuen Geschäftsbereiche Telefonie und E-Commerce wider. Sollte das Unternehmen hieraus die anvisierten 15 Mio. EUR Umsatz erzielen, ist der Kurs auch auf dem gestiegenen Niveau deutlich zu niedrig. Unser mittelfristiges Kursziel für die Aktie lautet daher 12 EUR. ■

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

Anzeige



## Auch Ihre Fondsidee braucht einen Partner, auf den sie sich verlassen kann.

Als die zentrale Plattform für unabhängiges Asset Management sind wir Marktführer.

Basis ist eine zukunftsfähige High-End-Administration, die Ihnen den Rücken freihält. Zusätzlich bieten wir Ihnen alle Services, die für Ihr Konzept sinnvoll sind. In jedem Fall aber profitieren Sie von der Kompetenz unserer 40-jährigen Erfahrung als Service-Provider für Private-Label-Fonds. Ein erfolgreiches Geschäftsmodell, auf das Sie sich auch in Zeiten wie diesen verlassen können. Anrufen lohnt sich: +49 (0) 69/7 10 43-544 oder -555. [www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de)



# „Wollen unser Wachstum bis Jahresende nochmals beschleunigen“

*Smart Investor sprach mit **Marcus Wolfinger**, CFO der Stratec Biomedical Systems AG, über die bestehende Projekt-Pipeline, die Vorteile der molekularen Diagnostik und die Erwartungen an das nächste Jahr.*

**Smart Investor:** Für die erfolgsverwöhnten Stratec-Aktionäre verliefen die Jahre 2007 und 2008 eher enttäuschend. Dafür zeigt sich Ihr Geschäft seit Jahresbeginn merklich erholt. Sind Sie der allgemeinen Entwicklung stets voraus?

**Wolfinger:** Auf den ersten Blick mag das zutreffen, letztendlich handelt es sich hierbei aber nur um einen Zufall. Der Wachstumsschub im laufenden Jahr resultiert einerseits aus unserem Stammgeschäft, andererseits erwarten wir weitere Impulse von neuen Projekten, die im dritten und vierten Quartal den Schritt von der Entwicklungs- in die Vermarktungsphase vollzogen haben oder noch vollziehen werden. Im Gegensatz dazu konnten wir im Jahr 2007 kein neues Projekt zur Marktreife führen, und im vergangenen Jahr litten wir unter Auftragsverschiebungen eines für uns sehr wichtigen Kunden, die wir so auch nicht vorhersehen konnten. Dennoch gelang es uns, erneut eine EBIT-Marge von 18% zu erwirtschaften, womit wir uns sicher nicht verstecken müssen. Grundsätzlich sehen wir uns als weitgehend konjunkturunabhängiges Unternehmen.

**Smart Investor:** Sie sprachen soeben die neuen Projekte an. Können Sie diesbezüglich konkreter werden?

**Wolfinger:** In das zweite Halbjahr fällt der Start der Serienfertigung von insgesamt vier neuen Projekten. Insbesondere von

dem für die amerikanische Gen-Probe entwickelten „Panther“-System und zwei neuen Geräten für die Firma Qiagen im Bereich der molekularen Diagnostik erwarten wir in den nächsten drei Jahren einen deutlichen Wachstumsschub. Hinzu kommen ebenfalls vollkommen neue Geräte, die wir an Immucor (Galileo Neo) und Diasorin (Liasion XL) liefern werden. Diese werden die ebenfalls von uns entwickelten Vorgängermodelle ersetzen.



Marcus Wolfinger

**Smart Investor:** Sie erwarten demnach ein stärkeres zweites Halbjahr?

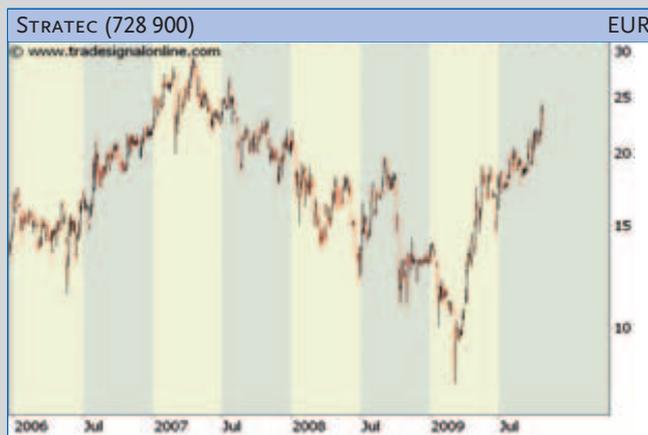
**Wolfinger:** Davon gehe ich fest aus. Unsere Guidance liegt bei einem Umsatzzuwachs zwischen 20 und 30% für das Gesamtjahr. Nachdem wir zum Halbjahr ein Plus von 24% erzielen konnten, wollen wir unser Wachstum bis Jahresende nochmals beschleunigen. Hierbei helfen uns die neuen Produkte. Aber auch ein wichtiger Kunde fährt seinen Absatz weiter hoch, so

## STRATEC

Der schwäbische Medizintechnikkonzern Stratec Biomedical hat sich auf die Entwicklung und Herstellung vollautomatischer Analysesysteme für medizinische Anwendungen spezialisiert. Mit Hilfe der Stratec-Geräte sollen ganz unterschiedliche, meist organische Flüssigkeiten auf bestimmte Substanzen (Krankheitserreger etc.) hin untersucht werden können. Auch die Auf- und Vorbereitung der Proben zählt zu den Kernkompetenzen des Unternehmens, das immer mal wieder für einen Aufstieg in den TecDAX-30 gehandelt wird. Schon bei der nächsten Überprüfung Anfang Dezember könnte es soweit sein. Stratec arbeitet als sogenannter OEM-Anbieter (Original Equipment Manufacturer) mit zahlreichen großen, internationalen Konzernen der Diagnostikbranche zusammen. Langjährige Kooperationen bestehen u.a. mit Siemens Healthcare, Bayer und der amerikanischen Immucor.

Nachdem das Unternehmen in den vergangenen zwei Jahren unter Umsatz- und Projektverschiebungen eines wichtigen Kunden litt, stehen die Zeichen im aktuellen Geschäftsjahr wieder auf Wachstum. So gelang es Stratec im ersten Halbjahr, die Konzern Erlöse um 24% auf 36,6 Mio. EUR auszubauen. Parallel dazu kam das EBIT – also das Er-

gebnis vor Zinsen und Steuern – um 28% auf 6,2 Mio. EUR voran. Nach Abzug aller Kosten errechnete sich ein Ergebnis je Aktie von 43 Cent (Vj.: 34 Cent). Für das Gesamtjahr erwartet der Vorstand bislang ein Umsatzwachstum im Korridor von 20 bis 30% (Vj.: 61 Mio. EUR) sowie eine EBIT-Marge zwischen 18,5 und 19,5%. ■



dass wir insgesamt sehr zuversichtlich sind, dieses Ziel erreichen zu können.

**Smart Investor:** Sie setzen in Ihren Entwicklungen stark auf die molekulare Diagnostik. Von welchen Faktoren wird das Wachstum in diesem Bereich getrieben?

**Wolfinger:** Die molekulare Diagnostik besitzt entscheidende Vorteile gegenüber herkömmlichen Test- und Analyseverfahren, die dazu führen dürften, dass ihr Marktanteil von derzeit ca. 10% langfristig den der klassischen Diagnostik übersteigen wird. Da molekulare Verfahren bspw. bei Infektionskrankheiten direkt die virale DNA identifizieren und nicht bloß die zeitlich versetzte Reaktion des Körpers messen, sind sie um einiges schneller. Zudem ist es mit ihnen möglich, im Wege der Genotypisierung ganz bestimmte Subtypen von Viren zu identifizieren. Nur dann ergibt zum Beispiel ein HPV-Test überhaupt einen Sinn. So sind nur einige wenige der insgesamt rund einhundert HPV-Viren hochgradig krebsauslösend. Diesen Vorteilen steht zurzeit noch der Nachteil höherer Kosten gegenüber.

**Smart Investor:** Sie stellen für das Gesamtjahr eine operative Marge zwischen 18,5 und 19,5% in Aussicht. Wie sehen hier Ihre Langfristziele aus?

**Wolfinger:** Natürlich hängt die Profitabilität von zahlreichen Faktoren ab. So will ich es nicht grundsätzlich ausschließen, dass wir kurzfristig auch einmal einen Margenrückgang in Kauf nehmen, wenn wir im Gegenzug unsere führende Position weiter

ausbauen können. Um an dieser Stelle aufkommende Befürchtungen gleich zu entkräften, möchte ich allerdings ergänzen, dass eine solche Entwicklung in diesem und nächstem Jahr nicht zu erwarten ist. Mittel- bis langfristig halte ich eine operative Marge zwischen 19,5 und 20,5% als darstellbar.

**Smart Investor:** Im Frühjahr konnten Sie den Zukauf der Invitek vermelden. Was hat sich seitdem bei der Integration der Firma getan?

**Wolfinger:** Wir haben bereits bei einem Kunden Tests laufen, wo wir erstmals zusammen mit Invitek eine Systemlösung anbieten. Da sich die Geschäfte von Stratec und Invitek nur in einem geringen Maße überschneiden, fiel der Integrationsaufwand relativ gering aus. Insgesamt sind wir mit dem Verlauf der Übernahme mehr als zufrieden.

**Smart Investor:** Wagen Sie schon einen Ausblick auf das kommende Jahr? Analysten sehen hier bislang einen Umsatzsprung in Richtung 100 Mio. EUR voraus.

**Wolfinger:** Ich betrachte diese Schätzung nicht als übertrieben sportlich. Dank den neuen Projekten und einem sich dynamisch entwickelnden Stammgeschäft sollte im nächsten Jahr ein Umsatzsprung in dieser Größenordnung machbar sein.

**Smart Investor:** Herr Wolfinger, haben Sie besten Dank für das Gespräch!

Interview: Marcus Wessel

Anzeige

[www.edelmetallmesse.com](http://www.edelmetallmesse.com) → Jetzt gratis registrieren und **kostenlosen Messe-Eintritt** sichern!

# INTERNATIONALE EDELMETALL & ROHSTOFFMESSE

**6.+7.11.2009 • EVENT ARENA  
OLYMPIA PARK MÜNCHEN**



Organisation und Veranstalter:

**GOLDSEITEN.DE**  
DIE GOLDSEITEN

» **Fachvorträge namhafter internationaler und nationaler Referenten**  
Philipp Vorndran, Dirk Müller (Mr. "DAX"), Folker Hellmeyer, Uwe Bergold, Prof. H.-J. Bocker u.v.m.

» **Über 80 Aussteller, Fachvorträge, Workshops, Podiumsdiskussionen u.v.m.**



Internationale  
**EDELMETALL &  
ROHSTOFFMESSE**

International Precious Metals & Commodities Show

PLATINSPONSOR:

**KOVAČEVIĆ**

GOLDSPONSOREN:

**HDI** HUNTER  
DICKINSON

**GoldMoney**

**RBS**  
The Royal Bank of Scotland

# InTiCa Systems AG

## Über Diversifikation zum Erfolg

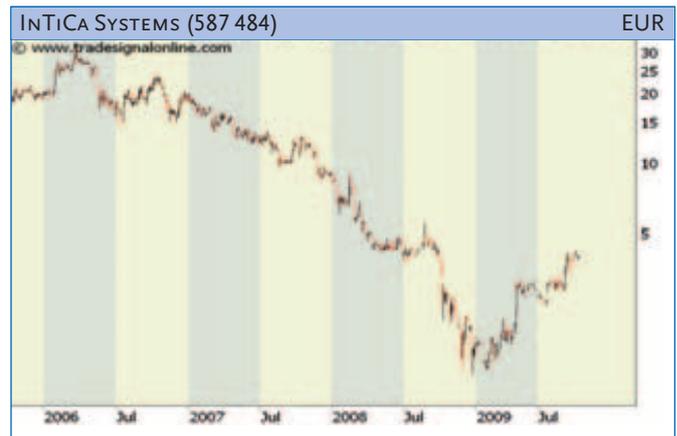
Die in Passau ansässige InTiCa Systems (ehemals Inticom) blickt auf schwierige Zeiten zurück. Mit der Schwäche in der Kommunikationstechnik und einem immer aggressiver geführten Preiswettbewerb brachen bei dem Hersteller von DSL-Splittern die Umsätze und Gewinne regelrecht weg. Die Erschließung neuer Kundengruppen und Anwendungsgebiete sowie ein strikter Sparkurs sollen nun die Trendwende herbeiführen.

### Breitere Aufstellung

Die Ausfälle im Stammsegment Kommunikationstechnik führten das Unternehmen tief in die Verlustzone. Neben den üblichen Anstrengungen, die auf eine Senkung der Personal- und Materialkosten abzielten – so wurde das Werk in Griechenland geschlossen und die Fertigungstiefe im tschechischen Prachatice erhöht –, forcierte der seit Jahresbeginn amtierende Vorstandsvorsitzende Walter Brückl auch den Ausbau der beiden bislang wesentlich kleineren Geschäftseinheiten Automobiltechnologie und Industrieelektronik. Für seine Kunden aus dem Automotive-Bereich produziert InTiCa u.a. RFID-Lösungen für Reifendruckkontrollsysteme, mechatronische Anwendungen und Steuerungen für das Motormanagement. Erst im September erhielt das Unternehmen einen Großauftrag von zwei Neukunden, für die ab Mitte nächsten Jahres Komponenten zur CO<sub>2</sub>-Reduzierung gefertigt werden sollen. Das jährliche Umsatzvolumen der mindestens auf fünf Jahre angelegten Kooperation bezifferte InTiCa auf einen unteren einstelligen Millionenbetrag. Ein ähnliches Auftragsvolumen entfällt auf neue Projekte mit Firmen aus der Solarindustrie. Diese werden ab dem ersten Quartal 2010 mit induktiven Komponenten für den Einsatz in Wechselrichtern beliefert.

INTICASYSTEMS			
BRANCHE	ELEKTRONIK		
WKN	587 484	AKTIENZAHL (MIO.)	4,30
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 23.10.09 (EUR)	4,00
MITARBEITER	226	MCAP (MIO. EUR)	17,2

	2008	2009E	2010E	2011E
UMSATZ (MIO. EUR)	27,3	23,5	27,5	33,0
% GGÜ. VJ.	-28,3%	-13,9%	+17,0%	+20,0%
EPS (EUR)	-0,78	-0,18	0,25	0,42
% GGÜ. VJ.	N.BER.	N.BER.	N.BER.	+68,0%
KUV	0,63	0,73	0,63	0,52
KGV	N.BER.	N.BER.	16,0	9,5



### Vor weiteren Großaufträgen

Die Chance, dass demnächst weitere Erfolgsmeldungen aus Passau über den Ticker laufen, ist recht groß. Immerhin nimmt das Unternehmen derzeit an über einem Dutzend Ausschreibungen für neue Projekte im Automobil- und Industriebereich teil. Die Anstrengungen in diesen beiden Geschäftseinheiten erscheinen nicht zuletzt vor dem Hintergrund der weiterhin verhaltenen Investitionsbereitschaft der Telekomkonzerne sinnvoll. Zwar erwartet Vorstandschef Brückl in den nächsten Jahren auch im Stammgeschäft mit Breitbandkomponenten wieder ein leichtes Wachstum, die aus Investorensicht maßgebliche Dynamik spielt sich jedoch in den anderen Segmenten ab. Auch über ein neues Geschäftsfeld denkt der Vorstand bereits länger intensiv nach. Wir könnten uns in diesem Zusammenhang durchaus eine strategische Partnerschaft mit einem asiatischen Unternehmen vorstellen. Damit würde man sogleich die Abhängigkeit vom europäischen und nordamerikanischen Markt etwas reduzieren.

### Gewinne in Reichweite

Nachdem die Restrukturierung inzwischen abgeschlossen ist und insbesondere die Industrietechnik mit hohen Zuwachsraten glänzt, erwarten wir für das kommende Jahr die Rückkehr in die Gewinnzone. Für das laufende Geschäftsjahr dürfte InTiCa voraussichtlich noch einen Vorsteuerverlust von knapp 1 Mio. EUR ausweisen. Diese Annahme begründet sich mit einem saisonal schwächeren Schlussquartal. Bereits Anfang Dezember fahren viele von InTiCas Kunden aus dem Automotive-Bereich ihre Produktion herunter, weshalb das für das dritte Quartal gemeldete positive EBT – Ergebnis vor Steuern – nicht so einfach fortgeschrieben werden darf. Die Früchte der Diversifikationsstrategie werden die Niederbayern ohnehin erst 2010 und maßgeblich im darauffolgenden Jahr ernten. Dann wird der Anteil der Kommunikationstechnik am Konzernumsatz weniger als 40% betragen. Ab dem Jahr 2012 sollten zudem die Abschreibungen deutlich zurückgehen.

### Fazit

Über wachsendes Neugeschäft in den Segmenten Automotive und Industrieelektronik reduziert der Konzern seine frühere Abhängigkeit von wenigen Telekom-Großkunden. Ein neuer Geschäftsbereich, der die Wertschöpfungskette sinnvoll erweitern würde, wäre der nächste logische Schritt. Mutige Anleger sammeln daher bereits heute einige Stücke ein. ■

Marcus Wessel

# Rezession adé?

## Der Platzhirsch gibt grünes Licht

„Der schlimmste Teil der Rezession liegt eindeutig hinter uns“, verkündete Google-Chef Eric Schmidt bei der Präsentation der Unternehmensergebnisse für das dritte Quartal. Der Branchenprimus wuchs dabei so schnell wie seit zwei Jahren nicht mehr und steigerte seinen Umsatz um 7,3% auf 5,95 Mrd. USD. Besonders die wieder anziehenden Werbeausgaben der Kunden verhalfen den Umsatz des Unternehmens zu steigern und sind für Schmidt ein klares Indiz, dass die Wirtschaftskrise sich zu Ende neigt. Der Gewinn legte sogar um 27% auf 1,64 Mrd. USD zu. Die Suchanfragen durch internetfähige Mobilfunktelefone stiegen um über 30% und könnten sich zu einem neuen Wachstumstreiber entwickeln. Mit soviel Rückenwind möchte Schmidt alle ein bis zwei Jahre ein größeres Unternehmen schlucken, um weiterhin Marktführer im Internet zu bleiben. Wenn ein Unternehmen wie Google die Rezession praktisch für beendet erklärt, hat das schon Gewicht. Bleibt zu hoffen, dass Schmidt seine Aussagen nicht in einigen Monaten wieder revidieren muss. Glänzend läuft es auch bei einem anderen Tech-Schwergewicht. Apple bleibt „in“ und seine Produkte wie das iPhone und der neue iMac gefragt. Mit einem Quartalsgewinn von 1,7 Mrd. USD hatten selbst Optimisten nicht gerechnet. Nun werden Gewinnsschätzungen und Kursziele hektisch angehoben.

## Steico: Baustellen werden kleiner

Nach einem in jeder Hinsicht katastrophalen Jahr 2008 blickt der Bauzulieferer Steico inzwischen wieder optimistischer in die Zukunft. Finanzvorstand Jan von Hofacker konnte erst Ende September die Jahresprognose deutlich anheben. Statt einem ausgeglichenen Ergebnis erwartet der CFO nunmehr ein EBIT zwischen 5 und 7 Mio. EUR. Gegenüber Smart Investor äußerte sich Hofacker wie folgt: „Auch unsere neue Guidance ist sicherlich konservativ. So haben wir bis Jahresende fortlaufende Verluste in Frankreich unterstellt, und das obwohl wir bereits im September den Break-even auf EBITDA-Basis erreichen konnten.“ In Polen, wo Steico in der Vergangenheit schwere Verluste einfuhr, laufen die Geschäfte stabil. Die Werke sind ausgelastet, für einzelne Produktgruppen existieren sogar wieder längere Lieferzeiten. „Es zeichnet sich allgemein eine Stabilisierung des Marktes ab. Der Preisverfall scheint gestoppt“, so Hofacker, der hofft, bis Jahresende auch die letzten Baustellen im Konzern schließen zu können.

**SI-Kommentar:** Die eigentliche Ertragskraft des Dämmstoffspezialisten wird sich erst 2010 in der GuV zeigen, wenn die Verluste aus dem Frankreich-Geschäft höchstwahrscheinlich komplett wegfallen. Bis dahin sollten Anleger Rücksetzer konsequent zum Einstieg nutzen bzw. ihre Gewinne laufen lassen.

## Analytik Jena: Auftragseingänge ziehen wieder an

Nach Abschluss des im September zu Ende gegangenen Geschäftsjahres 2008/09 zeigte sich Analytik Jena-CEO Klaus Berka im Hintergrundgespräch zufrieden mit der Entwicklung. Wie erhofft kam es im vierten Quartal in der wichtigsten Sparte „Analytical Solutions“ zu einer spürbaren Belebung bei den Auftragseingängen. Neue Impulse lieferte zudem die Branchenfachmesse „Biotechnica“, auf der die Gesellschaft eine Weltneuheit vorstellte. Das mobile Gerät ermöglicht die schnelle und sichere Identifikation ganz unterschiedlicher Erreger. Auch das Projektgeschäft, an dem Analytik Jena seit der Ausgliederung nur noch einen Minderheitenanteil hält, macht Fortschritte. Mehrere Projekte, für die während der letzten Quartale die Finanzierung zurückgehalten wurde, sollen demnächst wieder aufgenommen werden. „Zwei bis drei weitere Ausschreibungen stehen kurz vor der Entscheidung“, so Berka. Zum Problem könnte indes der deutlich schwächere US-Dollar werden. „Alles über 1,40 spüren wir schon sehr deutlich, sowohl bei den Umsätzen als auch bei den Bruttomargen, zumal alle Wettbewerber im Dollar-Raum produzieren“, erläutert der Vorstand die Währungsproblematik. Für das neue Geschäftsjahr erwartet Berka weiteres Wachstum, wenngleich auf etwas niedrigerem Niveau, als ursprünglich geplant.

**SI-Kommentar:** Analytik Jena bleiben auch nach den jüngsten Kursgewinnen im Peergroup-Vergleich klar unterbewertet. Für das neue Geschäftsjahr sollte selbst bei weiterhin ungünstigen Wechselkursen ein Gewinn je Aktie von 80 Cent erreichbar sein.

## SNP: Kursexplosion!

Lange Zeit konsolidierte die Aktie des SAP-Dienstleisters SNP innerhalb einer engen Handelspanne. Doch damit ist es nun vorbei. Seit wenigen Wochen kennt die Notierung kein Halten mehr. Dabei entlädt sich die deutliche Unterbewertung des Titels in einem regelrechten Kursfeuerwerk. Die Anhebung der Gewinn- >>

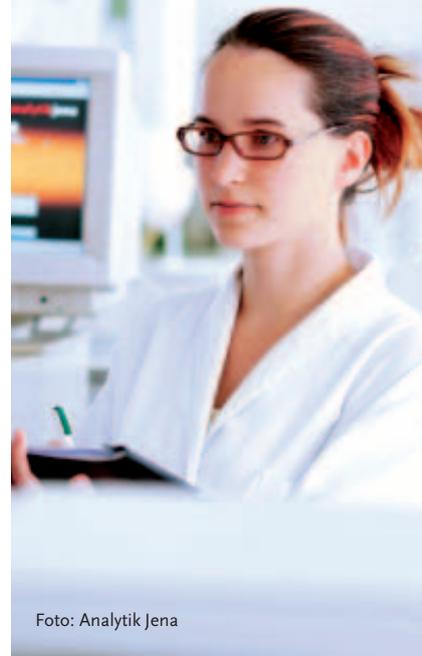


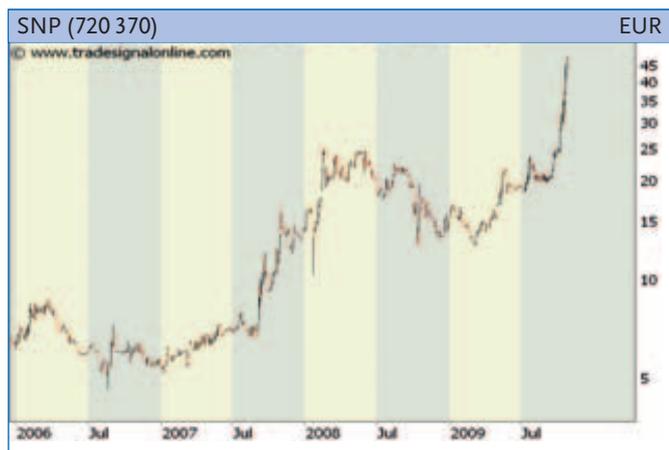
Foto: Analytik Jena



Foto: InCity



Foto: Steico



prognose durch den Vorstand brachte zusätzliches Momentum. Demnach erwartet das Unternehmen für das laufende Geschäftsjahr mittlerweile eine operative Marge von mindestens 22%. Zuvor war man noch von einer im Vergleich zum Vorjahr rückläufigen Profitabilität ausgegangen und hatte eine Marge zwischen 18 und 20% in Aussicht gestellt. Das Ergebnis je Aktie könnte somit auf bis zu 3 EUR ansteigen (Vj.: 2,65 EUR). Vor allem die hohe Nachfrage nach eigenen Softwarelösungen treibt die Gewinne.

**SI-Kommentar:** Bedenkt man, in welchem schwierigem konjunkturellen Umfeld diese Ergebnisse erwirtschaftet werden, kann man dem Vorstand für seine augenscheinlich exzellente Arbeit nur gratulieren.

**Paragon: Insolvenz, die Erste**

Aufgrund akuter Zahlungsunfähigkeit musste der Technologiekonzern Paragon Anfang Oktober die Eröffnung des Insolvenzverfahrens beantragen. Zuvor waren Verhandlungen mit dem Bankenkonsortium über die Verlängerung und Ausweitung des Kreditrahmens gescheitert. Damit bestätigt sich das, was wir bereits Anfang

des Jahres befürchtet hatten (die Aktie war unser „Goodbye“ in Ausgabe 4/2009). Die Absatzkrise in der Automobilindustrie, für die Paragon u.a. Sensoren und diverse Cockpit-Instrumente produziert, griff die ohnehin einsturzgefährdete Substanz des Unternehmens irreversibel an. Hinzu kam die über die vergangenen Jahre stark angewachsene Verschuldung. Die hieraus resultierenden Zinsbelastungen sorgten dafür, dass es Paragon trotz einer deutlichen Ausweitung seiner Umsätze nicht gelang, die Profitabilität zu verbessern. Noch zu Beginn des Jahres erging sich Vorstandschef Klaus Dieter Frers in (Zweck-)Optimismus. Da wurde von Gesprächen mit „sehr interessanten Partnern“ berichtet, die über einen Einstieg bei Paragon nachdachten. Auch diese Hoffnung hat sich längst zerschlagen. Es bleibt der Gang in die Insolvenz.

**SI-Kommentar:** So ernüchternd die Meldung für Mitarbeiter und Aktionäre auch ist, überraschend kommt sie in keinem Fall. Wir sehen uns hierdurch in unserer negativen Einschätzung bestätigt.

**Schmack Biogas: Insolvenz Nr. 2**

„Profit is an opinion, cash is a fact.“ Diese Börsenweisheit trifft nirgendwo besser zu als bei den Vorgängen um Schmack Biogas. Der Oberpfälzer Biogasanlagenhersteller ist pleite. Zuvor hat man seitens des Managements noch Gewinne in Aussicht gestellt und eine rosige Zukunft prognostiziert. Das Unternehmen ist jedoch hoch verschuldet und verliert Quartal für Quartal Geld. Da helfen auch ansteigende Umsätze und Aufträge nicht. Ungeachtet eines Kurs-Buchwert-Verhältnisses von 0,5 konnte man zu keiner Zeit von einer Unterbewertung sprechen. Der Markt hat diese Entwicklung schlicht vorab eingepreist. Auch am Chartverlauf ist diese Einschätzung deutlich erkennbar. Der Kurs ist nach Bekanntgabe der Zahlungsunfähigkeit um über 80% auf 0,80 EUR gefallen.

**SI-Kommentar:** Kleine Hoffnung für die Aktionäre ist die Aussicht, dass es zu einem Insolvenzplanverfahren kommt. Ein Zufall, dass viele Börsenmagazine Schmack Biogas kürzlich zum Kauf empfohlen haben? ■

**NACHRICHTEN AUS DEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN**

**Prior Capital: Die Nummer 1 geht von Bord**

Börsenbriefherausgeber Egbert Prior mangelte es lange Zeit gewiss nicht an Selbstbewusstsein. Obwohl er als Vorstand der Prior Capital AG bei seinen Investmententscheidungen beständig daneben griff, schien er Kritik an seiner Person und seinem Anlagestil wenn möglich aus dem Weg gehen zu wollen. Bei der bereits einmal verschobenen Hauptversammlung musste er sich allerdings seinen Gegnern stellen. Die Veranstaltung geriet für den „Börsen-Guru“ zum Fiasko. So verweigerten ihm die anwesenden Aktionäre – unter ihnen die Trade & Value AG, die knapp die Hälfte der Prior-Capital-Anteile hält – verständlicherweise die Entlastung. Das gleiche Schicksal ereilte den Aufsichtsrat. Bevor es auf einem neuen Aktionärstreffen zu der absehbaren Entmachtung Priors kommen konnte, traten er und sein Vorstandskollege Tobias Bürger lieber freiwillig von ihren Ämtern zurück. Als Grund nannte Prior „unüberbrückbare Differenzen“ mit Oliver Dornisch und dessen Trade & Value AG. Die eigene katastrophale Performance, die diesen Schritt schon viel früher gerechtfertigt hätte, verschwieg er wohlweislich.

**SI-Kommentar:** Priors kopflose Trendfolgestrategie war ein Relikt aus Neuer-Markt-Zeiten. Für Großaktionär Trade & Value geht es nun darum zu retten, was noch zu retten ist.

**VT Finance (ehemals BB Medtech): Umtauschangebot stößt auf große Resonanz**

Die Beteiligungsgesellschaft BB Medtech, die seit kurzem als VT Finance AG firmiert, entsprach schon immer einem in Medizintechnikaktien anlegenden Branchenfonds. Im Unterschied zu Fondsanteilen wurden die BB Medtech-Aktien jedoch meist mit einem substanziellen Abschlag auf den Inneren Wert (NAV) gehandelt. Alle Versuche, bspw. über Aktienrück-

**HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)**

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

käufe, den Abschlag zu reduzieren, erwiesen sich letztlich nur als bedingt erfolgreich. Aus diesem Grund entschied sich der Verwaltungsrat zu einem radikalen Schritt. Den Aktionären wurde die Umwandlung ihrer Anteile in einen neu gegründeten Aktienfonds angeboten. Dieser soll wie zuvor schon das Beteiligungsportfolio von den Branchenexperten der Bellevue Asset Management AG verwaltet werden. Bis zum Ende der Umtauschfrist Mitte September nahmen knapp 95% des Aktienkapitals das Angebot an. Die hohe Akzeptanz erklärt sich vor al-

lem mit den attraktiven Konditionen. So war es möglich, seine BB-Medtech-Papiere mit einem vergleichsweise geringen Abschlag von gerade einmal 3,9% in die Anteile des Fonds zu tauschen. Im Vergleich dazu wies die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten einen weitaus höheren Diskont von durchschnittlich 18,5% auf den NAV aus.

**SI-Kommentar:** Aus Aktionärssicht ist das Angebot uneingeschränkt zu begrüßen. Da das alte BB Medtech-Team an Bord bleibt, scheint die Kontinuität der Anlagepolitik gewährleistet.

## NACHRICHTEN AUS DEN IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN



DIC-Objekt in Hallbergmoos; Foto: DIC Asset

### DIC Asset: Momentum-Aktie

Zu den Highflyern unter den Immobilienwerten zählte zuletzt auch die Aktie der Frankfurter DIC Asset. Innerhalb von gerade einmal drei Monaten verdoppelte sich deren Börsenwert auf in der Spitze rund 280 Mio. EUR. Die vorrangig auf Einzelhandels- und Büroimmobilien fokussierte Gesellschaft rückte dabei zunehmend in den Fokus kurzfristiger Momentum-Investoren. Gleichwohl lässt sich für den rasanten Kursaufschwung eine Reihe positiver Nachrichten als Begründung heranziehen. So konnte das Unternehmen kürzlich den Abschluss eines weiteren langfristigen Mietvertrags über eine Fläche von 2.600 qm in

Berlin vermelden. In das Objekt im Stadtteil Wilmersdorf soll eine im Aufbau befindliche Evangelische Grundschule einziehen. Auch weitere Verkäufe über Buchwert sowie positive Analysenkommentare heizten die Rally an.

**SI-Kommentar:** Dank verlässlicher Mieteinnahmen und einer komfortablen Finanzierungssituation steht das Geschäft von DIC auf einem vergleichsweise soliden Fundament. Dennoch sollten nach der jüngsten Rally kurzfristige Rückschläge nicht verwundern.

### Incity: Informica-Beteiligung soll aufgestockt werden

Nachdem der Kölner Immobilienentwickler Incity im Frühjahr die Übernahme der ebenfalls börsennotierten Informica Real Invest gemeldet hatte, gab das Unternehmen nun die geplante Aufstockung seines Informica-Anteils von derzeit noch 66% bekannt. Man habe sich bereits von verschiedenen Altaktionären eine Option auf weitere rund 19% gesichert. Die Übertragung der Anteile soll im kommenden Jahr erfolgen. Incity-Vorstand André Peto erwartet von diesem Schritt eine noch schnellere Integration sowie eine Stärkung der Eigenkapitalbasis. Gleichzeitig stellte er klar, dass man aufgrund steuerlicher Erwägungen an einer vollständigen Übernahme kein Interesse habe.

**SI-Kommentar:** Incity notiert als einziger Immobilientitel auf einem Allzeithoch. Angesichts der Perspektiven, die der städtische Wohnungsmarkt den Kölnern bietet, nicht zu Unrecht. ■

Anzeige



Mit großem Jubel wurde vor 10 Jahren der Euro begründet und im Jahr 2002 endgültig eingeführt. Doch die europäische Währung entwickelt sich zunehmend zu einem Sprengstoff, der Europa auseinanderzureißen droht. **Günter Hannich stellt in seinem Buch die Fakten dar und zeigt dem Leser, warum diese Entwicklung unausweichlich ist.**

Günter Hannich  
**Die kommende Euro-Katastrophe**  
208 Seiten | 24,90 €  
ISBN 978-3-89879-509-8

**Ist Island wirklich ein Opfer der Finanzkrise?** Oder brachte ein gezielter Angriff von internationalen Hedge-Fonds die Währung sowie den Aktienmarkt des Inselstaates zum Einsturz? Das behauptet nämlich **Ásgeir Jónsson**, der Chefvolkswirt der Kaupthing Bank, und **liefert in diesem Buch den Nachweis, dass Island Opfer eines internationalen Coups war.**

Ásgeir Jónsson  
**Der Fall Island**  
160 Seiten | 19,90 €  
ISBN 978-3-89879-515-9



# Konsolidierung auf hohem Niveau

*Dass eine Absicherung immer auch Geld kostet, haben die letzten Wochen wieder einmal bewiesen. Im Monatsvergleich mussten wir leichte Verluste hinnehmen. Dennoch können wir uns über die Performance in diesem Jahr nicht beschweren.*

Das Minus von 2% im Vergleich zum Vormonat resultiert nahezu ausschließlich aus der vorgenommenen Depot-Absicherung über den inzwischen verkauften DAX-Short. Die von uns prognostizierte Korrektur innerhalb des Crack-up-Booms (siehe hierzu auch „Das große Bild“) lässt weiterhin auf sich warten. Folglich rutschte der Schein immer tiefer in die Verlustzone, wobei wir schließlich nach einem Minus von rund 70% die Reißleine zogen und einen Restbetrag vereinnahmten. Grundsätzlich erachten wir eine deutliche Korrektur der Märkte in naher Zukunft als weiterhin sehr wahrscheinlich. Viel zu viele Charts sehen inzwischen korrekturbedürftig aus. Teilweise fanden auch schon wieder regelrechte Kursexzesse (Beispiel: Aixtron) statt, die in diesem Ausmaß nicht fortgeschrieben werden können. So unglücklich wir mit unserem letzten DAX-Short auch waren, wollen wir unser Depot in der jetzigen Situation doch nicht ohne Absicherung belassen. Daher setzen wir neben einer vergleichsweise hohen Cashquote von aktuell 45% erneut auf ein Short-Zertifikat (WKN CG0 21U). Die entsprechende Stop-Buy-Order bei 5,50 EUR wurde allerdings bis zum Redaktionsschluss noch nicht ausgelöst. Die Absicherung dient dazu, die Performance unseres Depots zu glätten und es gleichzeitig vor große-

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE UND VERKÄUFE						
DURCHGEFÜHRTE KÄUFE	WKN	KURS	STÜCKZAHL	KAUFWERT	DATUM	
DAX HEBEL SHORT	TB2 866	3,85	1.000	3.850,00	01.10.09	
DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE				VERK.WERT	PERF.	DATUM
DAX HEBEL SHORT	TB2 866	1,45	3.000	4.350	-74,0 %	12.10.09
HERMLE VZ.	605 283	50,35	200	10.070	-5,0 %	14.10.09

ren Einbrüchen zu schützen. Letztlich senken wir hierdurch unser Risiko, statt es zu erhöhen.

## Bewusste Entscheidungen

Immer wieder fragen uns Leser, warum wir unser Aktienengagement auf derart viele Werte verteilen. Dabei handelt es sich um eine sehr bewusste Entscheidung. Wir möchten uns mit dem Depot nicht nur am DAX, sondern zugleich an einem global agierenden Aktienfonds messen. Für diesen gelten gemeinhin zwei grundsätzliche Regeln: Zum einen darf der Fondsmanager einen bestimmten Aktienanteil (i.d.R. 50%) am gesamten Depotvolumen nicht unterschreiten, zum anderen reduziert er das Risiko des Einzelinvestments über die Diversifikation seiner Anlagen. Das ist zugleich der Grund, weshalb wir uns eine Positionsobergrenze von 10% auferlegt haben. Wir wollen nicht von einigen

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EUR) STICHTAG: 23.10.2009  
 PERFORMANCE: +27,9% SEIT JAHRESANFANG (DAX: +19,3%); -2,0% GG. VORMONAT (DAX: +0,6%); +182,9% SEIT DEPOTSTART (DAX: +124,4%)

	WKN	BRANCHE/ LAND	SIP* C/R*	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT	WERT AKT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE	
										VORMONAT	SEIT KAUF
PANORAMIC RES. [AUS]	A0Q 29H	NICKELPRODUZENT	D 8/8	10.000	15.10.08	0,67	1,68	16.800	5,9%	+15,9%	+150,7%
BANPU [THAI]	882 131	KOHLEPRODUZENT	B 7/6	2.000	04.04.07	4,72	9,09	18.180	6,4%	+2,6%	+92,6%
ADVANCED INFLIGHT** [D] IK	126 218	MEDIEN	B 6/4	5.000	22.12.04	1,84	3,44	17.200	6,1%	-0,6%	+87,0%
INIT [D] IK	575 980	TELEMATIK	B 6/4	1.000	26.11.08	4,70	8,70	8.700	3,1%	-3,0%	+85,1%
UNITED INTERNET [D]	508 903	INTERNET	C 8/6	1.000	08.10.08	5,65	9,96	9.960	3,5%	-2,9%	+76,3%
BAADER [D]	508 810	MAKLER	C 8/6	5.000	08.10.08	2,05	3,13	15.650	5,5%	+9,8%	+52,7%
PALFINGER [ÖST]	919 964	SPEZIALKRÄNE	D 7/7	600	21.06.06	17,97	18,55	11.130	3,9%	+4,7%	+3,2%
NETEASE [CHN] IK	501 822	INTERNET	B 8/6	300	15.07.09	26,06	24,75	7.425	2,6%	-18,4%	-5,0%
SILVER STANDARD RES.** [CAN]	858 840	SILBEREXPLORER	C 7/5	1.000	13.11.08	14,29	13,45	13.450	4,8%	-10,9%	-5,9%
SINO-FOREST [CHN]	899 033	HOLZPRODUZENT	C 8/6	800	09.09.08	11,20	10,44	8.352	3,0%	-8,7%	-6,8%
RATIONAL [D]	701 080	KÜCHENGERÄTE	E 7/7	100	06.08.08	116,41	100,78	10.078	3,6%	+6,1%	-13,4%
EQUITYSTORY [D]	549 416	INVESTOR RELATIONS	D 5/5	400	06.10.08	21,30	17,92	7.168	2,5%	-4,0%	-15,9%
STRATECO RES. [CAN] IK	A0C AKR	URAN-EXPLORER	C 9/8	10.000	08.10.08	0,67	0,55	5.500	1,9%	-14,1%	-17,9%
ORAD HI-TEC [ISR] IK	928 634	3D-SOFTWARE	C 7/6	3.000	06.08.08	2,65	2,00	6.000	2,1%	+0,5%	-24,5%
DEUTSCHE BANK PUT; DEZ 09	CG5 FKN		E 8/9	10.000	16.09.09	0,20	0,07	700	0,2%	-53,3%	-65,0%

\*) 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.

\*\*\*) Mischkurs; HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

AKTIENBESTAND	156.293	55,2%
LIQUIDITÄT	126.607	44,8%
GESAMTWERT	282.900	100,0%

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

wenigen Aktien abhängig sein. Diese Strategie hat sich bislang sowohl in Hausse- als auch in Baisse-Zeiten bewährt. Während der DAX bspw. im vergangenen Jahr rund 40% einbüßte, verlor unser Musterdepot gerade einmal 12% an Wert. Und auch im aktuellen Jahr, in einem noch dazu gänzlich anderen Marktumfeld, schneiden wir wieder besser als unsere Benchmark ab.

### **Netease-Aktie unter Druck**

Deutliche Kursverluste musste zuletzt die Aktie von Netease (IK) hinnehmen. Der chinesische Betreiber diverser Online-Spiele – seit Juni bietet man auch das weltweit sehr populäre „World-of-Warcraft“-Franchise in China an – befindet sich in einer misslichen Lage. Nachdem Regierungsbehörden es ausländischen Firmen bereits verboten hatten, sich an chinesischen Online-Spiele-Betreibern zu beteiligen, droht demnächst unter Umständen neuer Ärger. So setzen sich offizielle Stellen für eine Abschaltung der WoW-Seite ein. Dessen ungeachtet glauben wir weiterhin an die Langfriststory. Das skalierbare Geschäftsmodell bietet in Verbindung mit dem Riesemarkt China für das Unternehmen auch in Zukunft genügend Wachstumschancen.

### **Baader überzeugt**

Der Börsenaufschwung kommt zu allererst bei den Brokern und Maklern an. Genau aus diesem Grund waren wir vor gut einem Jahr bei der Münchner Baader Bank eingestiegen. Wie sehr steigende Kurse das Ergebnis beflügeln können, zeigte sich bei Vorlage des Neunmonatsberichts. Dank eines überaus starken Handelsgeschäfts – allein im dritten Quartal nahm der Ertrag dieser Sparte im Jahresvergleich um über 200% zu – vervielfachte sich das Konzernergebnis von 3,0 auf 15,7 Mio. EUR. Das entspricht umgerechnet einem Gewinn von 35 Cent je Aktie. Baader kündigte bereits an, für das laufende Jahr eine höhere Dividende zahlen zu wollen. Im Vorjahr schüttete der Wertpapierspezialist lediglich 6 Cent aus. Angesichts der starken Ergebnisse ist hier zumindest mit einer Verdopplung, vielleicht sogar einer Verdreifachung zu rechnen.

### **Fazit**

Mit dem Verkauf der Hermle-Aktie haben wir unsere ohnehin bereits üppige Liquidität zuletzt nochmals erhöht. Voraussichtlich werden wir uns in den nächsten Wochen nur noch von sehr wenigen Titeln trennen und stattdessen eine erneute Absicherung aufbauen. Schließlich wollen wir nicht signifikant unter einen Investitionsgrad von 50% fallen. Das bedeutet aber auch, dass wir den einen oder anderen Wert ganz bewusst in die vermutlich anstehende Korrektur „mitschleppen“ werden. Hinzu kommt der Beginn der Berichtssaison. Man kann es nicht anders sagen: Es liegen spannende Wochen vor uns. ■

*Marcus Wessel*

#### **HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)**

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



Es ist immer der  
**richtige Zeitpunkt,**  
an Ihren nächsten  
Geschäftsbericht  
zu denken.

Besonders angesichts schwieriger Zeiten bieten wir Ihnen exklusive Lösungen auf adäquatem Preis-Leistungsniveau.

Hochwertiges Design und ein fundiertes Konzept sind hierbei unsere Leitlinie.

#### **KONTAKT**

elektronisch: [info@interstruct.com](mailto:info@interstruct.com) | [www.interstruct.com](http://www.interstruct.com)

telefonisch: +30 (0) 44 31 84-0 | Ihre Ansprechpartnerin: Mareile Hörstrup



European Investment Fund, the EU specialized vehicle providing fund of funds venture capital and guarantee instruments for SMEs, based in Luxembourg, is seeking an:

## Investment Manager

for the management team of the EUR 500m ERP-EIF Dachfonds.

### Responsibilities

Assist in the implementation of the ERP-EIF Dachfonds business plan, participating in the research, identification and preparation of fund investment opportunities, due diligence, structuring and negotiation of fund investments, and follow-up of business portfolio - Monitor a portfolio of funds – Follow-up of counterparts, venture capital management teams and venture capital investments – Represent EIF in Investors meetings and Advisory Boards

### Qualifications

University degree in finance or business administration, post-graduate degree would be an advantage. Additional degree in ICT technology or ICT technical background otherwise acquired would be an advantage.

**At least three years'** experience of the Venture Capital/Private Equity industry and techniques in Germany and Europe, fund of funds investment experience would be an advantage. Knowledge of investment opportunities in ICT Technologies and legal structuring of Venture Capital deals would be an advantage. **Fluency in written and oral English and German.** Knowledge of other EU languages would be an advantage.

For further details or to apply, please go to [www.eif.org](http://www.eif.org) and click on reference number EIF-TRM09WWW09.

The EIF offers attractive terms of employment and remuneration with a wide range of benefits and is an Equal Opportunity Employer.

## Beneke Zweitmarkt AG

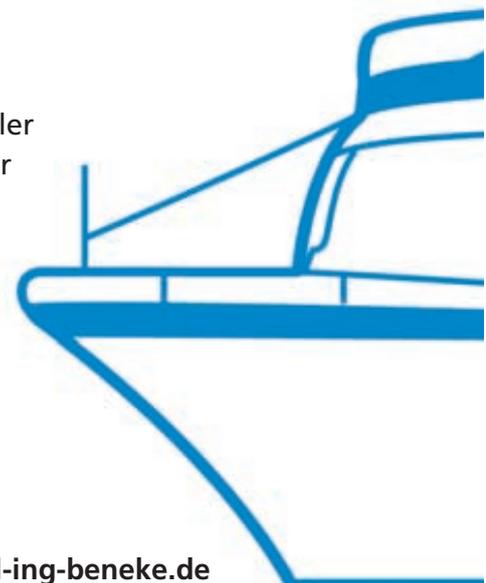
Die Beneke Zweitmarkt AG ist seit Jahren führend als unabhängiger Makler geschlossener Fonds im Zweitmarkt. Für den Vertriebsaufbau geschlossener Fonds (Öko-, Immobilien- und Schiffsfonds) suchen wir eine/n

## Vertriebsmitarbeiter/in

mit Provisionsbeteiligung. Erfahrungen im Bereich Banken, Immobilien, Steuern, Stiftungen oder Finanzdienstleistungen sind von Vorteil, aber nicht Bedingung. Vertriebserfahrung ist erwünscht. Homeoffice oder Teilzeit ist möglich.

Ihre aussagekräftige Bewerbung schicken bitte an:

[Bewerbung@dipl-ing-beneke.de](mailto:Bewerbung@dipl-ing-beneke.de)





# „Die breite Masse ist nicht lernfähig“

*Smart Investor im Gespräch mit Fondsmanager Dr. Conrad Mattern, CONQUEST Investment Advisory AG, über typische Anlegerfehler und mögliche Auslöser einer Börsenkorrektur.*

**Smart Investor:** Herr Dr. Mattern, Sie unterrichten an der Universität München Behavioral Finance. Welche Frage haben Ihnen Ihre Studenten zuletzt vermehrt gestellt?

**Mattern:** Die häufigste Frage war, ob denn nicht die Möglichkeit besteht, dass das durch die Behavioral Finance beschriebene Verhalten der Anleger irgendwann nicht mehr zum Vorschein kommt. Diese Frage impliziert, die breite Masse der Anleger sei lernfähig. Aber das ist sie nicht. Solange Gier und Furcht bei Investoren auftreten, wird die Behavioral Finance auch funktionieren. Leider setzen viel zu wenige die Erkenntnisse auch um. Der Grund ist ganz einfach. Die Industrie hat in den letzten Jahren ihre Investmentprozesse stark vereinheitlicht, alles musste quantitativ erfassbar sein. Im Gegensatz zu diesen computerisierten Ergebnissen ist das Anlegerverhalten nicht so gut berechenbar. Es ist wie Sir Isaac Newton einmal sagte: Er könne den Lauf der Sterne berechnen, nicht aber das Verhalten der Anleger. Freilich gibt es typische Anlegerfehler. Wie etwa die Beobachtung, Gewinne zu begrenzen und Verluste laufen zu lassen, oder aber der Heimateffekt, durch den vor allem heimische Aktien gekauft werden, weil sie Investoren vermeintlich gut kennen. Der Ankereffekt wiederum besagt, bestimmte Marken bei der Anlagepolitik zu berücksichtigen und damit unfrei bei Anlageentscheidungen zu sein. Aktuell ist zum Beispiel der Dow Jones bei 10.000 ein für die Anleger wichtiger Anker. Dabei hat die Zahl selbst nichts zu bedeuten.

**Smart Investor:** Ist es denn erlernbar, Anlegerfehler zu vermeiden?

**Mattern:** In Vorlesungen wie meiner oder mit Büchern kann nur das theoretische Rüstzeug vermittelt werden, die Erfahrung müssen Anleger selber machen. Das ist wie bei einem Kochrezept für ein Soufflé. Sie wissen, es gehören Eier und Mehl hinein, es muss luftig geschlagen werden, und so weiter. Ob das Soufflé aber aufgeht, werden sie erst nach ein paar Mal wissen. Wenn Sie das dauerhaft üben, wird der Erfolg nachhaltig sein. Genauso ist das mit der Behavioral Finance.

**Smart Investor:** In den vergangenen 24 Monaten scheinen Anleger wieder mehr Fehler gemacht zu haben. Wie sonst sind diese immensen Kursschwankungen zu erklären?

**Mattern:** Die letzten zwei Jahre hatten für mich zwei Phasen: Jene bis zum 9. März dieses Jahres und eben von diesem Tag bis heute. Vor dem 9. März hatten wir im Prinzip eine Hochphase der Anlegerfehler. Gier gab es gar nicht mehr, es regierte nur noch die Furcht. Und zwar in einem Maße, wie ich es noch nie zuvor gesehen hatte. Entsprechend „funktionierten“ Behavioral Finance-Fonds in den Monaten bis zum 9. März hervorragend. Seit besagtem Märztag ist nun die Behavioral Finance praktisch ausgeschaltet, denn die Liquidität hat sich wie Zuckerguss über die Börse ge-

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



legt. Aber jeder, der schon mal zu viel Zucker gegessen hat, weiß, dass er sich den Magen irgendwann verdirbt.

**Smart Investor:** Also werden die Märkte den süßen Nektar nicht ewig trinken?

**Mattern:** Es geht hierbei weniger um die reine Masse an Liquidität. Die Bilanzsumme der amerikanischen Fed hat sich glatt verdoppelt, die EZB hat 450 Mrd. EUR an frischen Mitteln zur Verfügung gestellt. Die Frage ist nur, wo sich die Liquidität bemerkbar macht: an den Güter- oder den Anlagemärkten. Oder aber sind die Banken aus bestimmten Gründen künftig nicht mehr in der Lage, dieses ihnen zugeleitete Geld aggressiv zu investieren. Dann ist die Liquidität zwar latent vorhanden, wird aber an den Güter- und Anlagemärkten nicht mehr zu sehen sein.

**Smart Investor:** Nun ist ja Behavioral Finance eine Top-Down-Betrachtung. Wie kommen Sie dann auf einzelne Aktien?

**Mattern:** Die Behavioral Finance dient als Element unserer Asset Allocation. Einer der wichtigsten Faktoren sind hierbei unsere Themenindizes. Hierbei verfolgen wir die „Story-Sichtweise“ und gehen eben nicht nach rein rationalen Gesichtspunkten vor. Es geht also um die Frage, welche Story gerade vom Markt gespielt wird. Als noch vor einem Jahr jede Woche eine neue Bank in Schieflage geriet, erschütterte das den Markt ein ums andere Mal. Die Story hieß damals Bankenpleiten. In diesem Jahr sind schon über hundert Banken in den USA pleite gegangen, aber in der Berichterstattung ist das in der Regel kaum mehr als eine Fußnote. Im Moment haben Anleger ihren Fokus also ganz woanders. Liquidität und eine sich scheinbar verbessernde Konjunktur sind die ziehenden Argumente.

**Smart Investor:** Was meinen Sie mit „scheinbar“?

**Mattern:** In meinen Augen könnte 2010 das Jahr der großen Bankenpleiten werden, vor allem in den USA. Die erste Runde der Bankenrettung bezog sich dort vor allem auf die Großbanken. Teilweise haben sie ja sogar diese Gelder wieder zurückgezahlt.



## IHRE ZIELE – UNSERE MOTIVATION

Die FIVV AG entwickelt als unabhängiger Vermögensverwalter für

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

individuelle Finanzlösungen.

Wir bieten unseren Klienten

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

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

Der „Elite Report 2009“ zählt die FIVV AG zur Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum.

**Smart Investor:** Damit sie Boni zahlen können.

**Mattern:** Ja, das ist ein positiver Effekt – für die Banker. Ein anderer Aspekt erscheint mir aber entscheidend zu sein: Die Großbanken haben vor allem deshalb Probleme bekommen, weil sie in strukturierte Papiere investiert haben, die dem Wohnungsimmobiliemarkt entstammen. Das war die erste Welle. Die Historie zeigt, dass eine Immobilienkrise aber stets in zwei Wellen abläuft. Jetzt dürften die Gewerbeimmobilien an der Reihe sein. Hier entscheiden Gremien über Kauf und Verkauf, die Flexibilität ist also geringer als bei Privatinvestoren. Gewerbeobjekte sind zum Großteil über die kleineren Banken finanziert und machen nun langsam Probleme. Dann könnte die tragische Situation eintreten, dass die US-Einlagensicherung FDIC zahlungsunfähig wird. Zwar gilt die Zusicherung seitens der US-Regierung, aber angesichts der immensen Schuldenbelastung und des geringen Abstands zur US-Schuldengrenze sitzt das Geld auch nicht mehr so locker. Was macht die FDIC? Sie forderte von den Mitgliedsbanken die Beiträge für die kommenden drei Jahre bereits jetzt ein. Damit wurde ein aktuelles Loch nur wieder in die Zukunft verschoben.

**Smart Investor:** Untermauern die Probleme im Bankensektor nicht ein „Double Dip“-Szenario?

**Mattern:** Das ist stichhaltig, aber es gibt noch weitere Gründe. Durch die massiven Konjunkturmaßnahmen wurde Nachfrage, die vielleicht im nächsten oder übernächsten Jahr aufgetreten wäre, einfach vorgezogen. Die Abwrackprogramme, in den USA „Cash for Clunkers“ genannt, lassen die Autoverkäufe absehbar in ein tiefes Loch fallen. Viele Faktoren sind also jetzt noch positiv, werden sich aber rasch ins Negative verkehren.

**Smart Investor:** Gleichwohl will der Markt derzeit weiter nach oben?

**Mattern:** Zwei Ursachen sind hierfür anzuführen: Liquidität und Stimmung. Ich maße mir nicht an zu sagen, wie lange die Liquiditätshausse noch läuft, aber momentan läuft sie noch. Auch ist die Stimmung noch nicht euphorisch, die Anleger sind tendenziell zurückhaltend und misstrauen der Hausse. An dieser Stelle würde ich eine Parallele zum Jahr 2000 zie-

hen. Mein Szenario sagt mir also, dass der Aktienmarkt bereits sehr weit gelaufen ist und wir eigentlich jeden Tag mit einer heftigen Korrektur rechnen müssen. Letztendlich werden wir vermutlich keine neuen Tiefstände sehen, weil die große Panik raus ist. Im letzten Jahr war einfach die Angst da, das Finanzsystem würde zusammenbrechen. Kommt jetzt „nur“ eine zweite Rezession, aber eben ohne Armageddon, dann sacken die Märkte zwar nochmals heftig durch, aber das wären dann eindeutig Kaufkurse.

**Smart Investor:** Zumal ja Obama ins zweite Jahr seiner Präsidentschaft kommt, erfahrungsgemäß das schwierigste Jahr.

**Mattern:** Es hat sich einfach gezeigt, dass die unangenehmen Entscheidungen stets unmittelbar nach der Wahl getroffen werden. Die Hoffnung beruht darauf, der Wähler würde diese Notwendigkeiten, die auch konjunkturbelastend sind, zum nächsten Wahltermin hin vergessen. Nicht zuletzt weil die im ersten Jahr getroffenen Maßnahmen im vierten Jahr greifen. Wir nennen das den politischen Konjunkturzyklus. Dazu signalisiert der Mittelstand, dass er die Lage für 2010 weit weniger optimistisch einschätzt, als es die Märkte vorexerzieren. Sowohl Investitions- als auch Einstellungsmöglichkeiten werden bei weitem noch nicht positiv beurteilt.

**Smart Investor:** Damit dürften Sie in Ihrem Fonds sehr vorsichtig aufgestellt sein?

**Mattern:** Seit Kurzem halten wir im Fonds wieder eine Cashquote von 100%. In diesem von mir skizzierten Umfeld rückte die Behavioral Finance schlichtweg in den Hintergrund, und da stehe ich dann am besten einfach mal an der Seitenlinie. Die Breite der Aufwärtsbewegung war nicht von soliden Unternehmen getrieben, sondern von jenen Werten, die während der Krise berechtigterweise nach unten geprüft wurden. Wir sprechen hier nicht von den gefallen Engeln, denn Engel waren diese Gesellschaften nie. Solange die Börse eher ein Eldorado für Zocker ist, bleibe ich ihr fern. Wie gesagt, sobald die Signale sich ändern, werden wir wieder zügig investieren.

**Smart Investor:** Herr Dr. Mattern, haben Sie vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen. ■

*Interview: Tobias Karow*



# Es ist gefährlich, richtig zu liegen, wenn der Staat falsch liegt!

**?** **Crack-up-Boom**  
Mises erkannte als Ursachen für die Krise Staatsverschuldung und ungedecktes Papiergeld. Und so achtet man gespannt auf die Teuerungsraten und denkt: Wenn nun auch noch die Preise steigen, dann haben wir wirklich den CuB. Aber ist es wirklich so? Mises hat seine Analysen auf den damals gültigen Bezugsrahmen abgestellt. Daher wäre es töricht, bei veränderten Umweltbedingungen die historischen Erkenntnisse 1:1 in die heutige Zeit umzusetzen. In meinen Augen stecken wir bereits voll in der Katastrophenhaushalt! Denn im Gegensatz zu den damaligen Verhältnissen in Deutschland leben die G20 in einem bis dato nie gekannten Wohlstand. Damals mangelte es den Menschen an vielen Dingen des täglichen Lebens, und so handelten sie sehr rationell, als die Preise stiegen: Sie kauften alle Waren, die sie für den täglichen Bedarf oder in Zukunft brauchen konnten. Weiterhin transformierten sie das Bargeld in Sachwerte, denn auch diese wurden von breiten Schichten nachgefragt und somit teurer. Im Ergebnis stiegen Verbrauchsgüter und Sachwerte. Heute ist es anders. Denn in den entwickelten Regionen haben wir ein Überangebot an Lebensmitteln (Milchsee, Butterberge, Massentierhaltung) und auch an Gebrauchsgütern (KFZ, Fernseher, Kleidung). Daher ist es heute nicht sinnvoll, das Geld in diese Richtung fließen zu lassen. Allerdings wird man versuchen, sein Bar- und Giralgeld in „harte“ Alternativen zu tauschen, eben Aktien, Rohstoffe, Immobilien, Gold. Aber sogar Industrie- und auch Staatsanleihen weisen zunächst steigende Notierungen auf. Diese Transformationen erfolgen außerhalb des Warenkorb

und führen daher auch nicht zu steigenden Inflationsraten. In der Mitte der Katastrophenhaushalt erleben wir dann eine Selektion bei den Anleihen: Die Industriefinanzen steigen weiter, bei den Staatsanleihen kommt es in Folge von Bankrottgefahren zu Kursverlusten und somit steigenden Renditen. Ein sicheres Zeichen für die fortgeschrittene Katastrophenhaushalt ist, wenn die Renditen für Industrie- unter die der Staatsanleihen fallen. Dann folgt der Abverkauf der



Ludwig von Mises

Währung und der dazugehörigen Staatspapiere. Erst im Endstadium werden wir eine Verbraucherpreis-inflation haben, wenn die gestiegenen Rohstoffpreise voll auf die Produktionskosten durchschlagen und umgelegt werden. Es ist daher möglich, dass zum Zeitpunkt der deutlich steigenden Verbraucherpreise die Katastrophenhaushalt bei Sachinvestitionen schon abebbt. Das Ende des CuB wird wohl in jedem Wirtschaftsraum unterschiedlich ausfallen. Der eine wird drastisch die Steuern erhöhen (Vermögenssteu-

er, Tobin-Steuer) und darüber seinen Haushalt sanieren. Ist der Staatshaushalt gar nicht mehr zu retten, bleibt nur die Währungsreform.

V. Mohs

**SI** Vielen Dank für Ihren wirklich sehr gut durchdachten Leserbrief. Ja, der CuB ist vermutlich schon am Laufen. Genau deshalb weicht SI von Mises' Definition ab und sieht in ihm nicht ein wenige Wochen andauerndes Spektakel, so wie dies 1923 der Fall war. Vielmehr betonen wir, dass es sich diesmal über mehrere Jahre erstrecken wird. Gerade

auch, weil es genügend deflationäre Effekte (z.B. Überkapazitäten, Billigproduktion in China) gibt, die trotz gigantischer Geldmengenexpansion nicht sofort eine Hyperinflation entstehen lassen.



Smart Investor 10/2009

**?** **Geiles Teil?**  
Bis vor kurzem kannte ich die Zeitschrift Smart Investor gar nicht. Bei einem Zwischenstopp am Münchner Bahnhof habe ich sie mir, animiert durch die leicht bis gar nicht bekleidete Dame auf dem Titelbild, ohne genauer hinzusehen gekauft. Allerdings war ich dann vom Inhalt doch eher enttäuscht. Ich hatte mir mehr Erotik versprochen.

Günter E.

**SI** Es tut uns sehr leid, wenn wir Sie durch unser letztes Cover in die Irre geführt haben. Wenn Sie sich einen Moment mehr Zeit genommen und einige Headlines gelesen hätten, wäre Ihnen sehr schnell klar geworden, dass Smart Investor nicht halten kann, was Sie sich davon versprochen haben. Im Übrigen sollten in einem gut sortierten Bahnhofskiosk die Wirtschaftsmagazine auch nicht neben den Erotikmagazinen ausliegen.

**?** **Goldbesitzverbot**  
In SI 12/08 und 10/09 betonten Sie die Anonymität beim Edelmetallkauf, weil Sie ein Goldverbot nicht ausschließen. Nun habe ich per Internet meine Bestände erworben. Das ging auch alles problemlos. Nur bin ich bei dem Edelmetallshop nicht mehr „anonym“. Meine Adresse ist hinterlegt und ich musste in Vorkasse gehen. Gibt es aus der Ver-

gangenheit heraus Erfahrungen, wie der Staat bei einem Goldbesitzverbot vorgeht?

W. S.

**SI** Ein Gold verbietender Staat wäre wohl sehr an den Kundendaten aller Edelmetallhändler interessiert. Wenn man bedenkt, dass Goldbesitzer im Sinne eines solchen Gesetzes dann „kriminell“ sind, wird der Staat wohl die Daten auch bekommen. Der überhand nehmende internationale Datenaustausch mit gleichgesinnten Ländern würde dabei auch ausländische Edelmetallhändler nicht sicherer machen. Drastische Strafen könnten sicherlich auch dazu beitragen, Gold abzugeben. Den Behörden stehen heute ganz andere Möglichkeiten zur Überprüfung der Finanztransaktionen ihrer Bürger offen als in früheren, finsternen Zeiten. Eine Bagatellgrenze erscheint realistisch. So gab es unter Roosevelt in den 30er Jahren einen „Goldfreibetrag“ im Wert von 100 USD (damals ca. 5 Unzen). Wir hoffen nicht, dass es zu einem Goldverbot kommt. Wer dies aber befürchtet, kann sich jetzt schon positionieren (siehe SI 8/2009 zum Thema Staatsbankrott und Währungsreform).

#### **?** Silbergedenkmünzen

Sie haben in Ihrer letzten Ausgabe einem Leser empfohlen, wenn er Bargeld halten will, dann Silbermünzen, z.B. die 10-Euro-Gedenkmünzen. Meinen Sie die von der MDM Münzhandelsgesellschaft mbH?

*Susanne Sieber*

**SI** Grundsätzlich empfehlen wir kein Bargeld im CuB-Szenario, sondern Edelmetall(-münzen), wie z.B. kanadische Maple Leafs oder österreichische Philharmoniker. Wer aber meint, auch Bargeld halten zu müssen, dem raten wir dann wenigstens zu 10-Euro-Silbergedenkmünzen. Im Gegensatz zu einem 10-Euro-Papierschein weisen diese Münzen neben dem Nominalwert einen Materialwert von 16,65 g Silber auf. Solche Münzen gibt das Finanzministerium ca. fünfmal pro Jahr heraus. Bekommen kann man sie bei Banken und Sparkassen. MDM ist ein Händler, der auch solche Münzen verkauft. Wir raten Ihnen aber davon ab, andere Münzen bei MDM zu kaufen. Wir bemängeln v.a. die Nichtangabe des Feingewichts an Gold oder Silber bei den Münzen.

#### **?** Eveillard doch für deutsche Anleger möglich

Im letzten abgedruckten Leserbrief (SI 10/2009) wurde nach einer deutschen Investmentmöglichkeit in den Fonds von Jean-Marie Eveillard (First Eagle Global Fd) gefragt. Sie antworteten, die gäbe es nicht. Da darf ich Sie berichtigen: Sie können mit dem SocGen International (WKN 635 297) genau diesen Fonds hier in Deutschland kaufen.

*Regina Fahlbusch*

**SI** Vielen Dank für diesen Hinweis. Dieser Fonds von SocGen Asset Management wird wie der First Eagle Fund gemanagt. Eveillard sitzt sogar im Beratungsgremium.

#### **?** Lieber Stop-loss als Knock-out

In einem Ihrer „Smart Investor Weekly“ schreiben Sie zu einem Short-Hebelzertifikat, dass es besser wäre,

## Jeden Dienstag: Smart Investor Weekly!

In unserem kostenlosen e-Mail-Service **Smart Investor Weekly** kommentieren wir einmal wöchentlich die Lage an den Märkten – und nehmen dabei „kein Blatt vor den Mund“. Der Newsletter wird jeden Dienstag auf unserer Website [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) veröffentlicht. Dort kann man sich auch für die Versendung registrieren.

es mit einem Stop-Loss zu versehen. Es wäre nämlich steuerlich problematisch, wenn ein solches Zertifikat die Knock-out-Schwelle erreicht. Was meinen Sie damit?

*A. Kirst*

**SI** Wenn Hebelzertifikate die Knock-out-Schwelle erreichen und wertlos verfallen, kann es vorkommen, dass keine Verkaufsbestätigung von der Bank erstellt wird. Und dann kann es Probleme geben, den daraus entstandenen Verlust steuerlich geltend machen zu können.

#### **?** SI vs. Börsensignale

In jedem Heft ist ein Beitrag von Uwe Lang (Börsensignale). Zurzeit gehen seine Meinung und die von SI aber in völlig unterschiedliche Richtungen: Lang empfiehlt 100% Aktien, während SI eher vorsichtig ist und momentan nur eine Aktienquote von 50% hält. Gibt es diesbezüglich von Ihnen noch ein Statement? Uwe Lang hat bis zur Finanzkrise gute Erfolge mit seinem System gehabt. Und für Anleger ist es daher schwer, wenn die Meinungen in einem Heft diametral auseinander liegen. Ich war lange Zeit Börsensignale-Abonnent und habe von Mitte 2007 bis Anfang 2009 die größten jemals erlittenen Verluste hinnehmen müssen. Von der Seite aus vertraue ich Uwe Lang nicht mehr.

*Uwe F.*

**SI** Herr Lang hat bei uns eine laufende Rubrik und schreibt, was er für richtig hält – genauso wie andere Gastautoren. Wenn sich Differenzen zu unserer Einschätzung ergeben, müssen wir das nicht kommentieren. Prinzipiell gibt es zu jeder Zeit unterschiedliche Ansichten zur Börse. Ansonsten käme ja kein Handel zustande. Wir lassen andere Analysten zu Wort kommen, damit unterschiedliche Ansätze aufgezeigt werden. Entweder suchen Sie sich einen Analysten heraus, dem Sie vertrauen. Oder Sie handeln immer dann nicht, wenn sich unterschiedliche Einschätzungen ergeben – oder Sie wählen einen ganz anderen Weg. ■

*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.*

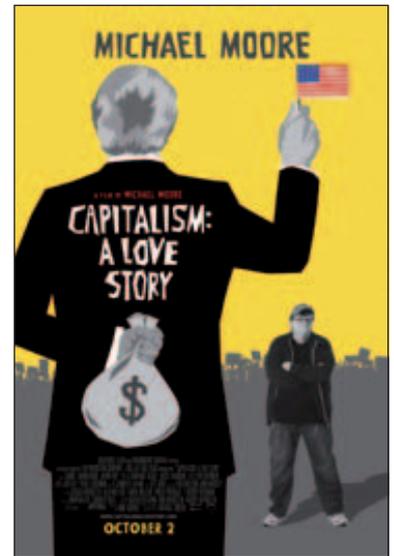
# „Kapitalismus: Eine Liebesgeschichte“

Für seine Anhänger ist Michael Moore der Heilsbringer im XXL-Format, für seine Gegner hingegen ein rotes Tuch (im wahrsten Sinne des Wortes). Wie zum Beweis dieser These wird auch sein neuer Film polarisieren und das Publikum in zwei Lager spalten. „Kapitalismus: Eine Liebesgeschichte“ geht wenig zimperlich mit der marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung ins Gericht. Moore feuert hier ohne Unterlass auf seine bevorzugten Ziele. Neben Wall Street bekommen George W. Bush, Ronald Reagan und – das mag zunächst überraschen – Alan Greenspan ihr Fett weg. Dem früheren FED-Chef wirft er eine verfehlte Geldpolitik vor, und auch an Timothy Geithner, Obamas neuem Finanzminister, lässt sein Film kein gutes Haar. Interessant ist, dass er in seiner Polemik sogar ordnungspolitische Positionen übernimmt. Wie so viele Republikaner spricht sich auch Moore klar gegen die Rettung maroder Finanzinstitute mit Steuergeldern aus.

Der größten Wirtschaftskrise seit den 1930er Jahren nähert sich der Oscar-Preisträger über eine Vielzahl von Einzelschicksalen. Der rasante Verfall seiner Heimatstadt Flint, Michigan, steht dabei stellvertretend für den Niedergang der amerikanischen Schwerindustrie. Insgesamt fällt auf, dass sich Moore dieses Mal als Person doch deutlich zurücknimmt und über weite Strecken recht ernste Töne anschlägt. Die wenigen Moore-typischen Guerilla-Aktionen wie das Absperren der Wall Street mit gelbem „Crime Scene“-Tape

haben allerdings nichts von dem Witz und der Schärfe seiner früheren Auftritte eingebüßt. Am Ende ruft das sichtlich abgeseckte Enfant Terrible gar zur augenzwinkernden Revolution auf. Zitat: „Der Kapitalismus ist böse. Und etwas, das böse ist, kann nicht reguliert werden. Es muss durch etwas ersetzt werden, das allen Menschen dient: Demokratie.“ In diesem Sinne: Völker, hört die Signale! Auf zum letzten Gefecht!\*

Marcus Wessel

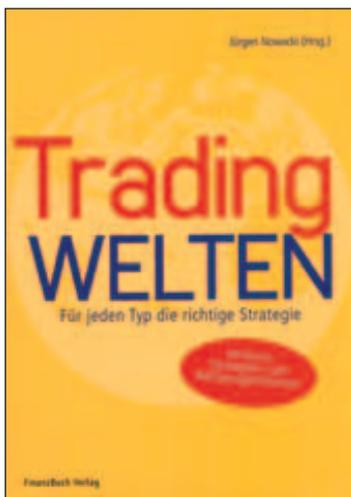


\*) Den Abspann unterlegte Moore durchaus selbstironisch mit einer „Swing-Version“ der Internationalen.

*Kapitalismus: Eine Liebesgeschichte; Regie & Drehbuch: Michael Moore; Kinostart: 12.11.2009; Verleih: Concorde; Laufzeit: 120 Min.*

## BUCHBESPRECHUNG I

# „Tradingwelten“



Während sich Captain James T. Kirk einst aufmachte, um neue Welten zu erkunden, tummelt sich Herausgeber Jürgen Nowacki mit seiner Crew überwiegend auf bekanntem Terrain: „Neue Wege“ werden eher nicht beschritten, wenn etwa zum wiederholten Mal Trendkanal oder Dreiecksformation präsentiert werden, diesmal freilich – wie originell – als Ausstiegssignal! Auch hätte dem Werk ein wenig mehr Recherche gut getan: Entgegen Nowackis Behauptung

wurden zwei der Manager des Skandalfonds LTCM beispielsweise nicht mit dem Nobelpreis für Mathematik, sondern mit dem für Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet. Aber es sind nicht diese kleinen Ungenauigkeiten, an denen das Werk primär krankt, es ist die überwiegend vorwissenschaftliche, mitunter sprunghafte Herangehensweise einiger Autoren: Da werden fröhlich Behauptungen aufgestellt, oder auch nur nachgebetet, dass etwa dieses

besser oder jenes wahrscheinlicher sei. Als Beleg – sofern überhaupt für nötig befunden – muss viel zu oft das bekannte Dreigestirn aus Beispiel(-chart), Analogie und vulgärpsychologischem Deutungsversuch herhalten. Eigene empirische Untersuchungen, die freilich Mühe machen, bleiben die Ausnahme.

Wo Schatten ist, da gibt es erfreulicherweise aber auch Licht: Ausgerechnet der Student und Nachwuchsautor Björn Borchers verweist – kurz und prägnant – mit dem methodisch saubersten Beitrag zum Thema „Bessere Handelsergebnisse mit Trendfiltern“ die „langjährigen Praktiker“ auf die Plätze. Von Borchers würden wir gerne mehr lesen.

Natürlich interessierte uns, warum in der Flut der Tradingratgeber gerade der Band von Herausgeber Jürgen Nowacki als bislang einziger das sogenannte Gütesiegel eines hiesigen Analystenverbands erhielt. Auf unsere Anfrage zur Vergabepaxis antwortete ein Vorstandsmitglied dieses Verbands – Jürgen Nowacki: Die Informationen zum Gütesiegel würden „gerade“ überarbeitet. Gut so.

Ralph Malisch

„Tradingwelten“, Jürgen Nowacki [Hrsg.], FinanzBuch Verlag, München 2009, 368 Seiten, 69,90 EUR

# „Börse für Dummies“

Weltweit wurden bislang 200 Millionen „Dummies-Bücher“ gedruckt. In Deutschland sind momentan deren 300 Titel auf dem Markt. Wer sind diese Dummies? Dummies sind Leute wie du und ich, die lernen möchten, allerdings ohne Fachchinesisch. Und der Spaßfaktor soll nach Möglichkeit auch nicht fehlen. So gesehen gibt es in dem Buch den „Echt-cool-Mann-Anlagetyp“, die Erläuterung von Finanzierungsschätzen fällt unter die Rubrik „Zur Sache, Schätzchen“, und bei den Zertifikaten erfährt der Leser, welche ins Körbchen sollen.

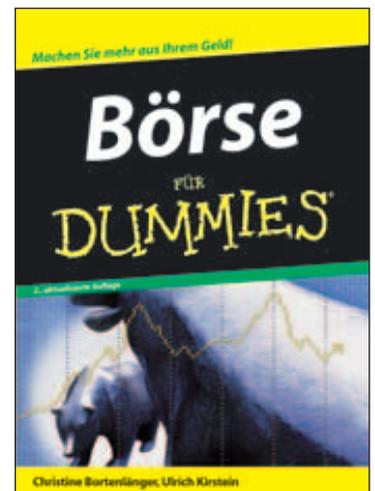
Etwas anders haben die gelernte Bankkauffrau, Betriebswirtin und Geschäftsführerin der Börse München, Dr. Christine Bortenlänger, sowie der Betriebswirt, Marketingexperte und Wirtschaftsredakteur Ulrich Kirchstein auch die Gliederung ihres Buches in 6 Teilen mit 16 durchnummerierten Kapiteln gestaltet. Teil I reicht von den Anfängen der Börse bis zur aktuellen Finanzkrise und wichtigen technischen Dingen für den Anleger. In Teil II bis IV werden in dieser Reihenfolge Aktien, Zertifikate, Derivate sowie festverzinsliche Wertpapiere und Investmentfonds behandelt. Teil V beschäftigt sich mit der Medienlandschaft und Anlagestrategien wie der Momentum- oder Dividendenstrategie, und in Form von Top-Ten-Listen gehen die Autoren auf Börsengurus samt Börsenweisheiten, Psychofehlern und Steuertipps ein.

„Börse für Dummies“ sticht mit seiner einfachen, umfangreichen und klar strukturierten Vorgehensweise hervor. Es eignet sich daher hervorragend als Einführungs- bzw. Nachschlagewerk für Börseneinsteiger. Nicht weniger, aber auch nicht mehr. Ob Dummies eines Tages große Kartoffeln ernten können, bleibt abzuwarten. Denn Begriffe wie Gold, Inflation oder Sachwerte sucht man hier vergebens. ■

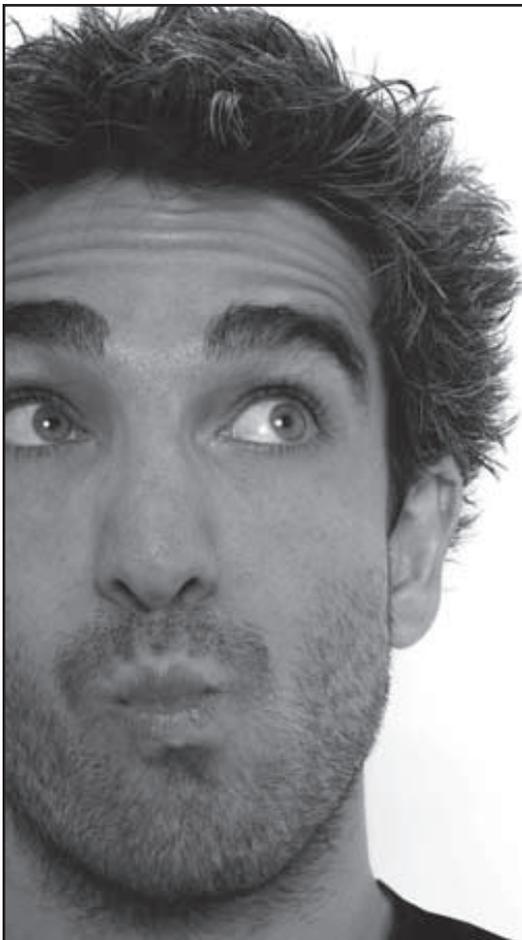
Claus Brockmann

„Börse für Dummies“ von Christine Bortenlänger und Ulrich Kirchstein; Wiley-VCH Verlag, Weinheim 2009, 378 Seiten, 19,95 EUR

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



Anzeige



„Auf einen Blick...  
ich scanne die Märkte nach meinen Kriterien  
und finde profitable Tradingchancen.“

**tradesignal**<sup>®</sup>

interactive online charting

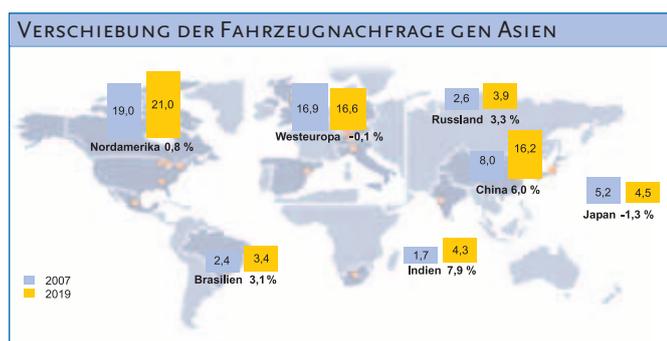
[www.tradesignalonline.com/Scanner](http://www.tradesignalonline.com/Scanner)

# Seven Sins und BWSC-Baader-Investorenkonferenz

*Immer im Herbst steht eine ganze Reihe von Nebenwerte-Veranstaltungen an. Mit der Seven Sins – Seven Chances des Researchhauses CdC Capital und der Baader Investorenkonferenz standen nun zwei Standardtermine auf der Agenda.*

## Wider der Auto-Krise

Zunächst gilt es kritisch zu bemerken, dass beide Konferenzen am selben Tag stattfanden. Anleger mussten sich also zwischen dem Lenbachhaus in München oder Unterschleißheim, einem Vorort der bayerischen Landeshauptstadt, entscheiden. Bei letzterem fiel die Wahl auf die Investoren-Konferenz der Baader Bank, deren Schwerpunkt diesmal auf Unternehmen aus Baden-Württemberg lag. Dass die Süddeutschen alles außer Hochdeutsch können, davon überzeugte zunächst Stephan Haas von ElringKlinger. Abermals konnte der Konzern überraschen. Denn trotz herber Einbrüche bei der PKW-Produktion erreichte ElringKlinger im ersten Halbjahr eine EBIT-Marge von annähernd 8%. Gleichzeitig mahnte Haas, die Krise in der Autobranche sei noch nicht ausgestanden. Künftig werde sich jedoch die Nachfrage stärker in Richtung Asien verschieben, das macht auch ElringKlinger Hoffnung. Bis 2019 ist mit einer Verdoppelung der Autoverkäufe in China zu rechnen (s. Abb.). ElringKlinger sieht sich in diesem Umfeld bestens aufgestellt, denn die Konzentration auf Bereiche wie die Emissionsverringerung, die Reduzierung des Verbrauchs oder die forcierte Entwicklung neuer Antriebstechnologien macht die Schwaben zu einem kompetenten Teilepartner für unter Druck stehende Autokonzerne.



Quelle: Elring Klinger

## ePassport als Wachstumstreiber

Ebenfalls zu überzeugen wusste SMARTRAC, ein Spezialist für elektronische Pässe und Zahlungsmittel. Trotz einiger technischer Details, die offenkundig nicht jeder Besucher auf Anhieb nachvollziehen konnte, beschrieb Finanzvorstand Christian Uhl sehr eindrücklich den künftigen Wachstumspfad seines Unternehmens. Zum Beispiel dürfte der RFID-Markt bis 2019 um jährlich 19% zulegen und dann 25,5 Mrd. USD „schwer“ sein. Jeder Zuhörer dürfte sich schon einmal mit dem Thema ePassport und dem sich hieraus ableitbaren Wachstumspotenzial auseinander gesetzt ha-



ben. SMARTRAC scheint damit auch ein relativ krisenresistentes Geschäft zu betreiben, denn im Halbjahresvergleich konnten die Umsätze zum 30. Juni dieses Jahres um 19% ausgeweitet werden. Allerdings sank das EBITDA um 42% auf nur mehr 6,6 Mio. EUR, die Eigenkapitalquote wiederum stieg um 4% leicht auf 57,7% an. Damit ist SMARTRAC solide durchfinanziert, der nächste RFID-Boom kann also kommen. Neben diesen beiden Unternehmen präsentierten sich noch MVV Energie, die Schlott Gruppe, Schuler, R. Stahl und Homag, insgesamt also sieben Gesellschaften.

## Hilfe für US-Schuldner naht

Mit der gleichen Anzahl konnte die Seven Sins – Seven Chances-Konferenz des Analysehauses CdC Capital AG aufwarten. Interessant war die Präsentation von U.S. Debt Settlement. Dieses amerikanische Kleinunternehmen setzt auf die Zahlungsunfähigkeit von US-Privathaushalten und bietet diesen die Möglichkeit, gegen eine Abstandzahlung ihre Gläubiger abzufinden. Der Gläubiger bekommt also weniger, als er vom Schuldner fordert, der Schuldner sieht sich seinerseits mit niedrigeren Forderungen konfrontiert. Als Schnittstelle zwischen den beiden Parteien fungiert U.S. Debt. In einer typisch amerikanischen Präsentation ging es CEO Michael Mann weniger um Unternehmenszahlen als vielmehr den Weckruf, sich doch jetzt Aktien seines Unternehmens zu kaufen. Warum er aber ausgerechnet in Deutschland frisches Kapital einsammeln will, vermochte er nicht überzeugend zu vermitteln. Neben den Amerikanern stellten sich noch F24, GfK, Centrotherm, Francotyp Postalia, Wi-Sky Inflight und S.A.G. Solarstrom dem Publikum.

## Fazit

Beide Veranstaltungen hielten für jeden Geschmack etwas parat, und wie immer blieben offene Fragen. Umso betriebsamer wurde es am Buffet, das im Falle der Baader-Veranstaltung mit schwäbischen Köstlichkeiten aufwarten konnte. Das machte Appetit auf mehr. ■

Tobias Karow, Thilo Schmidt

## Unternehmen von A-Z

Unternehmen	WKN	Seite
AMB Property Corp.	910 688	6
Analytik Jena AG	521 350	67
Atoss Software AG	510 440	12
Ayala Land Inc.	888 201	6
Baader Bank AG	508 810	71
Bijou Brigitte Modische Acces. AG	522 950	12
Biotest AG	522 723	16
British Land Co. Plc.	852 556	6
CapitaLand Ltd.	591 032	32
Champion REIT Ltd.	AoJ 2MQ	6
conwert Immobilien Invest SE	801 475	6
CTS Eventim AG	547 030	16
Cyrela Commercial Property S.A.	AoM Y1P	6
Delticom AG	514 680	16
Deutsche Bank AG	514 000	59
Deutsche EuroShop AG	748 020	32
DIC Asset AG	509 840	69
Digital Realty Trust Inc.	AoD LFT	32
DNick	897 826	58
Drägerwerk AG & Co. KGaA	608 343	16
Drillisch AG	554 550	16
Dürr AG	556 520	16
Gafisa S.A.	AoM LYV	6
Gecina S.A.	AoB LMY	6
Great Eagle Holdings Ltd.	879 151	6
Henderson Land Dev. Co. Ltd.	867 157	6
Homag Group AG	529 720	16
Hornbach Holding AG	608 343	12
Immoeast AG	AoB LUL	6

InCity Immobilien AG	AoH NF9	69
InTiCa Systems AG	587 484	66
Keppel Land Ltd.	869 111	6
Kontron AG	605 395	16
Kuka AG	620 440	16
Land Securities Group Plc.	662 289	6, 32
LPKF Laser & Electronics AG	645 000	12
Mitsubishi Estate Co. Ltd.	853 684	32
Mobotix AG	521 380	12
Nemetschek AG	645 290	12
Netease.com Inc.	501 822	71
Paragon AG	555 689	68
Pfeiffer Vacuum Technology AG	691 660	16
Prior Capital AG	720 420	68
PSI AG	AoZ 1JH	12
SanDisk Corp.	897 826	58
Schmack Biogas AG	SBG 511	68
Simon Property Group Inc.	916 647	6, 32
SNP Schneider-Neureither & Partner	AG720 370	67
Société de la Tour Eiffel S.A.	854 219	6
Steico AG	AoL R93	12, 67
Sto AG	727 413	12
Stratec Biomedical Systems AG	728 900	64
Unibail-Rodamco SE	863 733	6, 32
VT Finance AG	AoN FN4	68
Westag & Getalit AG	777 523	12
Westfield Group	AoB 6XG	32
Wirecard AG	747 206	16

Einer Teilaufgabe dieser Ausgabe liegt eine Beilage der Schulungsgesellschaft The Trader sowie der TM Börsenverlag AG bei.

## Themenvorschau

### bis Smart Investor 3/2010

**Devisenmarkt:** Das große Casino?

**Crack-up-Boom:** Die richtige Aktienauswahl

**Hyperinflation:** Wie verhalten sich einzelne Assetklassen?

**Kapitalmarktausblick 2010:**  
Ein ganz besonderer Jahrgang

**Multi-Asset-Fonds:** Die Super-Diversifizierer

**Osteuropa:** Noch Perlen unter den Trümmern?

**Kapitalschutz:** Wissenswertes für harte Zeiten

**Asien-Aktien:** Die Stars von morgen

**Gold-ETFs:** Was ist davon zu halten?

**Zeit:** Sinnloser Kampf um Millisekunden

**Richtige Anreize:** Warum etwas funktioniert oder nicht

**FED:** Fakten und Mythen um die US-Notenbank

**Wachstumsaktien:** Schwenkt das Pendel wieder um?

**Börsenstrategien:** Die besten Analyseansätze

**Volumen:** Was sich aus den Börsenumsätzen lesen lässt

**Die alten Meister:** Trading- und Investorenlegenden

**Volatilität:** Für die meisten Börsianer ein Mysterium

**Wein:** Der rote Saft als Kapitalanlage

**Korrelationen:** Skurrile Prognosemethoden

## Impressum

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

7. Jahrgang 2009, Nr. 11 (November)

### Verlag:

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

### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur), Tobias Karow, Thilo Schmidt

### Redaktionsanschrift:

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

### Freie Mitarbeiter:

Christian Bayer, Claus Brockmann, Daniel Haase,  
Michael Heimrich, Christoph Karl, Magdalena Lammell,  
Ralph Malisch, Axel Schuster, Bernhard Wageneder,  
Marcus Wessel

### Gast-Autoren:

Alexander Hirsekorn, Manuel Hölzle, Uwe Kohde,  
Uwe Lang, Mark Winkler

### Interviewpartner:

Dr. Marc Faber, Frank Fischer, Nikolaus Kimla,  
Roland Leuschel, Dr. Conrad Mattern, Claus Vogt,  
Marcus Wolfinger

### Gestaltung:

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

### Bilder:

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

### Anzeigen:

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

### Erscheinungstermine 2009:

20.12. (1/09), 31.1. (2/09), 28.2. (3/09), 28.3. (4/09), 25.4.  
(5/09), 23.5. (6/09), 27.6. (7/09), 25.7. (8/09), 29.8. (9/09),  
26.9. (10/09), 31.10. (11/09), 28.11. (12/09), 19.12. (1/10)

### Redaktionsschluss:

23. Oktober 2009

### 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:

© 2009 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

### Interessenkonflikte:

Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbeiter, die  
an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind,  
haben sich verpflichtet, etwaige Interessenkonflikte 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.

# Irrten die Iren?!

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Was die irische Bevölkerung wohl gemeint haben mochte, als sie beim ersten Referendum zum sogenannten Lissabon-Vertrag im Jahre 2008 mit „Nein“ stimmte?! Egal, die EU wäre nicht die EU, wenn sie ein „Nein“ so einfach akzeptierte. Die Iren bekamen also die Chance, ihr Fehlverhalten beim diesjährigen Nachsitzen an den Wahlurnen zu korrigieren. In Deutschland ist diese Variante der Willensbildung als Simonis-Verfahren bekannt geworden: Man lässt so lange abstimmen, bis das Ergebnis passt. Allein die ereignisgesteuerte Wiederholung – nach einem „Ja“ wird selbstverständlich nicht erneut abgestimmt – fördert statistisch die Tendenz zur „richtigen“ Entscheidung: Es kam, wie es kommen sollte, die Iren sagten „Ja“ und ersparten sich weitere Urnengänge in den Folgejahren.

Hatten die Iren angesichts der desolaten wirtschaftlichen Lage tatsächlich keine andere Wahl, als beim großen Bruder EU klein beizugeben? Keine Wahl?! Keine Wahl hatten die Bürger der 26 anderen betroffenen Staaten. Dort wurde das Vertragswerk – teilweise nach „kleineren Korrekturen“ der jeweiligen Verfassungen – unter erstaunlich geringer Anteilnahme der Medien durchgewunken. Nachdem die EU-Verfassung 1.0 seinerzeit von anti-europäischen Elementen, also der Mehrzahl der Holländer und Franzosen, zu Fall gebracht wurde, dürfte die Erkenntnis gereift sein, dass diese Fragen nicht länger dem – nennen wir ihn spaßeshalber einmal so – Souverän anvertraut werden können.



Einzig Irland bestand auf seiner antiquierten Verfassung, die es dem Bürger weiter erlaubte, in den europäischen Prozess hinein-zupfuschen. Falls es nur darum ging, Menschen formal über etwas abstimmen zu lassen, ganz egal ob sie es gelesen oder gar verstanden haben, hätte der parlamentarische Prozess doch vollauf genügt. Wozu also ohne Not das Volk ins Spiel bringen? Weil es für ein kleines Land völlig riskolos ist. Wird „richtig“ gestimmt, ist der Prozess mustergültig legitimiert, kommt es aber zu einem „Unfall an der Urne“, kann die Politik dennoch stramm auf Linie bleiben. Da der Vertrag bei einem kleinen Land nicht gleich insgesamt kippt, verbessert ein „Nein“ vor allem die Position im anschließenden Geschacher. Schließlich muss dem Volk das Ergebnis ja schmackhaft gemacht werden.



Ein Phänomen aber begleitet praktisch alle großen EU-Initiativen der letzten Jahre (Euro-Einführung, EU-Verfassung, Lissabon-Vertrag). Die Völker sind regelmäßig ungleich skeptischer als deren Vertreter. Zwar hat sich der Bürger über die Jahre daran gewöhnt, einen gigantischen Apparat von zweifelhaftem Nutzen zu finanzieren, sobald die nach Europa abgeschobene politische B-Prominenz aber ernsthaft mitregieren möchte, stellt er verständlicherweise die Stacheln auf. Für Volksvertreter hält das Wuchern des EU-Apparats dagegen ein wahres Füllhorn hübsch dotierter Posten für die Zeit nach dem aktiven Dienst bereit. Da exponiert man sich wohl ungern als EU-Skeptiker.

Wie ein zeitgemäßer Abstimmungsprozess auch aussehen kann, demonstrierte das europäische Musterland Italien: Dort wurde der Lissabon-Vertrag von beiden Kammern mit einer Zustimmung von jeweils 100% angenommen. Trotz dieses eindrucksvollen Votums wollen wir uns bei dieser Gelegenheit den Hinweis eines frühen Deutschen Demokraten aus der gleichnamigen Republik zu Herzen nehmen: Walter Ulbricht bezeichnete sinngemäß 1% an ungültigen und Gegenstimmen als durchaus erwünscht, um alles recht demokratisch aussehen zu lassen. ■