

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

## Goldexplorationswerte – Chancen und Risiken



**MANAGERGEHÄLTER:** Fehlendes Augenmaß als Programm

**MARKTSTRUKTUR:** Das „Innenleben“ des Marktes

**DEPOT-SICHERUNG:** Gold als Inflationsschutz



## Editorial

# Irgendwie goldig



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Ein Großteil der vor Ihnen liegenden Smart Investor-Ausgabe ist diesmal dem Thema Gold gewidmet. Ein neuer Leser könnte fast auf die Idee kommen, daß wir als x-te Publikation nun auch noch auf den Edelmetall-Zug aufspringen wollen, aus Gründen der Auflagensteigerung – Sie wissen schon! Immerhin gehören Gold-Aktien seit mehr als zwei Jahren zu den besten Performern an der Börse. Sollten Sie hingegen schon länger zu unserer Leserschaft gehören, so dürften Sie diese goldlastige Ausgabe nur als logische und konsequente Fortsetzung unserer seit Bestehen des Smart Investor ausgegebenen Strategie verstehen, auf Rohstoffwerte und asiatische Titel zu setzen. Letzteres wird an der von Anfang an eingeschlagenen Richtung in unserem Musterdepot nur allzu deutlich. Auf Seite 38 können Sie sich selbst davon überzeugen.

Daß nun die Masse der Börsen- und Wirtschaftsblätter Lunte riecht und vermehrt diese Themen behandelt, hat in der Regel nicht viel mit fundiertem Research oder antizyklischer Vorgehensweise zu tun. Es ist eher ein Zeichen von Opportunismus und Mitläufertum. Und fast ist man versucht zu glauben,

daß ausgerechnet diejenigen Publikationen, die diese Trends erst jetzt erkennen, nun am lautesten und reißerischsten darüber berichten – fast so als müßten sie etwas nachholen.

Unsere diesmalige Titelstory behandelt Goldexplorationswerte, eine Branche, die von Haus aus zu den heißesten Spekulationsmöglichkeiten an der Börse gehört. Ganz bewußt haben wir daher auf eine sachlich-nüchterne Darstellung Wert gelegt und weiterhin einen Autor damit betraut, der seit vielen Jahren Erfahrung mit diesen Titeln hat und daher auch um deren Tücken und Eigenheiten weiß.

Unserer Ansicht nach werden Edelmetalle DAS Investmentthema dieses Jahrzehnts sein. Allerdings gehen wir auch davon aus, daß vor allem die Minen- und Explorerwerte zu den volatilsten Aktien gehören werden, zu deutsch: Nach einem dramatischen Aufmuß auch mit einem heftigen Ab gerechnet werden. Wer in einem solchen Umfeld als Investor bestehen und insbesondere nachhaltige Investmenterfolge erzielen will, darf vor allem eines nicht tun, nämlich prozyklisch handeln. Und genau deshalb versuchen wir möglichst früh die Trends zu erkennen und uns antizyklisch zu positionieren.

Insofern wünsche ich uns ein glückliches Händchen bei unseren Empfehlungen und Einschätzungen, auf daß sie sich für Sie als goldwert herausstellen.

Herzlichst

### HINWEIS:

Die Redaktion des Smart Investor beurteilt einmal wöchentlich die Geschehnisse an den Märkten. Diese können im Online-Newsletter Smart Investor Weekly unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) abgefragt werden, welcher jeden Dienstag ab ca. 17.00 Uhr erscheint.

**GodmodeTrader**

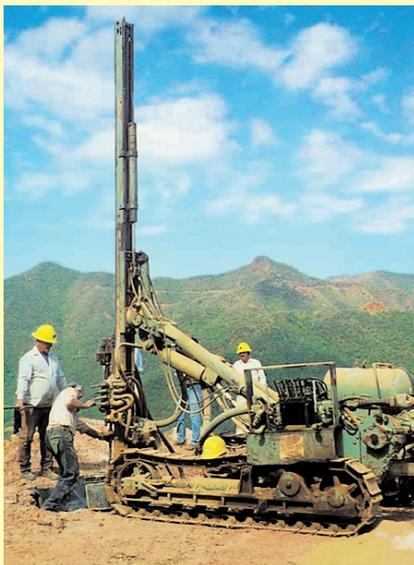
**ERFOLGREICHE TRADING SERVICES FÜR**

- OS/Knock Outs: + 57% Performance
- Small, Midcaps, Dax: dreistellige Jahresperformance
- Futures Trading: + 97% in wenigen Monaten
- Trading US – Aktien u.v.m.
- Umfassender Trading Service zu Top Preisen für Jedermann!

Die **PROFESSIONELLEN** Trading Services von [www.Godmode-Trader.de](http://www.Godmode-Trader.de) – der größten Trading Info Plattform im deutschsprachigen Raum.

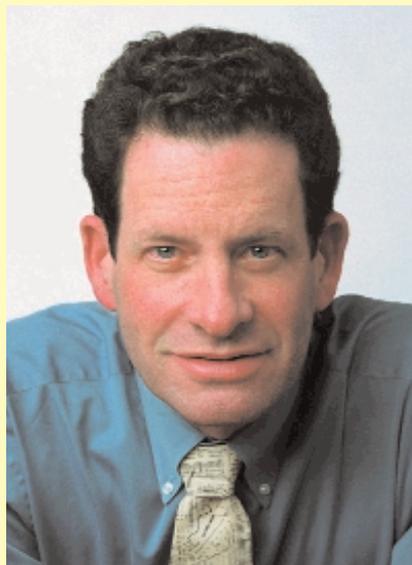
Ein Service der BörseGo GmbH

[www.godmode-trader.de](http://www.godmode-trader.de)



*Titelstory:  
Goldexplorationswerte*

Wer sich auf die Suche nach Goldexplorationstiteln macht, braucht gute Informationen und fundierte Kenntnisse. Neben der Darstellung der einzelnen Zyklen sowie der Chancen und Risiken kommen in unserer Titelstory auch konkrete Einzelempfehlungen nicht zu kurz. Ab Seite 6.



*Interview mit US-Vermögensverwalter  
Kenneth Fisher*

Im Rahmen der 19. Kapitalanleger-Tagung in Zürich sprach Smart Investor mit Ken Fisher, der mit deutlichen Aussagen und klaren Visionen zu überzeugen wußte. Über seine Fundamental- und Sentiment-Analyse, seine Prognosemethode und vieles andere mehr erfahren Sie auf den Seiten 12 bis 14.



*Interview mit dem Geologen und  
Goldexplorationsexperten Klaus Eckhof*

Der gebürtige Deutsche ist inzwischen weit über seine neue Wahlheimat Australien hinaus als Experte für diese spannendste, aber auch riskanteste Phase des Gold-Business bekannt. Wie es ihm gelingt, immer wieder neue Projekte zu finanzieren und auch zum Erfolg zu führen, das lesen Sie auf den Seiten 41/42.

#### Märkte

- 6** **Titelstory:**  
Goldexplorationswerte – Edelmetallspekulation mit großem Hebel
- 12** „Ich mag die Investmentbanker nicht“, Interview mit US-Vermögensverwalter Kenneth Fisher sowie Impressionen von der 19. ZfU-Kapitalanlegertagung in Zürich

#### Hintergrund

- 16** Managementvergütung – Fehendes Augenmaß als Programm
- 20** Portfolio Insurance – mit Gold das Depot absichern; von Uwe Bergold
- 22** Trügerische Indices – Dow vs. S&P
- 24** **Derivate:**  
Recht bekommen oder Anlageerfolg erzielen?
- 25** **Prinzipien des Marktes:**  
Marktstruktur (Markttechnik)

#### Research

- 28** **Das große Bild:**  
Wahljahre sind meist gute Jahre
- 30** **Relative Stärke:**  
Silber Top, Gold Flop
- 31** **Sentimenttechnik:**  
„Noch nicht jenseits von Gut und Böse“, Interview mit Alfons Cortés, Vermögensverwalter und -berater
- 32** **Aktie im Blickpunkt:**  
Alstom S.A. – Turnaroundkandidat zwischen Pleite und Entdeckung
- 34** **Externe Analyse:**  
Gold Fields Ltd. – ein Standard-Investment im Edelmetallbereich
- 36** **MoneyTalk:**  
Bernd Hirsch, Finanzvorstand  
Carl Zeiss Meditec
- 37** **Buy & Good Bye:**  
AWB und Infineon
- 38** **Musterdepot:**  
Fast schon verdächtig einträchtig
- 40** **Turnaround:**  
Nexus AG – endlich geheilt?

#### Potpourri

- 41** **Kolumne:**  
„Wahl ohne Qual: Managergehälter bleiben in der Kritik“  
von Reinhard Schlieker
  - 42** **Interview mit einem Investor:**  
„Majors interessiert nur das geologische Risiko, nicht das politische“; Klaus Eckhof, Geologe und Goldexplorationsexperte
  - 44** **Buchbesprechung:**  
„Die Goldverschwörung“ von Ferdinand Lips
  - 46** **Zitate:**  
„Dirty Harry“ gibt auf
- 
- 45** **Unternehmensindex**  
Vorschau *Smart Investor* 3/2004  
Impressum

## Titelstory

# Goldspekulation mit großem Hebel

*Explorationsaktien: die heißeste Variante der Goldinvestition*

Gold wie auch Goldminenaktien haben in US-\$ gerechnet seit 2001 enorme Anstiege verzeichnet – weitestgehend unter Ausschluß der Öffentlichkeit. In dieser Zeit haben sich die Kurse von Minenwerten wie Bema Gold und Golden Star Resources – beide sind im Amex Gold BUGS Index (Basket of Unhedged Gold Stocks; Tickersymbol: HUI) vertreten – mehr als verzehnfacht! Auf der Suche nach zukünftigen Star-Performern aus derselben Branche stößt man unweigerlich auf die äußerst spekulativen Explorationswerte. Dieser Beitrag stützt sich stellenweise auf den ersten Artikel zum selben Thema (sh. SI 10/2003 S. 17-19, online verfügbar unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)). Im folgenden werden noch einige Facetten des Explorationsgeschäfts dargelegt und danach einige Einzelwerte vorgestellt. Der Schwerpunkt liegt dabei auf kanadischen Penny Stocks, d.h. deutlich unter 1 Can-\$ notierenden Werten mit niedriger Marktkapitalisierung und hohem Hebel.

## Rückblick

Ende der 90er Jahre sorgten anhaltender Goldpreisverfall, Technologieaktienboom sowie der Bre-X-Betrugsskandal 1996/97 für einen gnadenlosen Crash in Explorationsaktien. Die meisten verloren von ihrer Kursspitze mehr als 99 % – falls sie überhaupt überlebten – und schiefen oft jahrelang nahezu umsatzlos auf Penny Stock-Niveau ein. Exemplarisch sei hier der Chart von Samex Mining (SXG) dargestellt, der die Kursachterbahn der meisten Branchenvertreter repräsentiert.



TAB. 1: KLASSIFIKATION VON GOLDAKTIEN

KATEGORIE	KRITERIUM	BEISPIELAKTIEN
SENIOR-PRODUZENTEN	JAHRESPRODUKTION > 1 MIO. UNZEN	NEWMONT MINING, ANGLOGOLD, BARRICK GOLD
MITTELGROSSE PRODUZENTEN	JAHRESPRODUKTION 500.000 BIS 1 MIO. UNZEN	GLAMIS GOLD, GOLDCORP, BEMA GOLD
JUNIOR-PRODUZENTEN	JAHRESPRODUKTION BIS 500.000 UNZEN	HIGH RIVER GOLD, RIVER GOLD, RICHMONT MINES, EURASIA GOLD
SENIOR-EXPLORER (ASSET PLAYS)	EXPLORATIONSWERTE, DIE BEREITS ERFOLG GEHABT HABEN, D.H. RESSOURCEN SIND DEFINIERT	NOVA GOLD, CUMBERLAND RESOURCES, MINEFINDERS, ZARUMA RESOURCES
JUNIOR-EXPLORER (SPECULATION PLAYS)	EXPLORATIONSWERTE, DIE NOCH KEINE RESSOURCEN VORWEISEN KÖNNEN, SONDERN MEIST MIT „RESSOURCEN-POTENTIAL“ FÜR SICH WERBEN (MAXIMALES RISIKO)	MOTO GOLDMINES, STRATA GOLD, GOLDEN HOPE MINES

Die Aktie dieses in Südamerika aktiven Goldexplorers hat sich nach einer 5-jährigen Bodenbildungsphase (Dorming Bottom) bereits hervorragend entwickelt und zeigt die riesigen Chancen in diesem Sektor. Vom Tief Anfang 2002 bei 0,06 Can-\$ bis zum Hoch Ende 2003 bei 1,65 Can-\$ versiebenundzwanzigfache sich der Wert, um sich danach wieder fast zu halbieren.

*„Der Goldpreis muß für mindestens fünf Jahre in einer Spanne von 350 bis 400 US-\$ oder darüber notieren, um (Explorations-)Anreize zu geben, was für eine gesunde Zukunft der Goldproduzenten unbedingt nötig ist.“*

Alex Davidson, Vize-Präsident Exploration bei Barrick Gold

## Explorer als Teil des Metallzyklus

Seit Beginn der Goldhausse 2001 konnte folgendes Verhalten der Explorationsaktien beobachtet werden: In Phasen von temporär überschäumendem Optimismus wurden zyklische Hochs im Goldpreis sowie Minenaktien von anspringenden Kursen in vielen Explorern als den Nachbrennern im Goldzyklus nicht nur begleitet, sondern sogar angezeigt (Mitte 2002, Anfang 2003). Das Phänomen explosiv steigender Kurse der spekulativsten Branchenvertreter am Zyklusende ist eine alte Börsenerfahrung – nicht nur bei Edelmetallen. Allerdings stellten sich diese Avancen regelmäßig als Fehlstarts für die Explorationsaktien heraus – mit anschließendem Rückfall von oft 50 % oder sogar bis auf das Ausgangsniveau. Der Anlegerfrust auf der lang- sowie auf der kurzfristigen Zeitebene sollte also eine nachhaltige Marktberichtigung bewirkt haben. Ist der Sektor nun reif für den ultimativen Anstieg? Oder ist das in den letzten Monaten beobachtete Nachoben-Schießen vieler Explorationsaktien (wie auch das Erschei-



nen dieses Artikels?) wiederum ein Indikator für eine Pause oder gar für das Ende der Gold(aktien)hausse?

**Fundamentale Betrachtung**

Die Gründe für den Explorationsaktienniedergang haben sich bekanntlich umgedreht: Der Goldpreis steigt wieder und hat die für viele Explorationspläne magische Grenze von 400 US-\$ geknackt, die Luft aus der Tech-Aktien-Blase ist entwichen, und das Anlegervertrauen nach dem Bre-X-Desaster ist repariert (sh. Exkurs). Hinzu kommt die dringende betriebswirtschaftliche Notwendigkeit der Produzenten, ihr gefördertes Gold durch neue Reserven zu ersetzen, um weiter im Geschäft zu bleiben (sh. Zitate).

**Zyklen im Explorationsgeschäft**

Die Finanzierung von Explorationsvorhaben wird hauptsächlich durch den Goldpreis, aber auch durch Goldfunde und Saisonalitäten determiniert. Beispielsweise neigen in Kanada aktive Explorer aus klimatischen Gründen zu Bohrungen in den Sommermonaten. Deren Finanzierung findet entsprechend in den ersten Monaten des Jahres statt. Nach der Entdeckung einer Lagerstätte muß für die Untersuchung der profitablen Machbarkeit der Entwicklung einer Mine ein Zeitraum von zwei bis sechs Jahren veranschlagt werden. In dieser Zeit sind nicht nur weitere Finanzierungsrunden zu drehen, sondern auch Verhandlungen mit Gebietskörperschaften zu

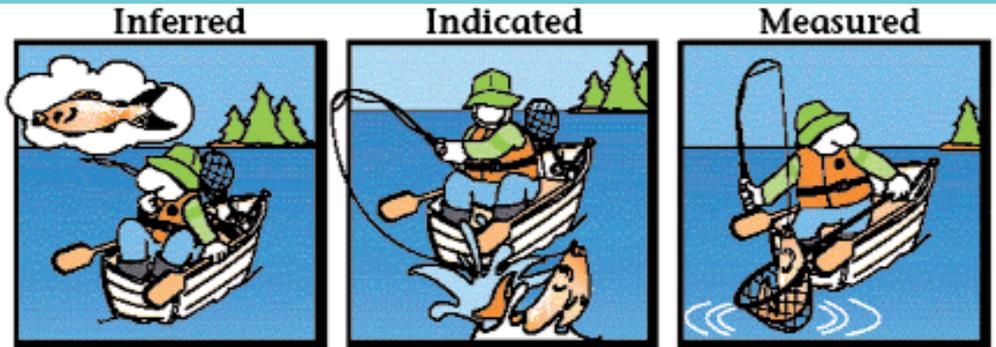
führen. Umweltaspekte stehen dabei oft im Vordergrund, da das Schürfgeschäft nicht nur Umweltverschmutzung nach sich ziehen, sondern auch der ganzen, bis dahin oft unberührten Landschaft ein neues Gesicht verleihen kann. Als Beispiel für ungeplante Verzögerungen sei das bereits 1991 entdeckte riesige Nickelvorkommen Voisey Bay in Kanada erwähnt: Der Abbau soll nun endlich 2006 beginnen, nachdem Inco mit der lokalen Regierung sowie rebellierenden Eskimos und Indianern Einigungen erzielen konnte. Schließlich existieren noch Zyklen auf der menschlichen Ebene. Zunächst ist zu beobachten, daß CEOs und Direktoren von Explorationsfirmen i.d.R. ziemlich „arriviert“ sind. Anstatt einem unbeschwerten Rentnerdasein zu fröhnen, sind diese Kompetenzträger nach dem Kursverfall ihrer Aktien eher um ihr finanzielles Engagement im Unternehmen besorgt und

**EXKURS: RESSOURCEN UND RESERVEN**

Bei der Analyse von Explorern und Minen stößt man häufig auf die Begriffe Resources und Reserves. Um die Glaubhaftigkeit nach dem Bre-X-Fiasko wieder herzustellen,

wurden neue Mining Standards bzgl. der Definition und Bekanntgabe von Ressourcen und Reserven erlassen.

<b>Resources (Ressourcen)</b>		<b>Reserves (Reserven)</b>	
Zu fördernder Rohstoff kommt zu einem Grad vor, daß eine profitable Ausbeutung potentiell möglich ist.		Der Teil der Ressourcen, der unter aktuellen Umständen nicht nur auf legale Weise, sondern auch profitabel abgebaut werden kann. Die Wirtschaftlichkeit muß – basierend auf <i>Indicated</i> bzw. <i>Measured Resources</i> – zumindest durch <i>Pre-Feasibility Study</i> (vorläufige Machbarkeitsstudie) demonstriert werden.	
<b>Inferred Resources (vermutete Ressourcen)</b>	Aufgrund von Stichproben-Bohrungen wird die Rohstoffmenge in der Lagerstätte grob geschätzt. <i>Inferred Resources</i> dürfen nicht als Basis von Wirtschaftlichkeitsüberlegungen dienen.	<b>Possible Reserves (mögliche Reserven)</b>	Geschätzte Rohstoffmenge nach Extrapolation und Interpretation verschiedener Annahmen bzgl. der <i>Inferred Resources</i> . <i>Possible Reserves</i> dürfen bei Veröffentlichungen nicht einzeln ausgewiesen werden, sondern nur als Ergänzung zu <i>Probable</i> bzw. <i>Proven Reserves</i> .
<b>Indicated Resources bzw. Measured Resources (angedeutete und gemessene Ressourcen)</b>	Nach weiteren Bohrproben (an anderen Stellen der vermuteten Lagerstätte) können verlässlichere Schätzungen vorgenommen werden. Explorer weisen diese Kategorien gemeinsam aus (i.e. am Haken hängende Fische werden i.d.R. auch gefangen).	<b>Probable Reserves bzw. Proven Reserves (wahrscheinliche bzw. nachgewiesene Reserven)</b>	Beziehen sich auf <i>Indicated</i> bzw. <i>Measured Resources</i> , für die unter Einbeziehung von legalen, ökonomischen, operativen und technischen Faktoren in einer <i>Feasibility Study</i> (Machbarkeitsstudie) hohes Vertrauen in die Rohstoffmengenschätzungen gesetzt werden kann, so daß weitere Entwicklungsausgaben vertretbar sind bzw. die Errichtung einer Mine sinnvoll erscheint. Der Mineralgehalt muß von unabhängiger Seite bestätigt werden.



Erläuterung der Symbolik:

See = Goldlagerstätte, Angler = Explorationsunternehmen, Angel = Bohrung, Fisch = Gold

Quelle: Systèmes Geostat International Inc.

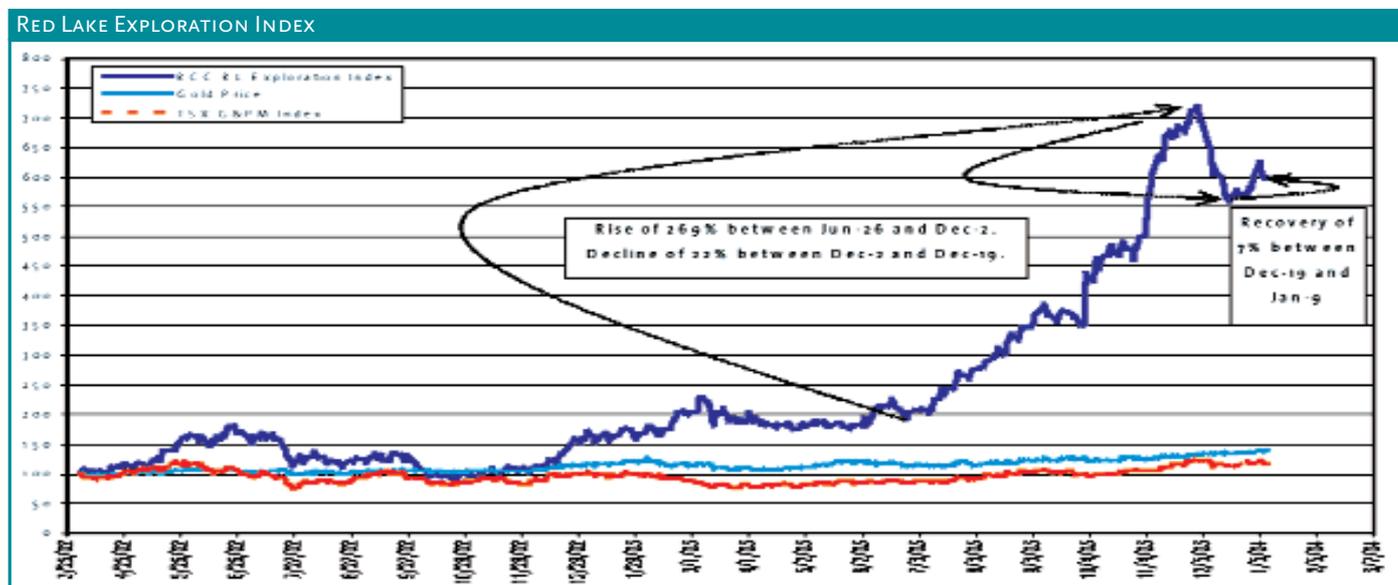
quasi gezwungen weiterzumachen. Nach der langen Depression im Explorationsgeschäft sucht man vergeblich nach Jungmanagern. Und der Nachwuchs kennt oft die Eigenheiten des Geschäfts nicht. Dafür haben in Kanada auch die Universitäten gesorgt: Fakultäten für Mining Engineering wurden geschlossen – und dafür Lehrstühle für Environmental Engineering eingerichtet. Anstatt Goldschürfer brachten die Universitäten Umwelttechnikabsolventen hervor, die nicht Minen entwickelten, sondern sich aus Umweltschützerwägungen heraus eher für deren Schließung einsetzten. Dieser personelle Flaschenhals wurde durch produzierende Minen noch verstärkt: Explorationsaktivitäten wurden aus Kostengründen eingestampft und die Mitarbeiter in die Produktion gesteckt. Aus dieser „personellen Überverkauftheit“ des Sektors kann geschlossen werden, daß es Goldproduzenten nicht aus eigener Kraft schaffen können, ihre erschöpften Reserven zu ersetzen. Folglich sollten sie sich zwecks Kooperation oder Übernahme nach anderen Herstellern und erfolgreichen Explorern umschauen. So hat sich in 2003 die südafrikanische Gold Fields bei ca. 50 Private Placements von Explorern beteiligt.

„Für unsere Branche sind die langfristigen Kosten sich erschöpfender Reserven höher als die kurzfristigen Einsparungen durch nicht aktive Exploration.“

Alex Davidson, Vize-Präsident Exploration bei Barrick Gold

**Gefahren und Risiken**

Nachdem nun durch das Umfeld (es herrscht eine wahre Goldgräberstimmung) die Erwartungen an den Goldexplorationssektor gestiegen sind, braucht die Branche vor allem eines: eine medienwirksame Entdeckung einer großen Lagerstätte! Beim Ausbleiben dieser – und/oder kombiniert mit einem fallenden Goldpreis – besteht Enttäuschungspotential; vor allem bei großen vermuteten Goldvorkommen (z.B. dem mongolischen Oyu Tolgoi-Projekt von Ivanhoe Mines), was die gesamte Branche belasten würde. Auch ein Betrugsfall à la Bre-X ist nicht ganz ausgeschlossen – kürzlich veröffentlichte die kanadische Regulierungsbehörde (British Columbia Securities Commission) eine



Quelle: Research Capital

**Technik**

Umsatzstarke Ausbrüche aus langjährigen Bodenformationen sowie steigende gleitende Durchschnittslinien suggerieren den Vollzug einer Trendwende. Seit Dezember 2003 wurden neue Goldpreishochs allerdings nicht mehr von neuen Hochs in den Minenindices begleitet, wohl aber vom „Anspringen“ vieler Explorationsaktien. Dies kann einerseits als erneutes zyklisches Hoch des Goldsektors interpretiert, andererseits als (subjektiv empfundene) relative Stärke der Explorer gewertet werden. Letztere ist allerdings (objektiv) schwer meßbar, da der Sektor noch nicht durch repräsentative Indices abgedeckt wird. Lediglich die kanadische Investmentbank Research Capital berechnet den Red Lake Exploration Index, der aber nur 10 Werte aus der gleichnamigen Region in Ontario umfaßt. Das Fehlen einer Indexlandschaft kann sicherlich dahingehend interpretiert werden, daß der Explorationssektor immer noch nicht richtig aus seinem Dornröschenschlaf erwacht ist und der Gold-Bullmarkt noch in den Kinderschuhen steckt. In der kurzfristigen Betrachtung könnten die meisten Aktien erst einmal „oben gewesen sein“, die langfristig exzellenten Chancen bleiben aber unverändert intakt.

Warnung an die Minen und Explorer, in Veröffentlichungen ihre Aktivitäten akkurat anzuzeigen. Weiterhin ist zu bedenken, daß viele Explorer die gestiegenen Kurse im zweiten Halbjahr 2003 für Kapitalerhöhungen genutzt haben. Diese privat plazierten Aktien werden nach einer Haltefrist von vier oder 12 Monaten frei und könnten vor allem bei schlechtem Umfeld (Goldpreirutsch) zu empfindlichen Kursverlusten führen. Andererseits wurden diese Privatplazierungen zu großen Teilen von langfristig denkenden Minen übernommen, denen es nicht um schnelle Aktiengewinne, sondern eher um die Vorbereitung von Übernahmen oder Joint Ventures gehen sollte. Ferner sei erwähnt, daß sich der technische Ausbruch als Fehlsignal herausstellen könnte. Schließlich besteht ein Liquiditätsrisiko in den meist marktengen, nur für Privatinvestoren geeigneten Aktien.

**Optionscharakter der Explorer**

Vom Tief bei 252 US-\$ hat der Goldpreis innerhalb von drei Jahren um über 70 % auf kürzlich 430 US-\$ zugelegt. Der HUI ist in derselben Zeit um über 630 % gestiegen, woraus sich ein Hebel von 9 für die Minenaktien errechnet. Allerdings läßt der Hebeleffekt der Produzenten mathematisch bedingt bei steigendem



Goldpreis nach. Das größte Kurspotential versprechen dann Goldwerte mit höheren Produktionskosten, die in der Nähe des aktuellen Edelmetallpreises liegen (wie „am Geld“ liegende Optionen). Explorer – als „aus dem Geld“ liegende Optionen – werden bei steigendem Goldpreis richtig interessant, weil das zusätzliche in den Sektor allokierte Kapital Entdeckungen wahrscheinlicher macht und Funde eine höhere Chance auf profitablen Abbau haben. Die Explorer stellen gewissermaßen die dritte Dimension der Goldspekulation dar (erste und zweite Dimension sind der Goldpreis und die Minenaktien). Anders ausgedrückt: eine Option auf die Goldpreisoption. Daraus folgt, daß beim Einstieg in diese gewiß nicht mündelsicheren Papiere dem Timing eine entscheidende Bedeutung zukommt.

**Umsetzung**

Dieser Artikel stellt auch einen Aufruf zum Betreiben von eigenem Research dar. Nur Mut – noch beantworten die CEOs die eMails höchstpersönlich. Vor allem sollte man als spekulativer Anleger einen Plan haben. Eine Variante ist, sich die über 1.000 an den Börsen in Toronto und Vancouver gelisteten Explorationsaktien einzeln vorzunehmen. Die Beurteilung der Chancen und Risiken der einzelnen Werte stellt sicherlich einen Full-Time-Job dar. Die Alternative für Investoren mit etwas weniger Freizeit gelingt unter der Annahme, daß die technische Analyse um so besser funktioniert, je weniger Marktteilnehmer auf die Charts schauen. Im Herbst 2003 gestaltete sich beispielsweise die Suche nach umsatzstarken Gewinneraktien und die anschließende Investition in diese Werte als „no brainer“ (= leichtes Spiel). Die Internet-Seite <http://stockcharts.com/def/servlet/SC.scan> stellte sich als wahre Fundgrube heraus: Sie filtert nach technischen Vorgaben die entsprechenden Aktien heraus, und der flinke Momentum-Investor ist gleich mit an Bord bei den Werten, die „Resources“, „Minerals“, „Exploration“ oder „Ventures“ im Namen tragen. Die hohe Volatilität der Exploreraktien zwingt nun zu einem durchdachten Einstieg. Beispielsweise könnte man demnächst eine erste Position eröffnen, bei potentiellen Rücksetzern nachkaufen und in den erhofften Anstieg hinein seine Position prozyklisch komplettieren. Transaktionen sind liquiditätsbedingt vorzugsweise an den etwas teureren kanadischen Börsen vorzunehmen. Sowohl deutsche Banken (falls sie überhaupt Orders in Toronto und Vancouver ausführen) als auch kanadische

(Online-)Broker berechnen dabei mindestens 1,5 % pro Order. In Gesprächen mit Repräsentanten von Explorern hat sich herauskristallisiert, daß die Regierungen in Mittel- und Südamerika aufgrund der Geschichte (Mayas, Inkas) ein reiferes Verständnis des Goldgeschäfts besitzen als in vielen anderen – oft korrupteren – Regionen der Welt. Dennoch sollte ein Explorationsaktieninvestor global diversifiziert sein, da ausgerechnet die rohstoffreichen Länder oft politisch instabil sind. Branchenvertreter gewichten das Explorationsrisiko allerdings höher als das politische Risiko. Am aussichtsreichsten erscheinen Werte mit interessanten Rohstoffvorkommen sowie ausreichenden finanziellen Mitteln für die Projektentwicklung. Unter Timingaspekten ist zu beachten, daß mit den Bohrungen auch bald begonnen wird, damit ein ständiger – hoffentlich positiver – News Flow erwartet werden kann. Für den rastlosen Anleger kann die Erreichung des Streuungsziels über passende Fonds oder Zertifikate delegiert werden. Leider hat das ABN AMRO Veneroso Gold Zertifikat bisher enttäuscht und den fulminanten Anstieg des Goldexplorationssektors regelrecht verschlafen (sh. hierzu „Derivate“-Rubrik auf S. 23). Goldaktienfonds sind bislang Mangelware und schon gar nicht ausschließlich in Explorern investiert – vermutlich auch ein Indikator für die Jungfräulichkeit des gesamten Sektors. Lediglich der PEH Q-Goldmines-Fonds mischt einige Explorer bei.

**Betrachtung von ausgewählten Einzelwerten**

**Zaruma Resources Inc.**

Die kanadische Bergbaufirma entwickelt zwei ihr zu 100 % gehörende, weit fortgeschrittene Goldvorkommen in Venezuela und Mexiko. Unter Führung des deutschen Geologieprofessors Dr. Thomas Utter (TU Darmstadt) und Prof. Richard Viljoen (ehemaliger Chefgeologe von Gold Fields) wird die Firmenstrategie verfolgt, kurzfristig zu einem Junior-Produzenten zu avancieren. Für das El Foco-Projekt in Venezuela mit über 200.000 Unzen Ressourcenpotential befindet sich eine Machbarkeitsstudie gerade in Vorbereitung. In der Planung steht der Beginn der Golderzeugung noch in 2004, um in der ersten Stufe eine Jahresproduktion von rund 20.000 Unzen Feingold zu erreichen. Dank überschaubarem Investitionsvolumen, kostengünstigem Tagebau, einem mittlerem Erzgehalt von 2,5 g/t sowie Goldgewinnung durch Haufenlaugung sollten die Produktionskosten unter 180 US-\$ pro Unze liegen. Das im Nordwesten Mexikos gelegene San Antonio-Projekt beherbergt Goldressourcen von 530.000 Unzen mit Goldgehalten von durchschnittlich 3,5 g/t. Jüngste Bohrungen bestätigen das hervorragende Explorationspotential für weitere



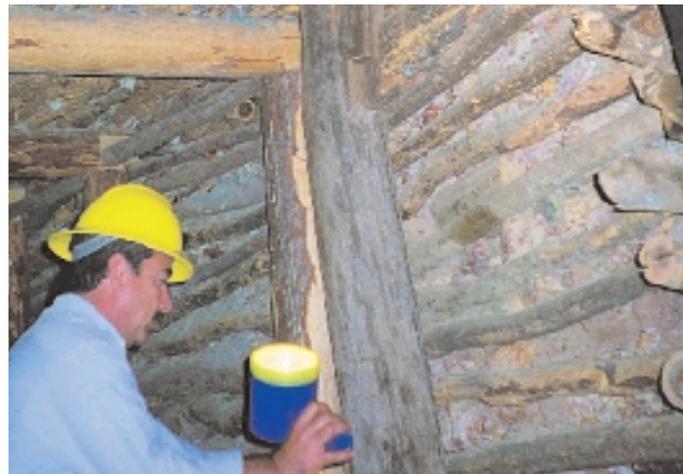
„Der 20 Jahre dauernde Bear-Markt im Gold hat Produzenten mit zu hohen Förderkosten ausgesiebt und die Exploration signifikant gebremst. Selbst bei einem Goldpreis von 1.000 US-\$/Unze dauert es vier bis sieben Jahre bis zur Eröffnung einer Mine.“

Pierre Lassonde, CEO Newmont Mining

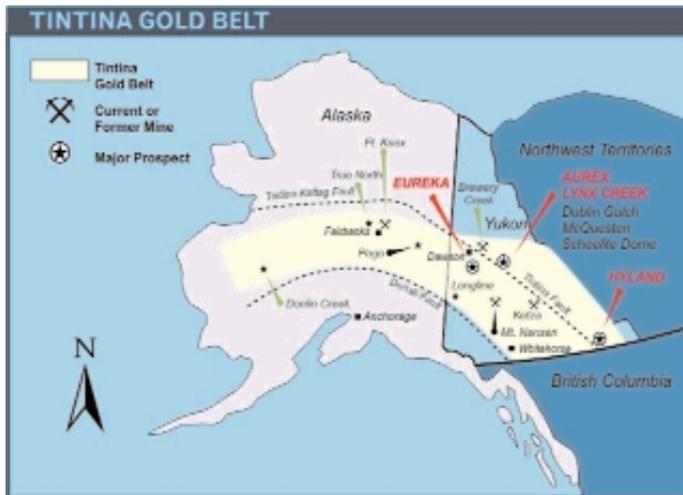
Goldvererzungen. Eine Pre-Feasibility-Studie ist für 2004 geplant, damit 2005 eine Feasibility-Studie für eine neue Goldmine abgeschlossen werden kann. Neben Gold kommt im Mexiko-Projekt auch eine Kupferlagerstätte vor (ca. 51.000 Tonnen), die aufgrund drastisch gestiegener Kupferpreise einen zusätzlichen Aktivposten bildet. Zaruma verfügt derzeit über gut 0,6 Mio. US-\$ Cash, die in Bohrprogramme sowie Machbarkeitsstudien investiert werden. Nach der Produktionsaufnahme kann das weitere Wachstum aus dem selbst generierten positiven Cash Flow finanziert werden. Das Aktienkapital der in Toronto und Frankfurt relativ rege gehandelten Zaruma-Aktie liegt schätzungsweise zu 30 % in deutschsprachigen Händen – u.a. ist der Fonds PEH Q-Goldmines mit ca. 0,9 % seines Volumens engagiert.

**Moto Goldmines Ltd.**

Das unter der Leitung des deutschen Geologen Klaus Eckhof (sh. Interview S. 42) stehende australische Unternehmen Moto Goldmines Ltd. (vormals Equus Ltd.) hat im April 2003 ca. 60 % an neun ehemaligen Goldproduktionsstätten im sog. Moto-Gebiet in der Provinz Ituri im Nordosten des Kongo erworben. Seit den 60er Jahren wurde bei diesen im goldreichen Grünsteingürtel liegenden Projekten nicht mehr exploriert. Die Gründe waren technische Defizite, innenpolitische Machtkämpfe und Bürgerkriege, so daß das bis dato zehntgrößte Goldproduktionsland für eine ganze Generation als Rohstofflieferant ausfiel. Nun zeichnet sich eine politische Stabilisierung ab, und die Regierung von Präsident Kabila hat für 2005 demokratische Wahlen versprochen. Vor allem wurde der von der Weltbank entworfene Mining Act verabschiedet, was Rohstofffirmen endlich die nötige Rechtssicherheit bietet. Moto Goldmines verfügt derzeit über 6,6 Mio. Aus-\$ Cash und wird in den kommenden 6 bis 12 Monaten rund 4 Mio. Aus-\$ in die Exploration investieren. Insgesamt sind auf den brachliegenden Produktionsstätten Bohrungen auf einer Länge von insge-



samt 55.000 Metern vorgesehen, um das Ressourcenpotential von aktuell 900.000 Unzen auf 3 bis 4 Mio. Unzen zu erhöhen. Bei Erreichung dieser Ziele könnte die in Sydney und Frankfurt gehandelte Moto Goldmines das Interesse von Seniorproduzenten wecken, die der umtriebige Eckhof bereits in der Vergangenheit für große Lagerstätten begeistern konnte (z.B. Einstieg von Gold Fields bei der in Tansania aktiven Lakota Resources).



**StrataGold Corp.**

StrataGold (SGV) wurde 2003 ins Leben gerufen, als der Zinkexplorer Expatriate Resources seine kanadischen Goldaktivitäten in dieser Explorationsfirma bündelte und SGV-Aktien an seine Aktionäre als Dividende ausschüttete sowie seine Tochter per IPO mit über 4 Mio. US-\$ Cash ausstattete. StrataGold verfügt über ein Portfolio von sechs aussichtsreichen Projekten in den kanadischen Provinzen Ontario und Yukon – vier davon befinden sich im Tintina Gold Belt (von Alaska bis Yukon, sh. Grafik), wo andere Goldunternehmen bereits 32 Mio. Unzen gefördert haben und weitere 60 Mio. Unzen Ressourcen ausweisen. Im Rahmen ihres für 2004 geplanten umfangreichen Explorationsprogramms wurden vor kurzem ermutigende Bohrergebnisse für das Aurex-Projekt veröffentlicht; größeres Ressourcenpotential wird aber im Hyland-Projekt gesehen, das gemeinsam mit Northgate Exploration (NGX) entwickelt wird. Nur in Vancouver wird die Aktie mit relativ dünnen Umsätzen gehandelt – wahrscheinlich auch, weil 67 % der Aktien von institutionellen Investoren gehalten werden.



TAB. 2: GOLDEXPLORER IM VERGLEICH

	ZARUMA RESOURCES	MOTO GOLDMINES	STRATAGOLD	GOLDEN HOPE MINES
KURS AM 23.1.04	0,26	0,26	0,41	0,21
WÄHRUNG	CAN-\$	AUS-\$	CAN-\$	CAN-\$
52 WOCHEN-HOCH/TIEF	0,40 / 0,12	0,275 / 0,04	0,80 / 0,39	0,45 / 0,07
AUSSTEHENDE AKTIEN	48,7 Mio.	109 Mio.	26,1 Mio.	26,4 Mio.
MARKTKAPITALISIERUNG	12,7 Mio	28,3 Mio.	10,7 Mio.	5,5 Mio.
TICKERSYMBOL / WKN	ZMR / 886 597	MTO / 866 637	SGV / N.V.	GNH / N.V.
PROJEKTE	SAN ANTONIO (MEXICO) EL FOCO (VENEZUELA)	MOTO (REPUBLIK KONGO)	TINTINA GOLD BELT (YUKON)	BELLECHASSE (QUEBEC)
STATUS	EXPLORATION/ENTWICKLUNG PRE-FEASIBILITY/FEASIBILITY	EXPLOR./ENTWICKLUNG	EXPLORATION	EXPLORATION
GOLDRESSOURCEN	> 500.000 UNZEN > 60.000 UNZEN	> 900.000 UNZEN	0	0
HOMEPAGE	WWW.ZARUMA.COM	WWW.EQUS.COM.AU	WWW.STRATAGOLD.COM	WWW.GOLDENHOPEMINES.COM

**Golden Hope Mines Ltd.**

Der Name dieses Goldschürfers bringt die hoffnungsfrohe Natur des Explorationsgeschäfts besonders treffend zum Ausdruck. Der Focus dieses 1946 gegründeten Juniors liegt auf der Entwicklung des mit ausgezeichnete Infrastruktur versehenen Bellechasse-Projekts im Süden der kanadischen Provinz Quebec. Der Joint Venture-Partner Osisko Exploration (OSK) glaubt, daß die bisher durch zu wenig analysierten Bohrungen ermittelten Goldgehalte unterschätzt wurden und hat sich deshalb eine Kaufoption auf einen 60 %igen Projektanteil gesichert. Kürzlich veröffentlichte Bohrresultate bestärkten Golden Hope Mines in ihrem Ziel, Goldressourcen zu definieren und eine Bewertungsstudie in Auftrag zu geben. Diese nur in Vancouver notierte Aktie (GNH) besticht vor allem durch ihr ziemlich konstruktives Chartbild – der Rest ist Hoffnung (Name ist Motto).

vertretenen Werte (sortiert nach Indexgewichtung): Wolfden Resources (WLF), Rubicon Minerals (RMX), Tribute Minerals (TBM), Planet Exploration (PXI), Fronteer Development Group (FRG), Red Lake Resources (RL), Red Star Gold (RGC), Skyharbour Resources (SYH), Golden Tag Resources (GOG), Solitaire Minerals (SLT).

Beim Anblick der langfristigen Kursverläufe (beispielsweise auf [www.bigcharts.com](http://www.bigcharts.com)) und dem Abstand der aktuellen Kurse zu den Allzeithochs besteht möglicherweise die Gefahr des Sich-reich-Rechnens. Frühere Kurslevels wurden jedoch in einem ganz anderen Umfeld markiert. Bis heute waren die meisten Explorer nicht nur zum Verkauf von Assets gezwungen, sondern auch auf unzählige Kapitalerhöhungen angewiesen, so daß etwaige Kurssteigerungen gemäßiger vonstatten gehen sollten. Aber sie haben die Goldbaisse zumindest überlebt.



**Sonstige Explorer**

Wenn man sich mit dem Gedanken anfreunden kann, Chartsignale als Aufforderung zur Auseinandersetzung mit den Fundamentals anzusehen, könnte man sich über die folgenden Goldexplorationsaktien informieren, die scheinbar aus ihrem langjährigen Koma erwacht sind: Conquest Resources (CQR), Cross Lake Minerals (CRN), Cusac Gold Mines (CQC, US:CUSIF), Freewest Resources Canada (FWR), Golden Goliath Resources (GNG), Golden Goose Resources (GGR), International Taurus Resources (ITS), International Wayside Gold Mines (IWA), Klondike Gold (KG), Molycor Gold (MOR), Olympus Pacific Minerals (OYM), Plexmar Resources (PLE), Solomon Resources (SRB), Vedron Gold (VG). Möglicherweise lohnt sich auch ein Blick auf die im Red Lake Exploration Index

**Fazit**

Wer sich aufgrund der erwarteten Goldhaube und der zur Neige gehenden weltweiten Reserven ohnehin schon für das Edelmetall interessiert, kann auch in die hochspekulativen Explorer diversifizieren. Unter langfristigen Aspekten könnte man hier aufgrund von Fundamentals, Zyklus und Technik eine einmalige chancenreiche Konstellation erkennen, die in einem Anlegerleben nicht häufig vorkommt. Die kurzfristige Betrachtung suggeriert aber eher das Bevorstehen einer Konsolidierung. Der Optionscharakter dieser Werte bedingt, daß selbst erfahrene Börsianer zum einen nur mit begrenztem Einsatz mitspielen und zum anderen eine breite Streuung über etliche Branchenvertreter vornehmen sollten – und das alles nach selbständiger Analyse. Kauforders sollten aufgrund von hoher Volatilität und beschränkter Liquidität zeitlich verteilt werden und auf KEINEN Fall unlimitiert erfolgen. Unter Chance/Risiko-Aspekten erscheinen die Aktien von Zaruma Resources besonders attraktiv, weil dieser das eigentliche Explorationsstadium gerade verlassende Wert nicht nur Hoffnung, sondern wahre Substanz verkörpert. Wenn man auf Explorationserfolge wetten möchte, könnte man es mit Moto Goldmines oder StrataGold versuchen. Aber durch eigenes Research ist bestimmt noch die eine oder andere Perle zu entdecken. Wir sind für Hinweise aus der Leserschaft sehr dankbar.

Jürgen Ganßleben

*Disclaimer: Der Autor ist in einigen der in diesem Beitrag genannten Aktien engagiert.*

# „Ich mag die Investmentbanker nicht“

*Smart Investor im Interview mit dem amerikanischen Vermögensverwalter Kenneth Fisher über die Vorzüge fernab von New York zu leben, falsch angewandte Fundamental- und Sentiment-Analyse, IPOs, Insidertransaktionen und das Wesen der von ihm betriebenen Prognosemethode.*

**Smart Investor:** Mr. Fisher, Sie leben und arbeiten in Kalifornien in der Nähe von San Francisco, warum nicht in New York bzw. an Wall Street, wo doch alle großen Investmentfirmen sitzen?

**Fisher:** Dafür gibt es zwei, nein, drei Gründe. Erstens bin ich in San Francisco geboren und aufgewachsen. Zweitens mag ich die Investmentbanken nicht. Ich mag nicht die Investmentbanker und ich mag nicht das, was sie tun, kurz: Ich wüßte nicht, warum ich dort leben sollte. Drittens: Wenn Sie die Lebensgeschichten legendärer Investoren studieren, dann werden Sie feststellen, daß zwar nicht alle, aber die meisten von ihnen ihre Firmensitze fernab von New York haben bzw. hatten. Denken Sie nur an Warren Buffett (Sitz in Omaha, Nebraska, Anm. d. Red.) oder John Templeton.

**Smart Investor:** Wo ist der Sitz von Templeton?

**Fisher:** Auf den Bahamas. Bitte verstehen Sie mich nicht falsch. Diese Orte wie Omaha oder Bahamas haben wirklich nichts Magisches an sich. Warren Buffett ist kein großer Investor geworden, weil er in Omaha arbeitet. Vielmehr geht es darum, nicht dort seinen Sitz zu haben, wo alle sind. Denn dann laufen Sie Gefahr, irgendwann das zu denken, was die denken, die die ganze Zeit um Sie herum sind. Und damit denken Sie nur noch das, was ohnehin schon in den Börsenkursen enthalten ist und damit wiederum haben Sie keinen Vorsprung vor den anderen, der es Ihnen erlaubt, dauerhaft Gewinne zu machen.

**Smart Investor:** Vor einem Jahr prognostizierten Sie einen Jahresendstand für den Dax bei ca. 5.000 Punkten, tatsächlich wurden es aber nur 4.000 Punkte...

**Fisher:** Ja, wir haben es nicht getroffen.

**Smart Investor:** Nun muß ich Ihnen aber trotzdem ein dickes Kompliment machen. Seit Bestehen des Smart Investor hat sich kein Interviewpartner mit seiner Meinung frühzeitig so bullish aus dem Fenster gelehnt wie Sie und dann – zumindest was die Richtung

## KENNETH FISHER

Kenneth Fisher ist Gründer und Vorstand der Vermögensverwaltungsgesellschaft Fisher Investments, Inc. mit Sitz in Woodside, Kalifornien. Mit seinen 600 Mitarbeitern verwaltet er über 20 Mrd. US-\$ für institutionelle Kunden, z.B. Pensionsfonds. Er ist Autor von drei Büchern und regelmäßiger Kolumnist im Wirtschaftsmagazin FORBES (seine letzten Kolumnen sind kostenlos unter [www.fi.com](http://www.fi.com) abrufbar). Seine Aktienmarkt-Prognosen zählen zu den treffsichersten in den USA, im Jahr 2001 war seine S&P 500-Prognose die akkurateste überhaupt. Fisher analysiert Märkte nach einer von ihm entwickelten Methode, die sich das Verhalten der Analystenschar zunutze macht. Der 53jährige ist verheiratet und hat drei erwachsene Söhne.

und Dynamik des Marktes anbelangt – auch noch Recht bekommen. Aber dennoch: Haben Sie damals einen Fehler gemacht und wenn ja, welchen?

**Fisher:** Nun, wir waren ganz offensichtlich zu optimistisch. Wie Sie wissen analysieren wir an jedem Jahresbeginn die Analystenschätzungen für die Märkte. Letztes Jahr lag der Durchschnitt der Dax-Prognosen bei etwa 4.000 Punkten, was einen Zuwachs gegenüber dem Jahresbeginn von knapp 40 % bedeutete. Nun, der Jahresendstand lag, wie wir heute wissen, ziemlich genau bei 4.000 Punkten...



Kenneth Fisher

**Smart Investor:** ...im Durchschnitt hatten die Analysten also einen Volltreffer gelandet.

**Fisher:** Ja, wie die Erfahrung der vergangenen Jahre aber zeigt, liegen die Analysten meistens ziemlich daneben, auch im Durchschnitt, d.h. in der Regel ergeben sich extremere Kursbewegungen als es sich die meisten vorstellen können. Deshalb haben wir vor einem Jahr unsere Prognose auch weit oberhalb des Analystendurchschnitts angesetzt. Diese Vorgehensweise müssen Sie auch bei unserem diesjährigen Ausblick berücksichtigen. Sowohl für den S&P 500 als auch für den Dax prognostizieren wir einen Zuwachs bis Jahresende von 20 %. Damit ist nicht gemeint, daß es genau 20 % werden, sondern daß es jeweils eine gute Performance wird, aber – im Falle des Dax – nicht so gut wie die 40 % des letzten Jahres.

**Smart Investor:** Bei Ihren Voraussagen suchen Sie sich sogenannte „Löcher“ in der Prognose-Verteilung der Analysten (sh. Abb. 1), um zu erkennen, was der Markt noch nicht eingepreist hat und wohin er folglich laufen wird. Nun gibt es aber immer mehrere Löcher; im einfachsten Fall zwei, nämlich jeweils ganz links und ganz rechts außen. Woher wissen Sie, welches Loch der Markt ansteuern wird?

**Fisher:** Wissen tun wir es natürlich nicht. Wir fragen uns aber: Was muß passieren, damit der Markt dieses oder jenes Loch ansteuert? Und wir geben diesen Ereignissen gewisse Wahrscheinlichkeiten. Diese Prozedur machen wir für alle Märkte, für die wir solche Prognose-Verteilungen haben. Aus all diesen Daten ermitteln wir dann, welche Löcher wahrscheinlich im Sinne von plausibel sind. Beispiel: Wenn der S&P 10 % steigt, dann ist es nun einmal unwahr-

scheinlich, daß der Dax 10 % fällt. Dementsprechend kommen also gewisse Löcher gar nicht in Frage. Unter Berücksichtigung der den einzelnen Märkten innewohnenden Volatilität stellen wir unsere Prognosen so auf, daß sie miteinander gut vereinbar sind. Wenn ich eine konkrete Vorstellung darüber habe, wohin sich der S&P bewegt, dann weiß ich mit hoher Wahrscheinlichkeit, in welche Richtung sich die anderen Märkte entwickeln werden. Der US-Markt ist dabei in der Regel unsere Ausgangsposition, weil es dort einfach viel mehr Analysten gibt, und somit sind die dort ermittelten Prognoseverteilungen aussagekräftiger.

**Smart Investor:** Sie betonen immer wieder – unter anderem auch in Ihren FORBES-Kolumnen –, daß mit Hilfe der Fundamentalanalyse dem Markt nicht beizukommen ist...

**Fisher:** ...ich muß Sie berichtigen. Was ich statistisch nachgewiesen habe, ist, daß es zwischen den Fundamentaldaten eines Marktes und seiner Performance der nächsten ein, drei oder auch fünf Jahre keinen nachweisbaren Zusammenhang gibt. Es besteht aber

eine sehr signifikante positive Korrelation, wenn man den Betrachtungshorizont ausdehnt, z.B. auf 10 Jahre.

**Smart Investor:** Aber die meisten Analysten wenden doch Kennzahlen wie das KGV wenn nicht auf kurze, so doch auf mittelfristige Zeiträume, z.B. auf drei Jahre an.

**Fisher:** Und ich behaupte, daß dies ein Fehler ist. Natürlich können diese Leute damit in einem bestimmten Fall recht bekommen, aber in einem anderen Fall bekommen sie damit eben nicht recht. Alles was ich sage, ist: Die Wahrscheinlichkeit für die beiden Fälle liegt bei etwa 50 zu 50. Aber die Leute denken gerne, daß sie es besser wissen. Sie sagen: „Ich weiß, daß die Aktie bla bla bla bla...“ Es gibt einen fast schon unerschütterlichen und unausmerzbaeren Glauben daran, daß sich ein Aktienkurs auf mittlere Sicht an den fairen Wert annähern muß, und dies ist nun einmal ein Irrtum.

**Smart Investor:** Sie betonen auch immer wieder, daß die meisten Analysten die Sentimentanalyse in einer falschen Weise anwenden.

## ZEIT FÜRS UMDENKEN

Manchmal besucht man einen Kongreß, nur um festzustellen, daß man eigentlich nichts Neues gehört hat. Manchmal aber kommt es ganz anders...

### Wie Ökonomen die Welt sehen

Zum bereits 19. Mal veranstaltete die Schweizer „ZfU – International Business School“ die Kapitalanlegertagung in Zürich (am 20./21. Januar 2004). Rund 110 Seminarteilnehmer, in erster Linie handelte es sich dabei um Investment Professionals, lauschten den zahlreichen hochkarätigen Rednern. Den Beginn machte kein geringerer als der amerikanische Nobelpreisträger Prof. Dr. Joseph Stiglitz mit seiner Erläuterung zu den globalen ökonomischen Trends. Er sieht dabei für die USA eine Fortsetzung der Konjunkturerholung, allerdings ohne daß sich diese am Arbeitsmarkt bemerkbar machen wird. Auch sonst kann Stiglitz für die Zukunft nicht sehr viel Positives erkennen. Seiner Ansicht nach gibt es in Sachen US-Zwillingsdefizit keine Lösung, das politische Umfeld wird unsicher bleiben



Prof. Dr. Joseph Stiglitz

(„Wenn Bush wiedergewählt wird, werden viele Dinge noch schlimmer“) und Europa weiterhin in der Malaise verharren. Die nachfolgenden Ökonomen Thomas McManus von Banc of America Securities und Dr. Norbert Walter von der Deutschen Bank ließen zwar etwas freundlichere Töne anklingen, so richtig positiv waren aber auch diese nicht gestimmt. So gehen sie von einer in diesem Jahr weiter anziehenden Konjunktur dies- wie jenseits des Atlantiks aus, allerdings nicht ohne auf die sich daraus ergebenden Gefahren hinzuweisen, z.B. Inflation.

### Kompetent und trocken

Aus unserer Sicht waren – wie schon letztes Jahr – wieder einmal die Analysen des Schweizer Vermögensverwalters Felix Zu-

lauf ein Highlight. Nicht nur, weil er es in seiner bestimmten, kompetenten und zackigen Art versteht, komplizierte Sachverhalte einfach und knapp zu erklären, sondern auch weil er haarsträubende Wahrheiten dem Publikum fast schon selbstverständlich und trocken präsentiert. So ist für Zulauf der EU-Stabilitätspakt „gestorben“, und ähnlich wie Mexiko und Argentinien vor einigen Jahren ist die USA eine Volkswirtschaft, die lange Zeit über ihre Verhältnisse gelebt hat und nun zur Abwehr der Folgeerscheinungen eine sehr expansive Politik betreibt. Und diese wird seiner Ansicht nach zwangsläufig den Kollaps der US-Währung nach sich ziehen. Für die Aktienmärkte sieht Zulauf noch etwas Aufwärtspotential, vielleicht bis ins späte Frühjahr. Anschließend sollte ein neuer Baisseschub beginnen.



Felix Zulauf

### Eine ungewöhnliche Wendung

Verehrter Leser, kommt Ihnen Zulaufs Marktprognose bekannt vor? Das ist genau diejenige, welche seit geraumer Zeit auch im Smart Investor vertreten wird! Entweder hat Felix Zulauf bei uns abgekupfert oder aber wir sind eben nicht die einzigen, die sich ein solches Szenario ausgedacht haben. Zumal wir auf der Tagung auch noch von anderen Seiten ähnliches vernahmen konnten, vermuten wir eher letzteres und damit ergibt sich nun ein Problem: Ein Szenario, auf welches sich viele gedanklich bereits eingestellt haben, hat keine große Wahrscheinlichkeit, sich zu entfalten. Dies ist die Grundaussage von Kenneth Fisher, welcher mit seinem Vortrag auf Zulauf folgte. Wir fanden Fishers Thesen so spannend und überwältigend, daß wir uns umgehend um ein Interview mit ihm bemühten. In jedem Falle war die ZfU-Tagung für uns eine Zeit fürs Umdenken.

**Fisher:** In der Regel ist die Vorgehensweise doch so: Man ermittelt den Durchschnitt aus den Prognosen und behauptet dann: „Das Gegenteil von diesem Durchschnitt muß passieren.“ Das ist jedoch Unsinn, was anhand der Vergangenheit nachgeprüft werden kann. Wir gehen dagegen so vor: Wir suchen uns ein Loch, also eine Performance, die von keinem geschätzt wurde. Denn dann haben wir eine Vorstellung davon, was vom Markt noch nicht eingepreiced wurde und wo er folglich hintendieren wird. Schließlich geht der Markt immer dort hin, womit keiner rechnet bzw. wo es besonders weh tut.

**Smart Investor:** Was ist das Prinzip, welches sich hinter Angebot und Nachfrage verbirgt?

**Fisher:** Es geht dabei um die Bereitwilligkeit z.B. Aktien zu besitzen, oder aus Unternehmenssicht neue Aktien auszugeben. In meinem zweiten Buch habe ich das Kürzel IPO mit „It's probably overpriced“ (zu deutsch: es ist wahrscheinlich überbewertet) gedeutet. Je größer die Bereitschaft bei den Anlegern ist, neue Aktien zu einem hohen Preis zu zeichnen, desto bereitwilliger werden auch Unternehmen sein, Kapitalerhöhungen durchzuführen. Denn letztendlich geht es nur um die Finanzierungskosten. Ist es günstiger Fremdkapital oder Eigenkapital aufzunehmen? Zur Zeit ist es aus Unternehmenssicht offensichtlich nicht günstig. Kapitalerhöhungen durchzuführen, ansonsten würden mehr davon stattfinden. Daraus schließe ich, daß die Aktienkurse noch nicht hoch genug sind. Erst wenn die IPO-Industrie wieder auf vollen Touren läuft, muß man vorsichtig werden.

**Smart Investor:** Beobachten Sie auch die Insider-Transaktionen?

**Fisher:** Ja, aber man muß dabei wissen, daß sie leicht in die Irre führen. Beispiel: Wenn ein Manager seine Aktien verkauft, muß das nicht zwangsläufig heißen, daß er sein eigenes Unternehmen schlecht beurteilt. Vielmehr kann es auch sein, daß er Angst hat, daß seine eigene Aktie im Zuge einer Gesamtschwäche unter die Räder kommt. Schließlich stellen Aktien bzw. die Optionen darauf in den USA einen Großteil der Managerbezüge dar. Die seit Monaten hohen Insiderverkäufe sind dementsprechend auch als Angst vor einem Kurseinbruch zu deuten, was positiv für den Markt wäre. Anders verhält es sich bei den Käufen: Sind bei einer Aktie starke Insider-Käufe auszumachen, so ist dies für mich ein untrügliches Zeichen dafür, daß die Aktie Potential hat. Schließlich sind die Insider dann so sehr davon überzeugt, daß nicht einmal eine Gesamtschwäche ihrer Aktie etwas anhaben kann.

**Smart Investor:** Mr. Fisher, Sie haben exakt am Hoch Anfang 2000 vor einem Einbruch an den Aktienmärkten gewarnt, und ziemlich genau am Tief Anfang dieses Jahres haben Sie zum Einstieg geblä-

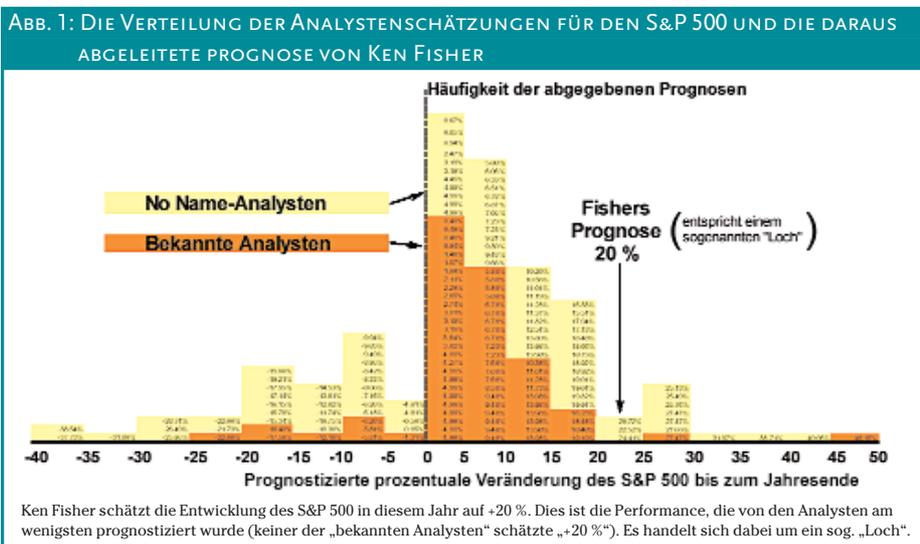
sen. Sie müßten doch zu den Vermögensverwaltern mit der besten Performance weltweit gehören, oder?

**Fisher:** Das kann man so nicht sagen. Unbestritten waren wir in den letzten Jahren sehr erfolgreich. Wer aber eine spezielle Ausrichtung hat, also z.B. auf Small Caps oder Goldaktien, der konnte in diesem Jahr weit bessere Ergebnisse erzielen, als wir dies getan haben. Unsere Benchmark ist der Welt-Index, und wir versuchen ihn regelmäßig zu schlagen und dabei möglichst wenig Risiken einzugehen. Daher sind wir, was unsere Performance anbelangt, oft nicht in der Spitzengruppe zu finden, und schon gar nicht in einem Jahr wie 2003. Es ist nicht meine Absicht, der heißeste Fondsmanager zu sein. Dennoch, unser Track Record kann sich schon sehen lassen.

**Smart Investor:** Sie gestehen dem S&P und dem Dax im laufenden Jahr eine Performance von jeweils etwa 20 % zu...

**Fisher:** ...das ist wie gesagt nur so ungefähr gemeint, beim S&P

wird es vielleicht etwas weniger, beim Dax etwas mehr. Schließlich ist der Pessimismus in Deutschland etwas größer. Wenn Sie sich die Aussagen all der Redner hier auf der Tagung vor Augen führen, z.B. die von Joseph Stiglitz, Thomas McManus oder Felix Zulauf, dann fällt doch eines auf: Von überschäumendem Optimismus kann gar keine Rede sein.



Quelle: Business Week, Norm Conley of JAG Advisors. Angenommene Dividendenrendite 1,56 %.  
© Fisher Investments, Inc.

**Smart Investor:** Aber sind denn die von Ihnen genannten Leute auch repräsentativ für die Allgemeinheit?

**Fisher:** Nein, aber sie repräsentieren gut den Unterschied zwischen USA und Deutschland. In Deutschland ist man einfach skeptischer als in den USA, und deshalb dürfte der Dax auch etwas mehr Potential haben.

**Smart Investor:** Sie sprachen vorhin von Gold. Machen Sie auch Prognosen dafür?

**Fisher:** Früher tat ich das. Aber meine diesbezüglichen Prognosen waren immer schlecht, so daß ich es irgendwann sein gelassen habe. Ich habe einfach keine gute Beziehung zu Gold.

**Smart Investor:** Mr. Fisher, herzlichen Dank für dieses aufschlußreiche Gespräch.

Interview: Ralf Flierl

Ein früherer Artikel zur Methodik von Ken Fisher kann im Smart Investor 6/2003 auf Seite 6-8 nachgelesen werden. Dieser Artikel ist auch über unsere Website <http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/> abzurufen.

# Managementvergütung – Fehlendes Augenmaß als Programm

*Fünf Millionen, zehn Millionen, oder darf es vielleicht noch ein bißchen mehr sein? Ob Euro oder Dollar, in vielen Konzernen ist die Relation zwischen Managementvergütung und Arbeitsleistung z.T. erheblich aus den Fugen geraten.*

## Endlich wieder in der Diskussion

Latent bereits seit Jahren vorhanden, rückte die Diskussion über Art und insbesondere Umfang einer angemessenen Vergütung von Topmanagern durch den „Fall Grasso“ im Herbst vergangenen Jahres wieder verstärkt in den Blickpunkt der interessierten Öffentlichkeit. Neben dem jährlichen Mindestgehalt von 2,4 Mio. US-\$ sollte eine Einmalzahlung von 139,5 Mio. US-\$ den damals noch in weiter Ferne liegenden Lebensabend des heutigen Ex-CEOs der New York Stock Exchange sichern. Zur Überraschung vieler Beobachter und wohl insbesondere seiner eigenen geriet Grasso daraufhin massiv in die Schlagzeilen, und schließlich unter Druck „seiner“ Aktionäre. Trotz der auch persönlich engen Verbundenheit zu den Unternehmensaufsehern, die ihm noch kurz zuvor das „Schließen seiner Rentenlücke“ abgesegnet hatten, mußte er schließlich seinen Hut nehmen. Dabei rangieren von der Gehaltshöhe her nicht wenige der im Volksmund als „Fat Cats“ bezeichneten, hochbezahlten US-Manager noch deutlich vor dem unfreiwilligen Frühpensionär Grasso.

## Ähnliche Problematik auf stark reduziertem Niveau

Zwar einige Stufen niedriger, dennoch nicht gerade spartanisch fallen auch die Vergütungspakete verschiedener deutscher Topmanager aus. Gegenüber seinen führenden Angestellten besonders großzügig zeigte sich dabei zuletzt DaimlerChrysler. Nach einer aktuellen Erhebung der DSW erzielten die Vorstandsmitglieder des schwäbisch-amerikanischen Autobauers 2002 ein durchschnittliches Jahressalär von knapp 3,7 Mio. Euro. Immerhin eine Steigerung von 131 % im Vergleich zum Vorjahr. Jürgen Schrempp alleine dürfte dabei vorsichtig geschätzt rund 6,5 Mio. Euro kassiert haben, wohlgerne ohne Aktienoptionen, deren

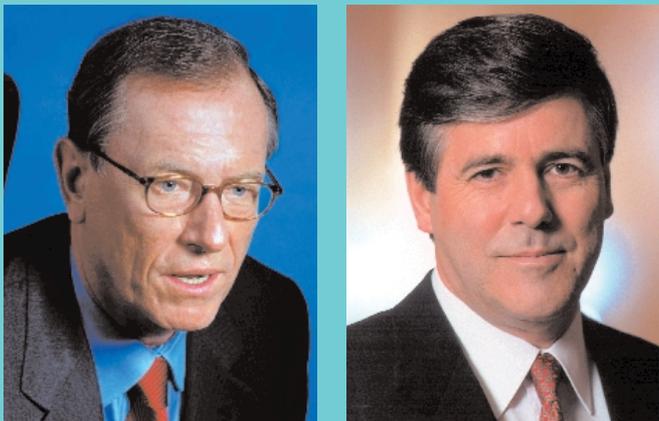
Wert nochmals mit gut 4 Mio. Euro veranschlagt werden kann. Nun muß man der Welt-AG bzw. ihren Topverdienern zumindest zugute halten, daß auch das Ergebnis je Aktie von 2001 auf 2002 deutlich zugelegt hat. Aber auch der umgekehrte Fall führt nicht zwangsläufig zu großer Bescheidenheit. Neben der Tatsache, daß sinkende Gewinne oder gar Verluste vielerorts mit steigenden Gehältern belohnt werden, wird von der DSW insbesondere die mangelnde Transparenz bei der Vorstandsvergütung bemängelt. Obwohl der Corporate Governance-Kodex die Offenlegung seit verganginem Jahr empfiehlt, sind bisher nur sechs Unternehmen der höchsten deutschen Börsenliga dieser Empfehlung auch tatsächlich gefolgt. In anderen Punkten, wie bei der Forderung nach einer angemessenen Vergütung von Aufsichtsräten, was bei zukünftiger Verringerung der Mandate „natürlich nur eine drastische Anhebung bedeuten kann,“ wurden die Empfehlungen des Kodex dagegen deutlich bereitwilliger umgesetzt.

## Aktienoptionen ohne Leistungsanreiz

Zu fixen und variablen Lohnbestandteilen kommen vielfach Aktienoptionspläne hinzu. Ihr wahrer Wert läßt sich aus den entsprechenden Bilanzen häufig nicht ablesen, übersteigt die fixe Vergütung zum Teil aber erheblich. Zuteilungsexzesse, wie sie noch vor einigen Jahren – hier wiederum vor allem in den USA – üblich waren, sind aktuell zwar nicht zu beobachten, massiv zu bemängeln bleibt aber nach wie vor die Art der Ausgestaltung vieler dieser Pläne. Durch niedrige Ausübungspreise der in der vergangenen Baisse aufgelegten Programme ist bei einer ganzen Reihe von Unternehmen die Grundlage für einen erneuten Reibach bereits gelegt, wenn, wie Erhebungen der Union Investment belegen, viele Optionsprogramme immer noch nicht indiziert sind. Ein möglicher Konjunkturaufschwung, verbunden mit steigenden Aktienkursen, würde deshalb zwangsläufig zu hohen Wertsteigerungen der eingeräumten Optionen führen, ohne daß die begünstigten Unternehmenslenker dazu auch nur einen Finger rühren müßten. So reicht beispielsweise bei Daimler ein Aktienkursanstieg von 20 % innerhalb von 10 Jahren aus, die Optionen ins Geld kommen zu lassen. Ein entsprechender Zuwachs (1,8 % p.a.) läßt sich auch mit jeder Sparbuchanlage realisieren. Die Manager der Deutschen Bank räumen sich für diese Leistung dagegen „nur“ einen Zeitraum von 6 bzw. 7 Jahren ein. Bei Infineon genügt gar eine Steigerung von 5 % innerhalb von 7 Jahren (0,7 % p.a.) aus.

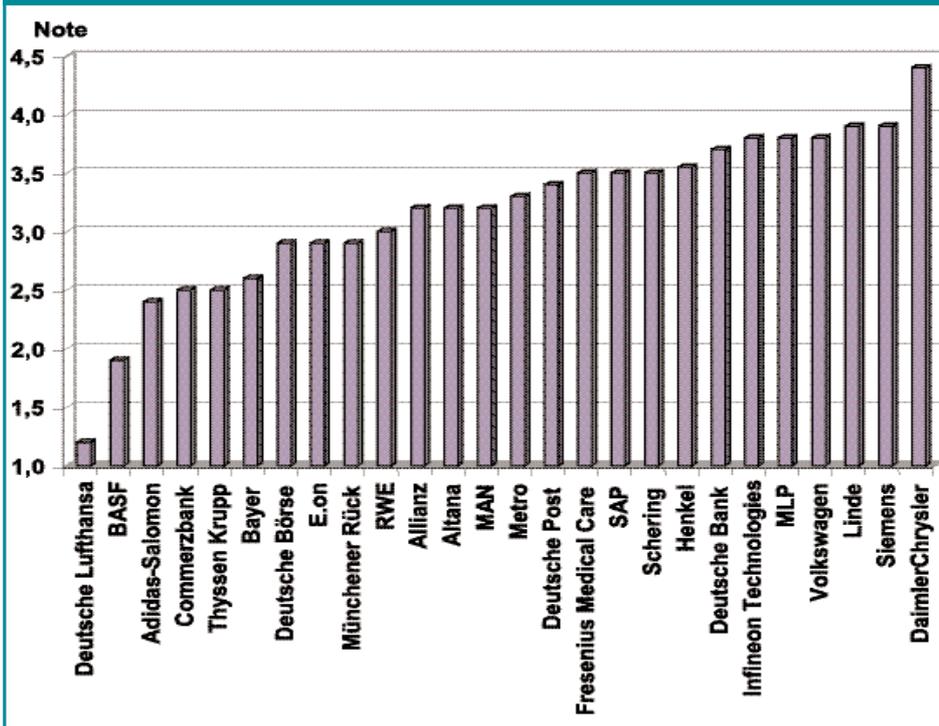
## Mit zweierlei Maß

Gerade in Zeiten, in denen sich viele einfache Angestellte die Einschränkung ihrer direkten und indirekten Gehaltskomponenten gefallen lassen müssen, um dadurch einen „wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Gesundung ihres Arbeitgebers zu leisten“



Jürgen Schrempp und Josef Ackermann.  
Beim Gehalt ganz vorne mit dabei.

ABB. 1: RATING VON OPTIONSPLÄNEN DER DAX-UNTERNEHMEN



Quelle: Union Asset Management Holding AG; Stand: Juni 2003; 1 = sehr gut, 5 = mangelhaft

(siehe z.B. die Kündigung der Betriebsrenten bei der Commerzbank zum Jahresende 2004, von der sich der Vorstand selbst aber ausgeklammert hat), muß auch von den hochdotierten Angestellten Mäßigung erwartet werden. Statt dessen scheint für Teile der Managementelite aber schon lange nicht mehr das zu gelten, was sie von ihren untergeordneten Mitarbeitern mit gesetzgleicher Selbstverständlichkeit verlangt. Allein mit einer 60- bis 70-Stundenwoche sowie hoher Leistungsbereitschaft und Verantwortung sind derartiges Verhalten sowie Gehälter in der Größenordnung des 100- bis 150fachen der durchschnittlichen Angestelltenentlohnung sicherlich nicht zu rechtfertigen. Auch mit unternehmerischem Risiko, welches häufig als Begründung für die hohen Gehälter herhalten muß, lassen sich die Summen

nicht rechtfertigen. Schließlich wurde in Deutschland bisher noch kein Vorstand einer börsennotierten AG für Mißmanagement zur Haftung herangezogen. Dies unterscheidet die Einkommensmillionäre übrigens ganz erheblich von Geschäftsführern kleiner GmbHs. Zusätzlich zum eigenen Kapitalanteil hatten diese gegenüber Banken und anderen Gläubigern häufig nämlich auch noch mit ihrem privaten Vermögen. Für die Risikoübernahme und ihre Arbeitskraft erhalten sie nach einer Kienbaum-Studie vom letzten Sommer monetäre Leistungen von durchschnittlich 140.000 Euro pro Jahr. Neben dem Unverständnis und der damit verbundenen nachlassenden Arbeitsmoral, die exorbitant auseinanderklaffende Vergütungen in einem Unternehmen zur Folge haben können, führt die Selbstbedienungsmentalität verschiedener Vorstände zumindest indirekt auch zu Schäden, die über die einzelne Gesellschaft weit hinaus gehen können. So ist die bisweilen an den Tag gelegte raffgierige Haltung diverser Manager nicht dazu angetan, dem Mißbrauch der Sozialsysteme, der Schwarzarbeit sowie der Steuerhinterziehung anderer Schichten der Bevölkerung Einhalt zu gebieten. Zwar lassen sich derartige Delikte natürlich nicht entschuldigen, dennoch verleiten die relativ geringen Beträge, um die es sich hierbei in Relation zu manchem Vorstandsgehalt handelt, zur moralischen Rechtfertigung beim Einzelnen.

### Extrabonus für entlassene Manager

Noch schlimmer (da nicht nachvollziehbar und anreizmindernd) als überhöhte Gehälter sind allerdings horrendere Abfindungen, die aufgebracht werden müssen, um Manager wieder loszuwerden. Zahlungen in Höhe von vielen Millionen Euro, wie

## ES GEHT AUCH ANDERS

Keineswegs darf in der dringend notwendigen Diskussion über überhöhte oder falsch strukturierte Managementgehälter pauschalisiert oder unangebrachter Sozialneid geschürt werden. Bei vielen Unternehmen erfüllt das Vergütungssystem durchaus die zentralen Anforderungen, die an eine leistungsorientierte, anreizkompatible, wirtschaftliche und transparente Managemententlohnung zu stellen sind. So findet sich beispielsweise auf den Internetseiten der Mensch und Maschine AG eine detaillierte Auflistung sämtlicher Vorstandsgehälter, aufgeteilt in fixe und variable Bestandteile. Selbst unbare Leistungen wie Firmenfahrzeuge, Pensionszusagen und Direktversicherungen wurden dabei berücksichtigt. Über die im Corporate Governance-Kodex vorgeschlagene Offenlegung geht die von Mensch und Maschine praktizierte Transparenz damit deutlich hinaus. Mit insgesamt 706.000 Euro für sechs Vorstandsmitglieder hält sich die Vergütung für die Leitung des börsennotierten Unternehmens zudem durchaus im Rahmen. Auch das Aktienop-

tionsprogramm im Wert von insgesamt 66.000 Euro (nach dem Black-Scholes-Modell) für 2002 nimmt sich eher bescheiden aus. Ausgeübt werden können die Optionen frühestens nach einer Wartezeit von zwei bzw. vier Jahren und dann in einem Zeitraum von weiteren vier Jahren. Scheidet ein Vorstandsmitglied aus dem Unternehmen aus, verfallen die Optionen. Zudem ist die Ausübung stets nur unmittelbar nach der HV, der Veröffentlichung des Halbjahresberichts sowie des Berichts zum 3. Quartal möglich. Durch diese Regelungen wird zum einen eine relativ langfristige Bindung zum Unternehmen hergestellt, zum anderen wird der Tatsache Rechnung getragen, daß Unternehmensvorstände generell über einen Informationsvorsprung bezüglich der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens verfügen. Was leider fehlt ist die Kopplung an einen Index. So ist eine Ausübung bereits dann gestattet, wenn der Aktienkurs zum Ausübungszeitpunkt mindestens 15 % oberhalb des Bezugskurses liegt.



beispielsweise für den ehemaligen Mannesmann-Chef Klaus Esser (30 Mio. Euro Abfindung und „Anerkennungsprämie“) oder für Ron Sommer, dem das Gehalt noch bis 2005 in Höhe von insgesamt 11,6 Mio. Euro weiter gezahlt wird, wirken nicht anreizfördernd, sondern verleiten die gut bezahlten Angestellten lediglich zum Eingehen unangebrachter Risiken. Fällt die Roulette-Kugel nicht wie erhofft auf die gesetzte Zahl, läßt sich der folgende Rauswurf bei derartigen Abfindungsgebaren problemlos verschmerzen. Neben Gehältern sollten deshalb auch potentielle Abfindungsleistungen bei vorzeitiger Vertragsauflösung bereits bei Amtsantritt öffentlich gemacht werden, sind sie doch für Aktionäre ein sicheres Indiz dafür, wie hoch der angeheuerte Manager das Risiko des eigenen Scheiterns einschätzt.

### Fazit

Da freiwilliges Umdenken der Führungsriege bezüglich der eigenen Vergütung momentan leider nicht zu erkennen ist, bieten sich über verschärfte Transparenzregelungen hinaus aus unserer Sicht zwei Lösungsmöglichkeiten an. Zu nennen ist dabei zunächst die stärkere Mitsprache der Unternehmenseigentümer,

wie sie beispielsweise seit vergangenem Jahr in Großbritannien gesetzlich vorgesehen ist. Zwar ist die Abstimmung der Aktionäre über den sogenannten „Remuneration Report“ für die tatsächliche Entlohnung der Unternehmensleitung nicht bindend, ein entsprechender Druck auf Vorstände und Aufsichtsräte dürfte von einer Ablehnung jedoch zweifellos ausgehen. So werden die nächsten Vergütungsarrangements bei Glaxo-SmithKline wohl etwas bescheidener ausfallen, nachdem sich die „rebellierenden Aktionäre“ auf der letzten Eigentümerversammlung geweigert hatten, dem Vorstandsvorsitzenden Jean-Pierre Garnier für den Fall seiner Ablösung ein Zahlungspaket von 22 Mio. GBP zuzubilligen. Zumindest eine gewisse Signalwirkung dürfte die anschließende Diskussion in der Presse auch für andere Großkonzerne wie Shell, Reuters, Barclays oder Vodafone bereits gehabt haben. Die zweite – sowohl aus Unternehmens- wie auch volkswirtschaftlicher Sicht deutlich schmerzhaftere – Variante besteht darin, die Regulierung dem Markt zu überlassen. Langfristig gesehen werden gut informierte Aktionäre ihr Geld nämlich nur solchen Gesellschaften zur Verfügung stellen, bei denen sich die Interessen von Management und Aktionär einigermaßen decken, was bei vielen Konzernen derzeit zweifellos nicht der Fall ist. Bis derartiges Verhalten allerdings tatsächlich zu nennenswerten Veränderungen führt, werden sich noch einige Unternehmenslenker eine goldene Nase verdienen und zwar unabhängig davon, wieviel Shareholder Value sie bis dahin geschaffen oder vernichtet haben.

Bleibt abschließend noch nachzutragen, daß der Mitte Januar ins Amt berufene neue CEO der New York Stock Exchange, John Thain, inklusive Bonus mit einem Salär von maximal 4 Mio. US-\$ pro Jahr auskommen muß.

Dr. Martin Ahlers

Lesen Sie zu diesem Thema bitte auch die Kolumne auf S. 41.

## MINDESTANFORDERUNGEN AN AKTIONSOPTIONSPROGRAMME

Aktionsoptionspläne weisen häufig zahlreiche Merkmale auf, die die Interessen von Aktionären und Managern nicht einander angleichen, ganz im Gegenteil. Ziel sinnvoll strukturierter Programme muß es aber gerade sein, Interessensdiskrepanzen zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern so weit wie möglich zu reduzieren. Um dies zu erreichen, müssen Aktionsoptionspläne bestimmte Mindestanforderungen erfüllen, die sie dann zu einem durchaus sinnvollen Bestandteil eines auf die Schaffung von Shareholder Value ausgerichteten Entlohnungssystems machen können:

- ◆ **Indexierung:** Der Basispreis ist an einen entsprechenden Branchenindex zu koppeln. Auf diese Weise können markt- und branchenspezifische Faktoren, die nicht im Einflußbereich der Unternehmensleitung liegen, aus der Aktienkursentwicklung herausgefiltert werden. Das unternehmensspezifische Risiko kann durch Einbindung eines entsprechenden Beta-Faktors berücksichtigt werden.
- ◆ **Langfristige Ausrichtung:** Ein zentrales Ziel, welches mit der Implementierung von Optionsplänen verfolgt wird, ist die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes. Anreize, die lediglich auf kurzfristige Kurssteigerungen abstellen, sind

somit zu unterbinden. Entsprechend sind die Optionen mit einer hinreichend langen Ausübungssperrfrist zu versehen. Gleichzeitig sollten die Aktienoptionen mit einer möglichst langen Laufzeit ausgestattet sein (mindestens fünf, besser zehn Jahre). Verkauf auf Termin oder Hedgeschäfte müssen selbstverständlich verboten sein.

- ◆ **Ersatzleistung:** Mit der Einführung von Optionsplänen sind gleichzeitig andere Gehaltskomponenten zu reduzieren. So kann es letztendlich nicht darum gehen, den Manager bei gleicher Leistung höher zu entlohnen. Den zusätzlichen Einkommenschancen muß deshalb eine Reduzierung an anderer Stelle gegenüberstehen, beispielsweise beim Fixgehalt.
- ◆ **Bilanzwirksame Erfassung:** Optionsprogramme zählen zu den Personalkosten. Werden sie in der Gewinn- und Verlustrechnung nicht berücksichtigt, wird die tatsächliche Ertragslage der Unternehmen falsch dargestellt (ab 2004 ist die Bilanzierung vorgeschrieben).
- ◆ **Verwässerungsschutz:** Die Pläne sind so zu gestalten, daß die Ausübung der Optionen den Wert der Aktien nicht oder nur minimal verwässert.

# Portfolio Insurance

*Mit Gold das Depot absichern*

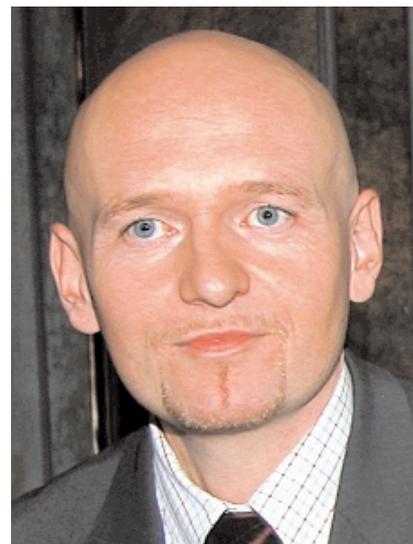
*Von Uwe Bergold*

Neben der Absicherung vor nominalen Kursverlusten mit Optionen dürfte zukünftig der Schutz gegen Inflation eine immer wichtigere Rolle spielen. Hierbei steht nicht die nominale, sondern die reale Rendite (nominale Rendite abzüglich der Inflation) für den Investor im Vordergrund. Aufgrund der explosionsartigen Geldmengen-Erhöhungen der letzten Jahre, des kontinuierlich hohen Haushaltsdefizits und der historisch hohen Staatsverschuldung aller wichtigen Industrienationen muß zukünftig mit einer Inflationsproblematik gerechnet werden. Laut Dr. Thorsten Polleit (Chefvolkswirt bei Barclays Capital Deutschland und Honorarprofessor an der Hochschule für Bankwirtschaft in Frankfurt) reicht die aufgelaufene Überschußliquidität („reale Geldlücke“) im Euro-Raum mittlerweile aus, das Preisniveau um etwa 7 % anzuheben.

## Inflationsproblematik

Unter Inflation (lateinisch: inflare = aufblähen) versteht man den Geldentwertungsprozeß, der entsteht, wenn sich die Geldmenge stärker ausdehnt als die Gütermenge. Die Entwertung von Geld ist so alt wie das Geld selbst. Nicht erst durch die Einführung von Papierwährungen kam es zu Inflation, sondern dieses Phänomen der „Enteignung“ gab es schon bei Münzen, ob im Altertum durch Beimischung von Zinn in Silbergeld oder im Mittelalter durch den Betrug der Wipper und Kipper (Teile der Münzen wurden „abgekippt“ und anschließend die Waage „umgewippt“). Überproportionale Geldmengenausdehnung führt zum Steigen des Preisniveaus für Konsum- und Investitionsgüter, u.U. auch zum Preisanstieg der Vermögenswerte (Asset Inflation). Das Problem liegt in der „versteckten“ Asset Inflation, die im Warenkorb der ausgewiesenen Inflationsrate nicht enthalten ist. Somit wird sie von den

Zentralbanken zur Geldmengensteuerung nicht berücksichtigt. Gemäß einer Studie von Prof. Dr. Hamer hat sich die Gütermenge seit 1973 vervierfacht, die Geldmenge aber vervierzigfacht. Dies bedeutet, daß wir uns aufgrund der offiziell nicht berücksichtigten Asset Inflation (Preissteigerung der Aktien, Anleihen und Immobilien) – trotz einer relativ niedrigen Inflationsrate (Preissteigerung der Konsum- und Investitionsgüter) – inmitten eines stark inflationären Prozesses befinden. Je länger diese Asset Inflation dauert und ihre Bereinigung in die Zukunft verschoben wird („Verlängerung der Zündschnur“), desto höher werden der negative Effekt und die Kosten der unausweichlichen Bereinigung ausfallen. Obwohl von offizieller Seite immer wieder vor Deflation (lat. deflare = wegblasen) gewarnt wird, dürfte zukünftig mit hoher Wahrscheinlichkeit die Inflation das Hauptproblem darstellen. Vor allem die USA als größte Volkswirtschaft der Welt haben eine Verschuldung aufgebaut, die dreimal so hoch ist wie das US-Bruttosozialprodukt. Weltweit hochdefizitäre Staatshaushalte, große Leistungsbilanzdefizite und eine insgesamt steigende Volkswirtschaftsverschuldung heißen die Indikatoren, die auf einen bevorstehenden, gewaltigen Inflationsschub hinweisen, da eine Schulden-deflation bereits mit allen Mitteln bekämpft wird.



Uwe Bergold

## UWE BERGOLD

Jahrgang 1966, Dipl.-Betriebswirt (FH)

- ◆ Direktor Asset Management (Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W.)
- ◆ Fondsadviser NOAH-Mix OP (Oppenheim Kapitalanlagegesellschaft mbH)
- ◆ Lehrbeauftragter für Asset Management & Research (FH Amberg-Weiden)
- ◆ Buchautor (Flow statt Frust, Vermögensschutz in der Baisse)

Die Vermögensverwaltung der Vereinigten Sparkassen Neustadt a.d.W. wurde im November 2002 als „Newcomer und Top-Performer 2002“ im Fuchsreport (Top of the Tops – Die besten Vermögensverwalter im Profil) vorgestellt. Im November 2003 wurde sie als einzige von 173 getesteten Banken und freien Vermögensverwaltern mit dem Elite Jury-Sonderpreis im Spezialreport der Welt am Sonntag (Elite Jury-Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum) ausge-

## Dem 19. Jahrhundert der Beständigkeit folgte das 20. Jahrhundert der Vergänglichkeit

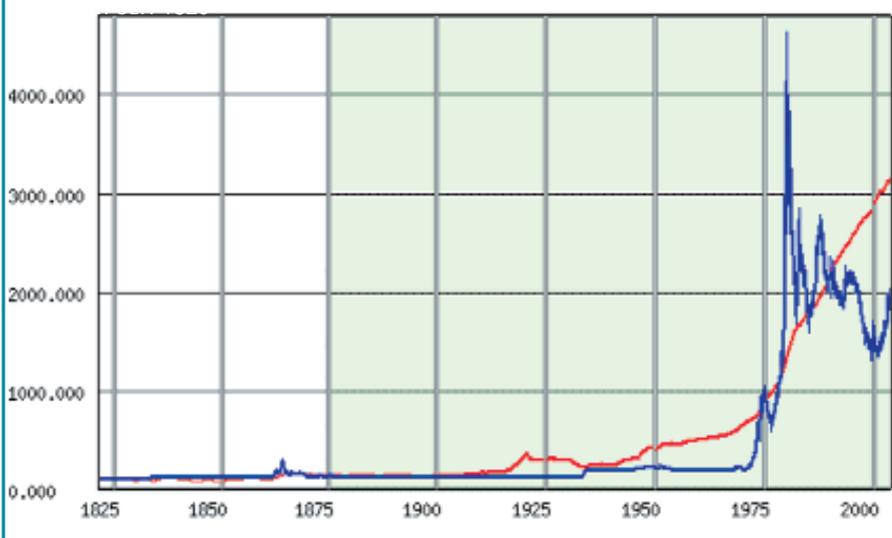
Wie aus Abb. 1 ersichtlich wird, war das 19. Jahrhundert von Preisstabilität geprägt, während im 20. Jahrhundert seit 1914 (Aufhebung des Goldstandards) – mit Ausnahme der Deflation zu Beginn der 30er Jahre – kontinuierlich der US-Konsumentenpreisindex (CPI) anstieg. Diese Inflationierung (Geldentwertung) startete 1914 mit einem Indexstand von 10. Im Oktober 2003 stand der CPI bei 185. Dies entspricht einer Entwertung des US-Dollar von 3,35 % p.a. Erst bei einer durchschnittlichen Rendite von über 3,35 % p.a. erwirtschaftete ein US-Investor in den letzten 89 Jahren somit real einen Gewinn. Bei einem Investment in DM (galt vom 21. Juni 1948 bis zum 31. Dezember 2001 als zweitstärkste Währung der Welt) verlor ein Anleger in diesen 53 Jahren dagegen „nur“ 75 %. Dies

entsprach einer Inflationsrate von 2,75 % pro Jahr. Deutsche Investoren mußten mindestens diesen Zins erzielen, um die reale Gewinnschwelle ihrer Investition zu erreichen. Dies sollte zukünftig besonders bei neuen Lebensversicherungsabschlüssen in Deutschland (seit 1.1.2004 beträgt der Garantiezins nur noch 2,75 %) berücksichtigt werden.

### Goldpreis versus Inflation

Da der Goldpreis in Papiergeldeinheiten gemessen wird, ist er abhängig vom Verhältnis der vorhandenen Gold- zur umlaufenden Geldmenge. Bei einer deflationären Entwicklung steigt die Menge des Goldangebots schneller an als die Menge des umlaufenden Papiergeldes – der Goldpreis sinkt aufgrund von Deflation. Im umgekehrten inflationären Fall vermehrt sich das Papiergeld schneller als das Gold – der Goldpreis steigt aufgrund von Inflation. Während sich der Preis des Goldes je nach Auf- oder Abwertung der daran gekoppelten Papierwährung verändert, bleibt der Wert des Goldes langfristig immer konstant. Die Wertbeständigkeit des Goldes wird in Abb. 2 durch den Gleichlauf des Goldpreises mit dem Konsumentenpreisindex visualisiert. Somit steigt und fällt zwar der Preis, nicht aber der reale (inflationsbereinigte) Wert des Goldes. Der Goldpreisanstieg gleicht langfristig immer den entstandenen Inflationsverlust (US-Konsumentenpreisanstieg) der Papierwährung (hier: US-Dollar) aus. Kurz- bis mittelfristig kann es aufgrund von massenpsychologischen Über- oder Untertreibungen (siehe die letzten 30 Jahre im Chart von Abb. 2) durchaus auch Abweichungen vom realen Wert geben. Langfristig gleicht sich der Goldpreis jedoch immer der Inflationsrate an. Nachdem der Goldpreis – trotz steigender Inflation – bis 1971 auf 35 US-\$/Unze „festgehalten“ wurde (Bretton-Woods-System), kam es nach der Auflösung des Dollar-Gold-Standards zu einer veritablen Goldpreisexplosion (2.350 % in nur 10 Jahren). Nach der Unterbepreisung bis 1975 kam es – aufgrund von marktpsychologischen Trendfolgeerscheinungen – dann zu einer Überbepreisung, die

ABB. 2: US-KONSUMENTENPREISINDEX (ROT) ÜBERLAGERT VOM GOLDPREIS (BLAU) IN US-\$



Quelle: www.globalfindata.com

1980 in einem Goldpreis von 850 US-\$/Unze gipfelte. Der Übertreibung von 1980 folgte – nach 20 Jahren volatiler Gold-Baisse – die Untertreibung im Jahr 1999 bei 252 US-\$/Unze. Auch trotz des 60 %igen Anstiegs in den letzten vier Jahren liegt der aktuelle Goldpreis von 410 US-\$/Unze (Stand Januar 2004) noch immer unter seinem heutigen inflationsbereinigten Wert von ca. 600 US-\$/Unze. Jedoch besitzen 600 US-\$ heute (aktuell fairer Preis von 1 Unze Gold) die gleiche Kaufkraft wie 35 US-\$ im Jahr 1944 (Einführung des Bretton-Woods-Systems), mit denen man damals 1 Unze Gold erwerben konnte.

### Gold als Inflationsschutz und als Standard für Kaufkraft

Der wichtigste Grund für ein Investment in Gold ist die langfristige Werthaltigkeit oder anders ausgedrückt die konstant bleibende Kaufkraft. So war beispielsweise 1900 das Durchschnittsgehalt eines Engländers eine halbe Unze Gold pro Woche. 103 Jahre später gilt dieses Gehaltsverhältnis immer noch. Ein Herrenanzug kostete in jedem Jahrhundert ca. eine Unze Gold und auch heute hat sich an diesem Preis nichts geändert. Der Preis des Goldes gegenüber einer Papierwährung schwankt zwar, doch die Kaufkraft erhält es seit über 5.000 Jahren. Das Edelmetall ist wie Grundstücke die beste Referenz im Bezug auf Kaufkraft und besitzt die Funktion einer Versicherung gegen Inflation.

### Fazit

Der Wert des Goldes besteht unabhängig von Zahlungsverprechen Dritter, denn keine staatliche Institution dieser Welt kann Gold herstellen oder drucken und somit durch einen inflationären Gebrauch entwerten. Im Rahmen eines Portfolio-Insurance-Konzeptes ist Gold somit nicht nur ein Diversifikations- (negative Korrelation gegenüber Aktien und Anleihen) und stabiles Wertaufbewahrungsmittel, sondern auch eine preiswerte Portfolio-Versicherung gegen Inflation.

ABB. 1: US-KONSUMENTENPREISINDEX (US-INFLATIONSRATE) VON 1820 BIS 2003 (1914 = 10)



Quelle: www.globalfindata.com

# Trügerische Indices

*Der Dow Jones Index befindet sich auf bestem Wege, neue Höchstmarken zu erreichen, und signalisiert damit einen neuen Bullenmarkt in Aktien. Doch der Schein trügt...*

## Echte und unechte Indices

Als Index wird in der Statistik eine Zahl bezeichnet, welche durch ihre Veränderungen die Schwankungen einer Vielzahl von Werten darstellt. In der Literatur wird zwischen „echten“ und „unechten“ Aktienindices unterschieden. Bei einem echten Aktienindex im Sinne der statistischen Methodenlehre muß die Berechnungsformel Veränderungen eines Zeitraumes ausdrücken, indem ein Basiszeitpunkt gewählt wird und Veränderungen in Relation zu diesem ausgedrückt werden. Außerdem muß der Indexwert unter Zugrundelegung der gleichen Elemente und Gewichte gebildet werden. Unechte Indices sind dagegen reine Kursdurchschnitte.

## Der erste Aktienindex der Welt

Als Pionier der Aktienindexierung gilt Charles Henry Dow, der am 6. November 1851 in Sterling, Connecticut, geboren wurde. Zusammen mit Edward D. Jones und Charles M. Bergstresser gründete er im November 1882 die Firma Dow Jones & Company, die im Jahr darauf erstmals den Bulletin „Customer's Afternoon Letter“ herausgab. In dieser Zeitung veröffentlichte Charles Henry Dow 1884 den weltweit ersten Aktienkursindex, der sich aufgrund der großen Bedeutung des Eisenbahnbaus zu dieser Zeit hauptsächlich aus Eisenbahn-Gesellschaften zusammensetzte. Später erhielt dieser Index den Namen „Railroad Average“, bevor er endgültig in „Transportation Average“ umbenannt wurde. Der bekannteste Dow Jones-Index ist der Dow Jones Industrial Average (DJIA), der erstmals am 26. Mai 1896 veröffentlicht wurde. Der heutige DJIA ermittelt sich nach nebenstehender Formel. Er wurde ursprünglich berechnet, indem die Schlußkurse der einzelnen Aktien addiert und durch die Anzahl der im Index enthaltenen Aktien dividiert wurden. Der Divisor wurde jedoch fortwährend um Aktiensplits, Dividendenausschüttungen sowie bei Änderung der Zusammensetzung und bei Fusionen bereinigt. Wichtig zu erkennen ist jedoch, daß es sich beim DJIA um einen ungewichteten Index handelt, die Größe der enthaltenen Unternehmen also keinerlei Relevanz für die Berechnung hat. Der DJIA ist also ein unechter Aktienindex.

$$\text{Index}_{\text{DJIA},t} = \frac{1}{c} \cdot \frac{i-1}{n} \sum_{i=1}^n P_{it}$$

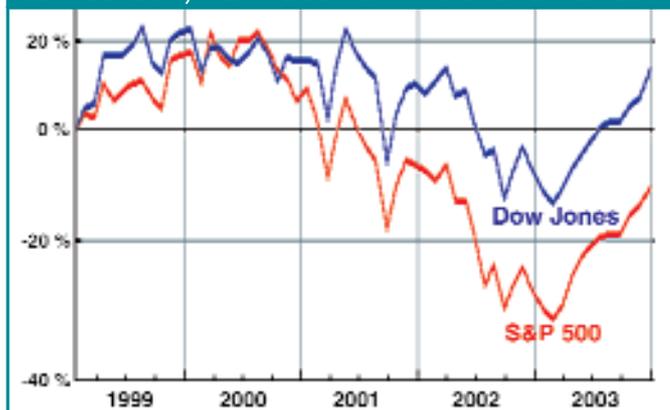
n = Anzahl der Gesellschaften im DJIA  
 pit = Kurs der Aktie i  
 1/c = Korrekturfaktor zum Ausgleich von Kapitalveränderungen

ermittelt sich nach nebenstehender Formel. Er wurde ursprünglich berechnet, indem die Schlußkurse der einzelnen Aktien addiert und durch die Anzahl der im Index enthaltenen Aktien dividiert wurden. Der Divisor wurde jedoch fortwährend um Aktiensplits, Dividendenausschüttungen sowie bei Änderung der Zusammensetzung und bei Fusionen bereinigt. Wichtig zu erkennen ist jedoch, daß es sich beim DJIA um einen ungewichteten Index handelt, die Größe der enthaltenen Unternehmen also keinerlei Relevanz für die Berechnung hat. Der DJIA ist also ein unechter Aktienindex.

## Der Standard & Poor's 500 (S&P 500) – näher an der Wahrheit

Anders sieht dies beim S&P 500 Index (S&P 500) aus, denn dieser ist ein Index nach europäischem Modell, gewichtet nach Marktkapitalisierung (ausstehende Aktien multipliziert mit dem Kurs je Aktie). Er umfaßt 500 an der New York Stock Exchange, der American Stock Exchange und dem Nasdaq National Market gehandelte Aktien. Die Gewichtung nach Kapitalisierung („cap-weighting“) hat den Vorteil, daß der Einfluß jedes Unternehmens auf den Index direkt proportional ist zu seinem relativen Markt-

ABB. 1: DER DOW JONES UND DER S&P 500 IM DIREKTEN VERGLEICH



Quelle: <http://finance.yahoo.com>

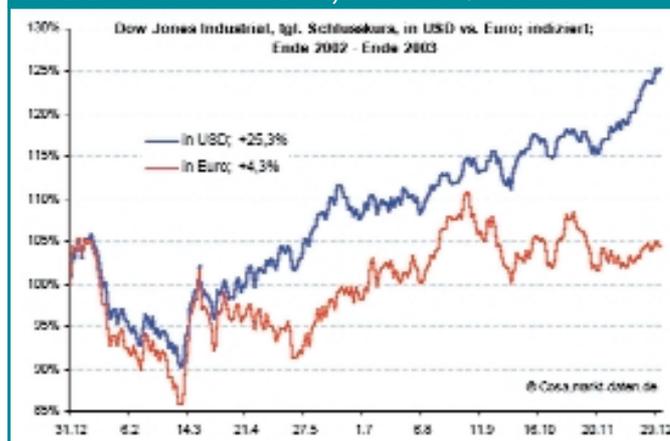
wert. Das macht den S&P 500 zu einem wichtigen Maßstab für die Wertentwicklung jedes bestehenden Portfolios.

## Fazit: verzerrtes Bild

Der direkte Vergleich des DJIA mit dem S&P 500 seit dem Jahr 2000 zeigt auf, daß der Dow Jones tendenziell eine bessere Entwicklung signalisiert, als es beim größeren Teil der Aktien der Fall ist. Während der DJIA neue Hochs ansteuert, liegt der S&P 500 noch weit von seinen Höchstmarken entfernt. Zudem muß beachtet werden, daß die gesamte wirtschaftliche Erholung in den USA durch Schulden finanziert ist, was sich in einem signifikant schwächeren US-Dollar gegenüber dem Euro ausgewirkt hat. Aus Sicht europäischer Anleger stellt sich die US-Rally daher überaus moderat dar – in 2003 legte der DJIA in Euro gerade einmal 4,3 % zu. Die US-Indices, insbesondere der DJIA spiegeln daher nur ein recht verzerrtes Bild wider – was im Übrigen auch generell für die US-Wirtschaftsstatistik gilt.

Marco Feiten

ABB. 2: ENTWICKLUNG DES DOW JONES IN US-\$ UND EURO



Quelle: Cosa, markt-daten.de

## Derivate

# Recht bekommen oder Anlageerfolg erzielen?

*Nicht alles, wo Gold drauf steht oder drin sein sollte, muß auch glänzen: Das ABN Amro Veneroso Gold-Zertifikat hat die fulminante Goldpreisrally souverän an sich abperlen lassen...*

## Hochkarätiges Team um sich geschart

Das Zertifikat (WKN 321 605), welches den Veneroso Gold Stock Index abbildet, wird aktiv gemanaged von Veneroso Gold Associates. Das Ziel des im letzten Jahr im Herbst aufgelegten Zertifikats war kein geringeres als eine überproportionale Partizipation an der Goldpreisentwicklung. Dies sollte durch die Selektion aussichtsreicher Goldexploreraktien geschehen, wofür sich auch ein hochkarätiger Beraterstab zum Indexmanagement zusammengefunden hat: Neben Frank Veneroso (zuständig für die Top-Down-Strategie) hat man auch von Namen wie Marshall Auerback (Portfolio-Management) oder Leonard Harris (Projektbewertung) schon mal hier oder da gehört.

## Outperformance – aber um welchen Preis?

Die hinter dem Management stehende Theorie läßt sich wie folgt zusammenfassen: Große Goldminenwerte sind mehr oder minder angemessen bewertet, Small Caps dagegen notieren oftmals unter ihrem Net Asset Value (NAV) oder Kapitalwert. In diesem Fall könne man eine Call-Option auf Gold quasi „umsonst“ erwerben, da sich bei steigenden Goldpreisen die Kurse aller Goldminenaktien ihrem Kapitalwert nähern oder ihn übersteigen. Small Caps würden eine Outperformance erbringen können, da große Goldminen bereits fair bewertet sind oder mit einer Prämie gehandelt werden. Mit einer Investition in den Veneroso Gold Stock Index bzw. das Zertifikat könnten, so zumindest die ursprüngliche Idee, Anleger diejenigen Fallstricke umgehen, die bei der Beschäftigung mit Gold Small Caps entstehen: Informationsdefizite, illiquider und volatiler Handel und natürlich unzuverlässige Quellen.

## Die Frage nach dem fairen Wert

Leider scheint das Management-Team um Frank Veneroso einer oder mehrerer dieser Gefahrenquellen selbst nicht ausgewichen zu sein, wie die enttäuschende Kursentwicklung von -2 % seit Auflegung gegenüber +17 % beim Amex Gold Bug Index (HUI) zeigt. Wie zu erfahren war, schätzte Veneroso bereits gegen Ende letzten Jahres die Entwicklung sowohl des Goldpreises wie auch der Goldminenaktien als rein momentumgetrieben ein. Die Anzahl der Unternehmen, die noch mit einem Discount auf den NAV gehandelt werden, hätte sich drastisch eingeschränkt, so daß dem Team langsam, aber sicher die Investitionsmöglichkeiten ausgingen. Obwohl von einem langfristigen Goldpreisanstieg weiterhin überzeugt, scheint Veneroso daraufhin einem Kardinalfehler eines Timing-Versuchs anheim gefallen zu sein: Er ging short, gegen den starken Trend. Und während der Goldkurs weiter kletterte – wie gesagt, seine Shortposition auf den HUI ging er schon weit im letzten Jahr



Quelle: comdirect

ein –, mußte er konsequenterweise seiner einmal eingeschlagenen Strategie treu bleibend seine Hedgeposition aus- und seine Investitionsquote weiter abbauen.

## Erzieherische Mission

Beruhigend und zugleich einmal mehr erschütternd zu sehen, daß auch ein hochkarätiges Management- und Beraterteam nicht automatisch einen Anlageerfolg garantieren kann – dies hatte aber der Hedgefonds-Kollaps von Long Term Capital Management 1998 schon hinlänglich unter Beweis gestellt. Das Zertifikat (ein „open end“) verfügt zudem über einige markante Ausstattungspunkte, die man besser kennen sollte: Wohl um den langfristigen Anlagehorizont zu betonen, wird eine Kapitalbindung von mindestens fünf Jahren dadurch erzwungen, daß das Zertifikat in diesem Zeitraum nur beschränkt und mit langer Vorankündigung (90 Tage) zurückgegeben werden kann. Des weiteren fallen Managementgebühren (2 % p.a.) sowie Performancegebühren (über die man sich im Augenblick aber keine Gedanken machen muß) an.

## Fazit

Selbst wenn man in der vorhergehenden Beschreibung des Veneroso Gold-Zertifikats eine Prise Ironie nicht überhören kann, so möchten wir doch das Urteil nicht voreilig fällen. Vielleicht ist Top-Down-Strategie Frank Veneroso tatsächlich schlauer als der Markt, was er mit der geforderten, ungewöhnlichen Kapitalbindung von fünf Jahren (möglicherweise gar eine Erziehungsmaßnahme dahingehend, sich auf den langfristigen Horizont zu focussieren?) andeutet. So oder so, das Zertifikat verdient, weiter verfolgt zu werden.

Falko Bozicevic

**Prinzipien des Marktes**

# Marktstruktur (Markttechnik)

*Wer etwas über das „Innenleben“ eines Marktes erfahren will, ist gut beraten, nicht nur auf den Index zu schauen. Marktstruktur-Indikatoren helfen bei der „Innenschau“.*

Die markttechnische Verfassung eines Aktienmarktes lässt sich mit Hilfe der – im folgenden so genannten – Marktstruktur-Indikatoren beschreiben und untersuchen. Da sie sich immer auf einen Gesamtmarkt beziehen (z.B. Dax30, alle Autotitel, alle an der Nasdaq gelisteten Aktien etc.), soll damit das allgemeine Umfeld, in dem sich die einzelnen Titel befinden, beschrieben, indiziert und aussagefähig gemacht werden. Analog zu unserer kontrastiven Sehweise, mit der wir Figuren immer nur vor einem Hintergrund erkennen, sollen Marktstruktur-Indikatoren den Hintergrund für die Nachhaltigkeit einzelner Kursbewegungen liefern.

**In Vergessenheit geraten**

Bereits in den 50er und 60er Jahren des 20. Jahrhunderts war ein erstaunlich breit gefächertes Technisches (Gesamt-)Marktwissen vorhanden, das paradoxerweise durch die Zuhilfenahme der immer leistungsfähiger werdenden Computer und der damit einhergehenden Verlagerung der Technischen Analyse auf einzelne Indikatoren (MACD, RSI etc.), zusehends verloren zu gehen scheint. Sieht man beispielsweise in die in den letzten 15 Jahren veröffentlichten (oder auch aus dem amerikanischen neu übersetzten) Bücher in Deutschland, so finden sich dort fast ausschließlich Einführungen, Ausführungen (und Verführungen?) zu neuen bzw. zu neuesten technischen Indikatoren. Marktstruktur-Indikatoren scheint es kaum mehr zu geben, sie sind entweder in Vergessenheit geraten oder der neuen Techniker-Generation in weiten Teilen schlicht und einfach unbekannt.

**Market Sentiment**

Wenngleich dieses „fast verlorene Börsenwissen“ seit ein paar Jahren von der sogenannten „Behavioral Finance“ und den Arbeiten zur „Massenpsychologie der Börse“ (market sentiment) teilweise wiederentdeckt wird, so versuchen die marktpsychologischen Indikatoren aber im wesentlichen die Höhe des Optimismus bzw. Pessimismus der Anleger am Aktienmarkt zu messen. Aus indizierten Übertreibungen (Gier, Angst) lassen sich dann antizy-

**Kapitalkurve:**

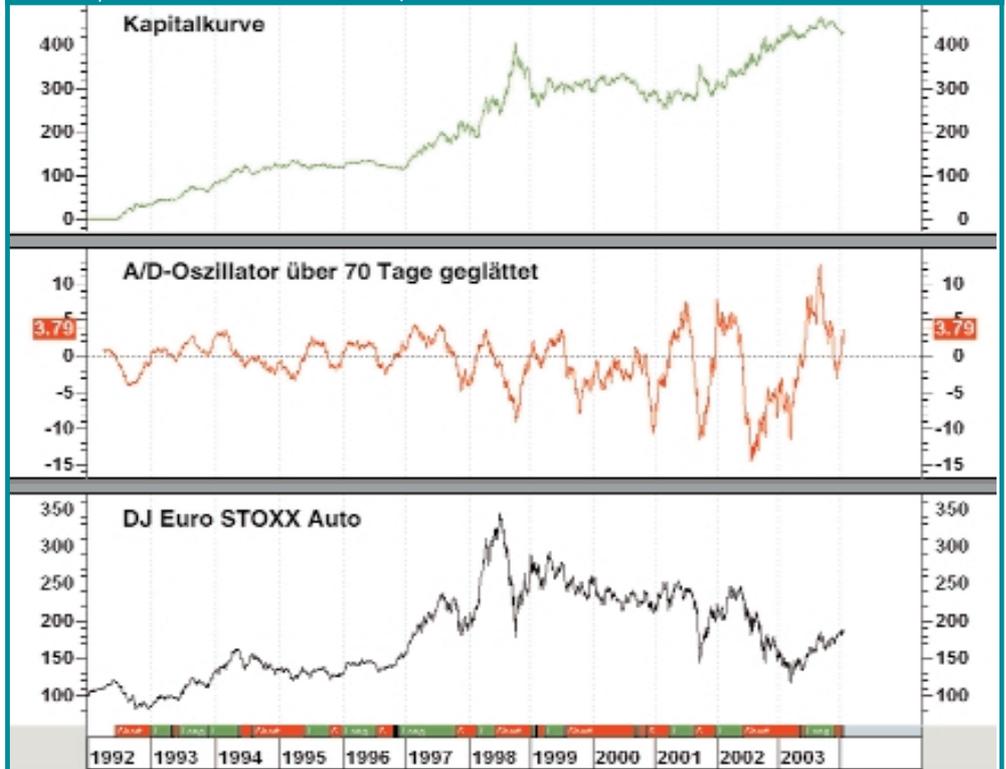
Die Kapitalkurve zeigt die Performance eines Handelsansatzes an, welcher sich aufgrund der unter dem Chart angegebenen Handelsregeln ergibt (die Performance wird in Punkten des EuroSTOXX Auto gemessen).

klische Handelssignale generieren, die einen „Contrarian-Ansatz“ zu formalisieren erlauben.

**Über die „Gesundheit“ eines Marktes**

Marktstruktur-Indikatoren (market breadth) wollen dagegen die „Stärke/Schwäche“ („Gesundheit“) einer Marktbewegung messen. Sie beschäftigen sich nicht mit Kursveränderungen einzelner Titel, sondern beschreiben immer das Verhältnis von steigenden zu fallenden Werten innerhalb einer Analysebasis (zumeist ein bestimmter Markt). Hier geht es darum festzustellen, wie viele Aktien steigen

Abb. 1: A/D-Oszillator für den Dow Jones EuroSTOXX Auto seit 1992



Handelsregeln:

**Kauf** (zum Close next day):  $GD(A/D\text{-Wert}, 70) > 0$

**Verkauf** (zum Close next day):  $GD(A/D\text{-Wert}, 70) < 0$

oder fallen, und nicht darum, wie groß die Preisveränderungen sind. Damit ein starker Bullenmarkt weiter fortbesteht, sollte diese Bewegung von der Mehrheit der Aktien getragen werden. Die Stabilität eines Trends drückt sich so in der Anzahl der sie tragenden Titel aus. Läuft der Trend eines Index weiter, während z.B. die A/D-Linie (Erläuterung erfolgt unten) stagniert oder gar in die andere Richtung wechselt (Divergenz), dann sind Schwächephasen des Marktes erkennbar, die zu erhöhter Vorsicht mahnen und eine mögliche Trendwende andeuten. Indirekt lässt sich aus ihnen auch die jeweils herrschende Angebot-/Nachfrage-Relation ablesen. Gegenüber den heterogen zusammengesetzten Marktindices (Dax30, EuroSTOXX50, S&P500 etc.) sind Marktstruktur-Indikatoren für einzelne Branchen/Sektoren oft aussagekräftiger oder ergänzen bzw. komplementieren diese. Sie favorisieren einen eher prozyklischen Handelsansatz und haben sich als „Uralt-Indikatoren“ auch schon vor einigen Generationen gut bewährt.\* Im folgenden ein paar Beispiele:

### Advance/Decline-Linie (A/D-Linie)

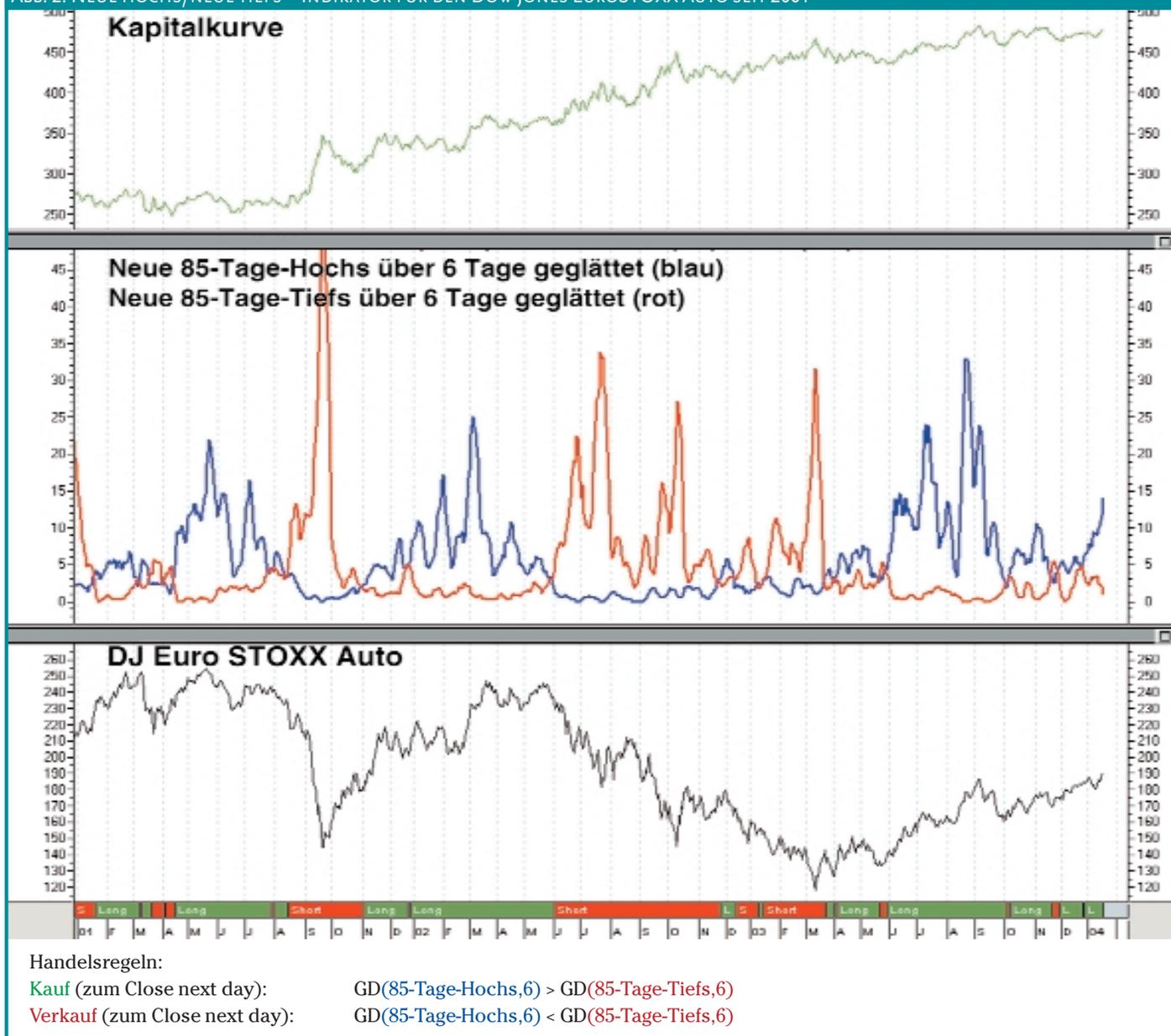
Die von Leonard P. Ayers 1926 entwickelte Advance/Decline-Linie dürfte der bekannteste Marktstruktur-Indikator sein.

$$\text{A/D-Linie} = \text{A/D-Linie (Vortag)} + \text{Anzahl gestiegene Titel} - \text{Anzahl gefallene Titel}$$

Zu ihrer Berechnung wird die Differenz zwischen der Anzahl der gestiegenen (advancing issues) und der gefallenen (declining issues) Titel eines Marktes, einer Branche oder eines Indexes ermittelt. Der so gewonnene Wert zum Vortagesstand der A/D-Linie hinzuaddiert. Die mathematische Formel dafür lautet: \*\*

Durch die Gleichgewichtung der einzelnen Werte zeigt die A/D-Linie die allgemeine „Massenbewegung“ des Marktes auf, wobei logischerweise eine steigende A/D-Linie auf einen steigenden und eine fallende A/D-Linie auf einen fallenden Markt hinweist. Dieser nur scheinbar redundante Sachverhalt kann damit dem Technischen Analysten zum einen die allgemeine Markttrend ebenso bestätigen, wie sie ihn andererseits bei auftretenden Divergenzen (marktweite A/D-Linie und gewichteter Index gehen in unterschiedliche Richtungen) warnt.

ABB. 2: NEUE HOCHS/NEUE TIEFS – INDIKATOR FÜR DEN DOW JONES EUROSTOXX AUTO SEIT 2001



## A/D-Oszillator

Bei der praktischen Betrachtung der Zu- und Abnahme der schwachen und/oder der starken Aktien hat sich aber gezeigt, daß ein unterschiedlich langer Zeitraum des Vorseilens oder Hinterherhinkens im Vergleich zum entsprechenden Index festzustellen ist, so daß die Interpretation einiger Erfahrung bedarf und eine rein mechanische Anwendung problematisch ist. Da die A/D-Linie – alleine betrachtet – für das Timing zu viele Fehlsignale liefert, sollte sie immer zusammen mit kursbezogenen Indikatoren des zu analysierenden Index betrachtet werden. Mit Hilfe eines A/D-Oszillators lassen sich aber bereits gute Handelssignale generieren. Im folgenden Beispiel wurden aus 130 Titeln des Automobilsektors die täglichen Advance/Decline-Werte (= A-D) berechnet und über 70 Tage geglättet (sh. Abb. 1). Als Signalgeber fungiert die Null-Linie, wobei dann jeweils der Index (hier: DJ EuroSTOXX Automobil) gekauft/verkauft wurde. Die Formel für den A/D-Oszillator lautet: Durchschnitt (A-D, 70)

## Aktien über der 200-Tage-Linie

Nach einer alten Faustregel befindet sich eine Aktie im Aufwärtstrend, solange sie über ihrem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt liegt. Analog dazu wird von einem insgesamt steigenden Markt ausgegangen, wenn sich in ihm eine wachsende Anzahl solcher Werte finden läßt.

Die besondere Interpretation/Aussagekraft dieses Indikators liegt darin, daß bei Extremwerten und damit einhergehenden „Übertreibungen“ (90 % der Aktien eines Marktes liegen über, oder 10 % der Aktien eines Marktes liegen andererseits unter ihrem 200-Tage-GD) ein Set-Up (= Filterbedingung) für antizyklische Handlungsmöglichkeiten eröffnet wird. Die tatsächlichen Handelssignale werden dann ausgelöst, wenn z.B. Unterstützungs- oder Widerstandsniveaus durchbrochen werden und/oder der Marktstruktur-Indikator die Richtung wechselt. Ein Beispiel für diesen Indikator findet sich in der Rubrik „Das große Bild“ auf Seite 28.

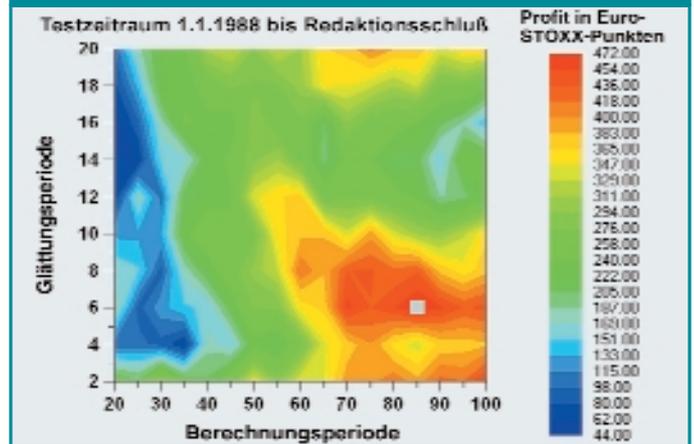
## Neue Hochs/Neue Tiefs (New Highs/New Lows)

Bei diesem Indikator (Abb. 2) wird für einen Markt die Anzahl der neuen Hochs und Tiefs (z.B. der letzten 50 oder 250 (Jahreshöchstkurse) Tage) gezählt und gegeneinander aufgetragen. Während die Nettobilanz die allgemeine Kursrichtung vorgibt, kennzeichnen extreme Ausschläge in die eine oder andere Richtung Übertreibungen, die auf bevorstehende Korrekturen hinweisen können. In einem „gesunden“, starken Markt wird die Anzahl der neuen Hochs immer größer sein als die Anzahl der neuen Tiefs. Doch sobald die Anzahl der neuen Tiefs die Anzahl der neuen Hochs übersteigt, weht der Wind in die andere Richtung. Gleichzeitig verweisen Extremwerte der neuen Hochs/Tiefs gerne auch auf (kurzfristige) Wendepunkte des Marktes hin.

## Robuster Ansatz

Wie in Abb. 3 auch zu sehen ist, gibt es beim Neue Hochs/Neue Tiefs-Indikator keinen Wertebereich, der Verluste erwirtschaftet hätte. Dieses Ergebnis zeigt die generelle Robustheit dieses Ansatzes gut auf. Der kleinste Netto-Profit (44 Punkte) wäre mit folgender Parametereinstellung erzielt worden: 20-Tage-Hoch/20-Tage-Tief über 14 Tage geglättet. Ebenfalls gut zu sehen ist aber auch, daß man am besten die neuen Hochs/Tiefs mit einer Berechnung über 40 Tage vornehmen sollte, da dort fast alles im „grünen Bereich“ liegt.

ABB. 3: ERGEBNIS DES ROBUSTHEITSTESTS



Robustheitstest mit größtem Netto-Profit (472 Punkte) bei: 85-Tage-Hoch/85-Tage-Tief über 6 Tage geglättet (graus Quadrat)

Auf der Berechnungsbasis für Neue Hochs/Neue Tiefs eines Marktes gibt es eine Anzahl weiterer und weitergehender Berechnungsarten, die hier aber nicht näher dargestellt werden sollen, z.B.: der New High/New Low-Index (nicht zu verwechseln mit der A/D-Linie bzw. A/D-Oszillator), der nach Richard Arms benannte ARMS-Index bzw. TRIN und TICK, etc.

## Fazit

Für alle Marktstruktur-Indikatoren gilt, daß sie – oft zudem relativ unabhängig von ihrer Parametereinstellung – die „großen Trends“ sichtbar machen. Damit beschreiben sie „Markt-Anomalien“, die zum einen die Verwendungsweise der Technischen Analyse rechtfertigen und zum anderen der allzu strengen akademischen Annahme „vollkommen zufälliger Kursbewegungen des Aktienmarktes“ (Random Walk-Theorie) widersprechen. Für ein genaues „Timing“ des Marktein- oder Marktaustritts sind sie sicherlich allein zu unscharf, liefern dafür aber wichtiges „Hintergrundwissen“.

Die Fristigkeit dieser Klasse von Technischen Indikatoren liegt damit naturgemäß eher im mittel- bis langfristigen Investment- oder Handelsansatz. Dies ist vermutlich – neben der Computerisierung – ein weiterer Grund, warum diese Spezies in den modernen und „allmodernsten“ Büchern und Ratgebern über Technische Indikatoren/Analysen in den letzten Jahren fast vollständig ausgestorben ist. Dennoch sollten auch kurzfristige Aktienstrategien nicht auf dieses Hintergrundwissen verzichten. Wenn man den Trend zum Freund haben will, kann man ihn auch in der Gesamtmarktbeziehung finden.

Eine Übersicht über weitere Marktstruktur-Indikatoren – samt Beschreibung und chartgraphischer Darstellung – liefert das „E-Book of Technical Market Indicators“, das unter <http://www.wallstreetcourier.com/ebook/ebook.htm> als pdf-file kostenlos heruntergeladen werden kann.

Dr. Reinhard Bauernfeind

\*) Drew, Garfield A.: New Methods for Profit in the Stock Market, Boston 1966 (Orig.: 1955); Uttinger, Hans Walter: Die Voraussage der New Yorker Börsenentwicklung durch eine neue statistische Methode, Diss. 1964; Levy, Robert A.: The Relative Strength Concept of Common Stock Price Forecasting, New York 1968; Krow, Harvey A.: Stock Market Behavior. The Technical Approach to Understanding Wall Street, New York 1969

\*\*) Daneben gibt es eine Vielzahl weiterer Berechnungsweisen der Advance/Decline-Linie (A: Advancing; D: Declining; U: Unchanged; A-D: Absolut(A-D), Cumulativ(A-D); A/D; (A-D)/(A+D+U); (Absolut(A-D))/(A+D+U); A/(A+D); (A-D)/U; (Absolut(A-D))/U; U/(A+D+U); etc.)

Das große Bild

# Wahljahre sind meist gute Jahre

*Das Börsenjahr 2004 könnte doch besser werden, als wir dies ursprünglich vermutet hatten. Vor allem das zweite Halbjahr dürfte für eine sehr positive Überraschung gut sein.*

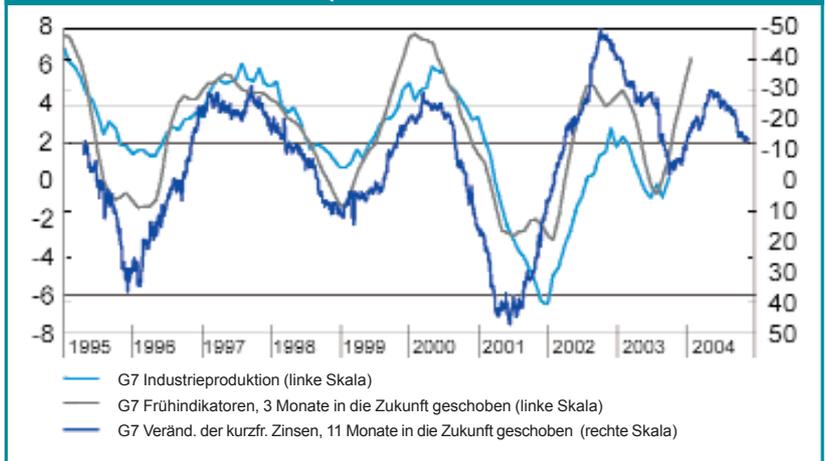
## Unsere Prognosen im Rückblick

Seit Monaten schon können Sie an dieser Stelle unsere Prognose für die Aktienmärkte und insbesondere den Dax lesen, die dahin geht, den Zeitraum März/April 2004 als zeitliche Zielzone für das Ende des von uns vor zehn Monaten ausgerufenen „Pit Bull Marktes“ zu sehen. Als Kursziel gaben wir dabei 4.500 Dax-Punkte an. Seit der Erstausgabe des Smart Investor sahen wir zudem die Rohstoffe und die asiatischen Aktienmärkte als klare Favoriten. Würden wir heute einen Strich ziehen unter all diese unsere Kernaussagen, so müßten wir uns wohl nicht schämen. Im wesentlichen lagen wir mit diesen Mittelfristprognosen richtig, wenngleich wir zugegebenermaßen unter kurzfristigen Gesichtspunkten manchmal „die Orientierung verloren“ haben. Aber warum gehen wir so explizit auf unsere prognostische Vergangenheit ein? Erstens deshalb, weil unser Dax-Kursziel sowohl in zeitlicher als auch in kursmäßiger Hinsicht immer näher rückt und wir uns nun ans Fine-Tuning machen müssen und zweitens, weil mittlerweile „alle Welt“ begriffen hat, daß Rohstoffe und asiatische Titel zu den besten Performern gehören und wir somit nicht mehr gar so alleine mit unserer Meinung sind, wie dies noch vor sechs oder neun Monaten der Fall war.

## Die Wahl zu wenig berücksichtigt

Unser Besuch auf der Kapitalanlegertagung in Zürich hat uns neue Erkenntnisse gebracht. Insbesondere in den Gesprächen mit dem

ABB. 2: ZINSEN ALS INDIKATOR FÜR DIE KONJUNKTUR DEUTEN EIN HOCH IM ZWEITEN ODER DRITTEN QUARTAL AN



Quelle: Crédit Suisse Asset Management (Daten von OECD, BBA (5.1.2004))

Amerikaner Kenneth Fisher und dem Schweizer Alfons Cortés ging uns das eine oder andere Licht auf (sh. Interviews auf S. 12 und auf S. 31), so daß wir unsere Marktprognose für das laufende Jahr wenn auch nicht komplett über den Haufen schmeißen, so doch etwas modifizieren werden. Zu sehr erkannten wir uns plötzlich inmitten des Meinungs-Mainstreams. So rechnen die Analysten im Durchschnitt mit einem Zuwachs beim Dax von ca. 10 % bezogen auf den Jahresendstand 2004. Dies ist an sich noch nicht sehr spektakulär. Überaus interessant dabei ist jedoch, daß die meisten Analysten ein positives erstes Halbjahr und ein eher verhaltenes zweites Halbjahr prognostizieren (wie eben der Smart Investor bis vor kurzem auch). Dies muß nun aber vor dem Hintergrund des Charts in Abb. 1 stutzig machen. Er zeigt den saisonalen Verlauf des Dow Jones im Präsidentschafts-Wahljahr. Dieser könnte insofern eine große Bedeutung für uns haben, da das Jahr 2004 ein US-Wahljahr ist (sie findet im November statt). Unter Saisonalitätsgesichtspunkten muß demnach mit einem Dow Jones-Verlauf gerechnet werden, der der durchschnittlichen Analystenprognose entgegensteht: erstes Halbjahr verhalten, zweites Halbjahr sehr positiv. Das aus sentimenttechnischer Sicht beste an diesem saisonalen Muster ist, daß dessen Eintreten offensichtlich nicht von vielen erwartet wird.

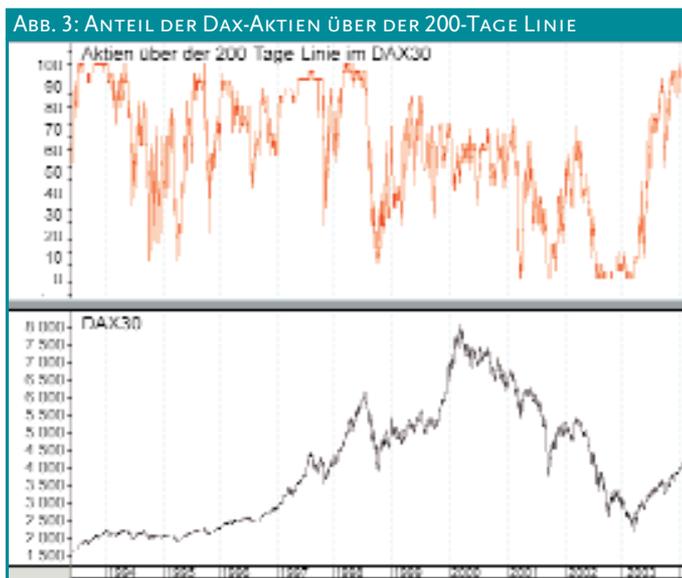
## Die Kausalität hinter der Saisonalität

Nun zeigt eine Saisonbetrachtung nur an, was im Durchschnitt unter der Bedingung „Wahljahr“ am Aktienmarkt passiert ist. Um zu ergründen, ob es auch im Jahr 2004 wieder zu einem ähnlichen Verlauf kommen kann, sollten wir uns mit der Kausalität beschäftigen, die sich hinter der Saisonalität verbirgt. Auch hierzu konnten wir mit Philipp Vorndran, Chef-Strategie

ABB. 1: WAHLJAHR-SAISONALITÄT BEIM DOW JONES INDEX (BERECHNET ZWISCHEN 1900 UND 1996)



Quelle: www.seasonalcharts.com



der Crédit Suisse Asset Management, auf der ZfU-Tagung einen kompetenten Experten finden. Seiner Meinung nach arbeitet die derzeitige US-Regierung wie keine andere vor ihr auf die Wiederwahl von George W. Bush hin.

#### Die Zinsen geben den Takt vor

Abb. 2 zeigt die Entwicklung der Industrieproduktion der G7-Staaten (die USA haben unter den sieben Staaten das weitaus größte Gewicht) sowie die Entwicklung des OECD-Frühindicators, welcher jedoch aufgrund seines vorlaufenden Charakters um drei Monate in die Zukunft verschoben wurde. Demnach sollte es mit der G7-Konjunktur in den kommenden Monaten weiter nach oben gehen. Die blaue Kurve schließlich verdeutlicht die jährliche Veränderungsrate der kurzfristigen Zinsen, welche maßgeblich durch die US-Notenbank beeinflusst werden können (rechte Skala; inverse Darstellung). Diese Kurve wurde um 11 Monate in die Zukunft verschoben, da dies laut Vorndran die beste Prognoseperiode ist. Wie zu sehen ist, dürfte der Hochpunkt der wirtschaftlichen Entwicklung aus Sicht der Geldpolitik folglich ins zweite oder gar ins dritte Quartal fallen (vgl. hierzu auch das Prognosemodell mit Hilfe der inflationsbereinigten US-Geldmenge M2 des Analysten Steve Saville in der letzten Ausgabe auf S. 26). Eine bessere wirtschaftspolitische Ausgangsposition für seine Wiederwahl kann sich der amtierende US-Präsident wohl kaum wünschen (die Q3-Vorabzahlen dürften kurz vor der Wahl bekanntgegeben werden). Dies bedeutet – soweit es sich dabei um Absicht handelt (was wir annehmen) –, daß sich Fed-Chef Greenspan mit seiner Geldpolitik als Wahlgehilfe der Republikaner einspannen läßt, weil er die Zinsen zu lange zu tief hält. Soviel zur Unabhängigkeit der US-Notenbank. Daß auch die extremen fiskalpolitischen Maßnahmen wie z.B. die umfangreichen Steuerensenkungen ihre positiven Effekte auf die US-Konjunktur in den Monaten vor der Wahl entfalten und erst danach auslaufen werden, sei hier nur noch der Vollständigkeit halber erwähnt.

#### Gesunde Marktstruktur

Wie im Artikel auf Seite 24 erläutert wurde, läßt sich aufgrund der Marktstruktur einiges über die „Gesundheit“ einer Bewegung aussagen. In Abb. 3 ist ein Marktstruktur-Indikator abge-

bildet, der den Anteil der Dax-Aktien wiedergibt, die über ihrem 200-Tage-Durchschnitt notieren. Der Indikatorwert liegt momentan bei 97 %, d.h. nur eine einzige Dax-Aktie (1/30 entspricht etwa 3 %) notiert unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Dies muß als „gesund“ insofern beurteilt werden, als aus einer solchen Konstellation heraus aller Erfahrung nach keine nachhaltige obere Wende zu erwarten ist. Oder anders herum ausgedrückt: Dieser Indikator legt nahe, daß die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten noch ein Weile anhält, und dies wäre gut vereinbar mit unserer neuen Einschätzung des zyklischen Verlaufs innerhalb des laufenden Jahres.

#### Kurzfristige Einschätzung

Zu unserer Prognose, wonach es im Zeitraum März, April oder Mai zu einem markanten Hoch an den Aktienmärkten kommen wird, stehen wir nach wie vor. Allerdings glauben wir aufgrund unserer Zyklusanalysen inzwischen, daß eher der Beginn dieser dreimonatigen Spanne, also der März, für ein Hoch prädestiniert ist. Im März (aber auch im September) war schon immer eine ausgeprägte Tendenz zu Wenden festzustellen. Man denke hierbei nur an den März 2000, in dem die Hausse der 80er und 90er Jahre zu Ende ging, oder den März 2003, der den Start des aktuellen Aufwärtstrends markierte. Insofern raten wir auf dem aktuellen Niveau zu keinen langfristig angelegten Neuengagements mehr.

#### Fazit

Wir bleiben bei unserer Voraussage, daß es in den kommenden Monaten – vermutlich im März – zu einem ersten markanten Hochpunkt an den Aktienmärkten kommen wird. Allerdings revidieren wir unsere Meinung über die darüber hinaus gehende Entwicklung im laufenden Jahr dahingehend, daß es aufgrund der „Wahlkampf vorbereitungen“ der US-Regierung und der Fed zu einem sehr festen zweiten Halbjahr kommen könnte (bis vor vier Wochen ging Smart Investor noch von einem schwachen zweiten Halbjahr aus). Dafür, daß sich der „Pit Bull Market“ noch bis Ende des Jahres erstrecken könnte, sprechen auch die oben erwähnten Saisonalitätsüberlegungen. An unserer negativen Aktien-Einschätzung für das Jahr 2005 ändert sich allerdings nichts. Beim Gold könnte nun eine ausge dehntere Korrektur anstehen, durch welche wir uns jedoch in unserer langfristigen „Bullishness“ für das gelbe Metall sowie überhaupt für alle Edelmetalle und auch Rohstoffe nicht abbringen lassen.

Ralf Flierl

#### VERANSTALTUNGSHINWEIS

Der Münchner Investment Club (MIC) geht auf Tour. Auf den **MIC-Börseninfotreffen** geht es unter anderem um folgende Fragen: Werden die Aktien ihren Aufwärtstrend im Jahr 2004 fortsetzen? Stellt die Dollarschwäche ein Risiko für die Weltkonjunktur dar? Welche Rolle spielen die asiatischen Märkte, insbesondere China? Warum werden Investments in Rohstoffe immer wichtiger?

Tour-Daten: 16.03.04, Augsburg; 17.03.04, Rosenheim; 18.03.04, Nürnberg; 22.03.04, Hamburg; 23.03.04, Düsseldorf; 24.03.04, Frankfurt; 25.03.04, Stuttgart, jeweils 18.00 bis 20.30 Uhr  
 Programm und Anmeldung: [www.mic-online.de](http://www.mic-online.de)  
 Kontakt: Tel.: +49 (089) 79 08 63-50

## Relative Stärke

## Silber Top, Gold Flop

Währungsüberlegungen dominieren die Kursentwicklung

## Grundsätzliches

Wir haben den Jahreswechsel genutzt, um unsere Relative Stärke-Tabelle umzustellen. Die Vergleichswerte beziehen sich ab dieser Ausgabe jeweils auf die Werte der vorangegangenen Hefte (jeweils Redaktionsschluß). Dadurch wird das Raster zwischen den Erhebungen mit einem Abstand von ca. 4 Wochen größer, was in Phasen heftig schwankender Kurse zwar nicht vollkommen unproblematisch ist, entscheidender Vorteil ist jedoch die Verlängerung der dargestellten Historie auf volle 4 Monate. Die einheitliche Euro-Basierung, die die währungsbereinigte Entwicklung aus europäischer Sicht widerspiegelt, bleibt selbstverständlich erhalten. Die Tabelle ist als Hintergrundinformation über die Verschiebung internationaler Anlagepräferenzen zu verstehen, eine direkte Ableitung von Handelssignalen erscheint dagegen nicht sinnvoll. Für Interessierte sei noch einmal auf den Einführungsartikel zu dieser Reihe verwiesen, den Sie im Internet unter dem unten angegebenen Link finden können.

## Deutschland wieder Spitze!

Nanu, mag man denken, haben wir da was verpaßt? Keineswegs. Tatsächlich haben sich die Deutschen Aktienindices TecDax (Rang 3) und Dax (Rang 4) wieder in die Spitzengruppe geschlichen. Des Rätsels Lösung ist einmal mehr ein im Berichtszeitraum per Saldo weiter nachgebender US-Dollar. Durch die Umrechnung in Euro waren praktisch alle ursprünglich in Dollar notierenden Anlagen in Mitleidenschaft gezogen, während originäre Euro-Anlagen profitierten. Da dem US-Dollar angesichts miserabler Stimmungswerte und dramatischer Kursverluste zumindest eine ausgedehntere Erholung jederzeit zuzutrauen ist – erste Anzeichen dafür sind bereits erkennbar – ist es nur konsequent, daß die Exportnation Deutschland innerhalb des Euroraums derzeit favorisiert wird.

## Gold unter Druck

Die größten Abschlüge waren im Berichtszeitraum bei Gold und Goldminen zu verzeichnen. Nachdem hier in den ersten Januartagen noch Spitzenkurse von rd. 425 US-\$ pro Feinunze vermeldet wurden, erfolgte ein erster schneller Rückschlag in den Bereich unter 410 US-\$. Auch hier deutet sich also, spiegelbildlich zum US-Dollar, zumindest eine ausgeprägtere Korrektur der bis dahin vorherrschenden Trends an – Rang 23 für die Feinunze. Noch schlimmer hat es den ohnehin zum Übersteuern neigenden HUI (Index der ungehedgten Goldminen) erwischt. Er fiel praktisch nahtlos und ungebremst von Rang 3 auf Rang 24 zurück. Zusätzliche Brisanz erhält hier die Kursentwicklung durch das Chartbild: Die Januar-Spitze verfehlte um Haaresbreite das bisherige Hoch von Anfang Dezember, womit sich bei Kursen unter ca. 215 die sehr reale Möglichkeit eines bestätigten Doppel-Tops eröffnen würde.

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors

Index	Land	RS 23.01.	RS 12.12.	RS 11.11.	RS 17.10.	RS 19.09.
Merval	Arg	1	4	3	5	8
S.E.T.	Thai	2	1	1	3	2
TecDAX	D	3	7	5	7	4
DAX	D	4	6	8	14	11
Sensex	Indien	5	2	2	2	5
PTX	Polen	6	9	17	10	14
MDAX	D	7	5	7	9	6
IBEX 35	E	8	11	20	20	22
Silber		9	15	21	23	17
RTX	Rus	10	13	13	1	7
Hang Seng	HK	11	8	6	8	12
CAC 40	F	12	10	14	15	15
SMI	CH	13	12	22	17	13
All Ord.	Aus	14	14	11	11	16
FTSE 100	GB	15	17	16	16	21
Rohöl		16	18	23	22	25
Nikkei 225	J	17	20	9	4	3
KOSPI	Korea	18	19	10	12	9
NASDAQ 100	USA	19	21	12	13	10
REXP 10 *	D	20	22	24	24	23
S&P 500	USA	21	24	19	19	20
DJIA 30	USA	22	23	18	18	18
Gold		23	16	15	21	19
HUI *	USA	24	3	4	6	1
Shenzen	China	25	25	25	25	24

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

## Silber zeigt „klugen Köpfen“ eine Nase

Vor diesem Hintergrund war die Entwicklung der Silberpreise umso bemerkenswerter. Mit einem Anstieg um sechs Ränge entwickelte sich hier im Berichtszeitraum die größte Relative Stärke. Wie eigenwillig gerade der Silbermarkt reagieren kann, zeigte sich, als er die ihm von den klugen Köpfen hinter der FAZ noch zum Jahreswechsel attestierten düsteren Preisaussichten unverzüglich mit dem größten Kurssprung der letzten fünf Jahre quittierte. Obwohl wir uns durch die jüngste Entwicklung in unserer lange vertretenen Auffassung, wonach Silber das bessere Gold ist, bestätigt sehen, muß vor Euphorie oder gar Häme ausdrücklich gewarnt werden: Herbe Rückschläge sind jederzeit möglich.

Ralph Malisch

Der Einführungsartikel zu dieser Rubrik kann unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen) werden.

## Sentimenttechnik

## „Noch nicht jenseits von Gut und Böse“

Interview mit Alfons Cortés, Vermögensverwalter und -berater und seit 1989 Kolumnist bei der Schweizer Wirtschaftszeitung „Finanz und Wirtschaft“

**Smart Investor:** Was verbirgt sich hinter der Theorie der Behavioral Finance?

**Cortés:** Es geht dabei um die Integration von psychologischen Erkenntnissen in die Finanztheorie, mit dem Ziel, einen anderen Prototypen des handelnden Menschen darzustellen als den homo oeconomicus. Letzterer ist ein Roboter, der homo discens (= lerner Mensch; Anm. D. Red.) der Behavioral Finance dagegen ist ein pfadabhängig lerner Mensch, was deutlich realitätsnäher ist.

**Smart Investor:** Was charakterisiert die heutige Zeit im Vergleich zu Anfang 2000, dem Hochpunkt der Aktienmärkte, aus Sicht der Behavioral Finance?

**Cortés:** Anfang 2000 hatten viele Anleger vergessen, daß Aktien Risiko beinhalten, denn bis dahin ging es nach jedem Einbruch immer wieder nach oben. Heute wissen die Anleger, daß Aktien riskant sind, sie gehen vorsichtiger vor, sie haben eine andere Risikoakzeptanz entwickelt.

**Smart Investor:** Was schließen Sie aus diesem Verhalten?

**Cortés:** Daß die Investoren die Unternehmen, deren Aktien sie kaufen, besser anschauen. Meines Erachtens ist dies der Hauptgrund dafür, daß die Aktien der kleineren und mittleren Unternehmen, welche relativ einfach zu durchleuchten und zu verstehen sind, stärker gestiegen sind als die der Blue Chips. Weiterhin werden heute Gewinne schneller realisiert, die Investoren sind weniger tolerant gegenüber Entwicklungen, die sie als fehlerhaft beurteilen.

**Smart Investor:** Sie analysieren auch die Reaktion der Börse auf Unternehmensnachrichten. Was läßt sich in diesem Zusammenhang zu den Fällen Adecco oder Parmalat sagen?

**Cortés:** Bedingt durch die dramatische Baisse sind die Leute heute sensibilisiert für die Möglichkeit von Kurseinbrüchen. Wenn eine Firma enttäuschende Mitteilungen zu machen hat, dann reagiert der betreffende Aktienkurs sehr scharf, aber eben nur dieser. In den Baissejahren 2000 bis 2002 reagierte aber in solchen Fällen nicht nur die Aktie der betroffenen Firma, sondern die Aktien mindestens des gesamten Sektors. Das ist der Unterschied. Daß es heute keine „Sippenhaftung“ mehr gibt, ist ein Zeichen dafür, daß die Aufwärtsbewegung gesund ist.

**Smart Investor:** Was gibt es beim momentanen Anlegersentiment zu beachten?

**Cortés:** Vielerorts kann man hören, daß der Optimismus unter den Anlegern in den letzten Monaten zugenommen hat und daß deshalb Gefahren für die Börsen bestehen. Ich sehe das anders: Ich halte es für völlig normal, daß bei steigenden Kursen und bei einer Zunahme des Momentums die Leute optimistischer werden. Gefährlich wird das Ganze erst, wenn es zu einer Trend-Akzeleration kommt, d.h. wenn wir Kurse haben, die im Vergleich zum fairen Wert jenseits von

Gut und Böse sind und die auch sehr weit wegelaufen sind von ihren Durchschnittskursen.

**Smart Investor:** Jenseits von Gut und Böse könnte man aber bei vielen Tech-Aktien vor allem an der Nasdaq bereits vermuten.

**Cortés:** Bei einzelnen Titeln mag dies sicherlich gelten. Bei einer Betrachtung auf der Makro-Ebene ist dies aber noch nicht der Fall. Die gesamten amerikanischen oder europäischen Aktienmärkte sind noch nicht überbewertet.

**Smart Investor:** Sie sprechen in Ihren Vorträgen immer davon, daß Aktienmärkte von einem Paradigma nach oben getragen werden. Gibt es denn jetzt auch ein Paradigma und welches war das Paradigma bis zum Jahr 2000?

**Cortés:** Mit dem Ende des großen Bullenmarktes ist im Jahr 2000 das Paradigma der Disinflation in Verbindung mit Produktivitätszuwachs durch neue Technologien gestorben. Ein neues Paradigma kann ich bislang nicht erkennen, weshalb ich auch davon ausgehe, daß die Börse nur über eine Dauer von zwei bis fünf Jahren hausieren wird.

**Smart Investor:** Wenn man vom Tiefpunkt der US-Aktien im Oktober 2002 ausgeht, könnte das dann aber doch bedeuten, daß die Aufwärtsbewegung schon in diesem Jahr auslaufen wird.

**Cortés:** In der Tat. Man muß die Märkte daher verstärkt beobachten.

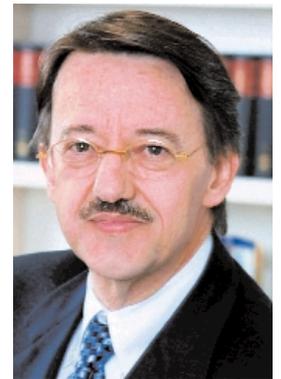
**Smart Investor:** Sind die Aktienmärkte momentan in einer Rally oder in einer Hausse?

**Cortés:** Ich verwende lieber andere Begriffe. Aktuell findet ein sekundärer Aufwärtstrend statt, der in der Regel mehrere Monate bis Jahre andauert, aber ohne ein Paradigma. Ein primärer Aufwärtstrend kann sehr viele Jahre dauern und zeichnet sich durch das Vorhandensein eines Paradigmas aus. Beispiel: die Hausse der 80er und 90er Jahre.

**Smart Investor:** Haben Sie eine Vorstellung, wie sich die Aktien auf Zehnjahressicht entwickeln werden?

**Cortés:** Da muß ich passen. Ich habe noch nicht einmal für die nächsten fünf Jahre eine Meinung. Was ich weiß, ist: Die Hausse, die wir momentan beobachten, ist noch nicht zu Ende. Wann sie zu Ende geht, läßt sich erst sagen, wenn die ersten Gefahrensignale auftauchen, z.B. zurückgehende Marktbreite oder nachlassendes Momentum.

Interview: Ralf Flierl (geführt auf der ZfU-Tagung, sh. S. 12)



Alfons Cortés

**Aktie im Blickpunkt**

# Alstom S.A.

## Turnaroukandidat zwischen Pleite und Entdeckung

Für wirklich erfolgreiche Turnaroundspekulationen sind zwei Aspekte von entscheidender Bedeutung: Der Turnaround muß gelingen und das Investment frühzeitig eingegangen werden. Zumindest letzteres läßt sich bei der französischen Alstom S.A. derzeit noch problemlos umsetzen.

Im Nachhinein ist man immer schlauer, werden Alstom-Aktionäre sagen, wenn sie sich die Performance ihrer Anteile während der letzten Jahre vor Augen führen. Denn fast egal zu welchem Zeitpunkt der Erwerb auch stattgefunden hat, im positiven Bereich dürfte sich kaum einer der Investoren befinden. Wurde der französische Industriekonzern noch Mitte 2001 mit über 6 Mrd. Euro bewertet, weist er selbst nach der jüngst erfolgten Verdopplung des Grundkapitals gerade noch eine Marktkapitalisierung von etwas über 900 Mio. Euro auf – und das auch nur dank des Engagements des französischen Staates. Ohne dessen massive finanzielle Unterstützung hätte der Konkurs nämlich bereits spätestens im Herbst vergangenen Jahres eingeleitet werden müssen.

### Frankreichs Prestigeobjekte

Als Anlagenbauer ist der Alstom-Konzern vor allem in der Energie- und Verkehrstechnik tätig. Dabei ist zunächst der Power-Bereich zu nennen, in dem über die Hälfte der Gesamtumsätze erzielt wird und in dem sämtliche Kraftwerksaktivitäten des Unternehmens gebündelt sind. Geliefert werden schlüsselfertige Dampf-, Kombi- und Hydrokraftwerke in allen Größenordnungen sowie die dazu notwendigen Schlüsselkomponenten wie Turbinen, Generatoren und die Leittechnik. Neben dem Kraftwerksneubau trägt der Kraftwerksservice, der die Reparatur und Wartung der Anlagen sowie die Lieferung von Ersatzteilen beinhaltet, einen erheblichen Umsatzanteil zu dieser Geschäftssparte bei. Die renommiertesten und bekanntesten Projekte im Bereich „Verkehrstechnik“ sind der Hochge-



schwindigkeitszug TGV sowie der erst vor kurzem vom Stapel gelaufene Luxusliner „Queen Mary 2“. Abgesehen davon, daß der TGV das nationale Prestigeprojekt darstellt, hat sich die Technologie inzwischen auch zu einem Exportschlager entwickelt, mit dem französische Politiker in Ländern wie China und Korea regelmäßig hausieren gehen. Zum Produktportfolio der Sparte gehören selbstverständlich aber auch S- und U-Bahnen sowie leistungsstarke Lokomotiven und Triebwagen für den regionalen Zubringerverkehr.

### Mißmanagement gepaart mit unglücklichen Umständen

In wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten war der Konzern durch Mißmanagement und Fehlspekulationen der inzwischen abgelösten Führungsriege. Neben hohen Ausschüttungen an die Aktionäre unmittelbar nach dem Börsengang im Jahr 1999, durch die die Kapitalausstattung des Konzerns unnötig geschwächt wurde, ist dabei insbesondere der Kauf des Turbinenbereichs der schweizerisch-schwedischen ABB (Asean Brown Bowery), bei der sich Alstom finanziell übernommen hat, zu nennen. Die Gasturbinen funktionierten lange Zeit nicht, so daß das Unternehmen vom Boom für Gaskraftwerke zwischen 1999 und 2001 in den USA („gas bubble“) nicht profitieren konnte. Als durch Kauf, Mängelbeseitigung und Regreßforderungen über 4 Mrd. Euro versenkt worden waren, war der Boom bereits wieder vorbei. Hoffnung auf Schadensersatz sieht der jetzige Vorstandschef Patrick Kron nicht. Ohnehin angeschlagen, riß die Krise in der Tourismusbranche nach dem 11. September 2001 den Konzern weiter in die Tiefe. Die Pleite des nordamerikanischen Kreuzfahrtunternehmens Renaissance bedeutete den Verlust eines Großkunden für die Alstom-Werften. Der Konkurs des Energieriesen Enron sorgte zudem für markante Umsatzrückgänge im gesamten Energiesektor.

ALSTOM S.A.			
BRANCHE	ELEKTROTECHNOLOGIE		
WKN	914 815	AKTIENZAHL (MIO.)	559,46
GJ-ENDE	31.3.	KURS AM 26.1.04 (EURO)	1,72
MITARBEITER	82.000	MCAP (MIO. EURO)	962,0

	2002/03	2003/04E	2004/05E
UMSATZ (MRD. EURO)	21,4	17,0	17,0
% GGÜ. VJ.	-8,8 %	-20,6 %	+0,0 %
EPS (EURO)	-0,22	-1,09	-0,51
% GGÜ. VJ.		-	-
KUV	0,04	0,05	0,05
KGV	NEG.	NEG.	NEG.

Quelle: Eigene Schätzungen

### Neue Besen kehren gut

Dennoch versicherte der scheidende Vorstandschef Pierre Bilger noch zum Jahreswechsel 2002/2003 ein strukturell gesundes Unternehmen zu übergeben. Wie bereits zuvor in unzähligen ähnlich gelagerten Fällen änderte sich das Bild allerdings schlagartig, als Bilger schließlich abtrat und die Leitung des französischen Traditionsunternehmens Anfang März in die Hände seines Nachfolgers Patrick Kron legte. Ein erster Kassensturz offenbarte Schulden von über 5 Mrd. Euro, denen Eigenmittel von weniger als 1 Mrd. Euro gegenüberstanden. Später offenbarte sich weiterer Rückstellungs- und Abschreibungsbedarf. Eiligst wurde ein Sanierungskonzept zusammengezimmert. Gläubigerbanken sowie die französische Regierung sagten finanzielle Unterstützung zu. War der erste Finanzierungsplan, der im Kern den Einstieg des Staates als Hauptaktionär (31,5 %) vorsah, noch am Veto Brüssels gescheitert, konnte die drohende Pleite des Anlagenbauers Ende September (zunächst?) abgewendet werden.

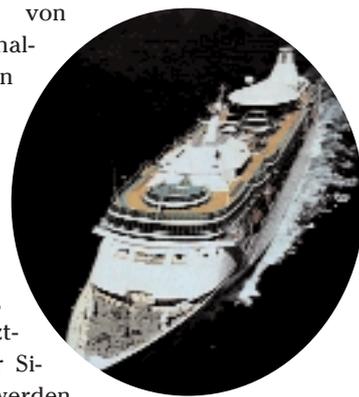
### Verkäufe und Kapitalmaßnahmen

Durch Begebung einer Wandelanleihe flossen rund 900 Mio. Euro in die Konzernkassen. Weitere 500 Mio. Euro kamen durch zwei nachrangige Anleihen, die vom französischen Staat gezeichnet wurden und 15 bzw. 20 Jahre laufen, hinzu. Auch die beschlossene Kapitalerhöhung über nochmals 300 Mio. Euro wurde inzwischen erfolgreich abgeschlossen. Seit dem 19. Januar sind die neuen Aktien zum Handel zugelassen. Teil des Sanierungsplans war zudem der Verkauf des Energieübertragungsgeschäfts an den französischen Atomkonzern Areva (ein Schelm, wer hier eine verdeckte Subventionierung vermutet), der 920 Mio. Euro in die klammen Kassen spülte. Mit 3,6 Mrd. Euro erzielte die Sparte rund ein Sechstel der gesamten Alstom-Umsätze. Bereits im Sommer war das Industrieturbinengeschäft für 1,1 Mrd. Euro an Siemens gegangen. Weitere Verkäufe könnten nach Ansicht von Branchenexperten folgen. So gehört beispielsweise der Schiffbau nicht mehr zu den Kerngeschäftsfeldern des Konzerns.

### Positive Perspektiven

Bis zum Geschäftsjahr 2005/06 soll die immer noch desolante Lage des Industrieunternehmens endgültig der Vergangenheit angehören. Nach Aussagen der Geschäftsleitung ist für den entsprechenden Zeitraum (bei weiteren Verkäufen) ein Umsatz von rund 17 Mrd. Euro angepeilt. Speisen soll er sich zu einem Drittel aus der Bahntechnik und zu zwei Dritteln aus dem Kraftwerksgeschäft. Gleichzeitig wird die Verbesserung der operativen Gewinnmarge von derzeit 1 % auf 6 % sowie die Halbierung der Schulden auf 2 bis 2,5 Mrd. Euro angestrebt. Erreichen will Kron die nach eigenen Aussagen ehrgeizigen Ziele

durch Kosteneinsparungen von 500 Mio. Euro p.a., eine nachhaltige Renditeverbesserung in der Bahntechnik sowie den Ausbau des Dienstleistungsgeschäfts in der Kraftwerksparte mit seinen hohen Gewinnspannen. Zwar sind bis dahin noch verschiedene Probleme zu lösen, und auch die Pleite kann letztendlich nicht mit 100 %iger Sicherheit ausgeschlossen werden, dennoch haben sich die Wogen bereits erheblich geglättet. So konnte vor wenigen Tagen erstmals nach mehreren Quartalen wieder eine Zunahme der Auftragseingänge verkündet werden. Das dringend nötige Vertrauen kehrt langsam zurück.



### Fazit

Die Grenze zwischen Turnaround- und Pleitekandidat ist fließend und letztendlich nur ex post erkennbar. Dennoch spricht einiges dafür, daß die Wende bei Alstom zwar noch nicht endgültig vollzogen, so doch wenigstens mit guten Aussichten auf Erfolg eingeleitet ist. Das neue Management unter der Leitung von Patrick Kron, einer Un-

ternehmerpersönlichkeit mit exzellentem Ruf sowie guten Kontakten zur europäischen Industrie und französischen Regierung, ist dabei zweifellos eine hervorragende Besetzung. Wichtige Kapitalmaßnahmen wurden umgesetzt, und die Umstrukturierung gewinnt zusehends an Dynamik. Trotz gegenteiliger Verlautbarungen ist es zudem als unwahrscheinlich anzusehen, daß der Staat einem der letzten französischen Industriekonzerne die Unterstützung ganz entziehen wird. Zumindest ein gewisser Auftragsflow sollte von dieser Seite aus garantiert sein. Auch der Einstieg zum jetzigen Zeitpunkt scheint günstig. So wird der Wert kaum noch gecovert bzw. ist fast durchgängig mit „sell“ oder „reduce“ bewertet. Nachhaltige Spekulationen auf eine Trendwende haben trotz des jüngsten Anstiegs auf 1,65 Euro noch nicht begonnen. Die Kapitalerhöhung ist inzwischen vollzogen worden, so daß von dieser Seite ebenfalls kein weiterer Abgabedruck zu erwarten ist. Eine deutliche Kurserholung halten wir deshalb momentan für sehr viel wahrscheinlicher als den Totalverlust. Spekulativ orientierten Anlegern raten wir aus diesem Grund zum Aufbau einer kleinen Position. Wir nehmen den Titel auch in unser Musterdepot auf (S. 38).

Dr. Martin Ahlers

## Externe Analyse

## Gold Fields Ltd.

Ein Standard-Investment im Edelmetallbereich

Von Werner Ullmann, Wertpapieranalyst beim Börsendienst FINANZWOCHE

Die seit Jahresende 2002 von in der Spitze bei rund 13 % sinkenden Inflationszahlen auf derzeit nur rund 4,5 % ermöglichen es der südafrikanischen Notenbank, das Zinsniveau zu senken. Nachdem der letzte Zinsschritt mit einer Senkung von einem halben Prozent auf 8 % kurzfristig eher enttäuschend ausfiel, setzte sich zuletzt die Hoffnung durch, daß dieser Zinsschritt wohl nicht der letzte gewesen sein dürfte und das Zinsniveau mittelfristig weiter fallen dürfte. Der Rand hat gegenüber dem US-Dollar, in dem auch das im Lande überreich vorhandene und produzierte Gold abgerechnet wird, seinen über zwei Jahre währenden Aufwärtstrend gebrochen – ein Trendbruch, der vor allem auch südafrikanischen Goldproduzenten entgegen kommt. Durch den steigenden Rand in den vergangenen Jahren reduzierte sich der Umsatz der Goldproduzenten, gleichzeitig stiegen die Produktionskosten teilweise inflationsbedingt, teilweise aber auch in Dollar pro Unze gerechnet aufgrund des Randanstiegs.

#### Historie und aktuelle Ertragssituation

Die 1998 aus der Zusammenlegung der Goldminen-Projekte von Gencor Limited und Gold Fields of South Africa Ltd. mit einer damaligen Jahresproduktion von 3 Mio. Unzen hervorgegangene Gold Fields Ltd. berichtete zuletzt v.a. auch währungsbedingt über weiter steigende Abbaukosten – die totalen Produktionskosten lagen im September-Quartal 2003 (entspricht dem ersten Quartal des Geschäftsjahres 2003/04) bei 335 US-\$ (nach noch 295 US-\$ im Juni-Quartal) und daraus

resultierend fallenden Erträgen, wobei der Nettogewinn je Aktie bereinigt um Sondererträge gegenüber der Vergleichsperiode des Vorjahres von 0,14 US-\$ auf nur noch 0,05 US-\$ einbrach und die Produktion mit 1,038 gegenüber 1,13 Mio. Unzen etwas geringer ausfiel. Dennoch dürfte Gold Fields die Jahresproduktion im laufenden Geschäftsjahr mit einer erwarteten Produktion von rund 4 Mio. Unzen in etwa konstant halten.

#### Enorme Reserven

Mit geprüften Reserven von zuletzt 81,5 Mio. Unzen Gold – womit Gold Fields in Bezug auf die Reservenbasis hinter AngloGold (nach der Ashanti-Übernahme) mit 94,3 Mio. Unzen, Barrick (86,9 Mio.) und Newmont (83,2 Mio.) weltweit die Nummer 4 darstellt – verfügt die Gesellschaft über ein komfortables Minenleben von rund 17 Jahren, wobei die erheblichen Goldressourcen von derzeit 114 Mio. Unzen Gold noch gar nicht mitberücksichtigt sind. Problematisch ist dabei allerdings, daß knapp 90 % der Reserven auf Minen in Südafrika entfallen (davon allein beim Driefontein-Minenkomplex 30 Mio. Unzen und beim Kloof-Minenkomplex ebenfalls knapp 30 Mio. Unzen), der Rest verteilt sich auf Minenbeteiligungen in Ghana (5,5 Mio. Unzen) und Australien (2,94 Mio. Unzen). Dagegen produzierte Gold Fields mit einem Anteil von über 35 % der letzten berichteten Quartalsproduktion überproportional viel aus dem Nicht-Rand-Bereich – Ghana steuerte 20 %, Australien 16 % zur Quartalsproduktion bei, bei operativen Abbaukosten, so-



Werner Ullmann



GROSSE GOLDGESELLSCHAFTEN IM VERGLEICH

	ANGLOGOLD	BARRICK	NEWMONT	PLACER DOME	GOLD FIELDS
AKTUELLER KURS IN \$	42,82	21,02	44	16,59	13,68
MARKTKAPITALISIERUNG IN MRD. \$	11,2	11,4	18	6,8	6,7
GOLDRESERVEN IN MIO. UNZEN GOLD	94,3	86,9	83,2	55,8	81,5
CASH-KOSTEN JE FEINUNZE	252	193	205	216	335
LEBENSDAUER DER RESERVEN IN JAHREN	15,9	14,7	10,9	19,8	19,8
BÖRSESWERT JE FEINUNZE RESERVE IN \$	118,5	131,1	216,4	121,8	82
UNTERNEHMENSWERT/GOLDRESERVEN	0,28	0,31	0,51	0,29	0,19
BÖRSESWERT JE PRODUZIERTER UNZE IN \$	1881	1919,6	2359,2	2408,9	1626,6
PE 04 E	23	40	32	28	28

Quelle: FINANZWOCHE

nannten Cash-Kosten zwischen 210 und 271 US-\$/Unze – und kann somit seine Ertragssituation noch einigermaßen „über Wasser“ halten.

**Unternehmensperspektiven**

Um die Auflagen im Rahmen des „Black Empowerment“-Gesetzes („Mining-Charter“) zu erfüllen, wird Gold Fields 15 % seiner südafrikanischen Minen an die Mvela Resources für den Gegenwert von 4,14 Mrd. Rand verkaufen, was zu derzeitigen Kursen etwa 580 Mio. US-\$ entspricht. Insgesamt betrachtet dürfte Gold Fields dieser mehr oder minder staatlich verordnete Verkauf allerdings entgegenkommen. Versetzen die erheblichen Veräußerungserlöse Gold Fields doch in die Lage, diese Mittel außerhalb des Randbereiches, etwa in Australien, dem restlichen Afrika oder auch in Nordamerika zu investieren und so die derzeit für andere südafrikanische Minenbetreiber wie etwa Durban Roodepoort Deep lebensbedrohende Rand-Abhängigkeit deutlich zu reduzieren. So gab das Unternehmen vor wenigen Wochen auch bereits bekannt, 92 % an der Gold-Kupfermine Cerro Corona in Peru erworben zu haben, die innerhalb von zwei Jahren eine jährliche Produktion von rund 147.000 Unzen Gold (damit etwa 3,8 % der heutigen Goldproduktion p.a.) zu erheblich geringeren Cash-Kosten als derzeit im Konzerndurchschnitt von 212 US-\$ aufnehmen soll. Zudem erwarb Gold Fields eine Minderheitsbeteiligung an der chinesischen Goldminengesellschaft Fujian Zijin, mit der zusammen zudem ein Joint Venture zur Gold-Exploration in China eingegangen wurde. Es darf davon ausgegangen werden, daß auch zukünftig unter Umständen auch von spektakuläreren Akquisitionen seitens Gold Fields zu hören sein wird, auch unter dem Gesichtspunkt, daß das Unternehmen sich bei höheren Kursen (nach dem Kursrückgang unter 15 US-\$ wurde die geplante Kapitalerhöhung im Umfang zwischen 300 und 500 Mio. US-\$ erst einmal abgesagt) am Kapitalmarkt mit weiteren Mitteln zur Aufstockung der „Kriegskasse“ versehen dürfte.



Bei der jetzigen Konstellation von Goldpreis und Rand/US-\$ dürfte das erwartete Kurs/Gewinn-Verhältnis von Gold Fields

**Vergleichsweise günstige Bewertung**

Bei der jetzigen Konstellation von Goldpreis und Rand/US-\$ dürfte das erwartete Kurs/Gewinn-Verhältnis von Gold Fields

für das laufende Jahr bei knapp 30 liegen, womit die Gesellschaft vor allem gegenüber den nordamerikanischen Minenbetreibern wie etwa Newmont Mining oder Barrick Gold noch immer günstiger bewertet ist, wobei aber das länderspezifische Risiko in Südafrika sicher über dem von Nordamerika liegt und einen gewissen Abschlag rechtfertigt. Allerdings weisen auch andere Bewertungskennzahlen wie Börsenwert je produzierter Unze von 1.599 US-\$ oder Unternehmenswert zu Goldreserven von nur knapp 0,2 um 30 % (ggü. Placer Dome) bis über 60 % (ggü. Newmont Mining) eine im Branchenvergleich günstige Bewertung von Gold Fields auf. Die Gesellschaft erscheint derzeit gegenüber den ebenfalls südafrikanischen Goldminenbetreibern Durban und Afrikander Lease, die wegen der Randstärke bereits die Produktion zum Teil erheblich kürzen und Personal freisetzen mußten, deutlich interessanter, dennoch bleibt es die Hauptaufgabe des Unternehmens – ähnlich wie AngloGold (die frühzeitig vermehrt Umsatzanteile aus dem Ausland generierte und dies durch die Übernahme von Ashanti weiter ausbaut) – vermehrt in andere Goldabbaugebieten zu investieren, auch bei derzeit fallenden Randnotierungen. In den kommenden Monaten erscheint somit auch eine größere Übernahme vonseiten Gold Fields nicht unwahrscheinlich.

langfristig eine interessante Anlage, die derzeit zudem eine Dividendenrendite von knapp 2 % aufweist und von den aktuell fallenden Randnotierungen profitieren sollte. Gold Fields sollte in einem gut diversifizierten Gold-/Rohstoff-Portfolio vor allem in einer Zeit, in der sich Goldinvestments als Krisenschutz anbieten, keinesfalls fehlen. Da wir zudem der Ansicht sind, daß auf mittel- bis langfristig der Goldpreis weiteres Potential besitzt, dürfte Gold Fields als Minenbetreiber, der auf jegliche Vorwärtsverkäufe zu festgelegten Goldpreisen verzichtet, letztendlich von einem Goldpreisanstieg nicht zuletzt auch aufgrund des derzeit hohen Hebels überproportional profitieren.

Goldabbaugebieten zu investieren, auch bei derzeit fallenden Randnotierungen. In den kommenden Monaten erscheint somit auch eine größere Übernahme vonseiten Gold Fields nicht unwahrscheinlich.

**Fazit**

Aufgrund der moderaten Bewertung und zukünftig wachsenden Erträgen aus Minen außerhalb Südafrikas, was die Randabhängigkeit reduziert, bleibt Gold Fields, das weiterhin den Focus auf den margenträchtigen Ausbau der jährlichen Produktionsmenge legt,

langfristig eine interessante Anlage, die derzeit zudem eine Dividendenrendite von knapp 2 % aufweist und von den aktuell fallenden Randnotierungen profitieren sollte. Gold Fields sollte in einem gut diversifizierten Gold-/Rohstoff-Portfolio vor allem in einer Zeit, in der sich Goldinvestments als Krisenschutz anbieten, keinesfalls fehlen. Da wir zudem der Ansicht sind, daß auf mittel- bis langfristig der Goldpreis weiteres Potential besitzt, dürfte Gold Fields als Minenbetreiber, der auf jegliche Vorwärtsverkäufe zu festgelegten Goldpreisen verzichtet, letztendlich von einem Goldpreisanstieg nicht zuletzt auch aufgrund des derzeit hohen Hebels überproportional profitieren.

**HINWEIS: In der Rubrik „Externe Analyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Research-Häuser zu Wort. Die vorgestellten Studien stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!**

## MoneyTalk

# „Nur durch permanent hohe Innovationskraft kommt man voran“

*Smart Investor im Gespräch mit Carl Zeiss Meditec-Finanzvorstand Bernd Hirsch über zukünftiges Wachstum im Markt für Augenheilkunde, die Metamorphose zum Komplettanbieter sowie Pläne in Bezug auf den Shareholder Value*

**Smart Investor:** Hat der Zusammenschluß von Carl Zeiss und Asclepion Meditec denn das erwartete Ergebnis gebracht, wenn ja: wo und wie?

**Hirsch:** Die Übernahme hatte zwei Ziele. Das eine war, eine Börsennotierung trotz des seinerzeit vorherrschenden schwierigen Kapitalmarktumfelds zu erreichen, und dies ist uns mit der Übernahme der börsennotierten Asclepion Meditec schließlich sehr gut gelungen. Der zweite sehr wichtige Punkt betraf die Ergänzung unseres Produktportfolios, namentlich in der Augenheilkunde. Die Integration innerhalb des Konzerns wurde innerhalb von nur rund sechs Monaten bewerkstelligt und mündete unter anderem in der Markteinführung eines Lasers zur Korrektur von Fehlsichtigkeiten.

**Smart Investor:** Wozu genau sollen die Mittel aus der im letzten Jahr erfolgten Kapitalerhöhung (von 25 Mio. Euro) herangezogen werden?

**Hirsch:** Ein Teil davon ist bereits zum Einsatz gekommen bei unserer vor kurzem getätigten Akquisition von hiko medical communications, unserem Kooperationspartner mit Focussierung auf die Entwicklung medizinischer Software-Lösungen – ein Thema, dem wir sehr große Bedeutung beimessen. Der zweite große Block betrifft den Erwerb von Patentrechten bis hin zu Kooperationen oder einem Beteiligungserwerb. Schließlich kann und soll ein Teil des Geldes zur Ergänzung des Produktportfolios herangezogen werden. In diesem sich in einer Konsolidierung befindlichen Markt sehen wir uns also als aktive Kraft in diesem Prozeß.

**Smart Investor:** Wieviel Aufwand und Mittel investiert Carl Zeiss Meditec in Eigenentwicklungen? Haben diese Priorität oder aber kann Wachstum eher durch Zukäufe realisiert werden?

**Hirsch:** Historisch gesehen haben wir eine Entwicklungsquote von ca. 10 % bezogen auf den Umsatz. Wir verlassen uns also nicht auf externes Wachstum, sondern sehen Eigenentwicklungen als wichtigen Bestandteil unserer Strategie. Die Vergangenheit hat gezeigt, daß wir einerseits effizient und umsichtig mit Investitionen und Zukäufen umgegangen sind, andererseits unser Produktportefeuille durch innovative Eigenentwicklungen immer wieder nach vorne gebracht haben.

**Smart Investor:** Sie haben sich eine signifikanten Umsatz und EBIT-Steigerung auf die Fahnen geschrieben. Ihre Konkurrenten haben sicher dieselben Pläne. Wie soll das also realisiert werden?

**Hirsch:** Es ist unsere Erfahrung, daß man nur durch permanent hohe Innovationskraft in diesem Markt vorankommen und überdurchschnittlich wachsen kann, vor allem aber schneller als die Wettbewerber. Attraktive Produkte ermöglichen auch attraktive

Ertragsmargen, so etwa beim bedeutenden Thema Informationstechnologie. Wir können auf jährliche Wachstumsraten von rund 15 % zurückblicken, und diese sehen wir auch für die Zukunft nicht gefährdet. Was uns des weiteren von Konkurrenten – viele sind reine Technologieanbieter – unterscheidet, ist wie schon angedeutet unser komplettes Produktportfolio für die Augenheilkunde. Auch die eigene Marktgröße sowie die Möglichkeit eines weltweiten Vertriebs sind wesentliche Charakteristika, an denen es bei Wettbewerbern vielerorts mangelt.



Bernd Hirsch

**Smart Investor:** Wie steht es mit der Eigenkapitalbasis und den Verbindlichkeiten?

**Hirsch:** Unsere Eigenkapitalquote in einer Größenordnung von 60 % kann sich im Vergleich zu unseren Mitbewerbern mehr als sehen lassen. Auch haben wir im letzten Geschäftsjahr unsere Verbindlichkeiten um 20 % deutlich reduziert, was sich als Folge unseres starken operativen Cash Flows ergab. Unsere Nettoverschuldung ist derweil um über 70 % auf nur noch 20 Mio. Euro gesunken.

**Smart Investor:** Was tut Carl Zeiss Meditec für die Steigerung des berühmten Shareholder Value, wie steht es hier mit einer Dividende?

**Hirsch:** In der Tat, auch Dividenden spielen für uns eine Rolle, wenn wir über die Frage: Wie beteiligen wir unsere Aktionäre am Unternehmenserfolg? nachdenken. Für das abgelaufene Geschäftsjahr wird es sicherlich noch keine Ausschüttung geben, gleichwohl sehen wir dies auch als kurzfristiges Thema an – was als Indikator dafür gelten darf, daß wir bereits sehr intensiv über diesen Punkt nachdenken. Des weiteren haben wir unser Ziel einer Aufnahme in den TecDax-30 nicht aus den Augen verloren, was für die Steigerung der Attraktivität der Aktie natürlich ein wichtiger Schritt wäre.

**Smart Investor:** Herr Hirsch, vielen Dank für das Interview.

Interview: Falko Bozicevic

**Buy & Good Bye**

# Buy: AWB Ltd.

Im Prinzip macht die Gesellschaft AWB genau das gleiche wie etwa ce Consumer Electronic, nur aber nicht mit Chips, sondern mit Weizen. AWB ist Australiens größter „Vermarkter“ von Weizen und zugleich einer der größten weltweit. Das im australischen Hauptindex ASX-100 enthaltene Unternehmen vertreibt Weizen, der von den heimischen Anbauern zur Erzielung konstanter und transparenter Preise in einen Pool eingebracht wird, in mehr als 40 Länder. Die fünf Geschäftsfelder von AWB erstrecken sich vom Pool Management über Finanz- und Risikomanagement bis hin zur Entwicklung neuer Anbautechnologien. Das Gros der Vorsteuererträge wurde zuletzt aber in der Tat im Bereich Finanz- und Risikomanagement erwirtschaftet, also das, was man als gemeinhin unter „Brokerage“ versteht, bezogen hier auf die Vermarktung von Getreide.

Das seit Mitte 2001 in Australien, aber auch an der deutschen Börse notierte Unternehmen weist nach dem Kursanstieg der letzten Monate eine Marktkapitalisierung von 860 Mio. Euro auf. Für das laufende Geschäftsjahr (Gj.ende: 30.9.) ist mit einem Umsatz von 1,6 Mrd. Euro (+36 %) und einem Gewinn in einer Größenordnung von 0,20 Euro je Anteil zu rechnen, nach 0,11 Euro im letzten Jahr, womit sich ein KGV von gerade 13 ergibt. Konservative Prognosen zugrundelegend könnte sich dieses ceteris paribus womöglich schon im nächsten Geschäftsjahr wieder in den einstelligen Bereich absenken. Wachstums- und damit Preistreiber, auf kurze und mittlere

Sicht, ist auch bei diesen „weichen Rohstoffen“ einmal mehr das Reich der Mitte, China. Auf übergeordneter Ebene kommen des weiteren die weltweite Überbevölkerung, zunehmende Nahrungsmittelverknappung sowie Umweltschutzfragen ins Spiel, von denen AWB allesamt langfristig profitieren sollte. Interessant dürfte für Anleger auch die konstant hohe Dividendenrendite von ca. 6 % sein. Aufgrund mangelnder Liquidität hiezulande sollten Investoren etwas großzügiger limitieren (Börsenplatz Berlin-Bremen) oder aber die australische Heimatbörse ansteuern.



# Good Bye: Infineon

Konzernchef Ulrich Schumacher wird schon seine Gründe dafür gehabt haben, trotz ansonsten recht passabler Quartalszahlen nur einen verhaltenen Ausblick bieten zu wollen – da war man in der Vergangenheit ganz andere Dinge von ihm gewohnt. Denn viele Fragen bleiben wieder unbeantwortet: Wachstumsmarkt Automobilelektronik hin oder her, kann diese Sparte (die bei Infineon aber auch erst für ein Fünftel der Umsätze steht) tatsächlich dauerhaft 10 % p.a. wachsen? Wie lange läßt sich der durch die Multimedia-Spielereien bei Handys ausgelöste Wachstumsimpuls konservieren? Und schließlich: Kompensiert die Firmenkundennachfrage nach Speicherchips die weiterhin ausbleibende bei Endverbrauchern? Daß die Münchner ihre Produktionskosten pro Speicherchip nochmals um rund ein Drittel auf 3 Euro reduzieren wollen (müssen), beantwortet wohl alle drei Fragen.

Als Infineon im vorletzten Jahr mit seinen neuen Wafern (zur Herstellung von Speicherchips) Maßstäbe in punkto Produktionstechnik setzte, war man kurzfristig der Konkurrenz voraus. Doch die Preisvorteile der günstigeren Massenfertigung schwinden zu schnell, die Konkurrenz – vor allem die asiatische – schläft nicht. Mit neuen Chips (DDR3-RAM etc.) wird Infineon noch auf kurze Sicht die Nase vorn haben, mittel- und langfristig wird vor allem die südkoreanische Samsung (siehe Buy & Good Bye aus Ausgabe 7/2003) die Münchner abhängen, die von der US-Regierung subventionierte (und nicht konkurrenzfähige) Micron Technolo-

gies dagegen früher oder später ausscheiden. Weiteres spricht dafür, daß der Infineon-Kurs seine besten Zeiten bereits wieder gesehen hat. Dieser Meinung scheint auch Großaktionär Siemens zu sein, der sein Paket kürzlich mal eben auf nur noch 21 % halbierte. Das KGV von rund 40 auf Basis notorisch wackeliger Prognosen für das Jahr 2004 bei einem in Aussicht gestellten Umsatzwachstum von 14 %, was bereits mutig erscheint, sieht alles andere als attraktiv aus. Die im Vergleich zum Technologie-Stoxx bereits eingeleitete Underperformance von Infineon signalisiert rote Ampeln für die Münchner.



**Musterdepot**

# Fast schon verdächtig einträchtig

Obwohl unser Musterdepot mit 17 Titeln sehr breit diversifiziert ist, verzeichnete es im letzten Monat einen stattlichen Wertzuwachs von über 10 % – und ließ damit sogar den Dax hinter sich.

**Selbst überrascht!**

Warum ist diese Feststellung alles andere als banal, vergleichen wir da nicht außerdem Äpfel mit Birnen? Letzteres zumindest läßt sich kaum leugnen, denn unser weltweit diversifiziertes Musterdepot besteht zudem zu einem nicht geringen Teil aus Small- und MidCaps. Nicht nur dies war der Hintergrund, weshalb wir auch auf den MSCI-World-Index als Benchmark verzichtet hatten. Den Dax in einem Aufwärtstrend outzuperformen ist fast ein Ding der Unmöglichkeit, weil sich Institutionelle nun mal auf die Blue Chips stürzen, wenn Anlagentrend vorherrscht oder dies zumindest so wahrgenommen wird. Daß uns im letzten Monat eine Outperformance gelungen ist, sollte also eine Erwähnung wert sein. Kein Wunder, haben sich in den letzten Wochen doch fast alle unserer Werte mehr oder minder stark nach oben geschlichen – beinahe etwas verdächtig. Sogar der russische Ölkonzern Tatneft, den wir Mitte Oktober jedoch leider genau zum falschen Zeitpunkt ins Depot genommen hatten (vor der Yukos-Affäre und dem damit verbundenen herben Rücksetzer), machte fast sämtliche Verluste wieder wett. So kommt es, daß von unseren 17 Werten nur noch einer, nämlich selbige Tatneft, ganz geringfügig im roten Bereich notiert. Mit Banpu und Silver Standard Resources haben wir demgegenüber aber auch zwei Vervielfacher im Depot.



**Sorgenfalten, Kopferbrechen oder gar mehr?**

Gerade unser thailändischer Titel Banpu bereitet uns ein wenig Kopferbrechen. Gewisse Überhitzungserscheinungen lassen sich schwerlich von der Hand weisen, wenn man sich den Kurs ansieht, der im Einklang mit dem thailändischen Index immer neue Mehrjahreshochs verbuchte. Unser Banpu-Depotanteil läuft zielgerichtet bereits auf die 10 %-Marke zu. Wir werden uns nicht scheuen, zum gegebenen Zeitpunkt diese Depotposition auch zu reduzieren, am wahrscheinlichsten durch einen Teilver-

**MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)**  
**PERFORMANCE: +46,1 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +61,3 %); +10,6 % GG. VORMONAT (DAX: +6,5 %)**

TITEL (LAND)	WKN	STRATEGIE**	STÜCK	KAUF-DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	PERFORMANCE SEIT KAUF
BANPU (THAI)	882 131	A	5.000	02.06.03	0,82	2,64	13.200	9,0 %	+26,9 %	+222,0 %
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.03	3,90	8,65	8.650	5,9 %	+4,2 %	+121,8 %
BAYWA (D)	519 406	S	700	28.10.03	9,50	13,85	9.695	6,6 %	+9,9 %	+45,8 %
DURBAN DEEP (SA)	865 260	R	5.000	27.03.03	2,13	2,85	14.250	9,8 %	+43,2 %	+33,8 %
PERILYA (AUS)	876 505	R	5.000	24.11.03	0,61	0,81	4.050	2,8 %	+14,1 %	+32,8 %
HARMONY MINING (SA)	864 439	R	800	15.07.03	10,00	12,65	10.120	6,9 %	-0,4 %	+26,5 %
CNR (CAN)	865 114	R	150	18.09.03	34,00	42,91	6.437	4,4 %	+13,8 %	+26,2 %
HUANENG POWER (CHI)	892 647	A	150	08.08.03	44,80	55,60	8.340	5,7 %	+10,5 %	+24,1 %
HIGHLIGHT (D)	920 299	S	2.000	28.10.03	2,58	3,20	6.400	4,4 %	+14,2 %	+24,0 %
ARQUES (D)	515 600	S	200	27.10.03	16,00	19,30	3.860	2,6 %	+54,4 %	+20,6 %
CANON (J)	853 055	A	300	31.03.03	32,50	39,10	11.730	8,0 %	+3,3 %	+20,3 %
CROESUS MINING (AUS)	871 679	R	15.000	02.06.03	0,30	0,35	5.250	3,6 %	-7,9 %	+16,7 %
TRI-VALLEY (USA)	911 919	R	750	24.11.03	3,70	4,20	3.150	2,2 %	+20,0 %	+13,5 %
TOM.COM (CHI)	935 147	A	20.000	29.07.03	0,23	0,25	5.000	3,4 %	+4,1 %	+8,7 %
STADA ARZNEIMITTEL (D)	725 180	S	100	20.01.04	51,00	52,60	5.260	3,6 %	-	+3,1 %
ENERGIEKONTOR (D)	531 350	S	2.000	28.10.03	2,25	2,28	4.560	3,1 %	+2,7 %	+1,3 %
TATNEFT (RUS)	904 282	R	500	14.10.03	22,10	20,70	10.350	7,1 %	+16,3 %	-6,3 %
AKTIENBESTAND							130.302	89,2 %		
LIQUIDITÄT							15.848	10,8 %		
GESAMTWERT							146.150	100,0 %		

\*) am 26.1.2004; in Euro; \*\*) Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A= Asien; S= Spezialsituationen)

kauf, der die richtigen Proportionen wieder herstellt. Doch noch besteht dazu kein Anlaß, weder aus Gründen eines solchen Depotmanagements, noch aus charttechnischen Erwägungen – Gewinne laufen zu lassen ist hier wohl der trefflichste Ratschlag. Ein Titel, der schon eher mal aus dem Portfolio fallen könnte, ist das chinesische Medienunternehmen Tom.com. Nach einem Zwischenhoch bei ca. 30 Cent ließ der Pullback nicht lange auf sich warten, so daß die Kursentwicklung unter dem Strich als enttäuschend eingestuft werden muß. Schließlich befindet sich auch der chinesische Markt im Hausse-Modus. Energiekontor sowie Highlight Communications, die einzigen beiden Unternehmen, die wir ursprünglich aus kurzfristigen Erwägungen und zu Tradingzwecken ins Depot geholt hatten, werden wir bei Gelegenheit veräußern. Dies wiederum erfolgt aus Gründen des Depotmanagements – um nämlich Platz zu schaffen –, denn mit knapp 16.000 Euro ist unsere Cash-Position auf nur wenig mehr als 10 % abgeschmolzen. Wenn wir handlungsfähig bleiben wollen, müssen wir irgendwo beizeiten einen Schnitt machen. Beide Titel liegen komfortabel im grünen Bereich, so daß Anleger – sollten wir den Verkauf ankündigen – die Transaktionen nicht mitmachen müßten, sondern auch hier Gewinne „aussitzen“ können.



### Innerdeutsche Spezialsituationen

Im zurückliegenden Erscheinungszyklus zwischen dieser und der letzten Ausgabe des Smart Investor haben wir bereits zwei Depotveränderungen in die Praxis umgesetzt. Unser Musterdepotwert Arques hat sich von seiner 30 %igen Beteiligung an Schaltbau getrennt. Damit ist es Arques leider nicht gelungen, eine Mehrheit bei Schaltbau zusammenzubekommen, somit machte unsere dahingehende Schaltbau-Spekulation aus unserer Sicht keinen Sinn mehr. Der Ausstieg erfolgte bei 5 Euro, womit ein minimaler Verlust von 4 % blieb. Schaltbau behalten wir als Turnaround-Kandidaten weiter im Blickfeld, vielleicht nehmen wir den Titel zu einem späteren Zeitpunkt nochmals ins Depot auf. Hinzugekommen ist dagegen Stada zu einem Kurs von 51 Euro, eines der deutschen Top-Pharmaunternehmen mit Schwerpunkt auf günstige Nachahmerpräparate, sogenannte Generika (bereits besprochen in Smart Investor 11/2003). Damit sollte Stada einer der Krisengewinnler sein, der vom Reformdruck hierzulande langfristig profitiert. Wir haben somit eine der typischen Spezialsituationen vor uns, die eine Musterdepotaufnahme aus unserer Sicht chancenreich erscheinen lassen. Auch der Chart von Stada sieht äußerst konstruktiv aus, vergessen scheint der kurzzeitige Durchhänger infolge der massiven Kapitalerhöhung im Winter letzten Jahres.



### Konsolidierung & Diversifizierung

Nach Arques und Stada haben wir mit BayWa einen dritten deutschen Spezialwert im Depot. Hier lagen zwar keine neuen Nachrichten vor, gleichwohl schoß der Kurs Anfang Januar auf fast 17 Euro nach oben, weil dieser Substanzwert inzwischen auch andernorts mehrfach empfohlen wurde, was nicht ohne Kursreaktion bleiben konnte. Die Konsolidierung kam dann weniger überraschend. Gleiches gilt im Prinzip für den gesamten Edelmetallsektor, der sich inmitten einer Konsolidierung befindet. Hauptgrund für den etwas zurückgekommenen Goldpreis ist der leicht erholte US-Dollar. Dies wiederum kommt allerdings unseren südafrikanischen Depottiteln Harmony und Durban Deep sehr zugute. Beide konnten sich in den letzten Wochen sehr gut halten bzw. sogar zulegen, da die heimische Währung gegenüber dem Dollar doch immerhin fast 20 % an Wert eingebüßt hat, was die Ertragssituation bei den Südafrikanern deutlich entspannt oder gar beflügelt. Unsere Diversifikation bezieht also auch einen stärkeren Dollar mit ein, wie man an diesem Beispiel deutlich ablesen kann.

### Dispositionen nach Augenmaß

Wie auf S. 32 in der Rubrik „Aktie im Blickpunkt“ angekündigt, werden wir Alstom in unser Musterdepot aufnehmen, weil wir hier einen möglichen „Verdoppler“ identifiziert haben, oder vorsichtiger ausgedrückt: Die Chancen auf eine mögliche Verdopplung überwiegen die Risiken nach unten ganz deutlich – alles weitere lesen Sie bitte in dem erwähnten Beitrag nach. Des weiteren beabsichtigen wir, den kleinen Goldexplorertitel Zaruma Resources aufzunehmen. Dieser wiederum wird in unserer Titelstory (ab S. 6) besprochen, so daß wir an diese Stelle verweisen möchten, ebenso wie auf das interessante Interview mit Zaruma-CEO Prof. Thomas Utter im Smart Investor 8/2003. Beide Titel möchten wir ungefähr auf dem aktuellen Niveau einsammeln, das genaue Volumen sowie den Zeitpunkt werden wir wie üblich über unseren kostenlosen wöchentlichen Newsletter Smart Investor Weekly (Anmeldung über unsere Homepage [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)) noch bekanntgeben, auch die zuvor angesprochenen, bis dato aber noch nicht konkret gewordenen Verkaufsabsichten. Wer nicht über einen Internetzugang verfügt oder den Newsletter nicht bezieht, kann bei Interesse die beiden Käufe natürlich auch schon zum jetzigen Zeitpunkt nachbilden. Speziell bei Zaruma, die wir wiederum unter längerfristigen Gesichtspunkten aufnehmen wollen, wird es letztlich nicht so entscheidend sein, ob man einen Einstieg nun bei 16, 17 oder 18 Cent gewählt hat. Hier zählt die übergeordnete Perspektive – wie bei (fast) allen unseren Musterdepotpositionen.

Turnaround

# Nexus AG

## Endlich geheilt?

Die Emission der Nexus AG, Villingen-Schwenningen, war die letzte größere Plazierung am damaligen Neuen Markt. Vom Konsortium waren zunächst 16 Euro als Preis angedacht, die Bookbuilding-Spanne im sich ständig eintrübenden Marktumfeld betrug 11 bis 14 Euro, die Zuteilung der 3 Mio. Stücke (plus Greenshoe) erfolgte für 10 und die Erstnotiz bei 9 Euro. Von dort an ging es bergab bis auf 1,70 Euro – völlig zurecht. Doch nun – auch charttechnisch hat die Aktie einen schönen Boden ausgebildet – scheint das Unternehmen wieder zu gesunden.

### Zweiter Wohnsitz im Fettnäpfchen

Das Unternehmen nahm seinen zweiten Wohnsitz zunächst im Fettnäpfchen: Die Planziele wurden von Quartal zu Quartal regelmäßig verfehlt, eine kostspielige und unsinnige Liaison mit dem PC-Assembler „Forest“ eingegangen und Gründer Ralf Gropengießer aus dem Unternehmen gedrängt. Bei einer Hauptversammlung wechselte man auch schon mal den Aufsichtsrat im Handstreich aus, mit der Doppel-Pointe, daß der neue Vorsitzende nach einigen Wochen zurücktrat und der zunächst geschafste Mann wieder an die Spitze rückte.

Eine Turnaround-Spekulation ist – von einem streng zynischen Standpunkt aus betrachtet – dann besonders sexy, wenn so richtig viel schief gelaufen ist, das Unternehmen aber dennoch lebt. Beides trifft auf die Nexus AG zu. Dem jetzigen Management ist es ganz offenbar gelungen, die Kosten in den Griff zu bekommen: Obwohl der Umsatz sank, verbesserte sich das Ergebnis kontinuierlich. 2003 gewann Nexus umkämpfte, international ausgeschriebene Projekte in der Schweiz, Deutschland und in Kuwait, so daß für 2004 steigende Umsätze wahrscheinlich sind.



### Akzeptierte Produkte

Kernprodukt des Unternehmens ist die Patientenakte Medfolio, mit der das klinische Sein des Patienten elektronisch abgebildet wird. Radiologische Software, ein Internet-Portal sowie IT-Dienstleistungen im Krankenhaus runden das Angebot ab. Die Nexus AG verfügt im deutschsprachigen Raum über eine gute Marktstellung, in der Schweiz ist das Unternehmen sogar führend. Hinzu kommen Installationen in sechs weiteren europäischen Ländern, den USA und Asien. Der Markt für das Nexus-Angebotsportfolio ist ohne Zweifel riesig und in Milliarden zu messen, mit den Medizinsparten etwa von Siemens oder General Electric sind die Gegner aber auch potent.

Nexus hat sich in 2003 beständig aus dem tiefen Loch gearbeitet, nach fünf, drei und einem Cent Verlust pro Aktie wird das vierte Quartal positiv, obwohl die Umsätze aus dem millionenschweren Kuwait-Auftrag erst 2004 verbucht werden. Der operative Cash Flow ist, wenn auch nicht üppig, so doch aber positiv. Für 2004 ist ein Gewinn pro Aktie von mehr als 20 Cent zu erwarten, allein zehn Cent sollte das erste Quartal abwerfen. Ab der zweiten Jahreshälfte und vor allem 2005 könnte eine anspringende Binnenbelegung die Umsätze weiter befeuern – dies ist der Kern der Turnaround-Spekulation.

Kurshemmend ist die weiterhin alles andere als proaktive Medien- und Marketingarbeit sowie das Engagement der Glasauer Unternehmensbeteiligung. Hinter dem Großaktionär Essential Management GmbH (27,4 %) steht der in der Szene umstrittene Investor. Wann und unter welchen Umständen der Exit erfolgt, steht dahin. Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsleistungen sowie die Neubewertung latenter Steuern werden zumindest optisch noch einige Quartalsberichte belasten.

### Fazit

Nexus geht mit einer Cash-Position von 13 Mio. Euro, sehr gesunden Bilanzstrukturen, gezähmten Kosten und international gut aufgestellt ins Rennen. Ein erwartetes KGV von 12,8 für 2004 ist bei der Phantasie durch Software-Verkäufe attraktiv, zumal 1,30 Euro durch liquide Mittel abgesichert sind. Bleiben Anschlußaufträge im Nahen Osten aus und/oder löst sich der Investitionsstau im deutschen Markt nicht auf, bleibt die Aktie natürlich ein Ladenaufhänger. Bei streng limitierten Orders um 2,10 Euro oder Abstaubern auch darunter überwiegen die Chancen bei einem Rückschlagsrisiko auf 1,40 Euro.

Stefan Preuß

NEXUS AG			
BRANCHE:	HEALTH CARE SOFTWARE + IT-SERVICES		
WKN	522 090	AKTIENZAHL (MIO.):	10,2
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 26.1.:	2,55
MITARBEITER	160	MCAP (MIO. EURO)	26,0

	2003	2004E	2005E
UMSATZ (MIO. EURO)	13,6	16,2	19,4
% GGÜ. VJ.		+19,1 %	+19,8 %
EPS (EURO)	-0,02	0,20	0,26
% GGÜ. VJ.		-	+30,0 %
KUV	1,9	1,6	1,3
KGV	NEG.	12,8	9,8

## Kolumne

# Wahl ohne Qual: Managergehälter bleiben in der Kritik

Von Reinhard Schlieker\*



Reinhard Schlieker

Nun haben wir ihn, den Corporate Governance Codex; wir haben eine breite Diskussion, die nicht nur eine Neid-Debatte ist, und wir haben Gerichtsverfahren, in denen publikumswirksam abgeurteilt wurde, was es an Insiderverhalten und sonstiger unappetitlicher Bereicherung – auch auf höchster Ebene – so gegeben hat, vorzugsweise in den USA, gottlob, da konnte man mit wohligem Schauern über den

großen Teich blicken. Ein Imclone-Chef im State Penitentiary, seine Gefährtin vor den Schranken des Gerichts, Schuld und Sühne für ein künftig sauberes Corporate America. Staatsanwälte machen der Börsenaufsicht Beine, die Kungelrunden der Good Old Boys werden aufgebrochen. Und wir Europäer mühen uns um eine einvernehmliche Regelung, damit dergleichen hier ausbleibt. Wir haben das scharfe Auge der Wertpapieraufsicht und die öffentliche Sensibilität und Rechte einfordernde Aktionäre.

Was wir möglicherweise deshalb auch haben, ist wenig illegale Abzocke, und statt dessen ganz legale Bereicherung. Es gab in der ablaufenden Saison zahlreiche Hauptversammlungen, die unter Verweis auf den neuen Kodex erst einmal die Vergütung der Aufsichtsräte abzusegneten hatten, die höhere. Denn der Kodex fordert ja nun eine angemessene Entlohnung, bei künftig weniger Mandaten pro Person, aber größerer Verantwortung, wohin soll die Tantieme dann denn gehen, wenn nicht nach oben? Die übrigen Anforderungen des Kodex, zum Beispiel die Bekanntgabe von Vorstandsbezügen, na ja, da überlegt man noch ein bißchen. Ist ja eine Kann-Bestimmung.

Kann deshalb sein, daß die Diskussion in der Öffentlichkeit weitergeht und den Unternehmen eine ganz andere Sorte Problem ins Haus steht als nur indiskrete Schnüffelei nach dem

Geld anderer Leute. Ein Beispiel kommt – wieder – aus Amerika. Da gibt es weiterhin den schönen Brauch, unter dem Motto „Wir machen Millionäre“ die eigenen Leute mit Aktienoptionen zuzuwerfen, daß es nur so eine Art hat. Bei einigen Unternehmen wurden die Konditionen sogar nachträglich angepaßt: War der Optionspreis angesichts der Börsenflaute verfallen, wurden die alten gegen neue Optionen eingetauscht, zu einem todsicheren Gewinnkurs, natürlich. Wer eine solche Option hat, und das heißt zu deutsch ja Wahlmöglichkeit, dem winkt eine Wahl ohne Qual. Wo gar nichts mehr half, gab es auch schon mal einen Privatjet für den Chef, vom Board mit liebem Gruß. Solange derlei auch noch nicht einmal als Aufwand in der Bilanz erschien, führte es zu Mißtrauen, Gift für die Aktionärskultur.

Deshalb wird es früher oder später rund um den Globus so kommen wie bei DaimlerChrysler: Die Aktienoptionen werden als Personalaufwand eingerechnet, gleichzeitig beginnt man sich Gedanken zu machen, ob diese Art der Entlohnung noch sinnvoll ist. Die gleiche Frage stellte sich Microsoft, wenn auch teils aus anderen Gründen: Da sitzen altgediente Millionäre im Büro neben vergleichsweise armen Schluckern: Der eine hatte schon seine Optionen, als es rauschte an der Börse vor drei Jahren, der andere guckt in die Röhre, das gleiche Papier, aber kein Wert mehr drin. Das ist Gift fürs Betriebsklima – abgeschafft. Nun gibt es echte Aktien mit langer Haltefrist. Gleiches Risiko für alle.

Schon verzichteten Investoren auf interessante Werte in ihrem Portfolio, weil undurchsichtige Mitarbeitervergütung den künftigen Kurs unkalkulierbar belastet. Und damit kommt die Aktionärsdemokratie durch die Hintertür, die Abstimmung mit den Füßen. Wenn es nicht gelingt, die variable Vergütung der Führungskräfte an einen meßbaren Unternehmenserfolg zu koppeln, gleichzeitig diese Vergütung so zu gestalten, daß sie nicht den Wert der Aktie verwässern kann, dann dürften die großen Spieler für die nötige Korrektur sorgen. Wenn der Vorstand noch vergoldete Türgriffe für seine Villen kauft, während das Unternehmen schon nach der Adresse des Konkursrichters sucht, ist für den durchschnittlichen Pensionsfonds schon lange Schluß mit lustig. Insoweit regelt sich auch die günstigste Option dann irgendwann von selbst ins Aus. Aber wir hätten in Deutschland die seltene Chance, die nötigen Korrekturen anzubringen, ohne die Auswüchse zuvor noch mitmachen zu müssen.

\* Reinhard Schlieker berichtet für das ZDF HEUTE Journal regelmäßig live von der Frankfurter Börse; Kontakt: post@ReinhardSchlieker.de

# „Majors interessiert nur das geologische Risiko, nicht das politische“

*Smart Investor im Gespräch mit Klaus Eckhof über Chancen und Risiken des Explorationsgeschäfts, die interessantesten weltweiten Lagerstätten und die weiteren Aussichten für Edelmetalle*

**Smart Investor:** Aus welchem Anlaß haben Sie sich 1988 nach Australien aufgemacht?

**Eckhof:** Australien hatte sich angeboten, weil es das Zentrum ist in punkto Exploration weltweit, gerade in Westaustralien wurden damals die Geschäfte im Explorationsgeschäft gemacht. Und genau das hat mich gereizt, nach meinem Geologiestudium „Down under“ zu gehen, dorthin, wo die Musik spielt in diesem Business.

**Smart Investor:** Wie haben Sie aber in das Edelmetall-Business gefunden – irgendeine schicksalhafte Wendung vielleicht?

**Eckhof:** Ich hatte schon in Europa damals Leute kennengelernt, die in Australien im Explorationsgeschäft aktiv waren. Diese haben mir dann auch die entsprechende Arbeitserlaubnis beschafft, so daß ich dann eigenhändig die Exploration im westaustralischen Raum angehen konnte, auf deren Betreiben hin.

**Smart Investor:** Wie kamen Sie dann dazu, eine eigene Explorationsgesellschaft zu gründen?

**Eckhof:** Wir hatten damals mit Mount Edon 3 Mio. Unzen gefunden und diese auch zur Produktion gebracht. Daraufhin erklärten sich einige Geschäftspartner bereit, mir weitere Explorationsprojekte zu finanzieren. Schließlich hatten sie ja auch genügend Geld eingenommen mit dem Verkauf von Mount Edon an ein größeres Unternehmen für 225 Mio. Aus-\$. Die Gesellschaft wurde seinerzeit ja mit nur 1 Mio. Aus-\$ gegründet.

**Smart Investor:** Hat der Vorgang, ein kleines, erfolgreiches Unternehmen durch ein größeres übernehmen zu lassen, denn Methode oder ergibt sich so etwas mehr oder weniger zufällig?

**Eckhof:** Die nordamerikanischen Unternehmen sind ständig auf der Suche nach Übernahmekandidaten, vor allem, wenn der australische Dollar relativ gesehen unterbewertet ist. Die großen Unternehmen kommen auf einen zu, nicht umgekehrt.

**Smart Investor:** Warum haben Sie sich dann aber offenbar nach Afrika orientiert, wo doch Australien auch reichhaltige Bodenschätze hat, wie Sie selbst bestätigen konnten?

**Eckhof:** Australien ist genau wie Südamerika, noch mehr natürlich

Klaus Eckhof, 45, ging Ende der 80er Jahre nach einem an der Uni München absolvierten Geologiestudium nach Australien, wo er als Geologe der kleinen Firma Mount Edon zur erfolgreichen Produktionsaufnahme verhalf. Seit diesem Starterfolg ist er nicht nur für eine Reihe von australischen Unternehmen in beratender Funktion tätig, sondern gründete auch selbst mehrere Explorationsgesellschaften. Eckhof gilt seither weit über Australien hinaus als Spezialist für die Explorationsphase.

Nordamerika, inzwischen schon sehr „mature“, also größtenteils erschlossen. Das führt zu einem hohen geologischen Risiko, weil es schwierig ist, dann noch neue, große Vorkommen zu finden und in die Förderung zu bringen. Die leichten Sachen sind schon alle gefunden. Das politische Risiko ist zwar gering in Ländern wie Australien, aber die Majors interessiert letztlich nur das geologische Risiko, denn das kann man nicht managen so wie das politische.



Klaus Eckhof

**Smart Investor:** Nach der Gründung oder Akquise verlassen Sie relativ zügig wieder Ihre Unternehmen. Warum?

**Eckhof:** Die Produktion selbst interessiert mich eigentlich gar nicht. Ich mag die Herausforderung von Null bis hin zum möglichen Fund. Das wissen auch meine Geschäftspartner. Wenn wir mal nichts finden, dann gehen wir eben woanders hin und machen dort weiter.

**Smart Investor:** Wenn Sie ein Unternehmen wieder verlassen, in welcher Form sind Sie ihm danach noch verbunden oder dort engagiert?

**Eckhof:** In der Regel bin ich noch für eine Zeitlang im Aufsichtsrat. Wenn die Firmen aber zu groß werden, dann interessiert mich auch das nicht mehr besonders. Andererseits arbeite ich aber oftmals mit diesen Unternehmen noch weiter zusammen, beispielsweise, um sie auf andere Projekte, in die ich gerade involviert bin, aufmerksam zu machen. Vielleicht ergibt sich daraus eine neue Fusion in der Zukunft. Auf diese Weise greift ein Rad in das andere.

**Smart Investor:** Nach welchen Kriterien begeben Sie sich auf die Suche nach neuen Projekten – man sucht doch schließlich nicht zufällig im Kongo oder in Tansania?

**Eckhof:** Ich bin über den gesamten Globus aktiv. In Ländern wie Ghana, Kongo oder Tansania wagten sich viele Explorateure aufgrund der zeitweise instabilen politischen Situation nicht besonders gerne hin, was sich erst Ende der 90er Jahre etwas besserte. Chancen in einzelnen Ländern gibt es auch heute noch, nehmen

Sie zum Beispiel Länder wie Burundi oder Angola. Der Wettbewerb sorgt dafür, daß die noch weniger erschlossenen Länder ihren politischen Rahmen ändern und sich dem Markt öffnen.

**Smart Investor:** Sind Sie ein Einzelkämpfer oder haben Sie ein Team von Freunden/Experten um sich, mit dem Sie neue Projekte oder Ideen besprechen und angehen?

**Eckhof:** Ich verfüge über ein Netzwerk von Freunden und Partnern rund um die Erde, aber diese arbeiten nicht direkt mit mir zusammen. Wenn ich etwas Interessantes gefunden habe, dann erst stelle ich Mitarbeiter ein, anfangs bin ich aber stets allein bei den Projekten.

**Smart Investor:** In welchen Gegenden auf der Welt sind Sie denn derzeit wirtschaftlich aktiv, was halten Sie für die interessantesten Plätze?

**Eckhof:** Derzeit bin ich auch in Rußland und den ehemals russischen Ländern wie Kasachstan und Kirgistan tätig. Dort ist es allerdings nicht so einfach, was mit dem historischen Hintergrund, aber auch der Mentalität der Leute zu tun hat. Südamerika habe ich mir in den letzten Jahren zwar auch hin und wieder angesehen, aber die Gegenden sind wie gesagt schon ausführlich erschlossen. Es müssen schon echte „Prioritätsländer“ sein, um mich dorthin zu ziehen, und das ist bei Südamerika im Moment nicht der Fall. Seien wir ehrlich: Zwischen 0 und 4.000 m ist dort schon alles abgegrast. Auch in Australien werden natürlich hin und wieder noch neue Goldvorkommen gefunden, doch muß man das Verhältnis zwischen dem Aufwand dafür und den tatsächlichen Fund im Auge behalten. Ich kann einer kleineren Firma, die Kapital zur Exploration zur Verfügung stellt, nicht kommen mit dem Ausblick, vielleicht innerhalb der nächsten zehn Jahre einen größeren Fund zu machen.



**Smart Investor:** Wie steht es denn mit Silber und den anderen Edelmetallen – ist diese Exploration nicht attraktiv genug?

**Eckhof:** Das Problem mit Silber ist, daß es nur wenige große Lagerstätten gibt auf der Erde, und die sind bereits bekannt. Wenn man Silber findet, wird man großen wirtschaftlichen Erfolg haben, aber die Wahrscheinlichkeit ist eben verschwin-

dend gering. Bei Gold ist auch der Abbau wesentlich billiger als bei Silber oder Platin. Vor allem weiß ich bei Gold: Ich kann mir ziemlich sicher sein, daß ich etwas finde, am Ende ist es nur eine Frage, ob es wirtschaftlich lukrativ genug förderbar sein wird. Ende der 90er hatte ich allein drei Projekte in Tansania mit mehreren hunderttausend Unzen Goldvorkommen, aber aufgrund des damals niedrigen Goldpreises hat man die Förderung einfach zurückgestellt.

**Smart Investor:** Sie waren also gerade zu einer Zeit aktiv, in der das Gold nicht gerade „hoch im Kurs“ stand. Wie haben Sie diese Zeit erlebt und durchgestanden, was haben Sie konkret gedacht?

**Eckhof:** Eine so lange Phase mit fallenden Notierungen war historisch gesehen eine Ausnahme. Und schauen Sie sich an, wie etwa die Nasdaq die Gelder praktisch rausgezogen hat aus dem Explorationsgeschäft, das dann dort natürlich fehlte. „The trend is your friend“, da konnte man

schlichtweg nicht gegenhalten und auf offensichtliche Mißallokationen hinweisen. Mir – und auch meinen Partnern und Geldgebern – war aber klar, daß diese Phase nicht ewig anhalten konnte. Letztlich war es sogar relativ einfach, die Oberhand zu behalten, weil sich für diesen angesprochenen Zeitraum kaum noch jemand in das Explorationsgeschäft hinein traute.

**Smart Investor:** Wie schätzen Sie denn die augenblickliche Goldpreisentwicklung ein, oder interessiert Sie der Goldpreis überhaupt nicht?

**Eckhof:** Doch, der interessiert mich schon, sicher. Im Moment ist es kaum möglich, auf irgendwelche Rohstoffe short zu gehen. Für den Goldpreis bin ich recht positiv – zugegeben, das muß ich wohl von Berufs wegen. Aber wenn der Trend erst einmal da ist, dann läuft alles von selbst. Zudem werden die Kurse nun mal in US-Dollar gemacht, und der fällt. Da muß ich mir nur die vielsagenden Kommentare von US-Finanzminister Snow anhören, um mir darüber klarzuwerden, daß sich daran so schnell auch nichts ändern wird.

**Smart Investor:** Herr Eckhof, vielen Dank für das aufschlußreiche Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic

Gesucht wird der Futures Trader 2004. Sind Sie bereit?

Handeln Sie Futures der Terminbörse Eurex Intraday unter realistischen Bedingungen und testen Sie neue Strategien oder sammeln Sie risikolose erste Erfahrungen im Futures-Handel. Infos unter [www.TradingGame.de](http://www.TradingGame.de)

TRADINGGAME 2004  
01. März - 30. März 2004

Der Treffpunkt für den aktiven Trader. Futures Expo2004

Futures Expo 2004  
Aschaffenburg 04.-05. Juni 04  
Seminar - Messe - Tradetreff  
Infos unter [www.FuturesExpo.de](http://www.FuturesExpo.de)

**Buchbesprechung**

# Die Goldverschwörung – Ein Blick hinter die Kulissen der Macht

Ferdinand Lips, seines Zeichens langjähriger Direktor der angesehenen Züricher Rothschild-Bank, weiß wovon er spricht. 1987 gründete er seine eigene Bank, Lips kennt die Spieler, die den Goldmarkt beherrschen und manipulieren, persönlich, und diese „Goldverschwörung“ hat er nun im Rahmen eines Buches der Öffentlichkeit dargelegt. Übrigens erschien das Werk bereits 2002 unter dem Titel „Gold Wars“. Auf über 350 Seiten zuzüglich eines ausführlichen Glossars stellt Lips eine umfassende Geschichte rund um das gelbe Edelmetall dar. Pikanterweise läßt er an keiner Regierung ein gutes Haar, am wenigsten an der Schweizer, die – nicht als einzige – zur Unzeit ihre Goldbestände reduziert hatte, und zwar auf Druck der USA. Sich diesem zu widersetzen wäre seiner Meinung nach oberstes Gebot des eidgenössischen Selbstbehauptungswillens gewesen – doch es kam anders. Das Wann, Wo und vor allem das Wie einer weitreichenden Manipulation des Goldpreises ist der Gegenstand dieses spannenden Werkes, das es bisher in dieser Deutlichkeit und Offenheit nicht gab. An vereinzelt Stellen schießt Lips vielleicht über das Ziel – doch wohl ein Informationsansinnen – hinaus mit dem Effekt, daß einiges wie eine Abrechnung wirkt. Wirtschafts-

politisch sowie vom historischen Hintergrund geht zur Erklärung der Bedeutung des Goldes an diesem Buch kein Weg vorbei, zumal es sich hier nicht um eine Privatmeinung eines einfachen Journalisten oder Fondsmanagers handelt. Die Brisanz liegt eben genau in der Kombination der Thematik sowie der Person des Autors. Dieses Buch enthält Informationen, die an anderen Stellen so noch nie zu finden waren, was dazu führen könnte (sollte?), daß einige bisherige Lehrbuch-angehauchte Abhandlungen neu verfaßt werden müßten. Kurz: einfach unverzichtbar für Anleger mit dem Wunsch nach einem Blick hinter die Kulissen der Mächte über Geld und Gold.



*Die Goldverschwörung, von Ferdinand Lips; 2003 Kopp-Verlag, 382 Seiten, 19,90 Euro*

Anzeige

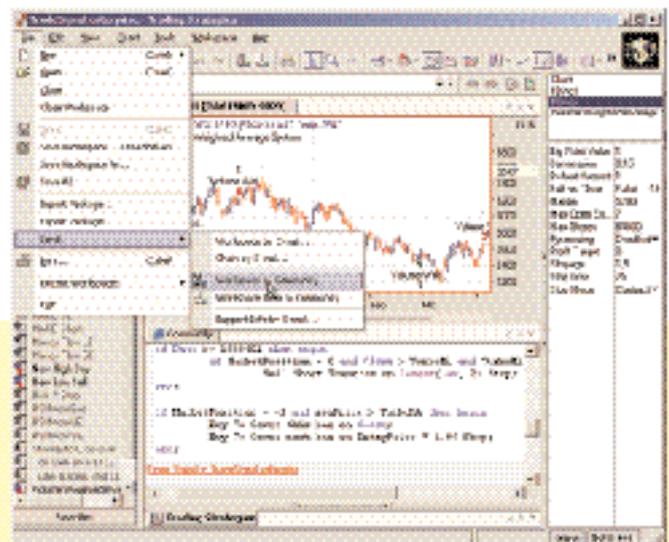
## Profitable Handelsstrategien entwickeln, testen und optimieren

Erstellen und testen Sie Ihre Handelsstrategien ab sofort mit TradeSignal enterprise und der Formelsprache Equilla. Finden Sie jetzt die profitablen Ein- und Ausstiegszeitpunkte noch bevor Sie auch nur einen Euro investieren. Prüfen Sie, welche Candlestick-, Bar Chart- oder Point & Figure-Formationen welchen Ertrag bringen. Verwenden Sie selbstgeschriebene Indikatoren in Ihren Strategien.

Der integrierte Optimizer unterstützt Sie bei der Verbesserung Ihrer Trading-Ideen. Ein umfassender Performance Report mit über 30 Beurteilungskriterien wie Net Profit, Maximum Draw-down oder Profit Ratio sagt Ihnen, ob Ihre Strategie konstante Gewinne erwirtschaftet hat.

Equilla „versteht“ nahezu vollständig den Befehlssatz der EasyLanguage™ von TradeStation™. Der Einstieg in das Thema „Strategieentwicklung“ wird dadurch für Anfänger sehr einfach, denn es muss keine neue Sprache erlernt werden. Profis, die bereits mit diesem Produkt Strategien erstellt haben, können diese weiter nutzen und mit Equilla ausbauen.

Testen Sie jetzt TradeSignal enterprise mit Equilla – the traders language. Weitere Informationen und Download im Internet unter <http://www.technical-investor.de/tse/>



Erstellen, testen und optimieren Sie jetzt schnell und einfach Ihre Handelsstrategien mit Equilla – the trader's language.



## UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ADECCO	922 031	31
ALSTOM S.A.	914 815	32,38
ANGLOGOLD	915 102	34
AWD LTD.	508 590	37
BANPU	882 131	38
BARRICK GOLD	870 450	34
BAYWA	519 406	38
CARL ZEISS MEDITEC	531 370	36
DAIMLERCHRYSLER	710 000	17
DEUTSCHE BANK	514 000	17
DURBAN ROODEPOORT	865 260	34,38
GENERAL ELECTRIC	719 686	40
GLAXO-SMITHKLINE	940 561	19
GOLD FIELDS	856 777	34
GOLDEN HOPE MINES	-	11
INFINEON	623 100	37
MOTO GOLDMINES	A0B LWY	10
NEWMONT MINING	853 823	35
NEXUS AG	522 090	40
PLACERDOME	873 850	35
SAMEX MINING	866 006	6
SCHALTBAU	717 030	38
STRATAGOLD	-	10
TATNEFT	904 282	38
VODAFONE	875 999	18
ZARUMA RESOURCES	886 597	10

## Vorschau

### auf Smart Investor 3/2004

#### Nachhaltige Investments

Für den guten Zweck und eine gute Performance

#### Der amerikanische Imperialismus

Wohin führt Bush die Welt und was bedeutet dies für Investoren?

#### Palladium

Eine preiswerte Alternative zu Platin?

#### BERICHTIGUNG:

In der Ausgabe 12/2003 schrieb unser Gastautor Jack D. Schwager auf Seite 19 über die herausragenden Profite des Börsenhändlers Marty Schwartz und bezifferte seine Performance auf „25 % pro Monat“. Dies ist selbstverständlich falsch; statt dessen sollte es lauten: „25 % pro Jahr“. Wir bitten diesen Fehler zu entschuldigen.

#### BEILAGENHINWEIS

Dieser Ausgabe liegt eine Beilage für Abonnementwerbung für die Zeitschrift „Private-Investor“, Bonn, und eine Analyse von GSC Research zur Realtos Grund- und Beteiligungs AG bei. Einer Teilaufgabe der Ausgabe ist eine Werbung zum Buch „Die Gold-Verschöpfung“ des Kopp-Verlags beigelegt.

## IMPRESSUM

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 2 (Februar)

#### Verlag:

Smart Investor Media GmbH  
Bahnhofstr. 26,  
82515 Wolfratshausen,  
Tel.: 08171-419650  
Fax: 08171-419656,

eMail: [info@smartinvestor.de](mailto:info@smartinvestor.de)  
Internet: [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)

#### Preise:

Einzelpreis 5,- Euro,  
Jahresabonnement 48 Euro. Alle  
Preise incl. Versandkosten und  
7 % MwSt.

#### Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH  
Bahnhofstr. 26,  
82515 Wolfratshausen,  
Tel.: 08171-419650  
Fax: 08171-419656  
eMail: [abo@smartinvestor.de](mailto:abo@smartinvestor.de)

#### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),  
Dr. Martin Ahlers, Falko  
Bozicevic, Ralph Malisch

#### Freie Mitarbeiter:

Dr. Reinhard Bauernfeind,  
Magdalena Brud, Marco Feiten,  
Jürgen Ganßleben, Stefan  
Preuß, Kevin Sternkopf

#### Charts

Die Charts wurden erstellt mit  
TradeSignal von [www.technical-investor.de](http://www.technical-investor.de) und mit Tai-Pan von  
Lenz + Partner AG

#### Externe Autoren:

Uwe Bergold, Reinhard  
Schlieker, Werner Ullmann

#### Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

#### Redaktionsanschrift:

sh. Verlag,  
Fax: 08171-419641,  
eMail:  
[redaktion@smartinvestor.de](mailto:redaktion@smartinvestor.de)

#### Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und  
Tabellen liegen Quellen zugrun-  
de, welche die Redaktion für  
verlässlich hält. Eine Garantie  
für die Richtigkeit kann aller-  
dings nicht übernommen wer-  
den. Bei unaufgefordert einge-  
sandten Beiträgen behält sich  
die Redaktion Kürzungen oder  
Nichtabdruck vor.

#### Bildredaktion:

Andreas Potthoff

#### Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

#### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die  
Preisliste Nr. 1 vom 1. April 2003

#### Anzeigenleitung:

Karin Hofelich,  
Tel.: 08171-419636,  
Fax: 08171-419656

#### Erscheinungs- termine 2004:

20.12.03 (1/04), 31.1. (2/04),  
21.2. (3/04), 20.3. (4/04),  
24.4. (5/04), 29.5. (6/04),  
26.6. (7/04), 31.7. (8/04),  
28.8. (9/04), 25.9. (10/04),  
30.10. (11/04), 27.11. (12/04),  
18.12. (1/05)

#### Nachdruck:

© 2004 Smart Investor Media  
GmbH, Wolfratshausen. Alle  
Rechte, insbesondere das der  
Übersetzung in fremde  
Sprachen, vorbehalten. Ohne  
schriftliche Genehmigung der  
Smart Investor Media GmbH ist  
es nicht gestattet, diese Zeit-  
schrift oder Teile daraus auf pho-  
tomechanischem Wege (Photo-  
kopie, Mikrokopie) zu vervielfäl-  
tigen. Unter dieses Verbot fallen  
auch die Aufnahme in elektroni-  
sche Datenbanken, Internet und  
die Vervielfältigung auf CD-ROM.

VKZ B 61978  
ISSN 1612-5479

## Zitate

## „Dirty Harry“ gibt auf

**Deutsche Börse schließt den Neuen Markt; wir sagen mit Tränen in den Augen: Mach es gut, Neuer Markt – du hast uns viel gegeben und noch mehr genommen.**

**Man kann kaum glauben, daß McDonald's Umsatz-Rückgänge hat. Die US-Armee erschließt doch dauernd neue Märkte.**

**Bush traf sich mit Schröder, Schröder hat zugesagt: Deutschland unterstützt den Wiederaufbau im Irak, bildet Polizisten aus und richtet dort das Mautsystem ein.**

**Wenn Sie sich so verhalten wollen, daß alle etwas davon haben, dann werden Sie nie krank und einen Tag vor Erreichen der Rente fahren Sie mit einem nagelneuen deutschen Auto frontal an die Wand.**

**Heute ist Weltkindertag. Schlag zwölf Uhr hat er begonnen. Michael Jackson hat reingefeiert! Große Party auch für alle Kinder in Südamerika – wenn sie von der Schicht kommen.**

**Die Ostdeutschen fühlen sich immer noch nicht wie richtige Deutsche. Aber mein Gott, das machen doch andere Völker auch nicht, denen wir Entwicklungshilfe schicken.**

**Die Scheidung hat viele soziale Vorteile: Denn mal ehrlich, ohne Scheidung hätten doch viele Frauen gar kein Einkommen.**

**Honecker war immer mein Vorbild: 13 Jahre an der Spitze – und dann ab in den Süden.**

Nun ist es also amtlich: In den Bauchnabeln von Deutschlands Late-Night-Gemeinde hat es sich vorerst einmal ausgeprickelt. Über die Hintergründe für das vorläufige Aus eines der letzten „smarten“ Fernsehformate darf spekuliert werden. Als Manuel Andrack anlässlich der Ergreifung Saddam Husseins davon sprach, daß dieser mit den neuen Machthabern im Irak nicht zurecht gekommen sei, meinte sein Chef in Anspielung auf das eigene Haus: „Die neuen Eigentümer ... äh ... die neuen Machthaber...“ Offiziell, so wurde er aber nicht müde zu betonen, befinde sich die Show in einer Kreativ-, Winter- oder Was-auch-immer-Pause.

Es war der augenzwinkernde Blick hinter die „offiziellen Versionen“, der Schmidt so unverwechselbar machte. Meist gelang es ihm, das Wesentliche in einer einzigen Pointe besser auf den Punkt zu bringen, als es die Kollegen vom seriösen Fach in langatmigen Betrachtungen vermochten. Wie oft er bei wirtschaftlichen und politischen Einschätzungen ins Schwarze traf, zeigte zuletzt die demonstrativ auf seinem Schreibtisch plazierte „Gerster-Uhr“; unvergessen auch seine Frotzeleien über Michel Friedman oder den früheren Telekom-Chef Sommer – die Eitlen und die Sakrosankten hatten es ihm stets besonders angetan.

Dabei war die Harald Schmidt-Show weit mehr als Unterhaltung. Ähnlich der „Sendung mit der Maus“ gab es Erklärstücke zu Politik und Gesellschaft, mit Harald als schlauer Maus und Manuel als kongenialen blauen Elefanten – angesichts des infantilen Gute-Laune-Klamauks, der sich ansonsten auf den Bildschirmen des ehemaligen Volkes der Dichter und Denker ausbreitet, eine wohlthuende Ausnahmeerscheinung. Dennoch ist vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen der deutschen Medienlandschaft seine Abwandlung des Descartes-Zitats zutreffender denn je: „Ich denke, also bin ich... hier falsch.“

Schmidt wollte „die uneingeschränkte Zusammenfassung des Tagesgeschehens“ liefern, und häufig genug gelang ihm das besser als den eigentlichen Nachrichtenredaktionen. Uneingeschränkt, das heißt aber auch, abseits von Denkverboten nach Hintergründen zu suchen. Hierbei erwies sich Schmidt als Meister des angefangenen Satzes – die Pointe entstand mitunter erst in den Köpfen der Zuschauer. Die Meinungsdictatur politischer Korrektheit war seine Sache ohnehin nicht. Ob Deutsche Einheit oder Gleichberechtigung, Themen, die vom Mainstream mit kaum zu ertragender Verkrampftheit und Unaufrichtigkeit abgehandelt wurden, waren Lieblings-Zielscheiben seiner Spötteleien. Und wenn wieder einmal landesweit die ebenso staatstragenden wie austauschbaren Betroffenheitsgesichter der Partei(en) über die Kanäle flimmerten, dann konnte man sicher sein, daß zumindest einem zu vorgerückter Stunde noch der Schalk im Nacken saß. Irakkrieg, Gesundheitsreform, Weltkindertag – ihm war nichts heilig.

Häufig kokettierte er mit dem ängstlichen Blick über die Schulter: „Darf man so was überhaupt noch sagen?“ – allerdings nur, um unmittelbar darauf eine weitere Pointe um so sicherer ins Ziel zu lenken. Es wirft schon ein bezeichnendes Licht auf den Zustand des Landes, wenn intelligente politische Kommentierung nur noch in tiefer Nacht unter dem Schutz der Narrenkappe stattfindet.

„Lieber 'arald“, vielen Dank für acht tolle Jahre. Zum endgültigen Aufhören jedenfalls, da nehmen wir Dich beim Wort, ist es eindeutig zu früh, schließlich stand auch Dein „Vorbild“ volle 13 Jahre an der Spitze, bevor er sich gen Süden verabschiedete.