

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



Charttechnik

Kurse weisen den Weg!?

Mit 68 Seiten Special „Börsennotierte
Beteiligungsgesellschaften 2009“ (4. Jg.)

OSTEUROPA:

Wie es in „New Europe“
nach dem Crash weitergeht

IT & SOFTWARE:

Wo die Spezialisten im
Lebenszyklus stehen

STUNDE DER WAHRHEIT:

Auf den Deflationsschock
folgt der Inflationsschock

Hoffentlich hintergründig

Als wir vor fast sechs Jahren ziemlich exakt am Börsentief des Frühjahrs 2003 den Smart Investor gründeten, war es eines unserer Hauptanliegen, ein frisches, freches und smartes Magazin für den anspruchsvollen und kritischen Investor zu kreieren. Es sollte eine Publikation werden, die wirklich was zu sagen hat, und in der nicht einfach nur 60 Seiten mit Buchstaben bedruckt sind, damit die Werbung treibende Finanzindustrie dazwischen 20 Anzeigenseiten platzieren kann. Smart Investor sollte ein „hintergründiges“ Magazin sein.

Nehmen wir als Beispiel die aktuelle Titelgeschichte „Charttechnik“. Storys zu diesem Thema finden Sie zuhauf im Börsenblätterwald. In der Regel werden sich diese aber nur damit abgeben, die geläufigsten charttechnischen Formationen oder Kursdarstellungsarten wiederzugeben und dem Leser zu suggerieren, welche so tollen Handelsresultate er erzielen kann, wenn er die Technische Analyse anwendet. Wer sich länger und intensiver mit Börse beschäftigt und dabei auch versucht, mittels Studium von Kursverläufen die zukünftige Entwicklung von Aktien zu erraten, der weiß: Meist sind diese Artikelchen nicht das Papier wert, auf dem sie stehen.

Wir haben in unserer Titelgeschichte versucht, den Mythos „Charttechnik“ ehrlich zu beschreiben. Und was dabei herausgekommen ist, wirkt auf den ersten Blick tatsächlich ernüchternd. Allerdings macht diese hintergründige Titelgeschichte auf den zweiten Blick auch Mut, sich mit dem Thema auseinanderzusetzen. Wenn, dann aber bitte richtig! So ließe sich das Fazit unseres Autors Robert Baumeister zusammenfassen. Übrigens verdient Herr Baumeister mit Charttechnik bzw. mit dem Trading gemäß den daraus generierten Handelssignalen seinen Lebensunterhalt. Das können vermutlich 98% der Buch- und Magazin-Autoren, die über dieses Thema schreiben, nicht von sich sagen.



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Unserem kritischen Anspruch werden wir hoffentlich auch mit dem Interview mit Bill Engdahl gerecht. Der Geostrategie- und Politik-Experte hat das dritte Buch mit dem Titel „Der Untergang des Dollar-Imperiums“ einer Buch-Trilogie herausgebracht, anlässlich dessen wir ihn zu seiner Meinung zum neuen US-Präsidenten bzw. zur zukünftigen amerikanischen Politik befragten. Und leider muss man davon ausgehen, dass Engdahl mit seinen Prognosen vermutlich recht bekommen wird, und das bedeutet: Die Welt wird bald eine bittere Enttäuschung erleben!

Auch die Geschichte „Auf den Deflationsschock folgt der Inflationsschock“ von unserem Gastautor Thorsten Schulte verdient das Prädikat „Besonders hintergründig“. Sehr anschaulich und schonungslos beschreibt er die Gründe und die Folgen der Finanzkrise, garniert mit zahlreichen wissenswerten Fakten und Daten – aktuellen und historischen.

Seien Sie versichert, wir haben uns viel Mühe mit diesem Heft gemacht, um es möglichst informativ, mehrwertig und hoffentlich auch hintergründig zu gestalten. Wenn uns das gelungen sein sollte, dann freut uns das sehr.

In diesem Sinne



UNABHÄNGIG VERMÖGEN VERWALTEN



IHRE ZIELE – UNSERE MOTIVATION

Die FIVV AG entwickelt als unabhängiger Vermögensverwalter für

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

individuelle Finanzlösungen.

Wir bieten unseren Klienten

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

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

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

FIVV AG | Herterichstraße 101 | 81477 München
 Telefon +49 (0) 89 | 37 41 00-0
 Telefax +49 (0) 89 | 37 41 00-100
 E-Mail info@fivv.de | Internet www.fivv.de

3 Editorial

4 Inhaltsverzeichnis

Märkte

- 6** Osteuropa: Wie es nach dem Crash weitergeht
- 11** Software und IT-Dienstleistung im Anpassungsprozess
- 16** Auf den Deflationsschock folgt der Inflationsschock
- 21** General Motors: Credits geben die Richtung vor

Hintergrund/Titelstory

- 23** „Wer das Geld kontrolliert, der kontrolliert die ganze Welt“; Interview mit William Engdahl
- 26** **Lebensart & Kapital – International:** Cayman Islands
- 28** **Nachhaltiges Investieren:** Deal mit dem schlechten Gewissen

30 **Prinzipien des Marktes:** Charttechnik – Kurse weisen den Weg!?

34 **Prinzipien des Marktes:** „Gehen Sie auf Entdeckungsreise!“; Interview mit Thomas N. Bulkowski

Instrumente

- 39** **Derivate:** Trends in der Zertifikatebranche
- 40** **Derivate:** 40 „Die Industrie hat verstanden“; Interview mit Lars Brandau

42 **Fonds: Inside** Hoch gestiegen, tief gefallen – Wie die Fondsbranche die Krise meisterte

45 **Fonds: Analyse** Veritas A2A Defensiv; von Maximilian Kreitlmeier, Morningstar Deutschland GmbH

46 **Fonds: Kolumne** Eigentümergeführte Unternehmen: Langfristig besser; von Holger Däuble, 1st Capital Management Group GmbH

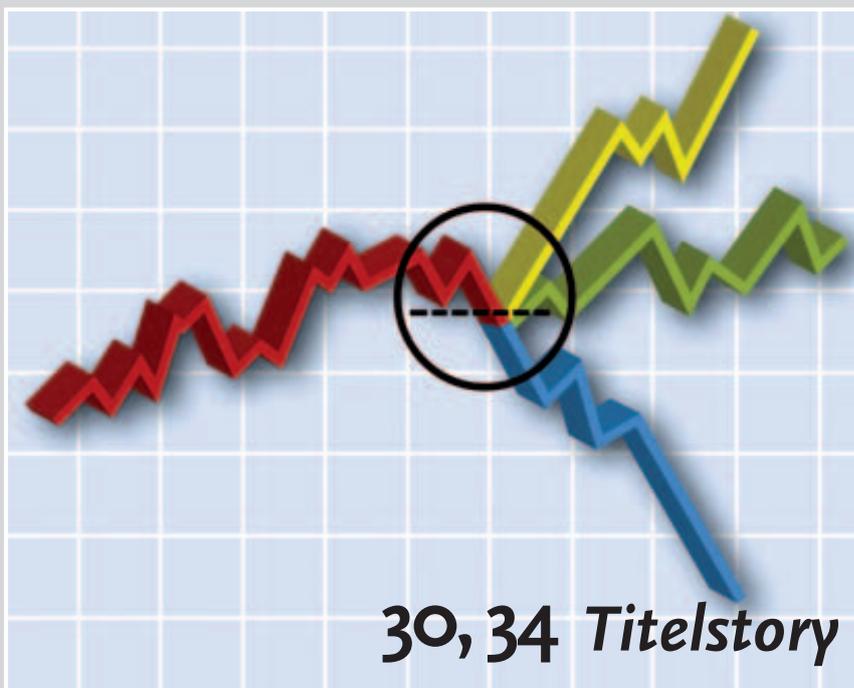
47 **Fonds: News, Facts & Figures** Musterdepot schüttelt Verluste ab

Research – Märkte / Titelstory

48 **Das große Bild** Im Zeichen des Bullen

53 **Sentimenttechnik:** Kapital-Allokation

54 **Charttechnik:** Der indische Aktienmarkt



30, 34 Titelstory

Charttechnik – Kurse weisen den Weg!?

Ein Chart sagt mehr als tausend Worte. So oder so ähnlich dürfte jeder Anhänger der Chartanalyse argumentieren. In der Titelstory ab Seite 30 geht Smart Investor der Frage nach, ob dieses Bonmot auch stimmt. Außerdem versuchen wir die Erfolgsfaktoren der Chartanalyse zu ergründen. In diesem Zusammenhang empfiehlt Thomas Bulkowski, mehrfacher Bestsellerautor zu diesem Thema, im Interview auf Seite 34 dem Leser, er solle einfach auf Entdeckungsreise gehen.



6 Osteuropa

Eine Standortbestimmung

Konvergenz. Das war das Zauberwort für den Aufholprozess Osteuropas im Vergleich zu den westlichen Staaten Europas. Jedoch scheint hier manches zu schnell gegangen zu sein. Die Finanzkrise hat die Region den Rückwärtsgang einlegen lassen. Wie es weitergeht? Ab Seite 6.



11 IT & Software

Der nächste Schritt im Lebenszyklus

Die IT- und Softwarebranche galt stets als ein Segment mit hohen Wachstumsraten und überproportionalen Margen. Mittlerweile scheint sich die generelle Sicht zu relativieren, was auch der Börse nicht verborgen bleibt. Welche Titel Anleger sich jetzt anschauen sollten, zeigt die Analyse ab Seite 11.

PEBBLE PROJECT

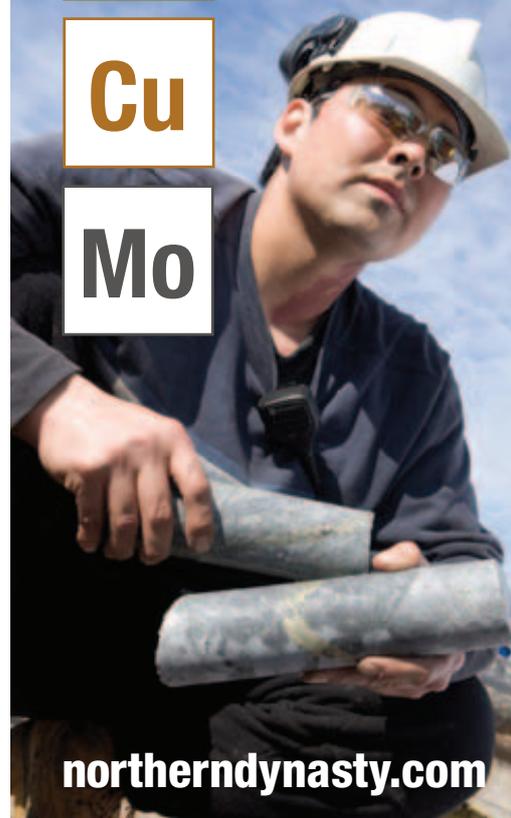
Northern Dynasty und Anglo American

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

Au

Cu

Mo



northerndynasty.com

NDI HUNTER DICKINSON
UNTERNEHMENSGRUPPE

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

Tel: +1-604-684-6365

Email: info@hdgold.com

hunterdickinson.com



16 Inflation vs. Deflation

Wer am Ende „gewinnt“

Nach dem G20-Gipfel atmete die Welt erleichtert auf, schienen doch die richtigen Antworten auf die drängenden Fragen gefunden worden zu sein. Das Problem dabei ist nur: Wurden überhaupt die richtigen Fragen gestellt? Ab Seite 16 erfahren Sie, warum wir auf die Frage hin mit NEIN votieren.



23 Interview

William Engdahl

Der Buchautor William Engdahl gilt gemeinhin als Freund klarer Worte. Im Interview ab Seite 23 erklärt er den Zusammenhang zwischen Geld und Macht, nimmt den Geithner-Plan gezielt aufs Korn und lässt die ersten einhundert Tage des neuen US-Präsidenten Barack Obama Revue passieren.

- 55 Commitment of Traders (CoT):**
Weizen mit weiterer Preisschwäche vor Bodenbildung
- 56 Relative Stärke:**
Panikkäufe
- 57 Börsensignale:**
Zinssenkungen der Zentralbanken werden Wirkung zeigen
- 58 Edelmetalle:**
Einkaufsgemeinschaften für Edelmetalle

Research – Aktien

- 60 Buy or Good Bye:**
Grifols und Petrotec
- 61 Turnaround:**
Intershop AG
- 62 Aktie im Blickpunkt:**
China Shenhua Energy
- 64 Gastanalyse:**
Gazprom 04 ist Russland; von Andreas Männicke, EAST STOCK TRENDS
- 66 MoneyTalk:**
Dave Horsley, Sino-Forest
- 68 Nachrichten aus den Unternehmen:**
Von Katastrophen verschont
- 69 Nachrichten aus den Beteiligungsgesellschaften**
- 69 Nachrichten aus den Immobiliengesellschaften**
- 71 Musterdepot:**
Frühlingshaftes Comeback

Potpourri

- 74 Interview mit einem Investor:**
Manuel Hölzle, GBC AG
- 76 Veranstaltungen:**
Brokerwahl 2009
- 78 Leserbrief:**
Über Inflation und Manipulation
- 80 Buchbesprechung:**
„Der Börsenjournalist“
- 80 Filmbesprechung:**
„Die wundersame Welt der Waschkraft“
- 82 Zu guter Letzt:**
Leistung muss sich lohnen

- 81 Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 9/2009**

Die Kettenbrücke in Budapest –
Symbol eines stolzen Landes



Börsen in Osteuropa

Vom Anlegerparadies zum Milliardengrab

Wie schnell sich der Wind an der Börse drehen kann, bekamen im Zuge der Kreditkrise die Aktienmärkte in Osteuropa zu spüren. Nachdem die Aktienmärkte der Region lange ein Eldorado für die Bullen waren, mutierten sie in den vergangenen 18 Monaten plötzlich zu Milliardengräbern, auf denen die Bären herumtanzen.

Von Wachstums- zur Krisenregion

Am einfachsten lässt sich die drastische Veränderung an einigen wenigen Performance-Zahlen verdeutlichen. So ist der aus polnischen, ungarischen und tschechischen Aktien bestehende CECE Overall Index von 2003 bis 2007 auf Euro-Basis um insgesamt 309% gestiegen. Und an etlichen Nebenbörsen fiel die Ausbeute sogar noch viel üppiger aus. Doch diese goldenen Zeiten sind längst vorbei. Der CECE Overall Index ist in weniger als 17 Monaten in der Spitze um 72% eingebrochen. Einige Exotbörsen sind sogar noch stärker unter die Räder gekommen. Alles das ist nicht im luftleeren Raum passiert, sondern hat handfeste fundamentale Hintergründe. Das Schlagwort, das die Kurse über lange Zeit hinweg befeuerte, lautete Konvergenz. Dahinter steckt die Annahme einer Angleichung der niedrigeren Lebensstandards im Osten an das höhere Niveau im Westen. Ermöglicht wird eine solche Entwicklung wiederum laut Lehrbuch im Zuge einer EU-Annäherung durch tendenziell sinkende Zinsen und Risikoprämien, EU-Transferzahlungen und daraus resultierende überproportional hohe Steigerungsraten beim Wirtschaftswachstum und der Unternehmensgewinne. Dieses Strickmuster funktionierte schon in den Jahren zuvor bei EU-Nachzüglern wie Griechenland und Irland sehr gut, und lange ging diese Rechnung auch in Osteuropa auf.

Drastische Einbrüche

Doch die schöne heile Welt ist mittlerweile längst zerbrochen. Die Kreditkrise forderte auch hier ihren Tribut und riss die Anleger aus all ihren Träumen. Ein böses Erwachen erlebten allerdings auch die meisten Volkswirte. Denn diese waren in der Regel davon ausgegangen, dass Osteuropa die Kreditkrise vergleichsweise

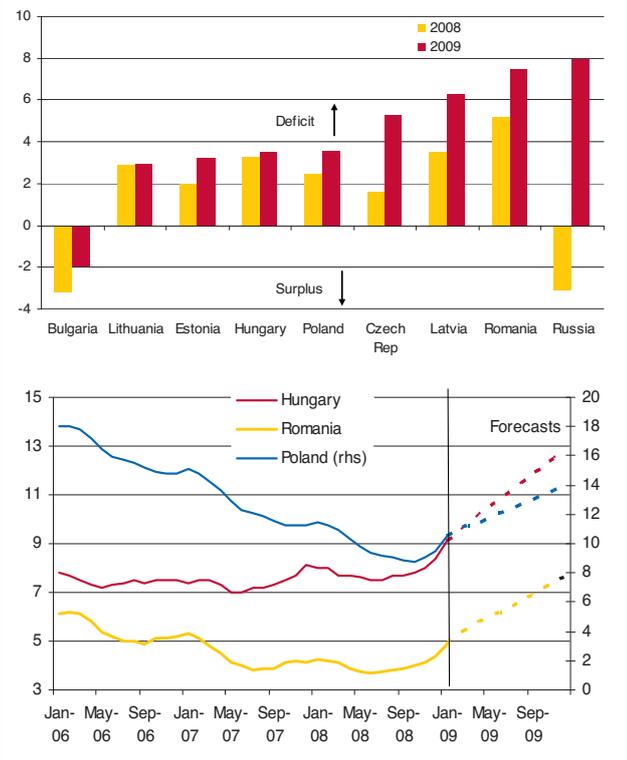
TAB. 1: MAKROÖKONOMISCHER AUSBLICK CEE

Prognose 2009	BIP Wachstum	Inflation	Budgetsaldo	Leistungsbilanzsaldo
	real in%	in%	in % d.BIP	in % d.BIP
Polen	1,2	2,1	-3,3	-5,2
Ungarn	-2,8	2,0	-2,9	-2,9
Tschechien	-1,2	2,3	-2,9	-2,9
Slowakei	1,8	2,7	-2,7	-5,7
Bulgarien	0,2	6,0	-2,5	-14,0
Russland	-0,8	8,8	2,6	1,5
Türkei	-1,0	7,8	-1,6	-2,8
Ukraine	-5,8	15,0	-4,0	-2,0
Rumänien	0,6	4,7	-5,0	-9,8
Österreich	-0,2	1,7	-2,5	2,2

Quelle: UniCredit CAIB Group, Pioneer Investment

se unbeschadet übersteht. Davon ist mittlerweile längst keine Rede mehr. Vielmehr handelt es sich inzwischen weltweit um die Problemregion Nummer eins. Wie ernst die Lage ist, wird alleine schon dadurch dokumentiert, dass mit Rumänien (27 Mrd. USD), Lettland (10,1), Ungarn (25,1), Ukraine (16,4), Weißrussland (2,5) und Serbien (4,1) bereits sechs Länder in Mittel- und Osteuropa einen IWF-Notkredit benötigten. Leicht ablesen lässt sich das völlig veränderte Umfeld zudem an den Wachstumsraten. Nachdem die Länder der Region im Vorjahr noch um 4% gewachsen sind und in den fünf Jahren zuvor sogar auf ein durchschnittliches Plus von 6,8% kamen, rechnet die Ratingagentur Fitch für 2009 mit im Schnitt um 3,1% schrumpfenden Volkswirtschaften. Erschreckend an dieser Bilanz ist das Tempo, mit der sich die konjunkturellen Indikatoren in den vergangenen Monaten eintrübten. Die Entwicklung lief noch drastischer ab als während der Russlandkrise 1998. Und weil zu den Schwachstellen vieler osteuropäischer Länder eine zu hohe Verschuldung von Unternehmen und Privathaushalten in ausländischen Währungen sowie ebenfalls zu hohe Leistungsbilanzdefizite zählen, werden teilweise sogar Parallelen zur Asienkrise gezogen.

ABB. 1: HAUSHALTSDEFIZITE WACHSEN (%/BIP) (OBEN) UND ARBEITSLOSENZAHLEN STEIGEN (UNTEN)



Quellen: SG EM Research, EC (oben), SG EM Research, Ecowin (unten)

Randregionen leiden mit am stärksten

Wie meistens bei derartigen Vergleichen gibt es sicherlich Ähnlichkeiten, aber Pauschalurteile sind eher irreführend. Das gilt auch für die einzelnen Länder in Osteuropa, von denen nicht alle gleich gut oder gleich schlecht gegen die Krise gewappnet sind. Mit Abstand am schlimmsten hat es vor allem die Länder erwischt, die im Konvergenzprozess noch am weitesten hinterherhinken. Neben den baltischen Staaten zählen dazu die Balkan-Länder und allen voran die Ukraine. Teilweise erreichen die wirtschaftlichen Einbrüche fast schon historische Dimensionen. So hat der ukrainische Staatspräsident den Einbruch der Wirtschaftsleistung im Januar und Februar auf minus 25 bis 30% beziffert. Angesichts dieses schwachen Auftakts erscheint es fraglich, ob die Weltbank nicht noch weiter zurückrudern muss, obwohl sie ihre Vorhersage für das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr bereits jüngst von minus 4 auf minus 9% gesenkt hat. Erschwert wird die Situation zudem noch durch eine viel zu hohe Inflationsrate, rechnet die Weltbank doch 2009 mit einem Anstieg der Teuerung von 16,4%. Wie sich das Land in absehbarer Zeit aus diesem Dilemma ohne fremde Hilfe befreien soll, ist schleierhaft.

Baltische Tiger lahmen

Dramatisch zugespitzt hat sich die Lage auch im Baltikum. Dabei wurden die drei Länder noch vor nicht allzu langer Zeit wegen ihrer wirtschaftlichen Dynamik als baltische Tiger gefeiert. Von diesem Ruhm ist nichts mehr übrig geblieben, stattdessen muss eher von Bettvorlegern gesprochen werden. Dass diese Bezeichnung keineswegs übertrieben ist, zeigt sich an den Prognosen von Fitch. Rechnet die Ratingagentur doch >>

Bonus-Zertifikate



BESTES DEUTSCHES EMITTENTENRATING (GESCHÄFTSBANK)
AA
 FITCHRATINGS LT IDR

DEUTSCHES INSTITUT FÜR SERVICE-QUALITÄT
1. PLATZ
 Bester Service bei Zertifikaten
 TEST 02/2008
 Im Vergleich: 13 Emittenten
 DSG GmbH & Co. KG
Handelsblatt

Punktlandung: unsere Bonus-Zertifikate.

Capped Bonus-Zertifikate.

WKN/Basiswert	Barriere	Bonusbetrag	Risikopuffer	Max. Perf p.a./Max. Perf.	Aktienkurs/Verkaufspreis
TB2W8B Allianz	32,00 €	67,50 €	55,86 %	16,00 % / 10,80 %	72,49 € / 60,92 €
TB2W8K BASF	14,00 €	28,00 €	48,38 %	15,70 % / 10,58 %	27,12 € / 25,32 €
TB2W94 Daimler	12,00 €	24,50 €	52,76 %	15,70 % / 10,61 %	25,40 € / 22,15 €
TB2A1B Dt. Telekom	5,50 €	12,70 €	42,89 %	15,10 % / 10,24 %	9,63 € / 11,52 €
TB2A3D France Telecom	10,00 €	22,00 €	40,65 %	15,20 % / 10,28 %	16,85 € / 19,95 €
TB2NLY Fraport	14,00 €	32,50 €	51,52 %	15,40 % / 10,39 %	28,88 € / 29,44 €
TB2A64 Lanxess	8,00 €	17,75 €	48,65 %	15,60 % / 10,52 %	15,58 € / 16,06 €
TB2A6D Metro	15,00 €	33,50 €	51,50 %	15,70 % / 10,63 %	30,93 € / 30,28 €
TB14VD RWE	34,00 €	72,50 €	40,78 %	14,80 % / 10,00 %	57,41 € / 65,91 €
TB2AA9 Thyssen Krupp	8,00 €	18,75 €	54,15 %	15,30 % / 10,36 %	17,45 € / 16,99 €

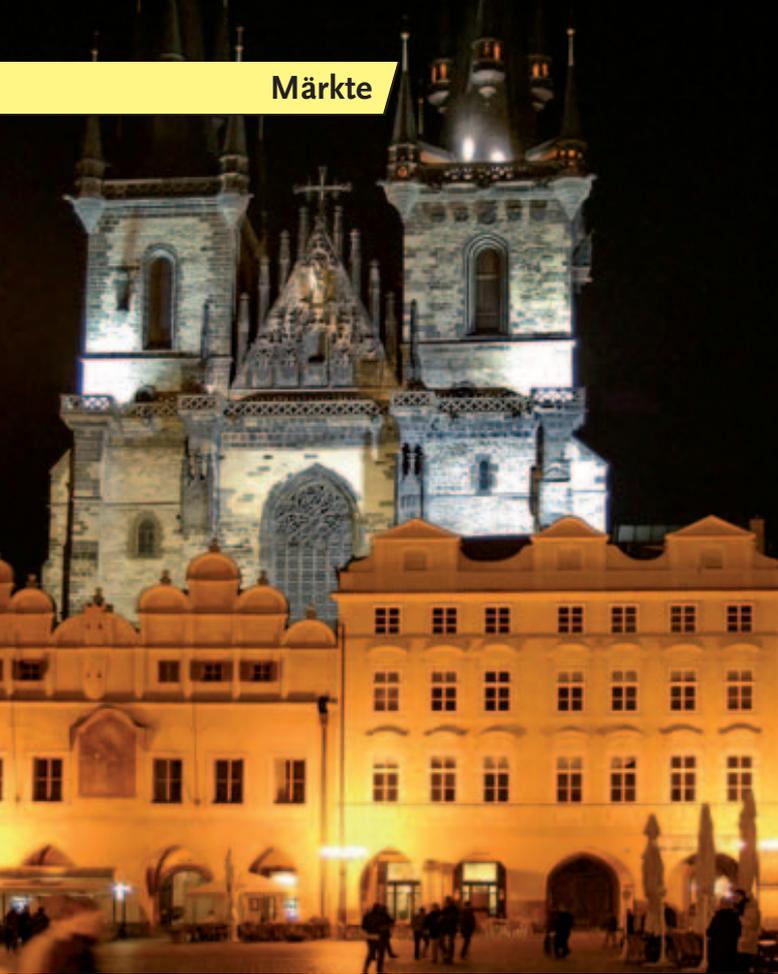
Ausgewählte Capped Bonus-Zertifikate, Bezugsmenge: 1,00, Feststellungstag: 18.12.2009, Stand: 16.04.2009

Der Inhaber des Capped Bonus-Zertifikates (TB2W8B) erzielt z. B. eine jährliche Performance von 16,00% (bezogen auf den Verkaufspreis), solange der Kurs der Allianz-Aktie während der Laufzeit des Zertifikates nicht um 55,86% oder mehr fällt. Die Rückzahlung des Capped Bonus-Zertifikates ist auf den Bonusbetrag in Höhe von 67,50 Euro begrenzt. Berührt oder unterschreitet der Allianz-Kurs während der Laufzeit die Barriere in Höhe von 32,00 Euro, wird der Bonus-Mechanismus deaktiviert und die Rückzahlung ist vom Kurs der Aktie am 18.12.2009 abhängig. Anleger können am Fälligkeitstag maximal 67,50 Euro erhalten.

HSBC  Trinkaus

Kostenfreie Infoline 00800 4000 9100 Beraterhotline +49 211 910-4722
 E-Mail zertifikate@hsbc-trinkaus.de Internet www.hsbc-zertifikate.de

Die hierin enthaltenen Produktinformationen stellen keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der darin besprochenen Wertpapiere seitens der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG dar und können eine individuelle Anlageberatung durch die Hausbank nicht ersetzen. Der Basisprospekt und die Endgültigen Bedingungen werden zur kostenlosen Ausgabe bei der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Marketing Retail Products, Königsallee 21/23, 40212 Düsseldorf, bereitgehalten.
 Quelle Rating: www.fitchratings.com, Quelle Service: www.disq.de



In Prag (links) und Warschau dürfte die Krise noch am besten gemeistert werden.



damit, dass Lettlands Wirtschaft im laufenden Jahr um 12% schrumpfen wird, während in Litauen und Estland jeweils ein Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 10% erwartet wird. Wegen der schlechten Konjunkturaussichten senkten die Analysten zudem die Bonitätsnoten für alle drei baltischen Staaten.

Balkan mit strukturellen Defiziten

Ganz so dramatisch gestalten sich die Zahlen auf dem Balkan zwar nicht, aber auch dort haben alle Länder ebenfalls mit heftigen Problemen zu kämpfen. Hier stellt sich vor allem die Frage, wie diese Staaten künftig die zur Deckung der hohen Leistungsbilanzdefizite nötigen ausländischen Direktinvestitionen anziehen wollen. Bekanntlich sind die Investoren sehr risikoscheu geworden und fragen sich noch mehr als früher, warum sie ihr Geld in eine Region stecken sollen, die bei den Hauptproblemen Korruption und organisierte Kriminalität keine echten Fortschritte erzielt. Zudem gehen die Nachfolgestaaten Ex-Jugoslawiens auch noch mit strukturellen Defiziten auf ihren Arbeitsmärkten in die Krise. So werden die Arbeitslosenquoten in Bosnien-Herzegowina und Slowenien offiziell auf mehr als 23% beziffert, und auch in Serbien liegt sie nur unwesentlich unter der Marke von 20%.

Polen und Tschechien stehen relativ gut da

Nicht nur in dieser Hinsicht sieht es in Zentraleuropa deutlich stabiler aus. Allerdings gibt es auch hier mit Ungarn ein großes Sorgenkind. Budapest hatte 2008 angesichts seiner prekären Finanzlage (Defizite im Staatshaushalt und der Leistungsbilanz sowie hohe Fremdwährungsschulden der Privat-

haushalte) als erstes EU-Mitglied um ausländische Hilfe bitten müssen. Das Land wird jetzt bitter für die Verfehlungen der Vorjahre bestraft, als man trotz aller Warnungen über den eigenen Verhältnissen lebte. Aufgeschreckt durch die jüngsten Ereignisse, die vermutlich einen Wachstumsknick von gut 6% mit sich bringen werden, scheinen die Verantwortlichen jetzt zwar zum Sparen bereit zu sein. Die Ratingagentur Standard & Poor's hat jüngst aber trotzdem das Kreditwürdigkeitsurteil auf „BBB-“ gesenkt, womit die Note nur noch eine Stufe über Ramsch-Status liegt. Deutlich positiver werden – verglichen damit – die anderen zentralosteuropäischen Staaten Polen, Slowakei und Tschechien beurteilt. Auch diese Länder kommen zwar nicht ungeschoren davon, aber das Minus bei den Bruttoinlandsprodukten dürfte sich jeweils nur knapp unter der Nulllinie bewegen. Das ist eine relativ reife Leistung, wenn man bedenkt, dass die Exportquoten gemessen am Bruttoinlandsprodukt sehr hoch sind und das Meiste davon in die Euro-Zone geht, wo die Nachfrage eingebrochen ist.

Unterschiedliche Dynamik erwartet

Alles zusammengefasst ist die Lage in Osteuropa prekär und das Risiko eines weiteren Abschwungs noch nicht gebannt. Zu denken geben auch die teilweise wirren politischen Verhältnisse (in Lettland, Tschechien und Ungarn sind die Regierungen schon zurückgetreten), die den Kampf gegen die Krise noch erschweren. Doch wenigstens dürfte jetzt schon ziemlich viel von den negativen Entwicklungen in den Prognosen der Volkswirte stecken. Bei der Bank Austria geht man zudem davon aus, dass im Gegensatz zum 4. Quartal 2008, als die gesamte Region vom Einbruch

TAB. 2: IM BEWERTUNGSVERGLEICH SCHNEIDET OSTEUROPA GUT AB

	EPS-WACHSTUM IN %				KGV				DIV.-REND.
	2008	2009	2010	12M	2008	2009	2010	12M	
	VORAUS				VORAUS				
S&P 500	-17,3	-10,5	26,5	-4	11,2	12,5	9,9	11,9	3,6
DJ EURO STOXX	-25,8	-0,4	14,7	2,5	8,6	8,6	7,5	8,4	7,5
FTSE 100	-19	-16,4	14,1	-12,1	7,6	9,2	7,9	8,9	6,1
TOPIX	-73,9	93,4	44,8	50,1	9,4	35,3	19,7	20,5	2,7
EMERGING MARKETS	1,2	-15,4	23,5	-9,7	8,1	9,6	7,8	9,3	4,3
EM ASIA	-22,3	-5,9	33,1	0,3	11,7	12,4	9,3	11,8	4,2
EM LATAM	51,5	-28,1	20,6	-22,4	6,1	8,4	7,3	8,3	5,3
EM EUROPE	9,8	-22,5	13,2	-17,8	4,5	5,7	5,1	5,6	3,7

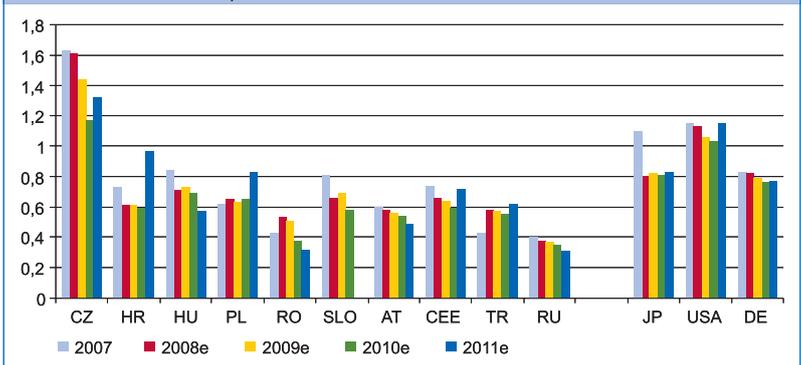
Quelle: Factset, BNPPAM, IBES consensus vom 19.02.2009

der Auslandsnachfrage betroffen war, sich 2009 zunehmend Unterschiede in der makroökonomischen Performance der einzelnen Länder zeigen dürften. Auch die Dynamik der Inlandsnachfrage wird sich demnach unterschiedlich entwickeln. Am besten sind die Erholungsaussichten dabei für jene Länder, in denen die Wirtschaft zuvor nicht überhitzt war, und/oder in Ländern, die für eine aggressive Lockerung der Geldpolitik flexibel genug sind. Damit bieten sich in Tschechien und Polen die besten Chancen auf eine Stabilisierung im zweiten Halbjahr.

Baisse sorgt für niedrige Bewertungen

An der Börse wird aber auch jetzt noch fast alles über einen Kamm geschert. Das bedeutet querbeet fallende Kurse bei sinkender Risikobereitschaft und steigende Notierungen im umgekehrten Fall. Wie viel Zug dann trotz aller wirtschaftlicher Tristesse wieder in die Kurse kommen kann, zeigt sich erneut am CECE Overall Index. Dieser ist ausgehend von dem noch am 18. Februar markierten Tief bei 844 Punkten bei einem derzeitigen Stand von 1.247 Zählern in weniger als zwei Monaten um fast 48% gestiegen. Zumeist ebenfalls deutlich nach oben kaputtuliert wurden auch die Randbörsen. Auch das macht deutlich, dass Glück und Pech an den Börsen in Osteuropa oft eng beieinander liegen. Und wenn neue echte Hiobsbotschaften von der Konjunktur ausbleiben, dann könnten sich die Kurse sogar noch weiter erholen. Schließlich ist zu bedenken, dass zuvor nicht nur die Notierungen der Aktien förmlich „abgeschlachtet“ wurden, sondern auch die Kurse der osteuropäischen Währungen. Nach fundamentalen Kriterien steht die Region im Bewertungsvergleich mit anderen Weltbörsen nach der Baisse jedenfalls vorteilhaft da (siehe Tab. 2). Obwohl die Gewinne in diesem Jahr voraussichtlich deutlich sinken werden, bewegen sich die Kurs/Gewinn-Verhältnisse oft im einstelligen Bereich und die Kurs/Buchwert-Verhältnisse nicht selten bei unter eins. Das Kursdesaster hat so weit geführt, dass laut den Analysten der Swedbank an den baltischen Börsen gleich mehrere Titel nur noch auf ein Kurs/Buchwert-Verhältnis von 0,1 kommen.

ABB. 2: KONSSENS KURS/BUCHWERT-VERHÄLTNIS



Quelle: Erst Group CEE Equity Research, ExcelConnect

Ostbörsen bieten Chancen

Das klingt verlockend. Und viel falsch machen können Anleger langfristig bei diesen niedrigen Bewertungsniveaus mit einem breit aufgestellten Depot vermutlich nicht. Für Investments in Einzelaktien sind die osteuropäischen Börsen aber trotzdem nicht für jeden Anleger geeignet. Dafür sind speziell an den kleineren Börsen und bei den Nebenwerten die Umsätze zu niedrig und der Nachrichtenfluss zu spärlich. Wer dennoch einzelne Aktien kaufen will, der kann es mit Titeln wie dem tschechischen Kohleproduzenten New World Resources (WKN: A0M X0A) versuchen. Dieser Wert ist seit dem im Vorjahr vollzogenen Börsengang abgestürzt und jetzt dabei, auf dem erreichten tiefen Niveau einen Boden auszubilden. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis ist hier einstellig, und das Kurs/Buchwert-Verhältnis beträgt weniger als eins. Hinzu kommt eine solide Dividendenrendite. Oder mit dem litauischen Telekomkonzern TEO LT (ISIN: US88074Q2075), auf den die zuvor genannten Bewertungsgründe fast deckungsgleich ebenfalls zutreffen.

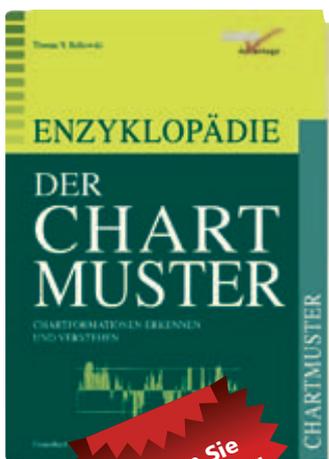
Ausreichende Auswahl an Zertifikaten

In den meisten Fällen dürfte es aber besser sein, auf Fonds oder Zertifikate zu vertrauen (s. auch Tab. 3). Eine der konservativsten Anlagen ist dabei eine Wette auf den CECE Index. Ein solches Open-End-Indexprodukt hat beispielsweise die Erste Bank (WKN: >>

Anzeige

Lektüre für smarte Investoren

www.finanzbuchverlag.de



Das Verfolgen und Erkennen von Chartmustern ist das wichtigste Instrument für die Technische Analyse. Chartmuster zeigen dem Anleger, ob sich eine Aktie im Aufwärts- oder Abwärtstrend befindet. Dieses Buch ist dafür der umfassendste Leitfaden. Das Marktverhalten wird detailliert erläutert. Ein unverzichtbares Nachschlagewerk für Trader und Anleger.

Thomas N. Bulkowski
Enzyklopädie der Chartmuster
 Chartformationen erkennen und verstehen
 719 Seiten
 64,90 € (D) | 66,80 € (A) | sFr. 110,00
 ISBN 978-3-89879-084-0
 Bestell-Nr. FM084

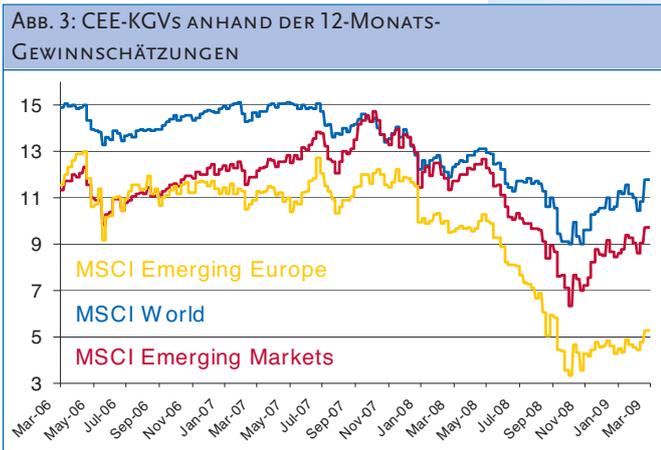
Bestellen Sie
 portofrei unter:
www.finanzbuchverlag.de



Anlageentscheidungen sollten niemals unabhängig voneinander getroffen werden. Der Portfoliogedanke spielt bei sämtlichen Ausführungen eine wichtige Rolle. Im Gegensatz zur bisherigen Fachliteratur beschreibt Zagst ausführlich die Funktionsweise und das Zusammenspiel der einzelnen Bausteine verschiedener Zertifikate. Es wird eine konkrete Anlagestrategie empfohlen, nach der ein Portfolio mit Zertifikaten strukturiert werden kann. Das Standardwerk, um Zertifikate von Grund auf zu verstehen.

Rudi Zagst / Michael Huber
Zertifikate spielend beherrschen
 Der Performance-Kick für Ihr Portfolio
 239 Seiten
 29,90 € (D) | 30,80 € (A) | sFr. 49,90
 ISBN 978-3-89879-487-9
 Bestell-Nr. FM487

Die kroatische Küstenstadt Rovinji: Der Balkan-Staat könnte positiv überraschen.



Quelle: Pioneer Investment

EB5 YDL) im Bestand. Deutlich spekulativer ist verglichen damit dann schon wegen der Hebelwirkung das ebenfalls von der Erste Bank emittierte CECE Turbo-Long Open-End Zertifikat (WKN: EB0 BF3, Hebel 2,7, Barriere 900,46 Punkte). Noch mehr Mut braucht derjenige, der sich an das bis zum 12. August 2010 laufende Turbo Long Zertifikat auf den CECE Banking Index (WKN: RCB 15U, Hebel 1,7, Barriere 260 Punkte) von der Raiffeisen Centrobank heranwagt. Schließlich handelt es sich beim Bankensektor um die Branche, die mit am stärksten unter der Kreditkrise leidet. Allerdings sind die Kurse der Branchenvertreter hier auch schon mit am stärksten zurechtgestutzt worden, wodurch sich zumindest spekulative Tradingchancen ergeben.

Baltikum, Balkan, Ukraine

Wer es gerne exotischer möchte, für den kommt vielleicht ein von der Royal Bank of Scotland/ABN Amro aufgelegtes OMX Baltic 10 Index Mini Long Zertifikat (WKN: AA1 JF3, Hebel 3,29, Stop-Loss-Marke 65,54 Punkte) in Frage. Das Produkt ermöglicht ein Engagement auf zehn baltische Aktien. Weil die Börsen im Baltikum bereits ausgebombt sind, dürfte dies aufgrund der tiefen Bewertung antizyklisch keine schlechte Idee sein. Auch auf andere schwer

gebeutelte Börsen existieren vereinzelt Anlageprodukte. Zum Aktienmarkt in Kiew gibt es etwa das S-BOX Ukraine Performance-Index-Zertifikat (WKN: A0J ZQN), das die Kursentwicklung der maximal 15 größten und liquidesten ukrainischen Aktien abbildet. Auch an diesem Markt hat bereits ein regelrechter Ausverkauf stattgefunden, allerdings sind hier wie geschildert auch die volkswirtschaftlichen und politischen Rahmendaten extrem schlecht. Wirtschaftlich besser steht Kroatien da, doch was hier möglicherweise zu einem Kurskatalysator werden könnte, sind etwaige Fortschritte bei den Beitrittsverhandlungen mit der EU. Kommt es in absehbarer Zeit zu einem EU-Beitritt, dürfte dies das S-BOX Kroatien Kursindex-Zertifikat (WKN: A0M EMQ) beflügeln. Das Papier spiegelt die Kursentwicklung der zehn größten kroatischen Unternehmen wider.

Fazit

Aufgrund der allgemein noch schwierigen Ausgangslage in Osteuropa handelt es sich bei den empfohlenen Produkten um relativ riskante Engagements. Denn das Kurspendel könnte auch sehr schnell für den Fall wieder in die andere Richtung ausschlagen, dass die Kreditkrise wieder hochkochte und allgemein an den Weltbörsen die Risikobereitschaft wieder nachlässt. Auf jeden Fall müssen sich die Anleger aber darauf einstellen, dass die Börsen in Osteuropa volatil bleiben werden. So einfach und vor allem so relativ risikolos wie noch vor wenigen Jahren dürfte in der Region nicht schnell wieder Geld verdient werden.

Jürgen Büttner

Frostig ist es dagegen bis auf Weiteres in den baltischen Ländern; im Bild ein winterlicher Markt in Tallin; Foto: Baltikum Tourismus Zentrale

TAB. 3: ANLAGEIDEEN FÜR OSTEUROPA IM ÜBERBLICK

AKTIEN						
WKN	UNTERNEHMEN	BRANCHE	KGV 09E	KBV	DIV.-RENDITE	
A0M X0A	NEW WORLD RESOURCES	ROHSTOFFE	3,5	0,9	15%	
A0J M91	TEO LT	TELEKOM	6,5	0,9	15%	
DERIVATE						
WKN	INDEX	EMITTENT	TYP	KNOCK-OUT	LAUFZEIT	HEBEL
EB5 YDL	CECE INDEX	ERSTE BANK	CALL	-	OPEN END	-
EB0 BF3	CECE INDEX	ERSTE BANK	TURBO-LONG	900,46	OPEN END	2,7
RCB 15U	CECE BANKING	RCB	TURBO-LONG	260,00	12.08.10	1,7
AA1 JF3	OMC BALTIC 10	RBS	MINI-LONG	65,54	OPEN END	3,49
A0J ZQN	S-BOX-UKRAINE	STRUCTURED SOLUTIONS	CALL	-	OPEN END	-
A0M EMQ	S-BOX-KROATIEN	STRUCTURED SOLUTIONS	CALL	-	OPEN END	-

Quelle: Factset, BNPPAM, IBES consensus vom 19.02.2009

Software und IT-Dienstleistung im Anpassungsprozess

Die Spezialisten der Informationstechnologie rund um Software und IT-Services beschreiben einen neuen Abschnitt des Lebenszyklus. Worauf Gewinner achten müssen.

Unter allen börsennotierten Unternehmen mit IT-Bezug eine Klassifizierung herzustellen, und damit eine Vergleichbarkeit untereinander, wird von Jahr zu Jahr schwieriger. Es gibt viele Spezialisten und Exoten, z.B. Unternehmen in einem Markt ohne Wettbewerber, ganz einfach, weil der Markt zu klein ist. Da gibt es reine Händler von IT-Produkten, die vereinzelt hoch spezialisiert sind. Wir finden Unternehmen, die ein B2B-Portal zum Einkauf von Medizintechnik oder Hard- und Software betreiben. Dann gibt es Unternehmen, die Zulieferer von Ingenieurdienstleistungen sind, bereits so integriert, dass sie selbst dieser Branche zuzurechnen sind. Nicht zu übersehen sind jene IT-Unternehmen, die privately held, also nicht am öffentlichen Kapitalmarkt platziert sind. Besonders im Dienstleistungsbereich sind das etliche bedeutsame Anbieter. Marktteilnehmer von unterschiedlichster Couleur über einen Kamm zu scheren, macht wenig Sinn. Für eine fokussierte Betrachtung bieten sich auf der einen Seite Hersteller von Software an, auf der anderen Seite reine Dienstleister, die beratend tätig sind und Projekte umsetzen (IT-Services). Auf diese beiden Märkte wollen wir uns konzentrieren. Dennoch müssen wir bei einem Vergleich relativ grob herangehen, sind doch selbst diese beiden Gruppierungen in sich höchst zersplittert.

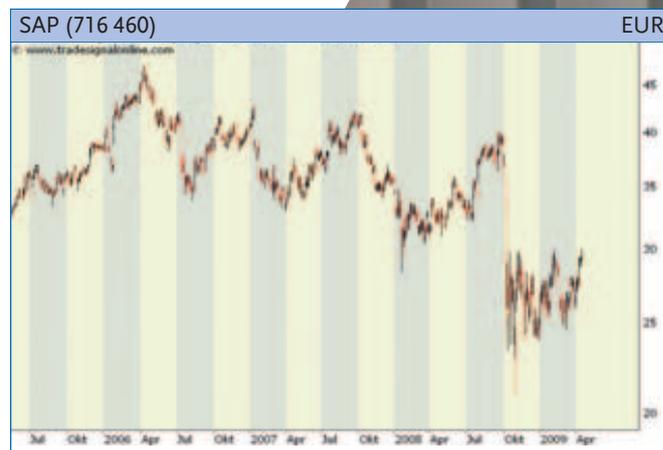
SAP als Hemmschuh

Alle haben allerdings eines gemeinsam: den Klassenprimus SAP AG. Es lässt sich nicht ändern: Auf diesem Unternehmen liegt das Hauptaugenmerk des deutschen Marktes, d.h. entwickeln sich die Walldorfer hervorragend, hat das einen nicht unerheblichen Abstrahleffekt auf die anderen Marktteilnehmer. Dasselbe gilt natürlich auch umgekehrt und erklärt einen Teil der schwachen Performance der IT-Werte über die vergangene Boomphase der Jahre 2005 bis 2007. SAP zeigt in dieser Zeitspanne eine fast lehrbuchhafte Kursstagnation. Die schlechten Nachrichten wurden umgehend eskomptiert, gute entfachten kaum Wirkung, und nur in nachrichtenlosen Phasen hat sich der Kurs vom Gesamtmarkt treiben lassen. Dabei hat der deutsche „Big Blue“ seine Umsätze in den letzten sechs Jahren im Mittel um 10% steigern können – auch der Ausblick für 2009 deutet diesbezüglich Kontinuität an. Der operative Cashflow zieht mit den Erlösen mit, allerdings das Ergebnis nicht. Nach der reinen Lehre müsste dies zumindest über den Zeitraum hiervon überproportional profitieren. Die EBIT-Marge verharrt

zwar auf soliden 23% (gemäß IFRS), mit einer leichten Abschwächungstendenz, der Markt erwartet jedoch mehr. Da der Markt immer Recht hat, müssen wir diese Gesetzmäßigkeit einkalkulieren.

Informationstechnologie wird Commodity

Natürlich hat die SAP-Entwicklung handfeste Gründe: den überproportionalen Anstieg des Personalaufwands durch stetigen Mitarbeiteraufbau und die starke Zunahme an Entwicklungskosten. Bisher noch außerhalb der G&V hat der Zukauf des Mitbewerbers Business Objects zur „Unzeit“ im Herbst 2007 Spuren hinterlassen. Diese drei Beispiele zeigen deutlich, wie wenig man dort noch zukünftig notwendige Erfordernisse ignoriert. Extreme EBIT-Margen sind mit wenigen Ausnahmen für die Zukunft passé. Die Informationstechnologie, wie wir sie hier besprechen, wird mehr und mehr zum Massengut, zum Commodity. Was die Hardwarebranche (Stichwort: Chipindustrie) längst zu spüren bekam, sollte auch in der restlichen IT angekommen sein. Ein Trend, der im Übrigen ein ganz normaler Prozess im Produktlebenszyklus ist. Als nächste Branche ist die Solarindustrie dran. Zu spüren ist das heute schon. Vor diesem Hintergrund sind Kostenreduktionen das >>



ZAHLEN ZU AUSGEWÄHLTEN IT-SERVICEPROVIDERN UND SOFTWAREANBIETERN

UNTERNEHMEN	WKN	KURS*	UMSATZ 2008**	MCAP**	KUV	EBIT- MARGE
ATOSS SOFTWARE [D]	510 440	9,20	27	37	1,4	18,7%
CENIT SYSTEMHAUS [D]	540 710	3,50	83	29	0,3	5,7%
COR [D]	508 320	3,40	73	41	0,6	7,6%
FABASOFT [AUT]	922 985	2,15	20	18	0,9	NEG.
FJA [D]	513 010	2,55	64	54	0,8	10,6%
IDS SCHEER [D]	625 700	8,60	399	277	0,7	3,4%
ITELIGENCE [D]	730 040	3,70	216	90	0,4	6,3%
MENSCH UND MASCHINE [D]	658 080	3,60	223	50	0,2	4,6%
PC-WARE [D]	691 090	16,30	925	100	0,1	1,4%
SAF [CH]	A0 D78	5,88	13	33	2,5	7,9%
SAP [D]	716 460	29,4	11.575	37.350	3,2	23,3%

*) in EUR, Börse Frankfurt o. Xetra (Stand 17.4.2009); **) in Mio. EUR; KUV: Kurs/Umsatz-Verhältnis; EBIT: Gewinn vor Zinsen und Steuern



Die SAP-Zentrale in Walldorf; Foto: SAP

Mittel der Wahl – und eben keine kostspieligen Zukäufe und Budgeterweiterungen.

Was soll der Euro Umsatz bringen?

Weshalb „hacken“ wir so auf SAP herum? Weil das, was wir beim Branchenprimus sehen, fast überall passiert: (zumeist) Umsatzsteigerungen bei galoppierenden Kosten. Im Gegensatz zu den Walldorfern verfügt der Rest des Segments über eine geringere Marktmacht. Dieser Cocktail resultiert dann in teilweise katastrophalen Margen. Prinzipiell sollten wir an dieser Stelle Umsatzrenditen vergleichen können. Aufgrund von Umstrukturierungen und teilweiser Verwerfungen der Geschäftsmodelle wurde mittlerweile unternehmensübergreifend viel Cash verbrannt. Die Kapitalausstattungen der IT-Unternehmen waren aufgrund des IPO-Hypes zunächst durchgängig blendend, sind aber heute nicht mehr überall solide. Zudem sind die Steuerquoten in der Branche erstaunlich unterschiedlich. Insgesamt macht also der Vergleich der EBIT-Marge am ehesten Sinn. Ein Qualitätsmerkmal ist das nicht.

Während bei SAP ein Vierteleuro aus einem Euro Umsatz „hängen bleibt“, sehen wir bei den anderen Marktteilnehmern mittlerweile operative Margen wie im Einzelhandel oder der Bauindustrie – nein, häufig sogar darunter. Das ist ein Zustand, der eine Wertung erfahren muss. Denn wenn eine Dienstleistung auf einem solch hohen Niveau geliefert, oder wie im Softwaresegment aus dem „Nichts“ ein Produkt hergestellt, also eine nahezu 100%ige Wertschöpfung abgeliefert wird, muss hieraus eine zweistellige EBIT-Marge erzielt werden können. Je höher der Spezialisierungsgrad der Anbieter, je akzentuierter das Alleinstellungsmerkmal und je enger der Nische, desto zutreffender ist diese Aussage. Vor dem Hintergrund der Ergebnisse der letzten Jahre in den Bereichen Software und IT-Services ist eine Enttäuschung aus Investorensicht nicht zu verbergen.

Kursavancen dennoch möglich

Aktuell sind die Bewertungen der Unternehmen (wieder) zu weiten Teilen recht ambitioniert. Das natürlich vor dem kritischen Ansatz, dass die Kosten-Ertrags-Schere nicht merklich geschlossen wird und die operativen Margen nicht befriedigend sind. Auch wenn Umsätze anziehen, so ist doch die Hoffnung auf ein Ertragswachstum, also die Rückkehr zu profita-

blen Margen, auf tönernen Füße gestellt. Ferner fehlt, offiziell der internationalen Wirtschaftskrise geschuldet, häufig ein Ausblick – und das, obwohl man seine Kunden angeblich gut kennt.

Auch in den Boomjahren 2005 bis 2007, als es keine Ausreden für eine fehlende Guidance gab, wurde unisono von Quartal zu Quartal enttäuscht. So gesehen, ist ein fehlender Ausblick sogar erholsam. Mit dem Blick auf die Charts sind Bodenbildungen zu erkennen. Vom Tief haben sich manche Werte schon über 100% erholt. Man sollte aber bedenken, dass die niedrigsten Kurse meist ohne Umsatz, somit „Schaufensterpreise“ waren. Die oft gehörte Argumentation, „wäre ich nur zum Tiefstkurs bei so und soviel Euro eingestiegen“, ist in der aktuellen Marktsituation nicht zielführend.

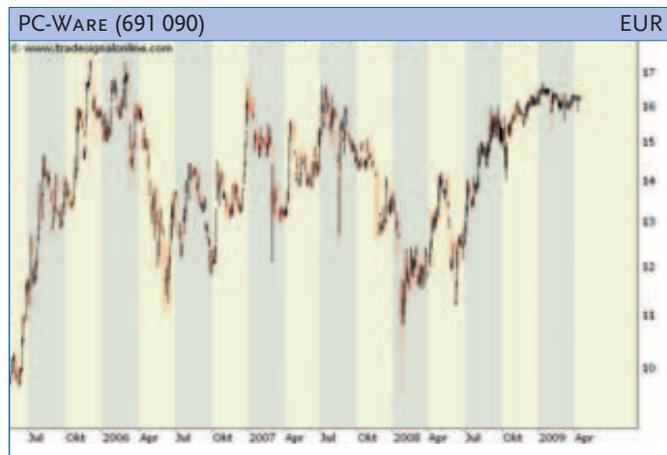
Der CAD/CAM-Spezialist Mensch und Maschine (MuM) spürt die Käuferzurückhaltung in Folge der Wirtschaftskrise mittlerweile sehr deutlich und hat das auch offen und frühzeitig kommuniziert. Entsprechend verhält sich der Chart. Bullen und Bären wechseln sich hier im Monatsrhythmus ab. Als Investor sollte man auf das Unternehmen zweigeteilt blicken – ganz wie es der Name, sicherlich ungewollt, impliziert. MuM ist sowohl Softwarehersteller als auch Händler. Diese beiden Segmente tragen naturgemäß recht unterschiedlich zum Ergebnis bei. Während der Distributionsanteil mit fast 90% des Konzernumsatzes ein EBIT von 3% erwirtschaftet, glänzt die Planungssoftware mit ordentlichen 15%. Kumuliert verdienen die Oberbayern operativ 4,6% vom Umsatz. Das schafft nicht allzu viel Spielraum hinsichtlich der Korrekturen, die die Bilanz erfordert. Zum einen sitzt man auch hier auf einer ordentlichen Position Goodwill. Aktuell sind es noch 19 Mio. EUR, obwohl bereits im Vorjahr 11 Mio. EUR abgeschrieben werden mussten. Zum an-



deren ist die Kapitalausstattung mittelprächtigt, und trotz 4 Mio. EUR liquider Mittel belastet ein hoher Anteil kurzfristiger verzinsbarer Verbindlichkeiten, die das Unternehmen jedoch langsam aber stetig abbaut. Die eher nebligen Aussichten, die Bilanzlasten und die Richtungslosigkeit der Aktie drängen nicht gerade auf einen Einstieg. Aus Tradinggesichtspunkten ist das Moment jedoch durchaus interessant.

Übernahmen und Fusionen häufen sich

Das Leipziger Unternehmen PC-Ware ist ein breit aufgestellter Dienstleister mit Systemhauskomponenten im Angebot wie Hosting und SaaS (Software as a Service, d.h. vollumfängliche Modulbetreuung, meist über das Internet, einschließlich Softwarelizenz). Das Unternehmen ist dabei, die Umsatzmilliarde zu knacken. Seit Jahren erwirtschaftet PC-Ware allerdings eine sehr schmale Rendite. Die EBIT-Marge liegt im abgelaufenen Jahr bei mageren 1,4%. Der Blick auf die Bilanz offenbart zudem den Malus einer eher geringen Kapitalausstattung und hoher Unternehmenswerte. Das ganze Paket erhält man derzeit zu einem hohen Preis,



was jedoch einen Grund hat. PC-Ware hat es irgendwie geschafft, sich attraktiv zu machen und ein Systemhaus als Käufer zu finden. Der starke IT-Arm der österreichischen Raiffeisenbank hat mittlerweile über 70% an dem sächsischen Unternehmen erworben. Das erklärt die deutlich positive Kursentwicklung und die damit einhergehende hohe Bewertung.

Ein Unternehmen aus der Liste der Kapitalvernichter ist die im Prime Standard notierte Fabasoft. In den letzten fünf Jahren war sie dort ständiger Gast. Die Österreicher sind klassische Softwarehersteller

in einem engen und prinzipiell lukrativen Markt: eGovernment. Dennoch schafft man es nicht, überhaupt positive Margen zu erwirtschaften. Das Abenteuer Börse wird möglicherweise auch für dieses Unternehmen endlich sein, so kolportiert die lebendige IT-Szene unseres südlichen Nachbarlands. In der Tat haben die Gründer des Unternehmens bereits offiziell ein Kaufangebot zu einem Kurs von 1,60 EUR abgegeben, das mit etwa der Hälfte angenommen wurde, obwohl es nicht besonders attraktiv ist. Allein die Kasse des Unternehmens wiegt schwerer. Bezieht man die kurzfristig gehaltenen Wertpapiere mit in die Rechnung, kommt man mit 2,80 EUR liquider Mittel auf das Doppelte vom Kaufangebot. Auch hier kommt der Hauptaktionär bereits jetzt in den Bereich von 70%.

Einen vorderen Platz auf der zuvor erwähnten Liste hat auch der Softwarehersteller für die Versicherungswirtschaft FJA (vormals FJH) inne. Seit vielen Jahren wird über eine Fusion mit dem ähnlich aufgestellten Mitbewerber COR spekuliert – nun ist es endlich soweit. Antrieber der Fusion ist der Mehrheitseigentümer

der baden-württembergischen COR, der selbst eigenständiger Anbieter in diesem Segment ist. Kombiniert soll ein Jahresumsatz von 150 Mio. EUR eingefahren und die Marktmacht von IBM gebrochen werden. Die Resultate der beiden neuen Schwes-

tern können sich wenigstens für das abgelaufene Geschäftsjahr durchaus sehen lassen. Beide Unternehmen verdienen zweistellige Margen und warten jeweils mit einem optimistischen Ausblick auf. 2009 wird aus unserer Sicht allerdings deutlich im Zeichen der Fusion stehen. An eine volle Konzentration auf das operative Geschäft ist nicht zu denken, zumal die beiden Unternehmen bislang eine wenig freundschaftliche Beziehung pflegten. Ob die Spekulation auf ein höheres Pflichtangebot auch unter der zeitlichen Prämisse aussichtsreich ist, lässt sich schwer beurteilen. >>

GERADE JETZT: ALTERNATIVE INVESTMENT



Kein Blind-Pool Investment

Der Fond profitiert von der einmaligen Erfahrung des FIDOR AG Management-Teams Matthias Kröner und Steffen Seeger

Aktuelle Beteiligungen:



Mehr Informationen:
Tel. +49 (0)89 18 90 85 100
www.f-evo.com

Wichtige Hinweise:
Aktien an der FEVO Alternative Equity SICAV - FIS (die „Gesellschaft“) werden nur auf der Grundlage von Informationen angeboten, welche in dem Verkaufsprospekt oder in Unterlagen, auf welche in dem Verkaufsprospekt Bezug genommen wird, enthalten sind.
Niemand ist berechtigt, über die im Verkaufsprospekt enthaltenen Informationen und Erklärungen hinaus weitere Informationen oder Erklärungen in Bezug auf die Gesellschaft abzugeben. Jeder Aktienwerb auf der Grundlage von Informationen oder Erklärungen, welche nicht im Verkaufsprospekt enthalten sind oder welche nicht mit den im Verkaufsprospekt enthaltenen Informationen und Erklärungen übereinstimmen, erfolgt ausschließlich auf Risiko des Aktienwerbers.

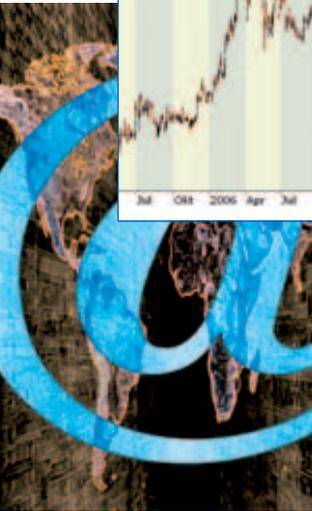


Foto: PC-Ware



itelligence-Zentrale in Bielefeld; Foto: itelligence



Die Aktionäre des SAP-Komplettanbieters itelligence aus Bielefeld haben sich Anfang 2008 über ein Übernahmeangebot des japanischen Systemhauses NTT Data freuen können. Damals sprang die Aktie von 4 EUR auf die gebotenen 6,20 EUR. Die Spekulation auf ein Squeeze-out, die die Aktie auf über 7 EUR trieb, hat sich seither nicht erfüllt. Die Japaner verfügen aktuell über 88,5% der Anteile und haben mit einem „stand-still-agreement“ ein Signal an den Markt gesendet, dass es hier kurzfristig zu keinen Bewegungen kommen sollte. Dementsprechend verhält sich der Aktienkurs, der auf 3,70 EUR zurückgekommen ist. Aufgrund der Situation und des niedrigen Streubesitzes wurden auch das erfolgreiche Geschäftsjahr 2008 und die Aufnahme einer Dividendenausschüttung nur bedingt am Markt gefeiert.

Licht und Schatten im Wechselspiel

Zuletzt schon mit einer gewissen Regelmäßigkeit enttäuschte das Systemhaus Cenit die Anleger. Wirft man den Blick auf die Branche der Kunden, ist eine Erklärung schnell gefunden, liegt doch der Fokus auf Automobil- und Werkzeugbauern. Vor den Absatzeinbrüchen der Kundenunternehmen lief es bei den Stuttgartern dagegen durchaus rund. Das Unternehmen war ein Beispiel für ein Systemhaus, das Geld verdient. Bedenkt man die zumeist mittelständische Klientel, ist eine operative Marge um 10% nicht übel. Cenit bewegt sich in einem kleinen Kundenkreis, über die letzten fünf Jahre konnte man den Umsatz gerade einmal um 12% steigern und kommt auf Erlöse von zuletzt 83 Mio. EUR. Bilanziell präsentiert sich der IT-Dienstleister sehr solide.

Die Eigenkapitalquote beträgt 64%, man hat netto einen Euro in der Kasse und ist schuldenfrei. Aktuell wird das Unternehmen mit 30% des Umsatzes bewertet. Die weitere Marktentwicklung sollte man aber zunächst abwarten.

Die Schweizer SAF Simulation ist ein Anbieter von Prozessmanagement- und Dispositionslösungen in Handel und Lagerverwaltung. Mit Nettobarmitteln von 5,20 EUR bei einem Börsenkurs von 5,80 EUR vergisst man gerne den Blick auf die operativen Zahlen. Hier muss man kritisch feststellen, dass der Vertriebsaufwand aus dem Rahmen fällt, was den Wachstumsbestrebungen geschuldet ist. Überraschend war letztlich nur die Verschiebung der Lizenzeinnahmen zum Jahresende, die den Kostenblock sonst aufgefangen hätte. Bewusst fokussiert man sich im Management auf eine Kostenreduktion – und zwar bevor ernsthafte Not entsteht. Stark präsentiert sich auch der Cashflow in Höhe von 3 Mio. EUR, wovon ein Drittel regelmäßig in die Kasse wandert. Die Schweizer verfügen nicht überraschend über eine Eigenkapitalquote von 92%. SAF notiert aktuell auf Buchwert, wobei wir die avisierte Sonderausschüttung von 0,60 EUR plus 0,20 EUR reguläre Dividende berücksichtigt haben.

Der Software-Spezialist Atoss (nicht zu verwechseln mit Atos-Origin, ein IT-Schwergewicht aus dem französischen Technologieindex) hat sich den IT-Markt für Personalmanagement erobert. An Kontinuität kaum zu überbieten ist das Unternehmen auch im vergangenen Geschäftsjahr zu einem neuen Rekord gespurtet. Man hat sich in dem vergleichsweise kleinen Markt mit zuverlässigen Produkten und der passenden Dienstleistungsqualität eine komfortable Marktstellung erarbeitet, ohne dabei die Profitabilität zu vernachlässigen. Mit einer EBIT-Marge von nahezu 19% hat das Unternehmen die Messlatte sehr hoch gesetzt, übertrifft sich jedoch regelmäßig selbst. Ein Umsatzwachstum von 10% pro Jahr resultiert bei Atoss regelmäßig in einem deutlich überproportionalen Ergebniswachstum. Zusätzlich ist das Unternehmen bilanziell sehr solide ausgestattet. Man verfügt über hohe liquide Mittel, eine solide Kapitalausstattung und keinen aktivierten Goodwill. Der Anleger hat bei dem Unternehmen lediglich das Problem, dass der Markt bereits längst auf die Qualität von Atoss Software aufmerksam geworden ist. Die Reaktion auf die jüngsten Jahreszahlen gleicht einer Explosion.

Fazit

Es lohnt sich nicht nur, es ist absolut unabdingbar, bei den Spezialisten der Informationstechnologie genau hinzusehen. Es gilt bei IT-Werten insbesondere die Profitabilität unter die Lupe zu nehmen. Wir bekräftigen unsere Meinung, dass die Erstellung komplexer Leistungen grundsätzlich zu überdurchschnittlichen Gewinnen führen muss. Einzelne Beispiele zeigen, dass die Formel „EBIT 10% plus“ möglich ist – und zwar dauerhaft und unabhängig davon, dass Anpassungsprozesse anliegen. Das sollte der Maßstab sein. Aus dieser Warte empfiehlt es sich auf einen deutlichen Rücksetzer bei Atoss zu warten. Ferner stellt sich die Kombination Ertrag und Solidität bei SAF als attraktiv dar. Strenge Limitierungen sind empfehlenswert. Wesentliche Veränderungen in den Eigentumsverhältnissen wird es im Markt vermehrt zu beobachten geben, für den Anleger aber auf den Zeithorizont betrachtet sind sie eher weniger Erfolg versprechend. Aufgrund der Marktlage bei den Kunden einiger Anbieter sollte der besonnene Investor gerne noch zuwarten. Man kann zu der Party auch später kommen und dennoch mit dem Hauptpreis belohnt werden.

Axel Schuster



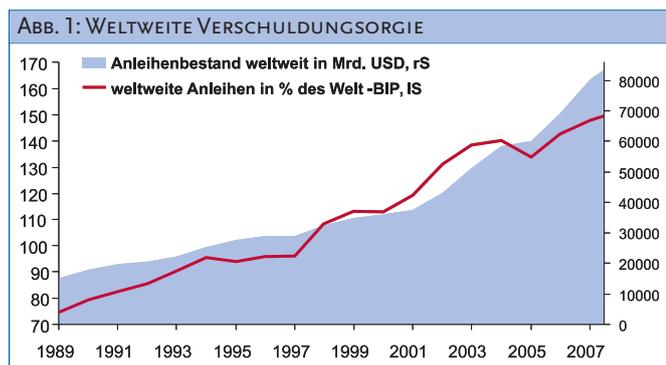
Auf den Deflationsschock folgt der Inflationsschock

Euroland und insbesondere Deutschland müssen Deflation fürchten – USA und Großbritannien sind aber der Treibsatz für Gold und Silber

Gastbeitrag von Thorsten Schulte, „Silberjunge“

Der G20-Gipfel in London am 2. April wurde von den Regierungen erwartungsgemäß dazu benutzt, der Bevölkerung die „heile Welt“ vorzuspielen. Den Menschen wird vorgegaukelt, die Krisenursachen mit einer neuen Finanzmarktarchitektur an der Wurzel gepackt zu haben, dem Trockenlegen von Steuersümpfen und Liquiditätsspritzen für den Internationalen Währungsfonds (IWF). Der Spiegel-Redakteur Gabor Steingart schrieb nach dem G20-Gipfel: „Das offizielle Gipfelmotto lautete Stabilität/Wachstum/Arbeitsplätze – das wahre müsste heißen: Verschuldung/Arbeitslosigkeit/Inflation“. Er führt weiter aus: „Die entscheidende Frage wurde nicht beantwortet, weil sie gar nicht erst gestellt wurde: Warum stehen wir da, wo wir stehen? Wer oder was hat uns dorthin geführt?“ Aber auch der Autor des Artikels traute sich nicht, die wahren Gründe beim Namen zu nennen:

1. Die unbeschränkte Kreditmengenexpansion (und zwar weltweit), die in den USA zu einer historisch einmalig hohen Verschuldung der Gesamtwirtschaft von 356% der Wirtschaftsleistung per 31.12.2008 führte (Hoch 1933 nur 264%, noch 1980 nur 162%, 1970 waren es sogar nur 149%).
2. Die weltweite Reflationierung seit 2003 mit einem Scheinwachstum basierend auf einer weltweiten Geldschwemme (Währungsreserven stiegen von rund 2.300 Mrd. USD Anfang 2003 auf im Hoch 6.996 Mrd. USD per 15.08.2008)
3. Das ungeheure Schuldenwachstum ausweislich des Anstiegs der weltweit umlaufenden Anleihen (festverzinsliche Wertpapiere) von 74,5% Ende 1989 auf rund 154% der Welt-Wirtschaftsleistung Mitte 2008 (s. Abb. 1).
4. Aufblähung der weltweiten Geldmenge M3 von 69% der weltweiten Wirtschaftsleistung im Jahre 1995 auf 113% in der Spitze 2008.
5. Nach dem Platzen der Aktienblasen Anfang des neuen Jahrtausends wurden weltweit gigantische Immobilienblasen kreiert mit dem Ziel, den Konsum über Scheinreichtumseffekte anzukurbeln. Die steigende weltweite Verschuldung war das notwendige Schmiermittel.



Quelle: Bloomberg, Weltbank, BIZ, Silberjunge, Daten bis 30.09.2008



Thorsten Schulte ist Chefredakteur des Börsenbriefs „Silberjunge“, in welchem er sich kritisch mit Wirtschaft und Börse auseinandersetzt. Der Fokus des Silberjungen liegt dabei auf den Edelmetallmärkten, insbesondere dem Silber. Der ehemalige (Investment-)Banker, u.a. bei der Deutschen Bank und der DZ Bank, warnt seit Jahren vor dem Zusammenbruch des US-zentrischen Weltfinanzsystems. Mehr Informationen unter www.silberjunge.de.

Die gegenwärtige Überschuldungskrise der Welt

Von 2003 bis 2007 führten die weltweiten Reflationierungsmaßnahmen zu immer mehr Liquidität an den Märkten. Im 2. Halbjahr 2008 riss dieser Geldstrom ab. Die Währungsreserven der Welt fielen seit dem Hoch im August 2008 um 348 Mrd. USD auf 6.648 Mrd. USD Ende März 2009, der weltweite Anleiheberg ging vom Rekordhoch per 30. Juni 2008 in Höhe von 86.204 Mrd. USD auf „nur“ noch 83.764 Mrd. USD Ende September 2008 zurück.

Das Kreditwachstum der privaten Wirtschaftssubjekte ist überall ins Stocken geraten. Selbst die weltweite Geldmenge M3 legte im 2. Halbjahr den Rückwärtsgang ein. Die Aufschuldung der Welt geriet aus dem Tritt, in unserem weltweiten Papiergeldsystem angesichts der Zinszahlungen und Zinseszinsseffekte höchst gefährlich. Vermögenspreise für Immobilien und Aktien purzelten. Weltweit fiel die Marktkapitalisierung der Aktienmärkte von 62.572 Mrd. USD am 31.10.2007 auf im Tief 25.931 Mrd. USD am 07.03.2009. Allein die Vermögensverluste der US-Hausbesitzer summieren sich in nur fünf Quartalen auf 2.797 Mrd. USD. Das Pendel schlug also zurück. Aus Scheinreichtum wurden Vermögensverluste, und die Schulden blieben stehen. Aus Überschussliquidität als Treibsatz für die Kapitalmärkte wurde plötzlich ein Mangel an Kredit. Der Welthandel wird 2009 nach jüngsten Prognosen von 16.127 Mrd. USD auf 14.350 Mrd. USD einbrechen. Japans Exporte sanken beispielsweise im Februar um 49,4%. Die Industrieproduktion des Landes der aufgehenden Sonne sank im Februar nochmals um 9,4% zum Vormonat und um 38,4% zum Vorjahr.

G20 will Drogensüchtigen noch höhere Dosen verabreichen

Der G20-Gipfel hat beschlossen, das Kapital des Internationalen Währungsfonds bis Ende 2009 auf 750 Mrd. USD zu verdoppeln. Zusätzlich kann der Fonds seine Sonderziehungsrechte, die IWF-eigene Kunstwährung um 250 Mrd. USD aufstocken. 100 Mrd. USD erhält die Weltbank und regionale Entwicklungsbanken, 250 Mrd. USD werden für Bürgschaften zur Handelsfi-

nanzierung bereitgestellt. Insgesamt also 1.100 Mrd. USD. Die G20-Chefs gaben das Plazet, dass der IWF seine Kredite künftig ohne drakonische Sanierungsaufgaben vergibt. Wir gehen davon aus, dass der IWF den Ländern Osteuropas, Mexiko und vielen Staaten in Asien sowie in Afrika unter die Arme greifen wird. Diese Liquiditätsspritzen werden einen Zeitgewinn verschaffen, aber keinen nachhaltigen selbsttragenden Aufschwung induzieren. Das Problem der hoffnungslosen Überschuldung der USA, Großbritanniens und einer Vielzahl anderer Länder ist durch die Maßnahmen in keiner Weise gelöst. Es ist so, als ob einem Drogensüchtigen noch höhere Dosierungen verabreicht werden sollen. Wird dieser Weg der Liquiditätsspritzen konsequent weitergegangen, steht mittel- bis langfristig ein beispielloser Inflationsschock auf dem Plan.

USA und UK stehen vor der Wahl „inflation or die“

Im Zentrum unseres kranken Weltfinanzsystems stehen die USA und Großbritannien. Beide Länder weisen größte Immobilien- und Schuldenblasen auf. Im Jahre 2005 lag der Wert der Immobilien der privaten US-Haushalte bei 172% der Wirtschaftskraft des Landes (s. Abb. 2). Der Durchschnitt von 1946 bis 2008 betrug gerade einmal 102%. Seit dem 30. September 2007 sind die Häuserpreise und Aktienkurse in den USA massiv eingebrochen, und über 12.675 Mrd. USD lösten sich binnen fünf Quartalen in Luft auf. Die Pensionsversicherungen weisen hohe Unterdeckungen aus, die Altersvorsorge vieler Amerikaner hat sich verflüchtigt und die Eigenkapitalquote der Hausbesitzer >>

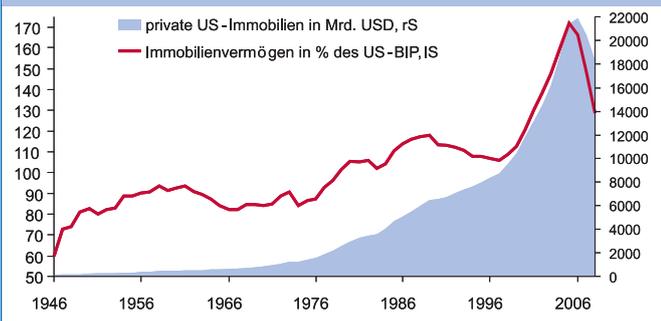
Anzeige





Der Immobilienmarkt in den USA findet erst ganz langsam einen Boden.

ABB. 2: TEURE US-IMMOBILIEN



Quelle: Fed, Bloomberg, Silberjunge, Daten bis 31.12.2008

befindet sich auf einem historischen Tief. Wenn wir in den vergangenen Jahren über die Extremverschuldung sprachen, wurde uns oft entgegnet, dass doch auch der Reichtum der US-Haushalte Rekorde aufstellte und die Kredite damit bezahlbar mache. Deshalb legten wir in den letzten drei Jahren einen Chart vor (s. Abb. 3), der die Unterlegung der Vermögenswerte der privaten US-Haushalte mit Schulden darstellt. Auf 100 USD Vermögen entfallen per 31.12.2008 Schulden in Höhe von 21,7 USD. Ein beispielloses Niveau in der Geschichte der Vereinigten Staaten. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich stellte in ihrem Jahresbericht 2003 Vergleichszahlen für Japan und Euroland vor. In Japan sah der Aktienmarkt Ende 1989 sein Hoch, und die Immobilienpreise in Tokio sahen ihren Scheitelpunkt 1991. Selbst nach Platzen beider Blasen kam Japan in der 2. Hälfte der 90er Jahre niemals über einen Wert von 15% hinaus. Diese Zahlen zeigen uns, dass die US-Situation weitaus schlimmer als die Japans in den 90er Jahren ist. Japan konnte die Exporte zwischen 1990 und 2008 um 160% steigern. Den USA ist dies angesichts der noch anhaltenden Dollarstärke und der einbrechenden Weltwirtschaft ganz sicher nicht möglich (s. Abb. 4). Des Weiteren wiesen Japans private Haushalte eine Sparquote von in der Spitze 15%, die die Kaufkraft der Konsumenten noch aufrechterhalten konnte. Die Verschuldung der US-Konsumenten und der privaten Haushalte in Großbritannien liegt mit rund 100% der Wirtschaftsleistung deutlich über den rund 70%, die Japans Verbraucher erst Ende der 90er Jahre erreichten. Fazit: Die USA und Großbritannien können nur durch das Anwerfen der Notenbankpresse eine Deflationskrise wie 1929 vermeiden.

Konjunkturpakete reichen nicht – Notenbanken müssen fluten

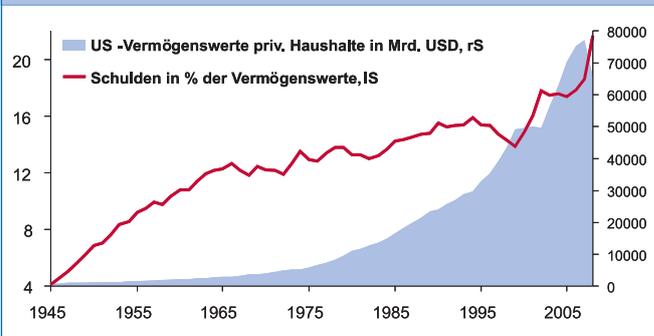
Die USA wissen sehr genau, dass Obamas Konjunkturpaket 2009 nur ein Volumen von 2% umfasst. Die OECD schätzt den Wachstumsimpuls für 2009 sogar nur auf 1,26%. Viel zu wenig



Ob die Konjunkturprogramme reichen? Man wird sehen...

angesichts der riesigen Schuldenberge und Vermögensverluste. Der Staat wird die Verschuldung allerdings viel stärker ausweiten, als das Konjunkturpaket derzeit suggeriert (s. Abb. 5). Allein im März 2009 nahm die gesamtstaatliche Verschuldung um 250 Mrd. USD zu. Von April 2008 bis März 2009 stieg der Gesamt-Schuldenberg um stolze 1.689 Mrd. USD, was rund 12% der US-Wirtschaftsleistung entspricht. Obamas Regierung schätzt den Schuldenanstieg für das bis Ende September laufende Fiskaljahr sogar auf 2.718 Mrd. USD bzw. beängstigende 19% des US-Bruttoinlandsprodukts. Die in deutschen Medien herumgereichten 1.752 Mrd. USD beziehen sich nur auf die US-Bundesregierung. Goldman Sachs rechnet mit einer Brutto-Schuldenaufnahme von rund 3.250 Mrd. USD im Fiskaljahr 2009.

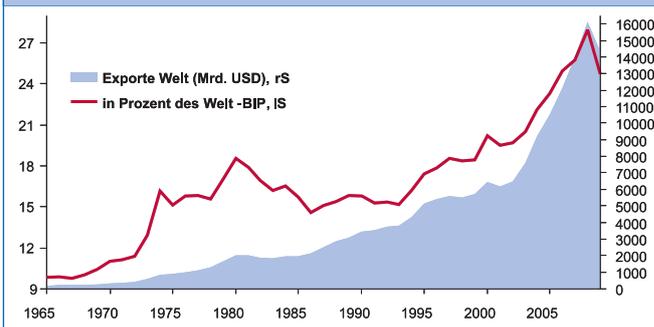
ABB. 3: VERMÖGEN UND SCHULDEN



Quelle: Fed, Silberjunge, Daten bis 31.12.2008

Aber wer wird als Käufer für die vielen auszugehenden Staatsanleihen in Frage kommen (s. Abb. 6)? Das Ausland verliert zunehmend den Appetit auf US-Anlagen. Im Januar 2009 zog das Ausland bereits 43 Mrd. USD aus den USA ab. Selbst die ausländischen Notenbanken reduzierten ihre US-Kapitalanlagen um fast 9 Mrd. USD, und sie verkauften sogar netto US-Staatsanleihen für 2 Mrd. USD. Vor diesem Hintergrund wundert es nicht, dass die Fed nun auch für zunächst 300 Mrd. USD Staatsanleihen aufkaufen wird. Insgesamt wird sie ihre Bilanzsumme in den kommenden Monaten auf 4.500 Mrd. USD aufblähen, was einer Verfünffachung gegenüber dem Niveau von Mitte 2008 entspricht. Während die Fed diesbezüglich von „credit easing“, die Bank von England von „quantitative easing“ und die EZB von „unkonventionellen“ Notenbankmaßnahmen spricht, ist es

ABB. 4: WELT-EXPORT



Quelle: WTO, Weltbank, Bloomberg, Daten für 2009 Prognose, Silberjunge.de

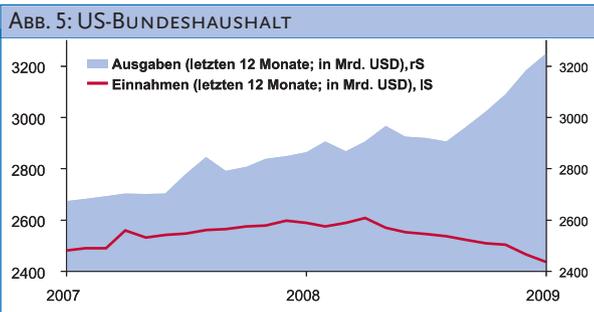
Physisches Edelmetall-Investment

Die krisensichere Geldanlage

- Signifikante Kostenvorteile (bis zu 12% bei Gold sowie 40% bei Silber)
- Hohe Transparenz durch jederzeitige Bewertbarkeit des Fondsvermögens
- Niedrige Kostenbelastung



www.solit-kapital.de



Quelle: CBO, Silberjunge

für uns das Anwerfen der Notenbankpresse. Die Fed wird immer mehr Papie-re aufkaufen müssen, um der US-Regie-rung die größte Schulden Schwemme zu finanzieren.

Das Ausland wird aus US-Papiergeld-forderungen fliehen

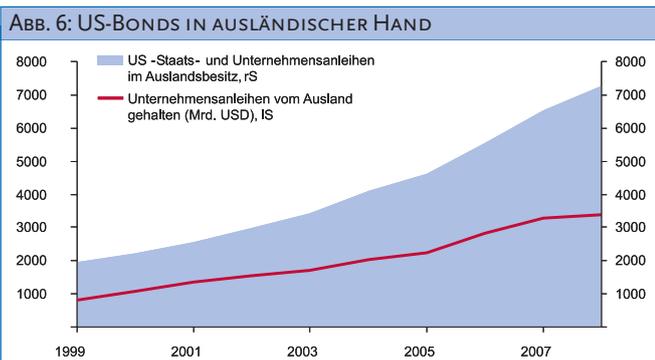
Die USA möchten den bequemsten Weg gehen. „Weiter so“, nur in noch größeren Dosierungen. Amerikas Problem ist, dass man den US-Bürgern zu viele Entbehrun-gen zumuten würde, wenn man den Weg des Gesundschumpfens, der Schuldenre-duzierung und des Sparens gehen würde. Genau dieser Weg wäre im Interesse Chinas und anderer Gläubiger der USA. Obama müsste dann aber vom Olymp hinabsteigen in die Niederungen von Sym-pathiewerten, die in der Nähe der Popula-rität heutiger Investmentbanker liegen würden. Der andere Weg der Reflationie-rung durch Ausweitung der Staatsschul-den und direkter Finanzierung durch die Fed verheißt nichts Gutes für die Stabi-lität des Dollars und somit für die Werthal-tigkeit jeglicher Papiergeldforderungen gegen die USA. Das Ausland hält bereits heute über 3 Bio. USD in US-Staatsan-leihen, davon besitzen die ausländischen Zentralbanken alleine 2.165,8 Mrd. USD im Januar 2009, und China ist „stolzer“ König der Gläubiger in Höhe von 739,6 Mrd. USD. Dass das Ausland über 7.000 Mrd.

USD in Form von US-Staatsanleihen, sonsti-gen Forderungen ge-genüber dem US-Staat und Unternehmensan-leihen hält, zeigt das gi-gantische Ausmaß der von einem ausländi-schen Kapitalabzug aus-gehenden Gefahr (der allerdings durch Devi-sen- und Kapitalver-

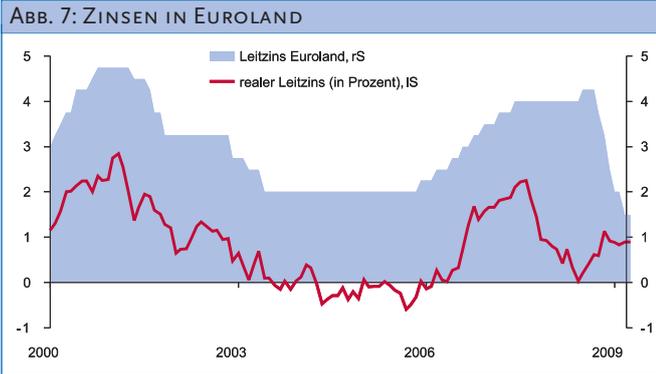
kehrskontrollen entgegen gewirkt werden könnte, warum wir unseren Abonnenten seit Monaten dringend raten, in den USA keinerlei Wertpapierdepots und Bankkon-ten zu halten). Die Fed riskiert, nicht nur den Geldhunger des US-Finanzministers bedienen, sondern auch die vom Ausland gehaltenen Papiergeldforderungen mo-netarisieren zu müssen. Der Inflations-schock folgt dann auf den Deflationsschock der letzten Monate. Allerdings wird der „Inflationsdrache“ noch etwas Zeit benötigen, um tief Luft zu holen, be-vor er dann das Feuer der Geldentwer-tung speien wird. Die Umlaufgeschwindig-keit des Geldes ging in den letzten Mona-ten noch zurück und kompensierte die Geldmengenausweitungen. Bereits Mitte 2008, als wir unsere Warnungen vor einem Deflationsschock aussprachen, glaubten wir an einen darauf folgenden Inflations-schock im 2. Halbjahr 2009. Für die USA bleiben wir bei dieser Einschätzung.

Deutschland und Euroland noch im Bann der Deflation

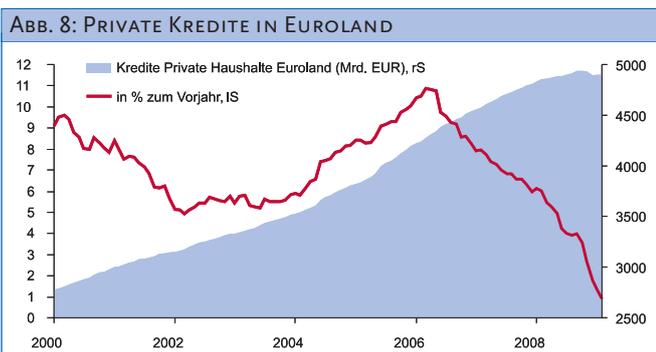
Als wir im Juli 2008 zum Kauf deutscher Staatsanleihen rieten und vor einem Defla-tionsschock warnten, wurden wir von vie-len belächelt. Auch wenn wir für die USA ei-ne galoppierende Inflation bereits 2010/11 erwarten, so bleiben wir für Euroland noch sehr skeptisch. Die Konjunktur in Euroland hinkt der Entwicklung in den USA ungefähr ein Jahr hinterher. Während die USA am 18.09.2007 mit der Leitzinssenkung von 5,25 auf heute 0 bis 0,25% begannen, setzte die EZB den Zins erst am 8.10.2008 von 4,25% herab auf heute 1,25% (s. Abb. 7). Die In-flation fiel in >>



Quelle: BEA, Bloomberg, Silberjunge, Daten für 2008 Schätzung



Quelle: EZB, Bloomberg, Silberjunge, Daten bis 31.03.2009



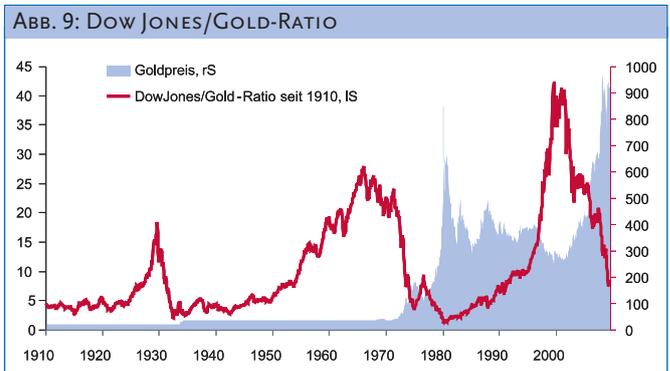
Quelle: EZB, Silberjunge, Daten bis Ende Februar 2009

Euroland im März laut Vorabschätzung von Eurostat auf 0,6%. Damit hat die EZB noch immer keine negativen realen Leitzinsen erreicht. Sie läuft Gefahr, die Fehler Japans zu wiederholen. Eigentlich müsste sie viel stärkere monetäre Impulse geben, da die Fiskalpolitik viel zu wenig gegensteuert. Das deutsche Konjunkturpaket wird nach einer OECD-Schätzung gerade einmal einen Wachstumsimpuls von 0,50% geben. Der IWF gibt den Umfang des deutschen Konjunkturpakets für 2009 gerade einmal mit 1,5% des BIP an. Für Frankreich werden 0,7% und für Italien 0,2% genannt. Problematisch ist der starke Rückgang des Kreditwachstums der privaten Haushalte auf +0,9% im Februar 2009 zum Vorjahr (siehe Abb. 8). Für Deutschland liegt der Wert sogar bei -0,59% und auch in Italien bei -0,4%, in Irland sogar -2,3%. Die Exportanteile Eurolands sind hoch, und die Exportschwäche wird nun immer mehr auf die Binnenkonjunktur überspringen. Die Euro-Konjunktur hinkt der US-Entwicklung 9 bis 12 Monate hinterher, die Leitzinssenkungen begannen über ein Jahr später, und die EZB wird als letzte der großen Notenbanken zu massiven Käufen von Staats- und Unternehmensanleihen ansetzen. Ihre Statuten machen es möglich, endgültig (!) Wertpapiere zu kaufen und selbst festzulegen, was sie erwerben darf. Die Geldmenge M3 erreichte Ende 2008 in Euroland 104% der Wirtschaftskraft der Euro-Zone, noch Anfang 1999 waren es nur 71%. Die Kredite an Euroland-Ansässige lagen bei Euro-Start bei 149% des BIP und erreichten im Oktober 2008 mehr als 201%.

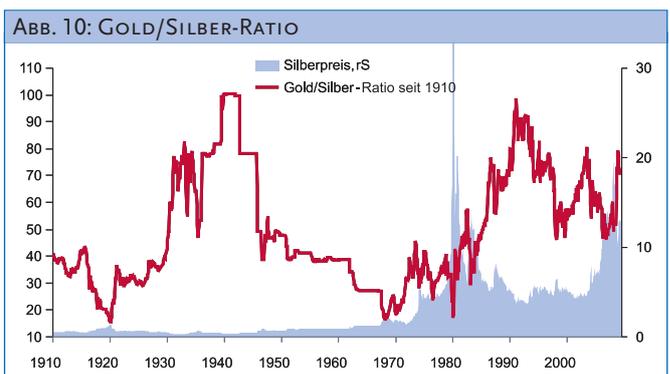
Edelmetalle als Feuerversicherung für jedes Portfolio

All diese Zahlen zeigen auf, dass die EZB in der Vergangenheit keine Stabilitätspolitik machte. USA und Großbritannien sind der Krankheitsherd unseres heutigen Geldsystems. Auf den Deflationsschock folgt in diesen Ländern beginnend im 2. Halbjahr 2009 der Inflationsschock. Die „heile Welt“, die im Umfeld dieses Gip-

fels suggeriert wird, kann nicht Bestand haben. Immobilien sind nicht die richtige Antwort. Mitte 1924, nach deutscher Hyperinflation und Einführung der Rentenmark, lagen die Häuserpreise zwischen dem „achten und zehnten Teil der Vorkriegspreise“, der Wohnungszwangswirtschaft sei dank. Von 1936 bis 1955 waren Miet- und Häuserpreise eingefroren. Immobilien sind nicht das Betongold, wie sie von vielen Bank- und Immobilienberatern genannt werden. Auch haben Hauszinssteuer in den 20er und 30er Jahren sowie die Hypothekengewinnabgabe in den 50er Jahren die vermeintlichen Krisengewinnler geschöpft. Die Aktien waren es während der deutschen Hyperinflation ebenfalls nicht. Wir zitieren aus „Die Umschichtung europäischer Vermögen“ (von Richard Lewinsohn, 1925): Unmittelbar vor der Einführung der Rentenmark, „in den ersten Novembertagen 1923, gab es zwar ein wahnwitziges Haussetreiben, das einen großen Teil der Papiere vorübergehend sogar über die Vorkriegsparität hinausbrachte. Aber dieses Kauffieber legte sich doch schnell. Zwei Wochen später, als die Mark auf dem billionsten Teil ihres Vorkriegswertes zur Ruhe gekommen war, zeigte der Aktienindex des Statistischen Reichsamts schon wieder eine Verschlechterung auf kaum 30% des Vorkriegsniveaus“. In unserer Sonderstudie „Das Ende des heutigen Welt-Finanzsystems“ gehen wir auf all diese Entwicklungen näher ein. Für uns sind Edelmetalle die beste Krisenversicherung. Selbst beim historischen Höchstpreis von 1.032 USD betrug der Wert allen Zentralbankgoldes der Welt gerade einmal 986 Mrd. USD. Der Wert der oberirdischen Silberlagerbestände liegt bei rund 13 Mrd. USD. Silber, das in den letzten Jahrzehnten unter dem Verlust der Geldfunktion und dem Abbau der ehemals gigantischen Silberlagerbestände litt, wird einer der Hauptgewinner sein. Während der Preis einer Goldunze heute beim 70-Fachen einer Silberunze liegt, sollte diese Relation in den kommenden drei bis fünf Jahren auf das 15-Fache fallen.



Quelle: Bloomberg, Silberjunge



Quelle: Bloomberg, Silberjunge

Credits geben die Richtung vor

Was Risikoprämien für General Motors erwarten lassen

Erwartungsgemäß hat sich uns die Finanzmarktkrise auch im ersten Quartal 2009 ohne wesentliche Besserung dargestellt. Mehr noch, die Unsicherheit über das Finanzsystem schickte insbesondere die Aktienmärkte in den vergangenen drei Monaten weiter auf Talfahrt. Neben den Aktien-, Zins- und Devisenmärkten treten aber auch verstärkt die sog. Credit-Markets ins öffentliche Rampenlicht. Unter Credit-Markets versteht man das Sammelsurium aus Kreditderivaten sowie Credit Default Swaps (CDS), also Risikoprämien, die ein Investor (Versicherungsnehmer) zahlen muss, wenn dieser sich gegen den Ausfall eines Anleihe-schuldners absichern will.

Der Markt senkt den Daumen

Demnach lässt sich bei den US-Automobilherstellern General Motors (GM) und Ford ein sog. „Distressed Scenario“ ablesen. Nachdem der bisherige Vorstandsvorsitzende und CEO Rick Wagoner Ende März seinen Hut nehmen musste und der GM-Veteran Fritz Henderson das Ruder übernahm, kommt nochmals erhebliche Bewegung in den Sanierungsfall GM. Der CDS, also die Risikoprämie für GM, bewegt sich schon lange im „distressed“-Bereich und preist eine fast 100%ige Sicherheit für die Insolvenz des ehemals größten Autoherstellers ein.

Aktuell liegt der CDS im Bereich von „84% upfront der jeweiligen Nominal“. Das bedeutet: Für die Absicherung einer GM-Verbindlichkeit über 10 Mio. USD muss ein Investor aktuell 84%, also 8,4 Mio. USD, einmalig sowie dann quartalsweise weitere 5% („running spread“) bzw. 500.000 USD zahlen. Die momentane, annualisierte Versicherungsprämie für GM liegt bei umgerechnet ca. 16.000 Basis-

Konrad Kleinfeld, Jahrgang 1981, ist ausgebildeter Bankkaufmann, studierter Betriebswirt sowie Certified Financial Technician (CFTe). Neben dem aktuell durchgeführten nebenberuflichen Studium zum Executive MBA an der Cass Business School, London, arbeitet er als hauptberuflicher Kreditderivatehändler. Weiterhin ist er technischer Analyst im VTAD.



punkten (siehe Abb.). Schlimmer noch, die aktuelle marktplizite Ausfallwahrscheinlichkeit im Einjahresbereich beträgt 61%, und die akkumulierte Fünfjahresausfallwahrscheinlichkeit mit 99,91% lässt einen Ausfall bei GM nur noch eine Frage der Zeit werden. Marktgerüchten zufolge könnte es schon im Sommer soweit sein. Hierfür sprechen neben den oben genannten erwarteten Ausfallraten auch die vor kurzem durch die US-Regierung eingeräumte 60-Tagesfrist zur Umsetzung eines neuen „Administration Plans“ sowie das Auflaufen diverser Zinszahlungen auf bestehende Bonds. Ein Zahlungsverzug auf diese großen Verbindlichkeiten würde ein „Credit Event“ und folglich die Insolvenz von GM bedeuten. In Folge dessen ist mit erheblichen Verwerfungen an den Kapitalmärkten sowie nochmals zunehmender Unsicherheit bei Ford zu rechnen. Interessant ist hier, dass aktuell am Markt gehandelte Bonds von GM nur noch bei 11-18% ihres Nominalwerts gehandelt werden. Dies stimmt mit den oben genannten Upfront-Payments im CDS überein und widerspiegelt die im Raume stehenden Umschuldungs-offerten von GM an seine Gläubiger.

Die Hoffnung stirbt zuletzt

Im Zentrum dieser Restrukturierung stehen die Begleichung von GM-Mitarbei- >>

Interessante Seminarbausteine im Juni / Juli

Diese umfassen **17** verschiedene Themen und es kann einzeln gebucht werden. Mit Sicherheit ist für jeden Trader etwas dabei.

Intensivworkshop in die Handelsplattform Future-Trader

Dienstag 23. Juni, Dauer: 4 Tage

Fibonacci & Elliot Wave in Verbindung mit der Markttechnik

Samstag 27. Juni, Dauer: 2 Tage

Psychologieseminar Teil I Erfolg mit Geld - für Trader

Montag 29. Juni, Dauer: 2 Tage

Risk- Moneymanagement

Mittwoch 01. Juli, Dauer: 2 Tage

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

Freitag 03. Juli, Dauer: 3 Tage

Intensiveinführung Rohstoff-Trading

Montag 06. Juli, Dauer: 2 Tage

Intensiveinführung in den Optionshandel

Mittwoch 08. Juli, Dauer: 2 Tage

Markttechnik - Handel die Korrektur

Freitag 10. Juli, Dauer: 1 Tag

Devisenhandel

Samstag 11. Juli, Dauer: 1 Tag

Selbstständigkeit als Trader? Rechtsformwahl und Steuern ...

Sonntag 12. Juli, Dauer: 1 Tag

Future-Trading

Montag 13. Juli, Dauer: 3 Tage

Strategien für CFD-Handel

Donnerstag 16. Juli, Dauer: 2 Tage

Trading mit mechanischen Handelssystemen

Montag 20. Juli, Dauer: 3 Tage

Zertifikaten-Handel

Donnerstag 23. Juli, Dauer: 2 Tage

Makroökonomie und Trading

Samstag 25. Juli, Dauer: 1 Tag

Markttechnik für Fortgeschrittene

Sonntag 26. Juli, Dauer: 1 Tag

Psychologieseminar Teil II Erfolg mit Geld - für Trader

Montag 27. Juni, Dauer: 2 Tage

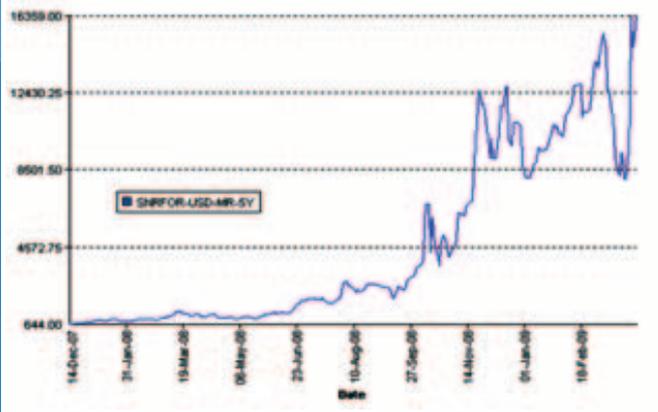
Alle Teile finden in München/ Freisingen Airporthotel statt.

Weitere Informationen und inhaltliche Details finden Sie auf www.trainingswochen.de oder telefonisch unter 0049 3681 3089-44.

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



ANNUALISIERTE CDS-PRÄMIE IN BASISPUNKTEN FÜR ANLEIHEN VON GM (FÜNFJAHRESLAUFZEITBAND)



Quelle: Reuters

terpensionsforderungen (i.H.v. 20 Mrd. USD) sowie die Einigung mit den Bondholdern über ca. 27 Mrd. USD relevanter Anleihen. Im Rahmen einer „geordneten Insolvenz“ gem. „Chapter 11“ des US-Insolvenzrechts – was seit kurzem auch die Obama-Administration präferiert – sollen die Pensionsverpflichtungen in Cash (10 Mrd. USD) und in ähnlich hohe Vorzugsaktien* (9% Coupon) „umstrukturiert“ werden. Ferner sollen die Bondbesitzer eine Cashzahlung i.H.v. 8% der Nominalbeträge erhalten, 16% des Nominalwertes der Altforderungen in neue Anleihen umschulden sowie 90% des Nominalwertes in Aktien umwandeln. Folglich würden sich die bisherigen Gläubiger erheblich schlechter stellen, da sie nun Aktionäre von GM wären. Eine finale Abstimmung zu diesen Punkten steht aber noch aus. Sowohl die Obama-Administration als auch die Bondholder fordern eine deutliche Aufbesserung des bisherigen Angebots. So ist das aktuelle „Loan-Agreement“ mit der US-Regierung (noch unter Georg W. Bush vereinbart) an eine 2/3 Konversion von Bonds zu Aktien geknüpft. Soll heißen: GM muss es gelingen, einen erheblichen Anteil der gegenwärtigen Anleihegläubiger (bis zum 01. Juni 2009) von seinem Restrukturierungsangebot zu überzeugen. Dass selbst die US-Regierung als „Lender of last resort“ eine Restrukturierung bzw. Insolvenz nach „Chapter 11“ nicht mehr kategorisch ausschließt, sondern vielmehr sogar präferiert, zeigt die Hoffnungslosigkeit der Situation. Ziel der Umstrukturierung der Schulden ist eine wesentliche Verbesserung der Bilanzstruktur (De-Leveraging) sowie eine deutliche Entlastung des Cashflows (Zinszahlungen). Hier wird GM nämlich von zwei Seiten in die Mangel genommen: Einerseits brechen die operativen Erträge aus dem Verkauf von Autos bzw. deren Refinanzierungserlöse via Leasing oder Ratenkredite weg, und andererseits sind Kapitalaufnahme Maßnahmen im aktuellen Marktumfeld wegen der CDS-Preise im „distressed“-Bereich unmöglich. Hintergrund ist, dass ein Unternehmen bei einer Anleihe-Emission einen markt- und laufzeitäquivalenten Kapitalmarktzins (z.B. Interbankensatz, Swaprates) plus eine unternehmensspezifische Risikoprämie zu zahlen hat. Abgesehen davon,



General Motors – Sorgenkind eines ganzen Landes; Fotos: General Motors

dass derzeit niemand ein solches Risiko eingehen möchte, wären die Finanzierungskosten für GM schlicht unbezahlbar.

Fazit

Wohl noch in diesem Jahr muss mit einem tatsächlichen bzw. zumindest „technischen oder geordneten“ Ausfall von General Motors gerechnet werden. Die Signale der Politik, des Kapitalmarkts und deren Teilnehmer lassen kaum einen anderen Ausweg als eine Insolvenz nach „Chapter 11“ erkennen. ■

*) US-Vorzugsaktien haben im Gegensatz zu deutschen einen fixen Zins- oder Dividenden-Coupon.

Cross Links

GoingPublic Magazin 5/2009: Entry & General Standard 2009



- ◆ Trends, Nachhaltigkeit, alternative IPO-Wege
- ◆ Pro und Contra Listing oder „echtes“ IPO
- ◆ IR-Erfolgsrezepte in der Krise
- ◆ Small und MidCaps im Investorenfokus
- ◆ Die Zukunft für Nebenwerte an der Börse

Weitere Informationen unter www.goingpublic.de

VentureCapital Magazin 5/2009: 20 Jahre Private Equity in Deutschland

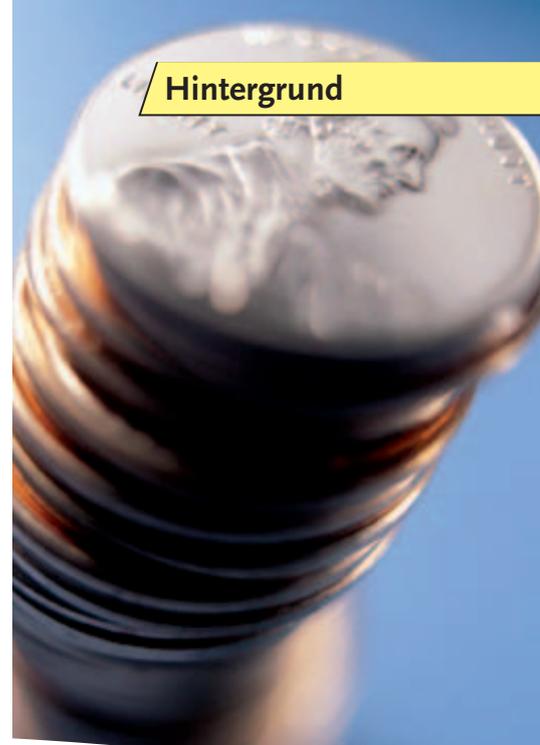
- ◆ Ursprung, Geschichte und Entwicklung der Private Equity-Szene
- ◆ Anekdoten aus 20 Jahren Beteiligungskapital
- ◆ Erinnerungen an besondere Momente im Venture Capital-Geschäft
- ◆ Beteiligungskapital im Mittelstand
- ◆ Evolution der Large Buyout-Fonds



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



Für William Engdahl ist klar, wer das Geldmonopol inne hat.



Hintergrund

„Wer das Geld kontrolliert, der kontrolliert die ganze Welt“

Smart Investor sprach mit [William Engdahl](#) über den Inhalt seines neuesten Buches, den Geithner-Plan zur Rettung der Banken und über mögliche geopolitische Krisenherde.

Smart Investor: Mr. Engdahl, in Ihrem neuesten Buch „Der Untergang des Dollar-Imperiums“ setzen Sie sich mit der Macht der Geldschöpfung auseinander. Erklären Sie uns kurz, warum Geld und Macht so stark miteinander verbunden sind.

Engdahl: Der englische Titel des Buches zielt auf eine Aussage von Henry Kissinger, dem ehemaligen US-Außenminister, ab. Er soll in den 1970er Jahren gesagt haben: Wenn man das Öl kontrolliert, dann kontrolliert man die Völker; wenn man die Nahrungsmittel kontrolliert, dann kontrolliert man die Menschen; wenn man das Geld kontrolliert, dann kontrolliert man die ganze Welt. Das aktuelle Buch ist das dritte einer Trilogie, die ich über diese Äußerung von Kissinger geschrieben habe. Wer über die Macht verfügt, Geld zu erzeugen, also zu schöpfen, oder auch zu vernichten, der hat letztendlich auch die Kontrolle über das politische Geschehen. Diese enorme Einflussmöglichkeit ist es, weshalb Geld und Macht so stark miteinander verbunden sind.

Smart Investor: Eine Ihrer Kernaussagen innerhalb des Buches lautet, dass der US-Dollar von einem sogenannten privaten Money Trust kontrolliert wird – zu welchem Sie Namen wie Goldman Sachs, JP Morgan und Citigroup zählen. Wie können wir uns die Kontrolle konkret vorstellen?

Engdahl: Um das zu verstehen, muss man in der Geschichte zurückgehen. In den Beschlüssen von Bretton Woods im Jahre 1944 konnten die führenden privaten US-Banken ihre zentrale Forderung, nämlich die Einführung des US-Dollars als Weltleitwährung, durchsetzen. Damit sicherte sich der private Money

*Der US-amerikanische Staatsbürger **F. William Engdahl**, Jahrgang 1944, ist Verfasser einer Buch-Trilogie, deren inhaltliche Struktur auf Äußerungen von Henry Kissinger in den 1970er-Jahren zurückgeht. Das erste Buch dieser Trilogie ist unter dem Titel „Mit der Ölwanne zur Weltmacht – Der Weg zur neuen Weltordnung“ und das zweite unter dem Titel „Saat der Zerstörung – Die dunkle Seite der Gen-Manipulation“ erschienen. Sein neuestes Buch „Der Untergang des Dollar-Imperiums“ setzt sich mit der Macht des Geldes auseinander und ist seit kurzem im Handel erhältlich (Kopp Verlag, 2009).*



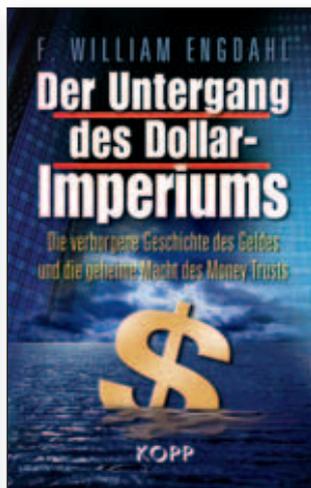
Trust einen enormen Einfluss auf den gesamten Welthandel. So wurde beispielsweise Öl als einer der wichtigste Rohstoffe überhaupt ausschließlich in US-Dollar gehandelt, was wiederum große Vorteile für US-Anleiher-Käufer hatte. Ein zweites Beispiel für die Kontrolle durch den privaten Money Trust ist die Erschaffung der Ratingagenturen wie Standard & Poor's und Moody's. Dadurch sicherte er sich quasi eine Monopolstellung bei den Entscheidungen für die Kreditvergabe und stärkte so seinen Einfluss auf die weltweiten Finanzmärkte substantiell. >>



„Mit der Ölwanne zur Weltmacht“, Kopp Verlag, 574 Seiten, 9,95 EUR



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



„Der Untergang des Dollar-Imperiums“, Kopp Verlag, 440 Seiten, 22,95 EUR

Smart Investor: Wäre denn das Geldschöpfungsmonopol in den Händen des Staates so viel besser aufgehoben als in den privaten Händen?

Engdahl: Die Antwort auf die Frage ergibt sich bereits bei einem Blick in die US-Verfassung. Denn in dieser ist klar festgehalten, dass das Geldmonopol in der Gewalt des Staates zu liegen hat. Wäre dies tatsächlich der Fall, dann wäre zumindest eine gewisse Checks-and-Balances-Funktion gewährleistet – bei dem privaten Money Trust ist dieses Gleichgewichtsmodell nicht vorhanden.

Smart Investor: Lassen Sie uns auf die aktuelleren Geschehnisse an den Finanzmärkten eingehen. Durch die Lehman-Pleite im September 2008 wurde die Finanzkrise nochmals erheblich verschärft. War Lehman Brothers denn nicht auch Teil des privaten Money Trusts?

Engdahl: Lehman Brothers war zwar damals unter den fünf größten Investmentbanken, aber nicht unmittelbar Teil des privaten Money Trusts – zur Topliga zählen hingegen Institute wie Bank of America, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Citigroup und Wells Fargo. Der durch die Pleite von Lehman ausgelöste Schock führte aber letztendlich dazu, dass die Bereitschaft der Notenbanken, weltweit Unmengen an Geld in die Finanzmärkte und dabei natürlich insbesondere in die Banken zu pumpen, rapide anstieg. Niemand wollte bzw. konnte

sich eine weitere Pleite à la Lehman leisten. Damit schufen die Verantwortlichen sich quasi eine Rechtfertigungsgrundlage für ihre weiteren Handlungen, den privaten Money Trust auf Kosten der Allgemeinheit zu retten.

Smart Investor: Bei unserem letzten Interview (*Anm.: Smart Investor 2/2009*) haben Sie behauptet, dass sich die inhaltliche Politik des damals designierten US-Präsidenten Obama nicht signifikant von derjenigen seines Vorgängers unterscheiden wird ...

Engdahl: ... ja, und dies hat sich meiner Meinung nach auch bewahrheitet. Wie vorausgesagt, hat sich zwar der äußerliche Politikstil gewandelt, aber inhaltlich sind keine wesentlichen Veränderungen zu erkennen. Als Beispiel kann Obamas Führungsteam für Finanz- und Wirtschaftsthemen, Finanzminister Tim Geithner und Wirtschaftsberater Larry Summers, genannt werden. Geithner und Summers waren beide maßgeblich an der Deregulierung der Finanzmärkte, der Aufhebung des Glass-Steagall-Gesetzes und der Verbriefung von Wertpapieren beteiligt. Es grenzt schon fast an Ironie, wenn nun dieselben Personen, die den Boden für die aktuelle Finanzkrise gelegt haben, an deren Lösung arbeiten.



US-Präsident Barack Obama
Quelle: The WHITE House

Smart Investor: Geithner hat ja erst kürzlich einen neuen Rettungsplan für die Banken vorgestellt ...

Engdahl: ... ja, den Geithner Plan – offiziell auch bekannt unter dem Namen „Public-Private Partnership Investment Program“ (PPPPIP). Dieses PPPPIP löst aber nicht das eigentliche Problem, sondern ist im Grunde genommen nichts anderes als ein legaler Diebstahl an den Steuerzahlern. Die Idee hinter dem PPPPIP ist folgende: Um die Banken von ihren faulen Krediten zu befreien, werden die FDIC (*Anm.: Federal Deposit Insurance Corporation*) und das US-Finanzministerium zusammen mit privaten Investoren den Banken ihre toxischen Wertpapiere abkaufen. Die Mittel dafür sollen zu etwa 85% vom Staat kommen, und der restliche Teil soll von privaten Investoren wie Hedgefonds, Private Equity-Fonds und Pensionskassen beigesteuert werden. Der Preis für die Wertpapiere soll dabei dem fairen Marktpreis entsprechen, wobei dieser in erster Linie durch die privaten Investoren ausgehandelt werden soll und der Staat sich nur noch zum festgelegten Preis beteiligt, ohne in die Preisverhandlung eingebunden zu sein. Mit diesem Vorgehen möchte sich die Regierung dem Vorwurf der Preisverzerrung entziehen, das Gegenteil ist aber der Fall. Letztendlich können sich Banken mit eigens geschaffenen

New York – hier bündelt sich die Macht



HOFFNUNG



Die USA soll die Weltwirtschaft aus ihrer Lethargie befreien – ob sie dafür stark genug sind?

„privaten Investmentvehikeln“ auf Kosten des Staates die eigenen Schrottpapiere zu überhöhten Preisen abkaufen. Der Geithner-Plan ist somit praktisch ein von der Regierung legitimierter Raubzug beim Steuerzahler. Allerdings habe ich den Eindruck, dass dies nur die wenigsten Marktbeobachter kapiert haben [mehr zum Geithner-Plan auch im „Großen Bild“ auf S. 48].

Smart Investor: Obama scheint also durchaus ein Mann der Wall Street zu sein. Wie passt in diesen Zusammenhang aber dann seine massive Kritik an den Bonuszahlungen, insbesondere hinsichtlich der Bonuszahlungen bei AIG?

Engdahl: Das war meiner Meinung nach ein perfektes und medienwirksam inszeniertes Ablenkungsmanöver. Etwa zur gleichen Zeit als die Bonuszahlungen bei AIG bekannt wurden und daran die öffentliche Kritik entbrannte, wurde Geithner durch den Kongress gezwungen, die Gegenparteien und die Höhe der Zahlungen im Zusammenhang mit den Credit Default Swap (CDS)-Geschäften bei AIG offenzulegen. Mit jeweils über 10 Mrd. USD waren u.a. Goldman Sachs, Merrill Lynch und die Deutsche Bank die Hauptprofiteure. Gezahlt haben dieses Geld die US-amerikanischen Steuerzahler. Die Summe von 165 Mio. USD an Boni bei AIG erscheinen dagegen doch relativ winzig – ohne sie in irgendeiner Art und Weise gutheißen zu wollen. Anstelle von Geithner wurden aber die Derivatehändler von AIG an den Pranger gestellt – das ist geradezu paradox.

Smart Investor: US-Vizepräsident Joe Biden hat in der Vergangenheit von einer dramatischen außenpolitischen Krise zu Beginn von Obamas Amtszeit gesprochen. Ende April wird Obama 100 Tage im Amt sein, aber bislang ist in dieser Hinsicht noch nichts passiert ...

Engdahl: ... bislang noch nicht, aber mögliche Krisenherde sind leicht auszumachen. Die momentan scheinbar ruhige Lage

kann sich schlagartig ändern. Ich denke dabei insbesondere an die Region um Afghanistan und Pakistan. Weiteres erhebliches geopolitisches Konfliktpotenzial sehe ich in der Region um das Schwarze Meer und im Kaukasus. Insgesamt ist mit einer Zunahme der geopolitischen Spannungen ausgehend von den USA zu rechnen.

Smart Investor: Obama müsste uns dann aber ein ganz anderes Gesicht zeigen ...

Engdahl: ... ja, natürlich. Und ich würde sogar damit rechnen, dass dies schon sehr bald der Fall sein wird, denkbar wäre bereits der Sommer – spätestens aber wenn die eingeleiteten Maßnahmen für die Stabilisierung der US-Wirtschaft nicht greifen. Die USA befinden sich in einer sehr instabilen Lage, gerade auch weil Obama die Macht des privaten Money Trusts nicht einschränkt. Dadurch entsteht politische Unsicherheit, die sich schnell in militärischen Aktionismus umwandeln lässt. Die militärische Karte ist dann eigentlich die einzige, die den USA noch bleibt, um ihre weltweite Vormachtstellung zu sichern.

Smart Investor: Lassen Sie uns zum Schluss nochmals kurz zu Ihrem aktuellen Buch zurückkommen. Hier stellen Sie am Ende die Frage nach dem neuen Machtzentrum der Finanzwelt. Wie ist Ihr Tipp?

Engdahl: Wir werden in den kommenden Jahren eine sehr stürmische Zeit erleben – das ist typisch für Transformationsphasen. Asien und insbesondere China werden dabei sicherlich eine immer wichtigere Rolle spielen, allerdings wird der Übergangsprozess noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Im Mittleren Osten sehe ich aufgrund der Abhängigkeit von Rohstoffen kein echtes Gegengewicht zu den USA, gleiches gilt für Europa aufgrund der niedrigen Wachstumsdynamik und der demographischen Struktur. Europa in Kombination mit Eurasien würde über ein großes Potenzial verfügen, inwiefern dies allerdings politisch umsetzbar ist, bleibt fraglich.

Smart Investor: Mr. Engdahl, wir danken Ihnen für dieses Interview. ■

Interview: Ralf Flierl und Stephan Salzmann

Anzeige



Fotos: Cayman Islands Department of Tourism

Cayman Islands

Bacardi-Feeling, steuerfrei

In einem deutschen Nachrichtenmagazin war jüngst zu lesen, auf den Cayman Islands fließe das Geld so dick wie Honig und sei der Ozean so warm wie eine Badewanne. An anderer Stelle erfährt man, die Inseln seien ein Epilog von Kuba und einstmals das Lieblingstauchrevier von Jacques Cousteau gewesen. Einfach paradiesisch. Wenn da nur die Sache mit den Steueroasen nicht wäre.

Auf der schwarzen Liste

Die Caymans geben sich zwar alle Mühe, aber dennoch fallen sie unter jene Länder, denen die Gruppe der G20-Länder, angeführt von „Oasen-Oberaustrockner“ Steinbrück (dt. Finanzminister), künftig den Garaus machen möchte. Das Inselparadies tauchte nämlich auf der Liste der Länder auf, die sich laut OECD nicht unbedingt kooperativ beim Austausch von Steuerdaten zeigen. Jetzt entschloss sich die britische Kronkolonie, unilaterale Steuerabkommen (beinhaltet eine Selbstverpflichtung zur Transparenz und zum Informationsaustausch) unter anderem mit Deutschland, Irland, Japan und den Niederlanden abzuschließen. Bilaterale Verträge (also mit gegenseitigen Verpflichtungen) bestehen bereits mit den USA und den skandinavischen Ländern. Die Caymans wollen nicht auf der schwarzen Liste der OECD bleiben. Da-



bei können sich die Inseln wehren, wie sie wollen: Sie sind und bleiben eine Steueroase, und warum auch nicht. Auf den Caymans zahlen Privatpersonen keine Einkommens- und Erbschaftsteuer, wer dauerhaft sesshaft werden will, muss ein Unternehmen gründen oder eine Immobilie im Wert von mindestens 183.000 USD erwerben. Zum Glück gibt es davon auf den Caymans eine ganze Reihe.

Immobilien für „jedermann“

Top-Immobilien mit fünf Bädern, sechs Schlafzimmern und Pool samt Außensportbereich, selbstverständlich nur als Domizil für eine einzige Familie gedacht, schlagen mit 3 bis 4 Mio. USD zu Buche. Vor einem Jahr war es sogar noch ein Drittel mehr, auch hier hat folglich die Finanzkrise gewütet. Grundstücke direkt am Meer mit einer Fläche von 6 Acres sind schon für 300.000 USD zu haben. Acres – ein Acre = 4.046 Quadratmeter –



sind ein altes Maß für Ackerland und werden bis heute bei Flächenangaben verwendet. Auf den Caymans werden Traditionen also noch gepflegt, wer in George Town nach 17 Stunden Flugzeit einschwebt, merkt dies sofort. Die Hauptstadt der Caymans wird beinahe täglich von Kreuzfahrtschiffen mit konsumwilligen Touristen angesteuert. Diese genießen die Zollfreiheit, die den Inseln im Jahr 1966 zusätzlich zu den übrigen Privilegien gewährt wurde. Woher diese rühren? Es ist eine typisch britische Episode. Als 1794 schiffbrüchige Mitglieder der britischen Krone vor der Küste der Caymans gerettet wurden, gewährte das Königreich die bis heute gültigen Begünstigungen, etwa im Steuerrecht. Davon profitieren Bewohner und Besucher gleichermaßen. Kurios mutet es aber an der Stelle an, wenn in George Town eine Führung zur letzten intakten Industrieanlage der Insel startet: Besichtigt wird dann eine Rumfabrik – Verkostung inklusive.

Unterwasser-Schönheiten

Die Hauptinsel Grand Cayman, auf der 90% der 50.000 Insulaner leben, wird flankiert von den beiden kleineren Eilanden Little Cayman und Cayman Brac. Die drei Inseln zusammen sind nur ein Drittel so groß wie Hamburg, anders als die deutsche Hansestadt aber berühmt für ihre Tauchreviere. Egal ob Swimming Pool, Dynamite Drop, der Tummelplatz zahmer Stachelrochen Stingray City oder die berühmte Steilwand Bloody Bay Wall – die Caymans (ihr Name stammt übrigens vom gleichnamigen, in Mittelamerika beheimateten Krokodil) sind über und unter Wasser ein Paradies. Nur selten können Wassersportler so auf Tuchfühlung mit Barrakudas gehen oder mit dem aquamarin funkelnden Wasser „spielen“. Ein Hauch von „Bacardi-Feeling“ liegt zudem stets in der Luft. Die Idylle wurde jedoch getrübt, als am 12. September 2004



Auf den Cayman Islands lässt sich's leben: Schönheiten über und unter Wasser sowie ein hoher Lebensstandard sind durchaus verlockend.

der Hurrikan „Ivan“ über den Inseln tobte und nahezu 90% der Häuser beschädigte. Binnen zwei Jahren wurden allerdings sämtliche Schäden wieder beseitigt, was das Staatsbudget mit 1,5 Mrd. USD zusätzlich belastete. Die „Ocean Fronts“ mit den herausgeputzten Hotels oder der Sieben-Meilen-Strand sind nun noch einladender als vorher. Aber selbst durch die für die kleinen Inseln enormen Infrastrukturausgaben stieg das Haushaltsdefizit jedoch gerade einmal auf 1,8% des BIP, auf der Habenseite erfuhr die Wirtschaft dafür einen ordentlichen Impuls. Zudem wurde das Vertrauen in die Politik gestärkt, mit solch einer Krise adäquat umgehen zu können.

Wahlen im Mai

Den Regierungsvorsitz hat der von der britischen Königin ernannte Gouverneur, die tägliche Arbeit wird dem 15 Mitglieder umfassenden Parlament überlassen. Dieses tagt nur viermal im Jahr, am 20. Mai finden Parlamentswahlen statt. Es wird erwartet, dass die People's Progressive Party von Kurt Tibbets erneut die Mehrheit vor der United Democratic Party erringt. Dies wäre ein



LINKS

www.caymanchamber.ky	Handelskammer Cayman Islands
www.caymanislands.ky	Tourismus Behörde
www.gov.ky	Regierung Cayman Islands
www.csx.com.ky	Börse Cayman Islands

Zeichen innenpolitischer Stabilität, was angesichts des von außen im Zuge der Steueroasen-Diskussion auferlegten Drucks das Vertrauen in den Finanzplatz Cayman Islands stärken würde. Dieser ist allerdings bereits jetzt einer von Weltrang. Insgesamt sollen auf den Inseln 1,7 Bio. USD verwaltet werden. Dazu haben 500 Versicherungen, 600 Banken und 9.000 Investmentfonds Quartier bezogen und unterliegen der für karibische Verhältnisse strengen Aufsicht. Nicht selten sind kleine, unscheinbare Häuschen mit regelrechten Briefkastenbatterien ausgestattet. Insgesamt sind 80.000 Unternehmen registriert, die alle eine Adresse benötigen. Um die rechtlichen Kniffe, die nicht selten bei einer Ansiedlung auf den Caymans eine Rolle spielen, kümmern sich summa summarum 350 Anwaltskanzleien.

Nichts gibt es umsonst

Ein Unternehmen auf den Caymans zu gründen, kostet nicht mehr als einmalig 2.500 EUR, dazu kommen je nach Art des Unternehmens und der Branche, in der es tätig sein soll, jährliche Gebühren, die an den Staat abgeführt werden müssen. Diese bewegen sich zwischen 185 USD für eine einfache Personengesellschaft bis hin zu 2.400 USD für eine Aktiengesellschaft. Zusätzliche Abgaben für sonstige in Anspruch genommene Serviceleistungen öffentlicher Dienste belaufen sich auf bis zu 3.500 USD, je mehr Behörden hier eingebunden sind, desto höher ist die Kostenbelastung. Auch Privatbürger dürfen nicht glauben, auf den Caymans hätten sie keine Pflichten. Zwar zahlen sie praktisch keine Steuern. Aber im Täglichen sind für Elektrizität, Kabelfernsehen und Telefonie Anzahlungen zu hinterlegen, damit diese Leistungen überhaupt erst in Anspruch genommen werden können. Dazu existiert bei der Übertragung von Grundstücken eine einmal fällige Stempelsteuer, die am Seven-Miles-Beach 7,5% beträgt, im Rest des Landes 6%. Dazu sind bei Hypotheken bis 300.000 Cayman-Dollar 1% fällig, geht die Beleihung darüber hinaus, sind es 1,5%. Ebenfalls ist das Leben nicht billig: Die durchschnittlichen Lebenshaltungskosten liegen gut ein Fünftel über denen in den USA. Richtig weh wird dies auf den Caymans nur wenigen tun, liegt doch das Pro-Kopf-Einkommen über jenem in den Vereinigten Staaten.

Fazit

Auf den Caymans lässt es sich gut leben, tauchen und arbeiten. Die jüngst losgetretene Diskussion um die Austrocknung der Steueroasen dürfte jedoch auch das „Geschäftsmodell“ der Inselgruppe auf die Probe stellen. Und die Hurrikan-Katastrophe von 2004 hat gezeigt, dass sich auch Touristen schnell andere Urlaubsziele suchen können. Insofern könnte es auf den Caymans durchaus auch etwas ungemütlicher werden. Aber die Insulaner haben ja immer noch ihr badewannenwarmes Meer, das können ihnen auch Steinbrück & Co. nicht nehmen.

Tobias Karow



Deal mit dem schlechten Gewissen

Privatanleger können auf die Preisentwicklung bei Emissionszertifikaten spekulieren. Doch ist der Klima-Ablasshandel für sie wirklich geeignet?

Die Atmosphäre zu belasten, ist derzeit billig: An der Leipziger Energiebörse kostete eine Tonne Kohlendioxid im April durchschnittlich 12 EUR. Im Sommer 2008 hatten Betriebe an der European Energy Exchange (EEX) noch für jede ungenehmigt ausgestoßene Tonne CO₂ einen Spotmarktpreis (Carbix) von knapp 30 EUR zahlen müssen. Ein Grund für den Preisverfall: Wegen der Wirtschaftskrise sinkt die Industrieproduktion; die Unternehmen stoßen weniger klimaschädliche Treibhausgase aus und verkaufen überschüssige Zertifikate. Käufer sind zum Beispiel große Stromkonzerne, die zusätzliche Verschmutzungsrechte benötigen, weil ihr CO₂-Ausstoß vom Gesetzgeber festgelegte Grenzen übersteigt. Zwar ist der unmittelbare Zugang zu den Handelsplätzen von Emissionsrechten Privatanlegern verwehrt. Über Zertifikate und einen Fonds können sie dennoch an diesem Markt für Finanzprodukte teilhaben. Zudem besteht die Möglichkeit, in Aktien der wichtigsten Institution des weltweiten Emissionshandels, der Climate Exchange in London, zu investieren.

Niedriger Carbix gefährdet Solar- und Windprojekte

Obwohl sein gegenwärtiger Nutzen umstritten ist, gilt der Emissionshandel in der Europäischen Union als ein Herzstück im Kampf gegen die Erderwärmung. Doch der Mechanismus funktioniert nur bei einem deutlich höheren Carbix. Dann werden Betriebe, die auf klimafreundliche Produktion setzen und in moderne Anlagen investieren, belohnt. Wer zuviel Kohlendioxid produziert, muss einen Ablass erwerben. Zwar sinken mit den gefallen Preisen die Umweltbelastungen. „Doch sollten die Preise für eine Tonne CO₂ auf dem derzeit niedrigen Niveau verharren, würde dies Maßnahmen für erneuerbare Energien unattraktiv machen“, warnt Andreas Arvanitakis, Analyst beim Kohlendioxid-Spezialisten Point Carbon. Viele dringend notwendige Projekte, wie etwa Solarfelder oder Windparks, wurden bereits unter Renditeaspekten zurückgestellt. Auch der ökologisch wichtige Umstieg von Kohle auf Erdgas lohnt sich für die Wirtschaft nur, wenn der Carbix über 25 EUR notiert. Denn dann erst wird der nur halb so viel CO₂ entwickelnde, aber im Vergleich zur Kohle teurere flüchtige Rohstoff attraktiv.

Ruhigen Gewissens in Emissionszertifikate investieren? Darüber lässt sich streiten.



CLIMATE EXCHANGE PLC

Mit der European Climate Exchange (ECX) in Amsterdam und der Chicago Climate Exchange (CCX) betreibt die Holding die weltweit größten Börsen für Verschmutzungsrechte. Hinzu kommt noch die Chicago Climate Futures Exchange (CCFE) mit energienahen Terminkontrakten. Nachdem Anfang 2005 das Europäische Emissionshandelssystem eingeführt worden war, entwickelte sich die ECX zur führenden Klimabörse in Europa. An der CCX startete der Handel mit CO₂-Emissionsrechten zwei Jahre früher. Dort handeln Betriebe und Institutionen Verschmutzungsrechte auf freiwilliger Basis. Die Climate Exchange wird von Neil Eckert geleitet und ist am Alternative Investment Market der London Stock Exchange gelistet. Größter Aktionär ist mit 29,85% die Fondsgesellschaft Invesco Asset Management.

CO ₂ -EMISSIONSRECHTE-HANDEL: VIER INVESTMENTS FÜR DEN KLEINEN GELDBEUTEL				
ZERTIFIKAT				
BASISWERT	EMITTENT	WKN	FÄLLIGKEIT	KURS*
ECX CARBON FINANCIAL INSTRUMENTS FUTURE	DRESDNER BANK	DR1 WBM	OPEN END	12,53
FONDS				
FONDSNAME	ANBIETER	WKN	AUFLAGEDATUM	KURS*
CO ₂ OPPORTUNITIES FUND	DWS	DWS 0UD	15.9.2008	63,82
AKTIE				
UNTERNEHMEN	BRANCHE	WKN	HANDELSPLÄTZE	KURS*
CLIMATE EXCHANGE PLC	BÖRSENBETR.	A0B MC5	LONDON, FRANKF.	8,19

*) in EUR

Der Handel mit Verschmutzungsrechten birgt hohe Anlagerisiken, aber auch attraktive Gewinnchancen. Einerseits mangelt es dem Nischenmarkt noch an Transparenz; andererseits korreliert der Carbix nicht mit Aktien oder Anleihen. Für höhere Transparenz dürften erst eine Versteigerung der Verschmutzungsrechte (geplant ab 2012) und ein globales Emissionshandelssystem sorgen. Die beste Lösung wäre sicherlich eine feste Steuer. Sie ist in Europa schwer durchsetzbar, würde aber der unbefriedigenden Zuteilungspraxis ein Ende bereiten. So waren CO₂-Emissionsrechte unter dem Druck der Industrie vorübergehend sogar verschenkt worden. Einige Unternehmen verkaufen diese Zertifikate jetzt in der Krise, um sich Liquidität zu verschaffen.

Auf Carbon Future-Kontrakte „wetten“

Zu den wenigen Produkten, die Privatanleger schon heute ordern können, zählen die Open End-Zertifikate auf den European Climate Exchange Carbon Financial Instruments Future (ECX CF) der HypoVereinsbank (HV2 C02) und der Dresdner Bank (DR1 WBM). Bei der Dresdner kann sogar auf sinkende und steigende Preise des Future-Kontrakts (DEZ09) „gewettet“ werden. Sämtliche Papiere spiegeln den an der Europäischen Klimabörse in Amsterdam ermittelten Wert für das Emissionsrecht von einer Tonne Kohlendioxid wider. Ein Investment in diese strukturierten Produkte grenzt allerdings an Zockerei, da der CO₂-Future sehr volatil und kaum kalkulierbar ist.

Ebenfalls sehr riskant ist eine Anlage in den CO₂ Opportunities Fund der Deutsche Bank-Tochter DWS. Schon eine Beurteilung des Fondskonzeptes fällt schwer. Der Publikumsfonds investiert ausschließlich in die Rohstoffklasse CO₂

und daraus abgeleitete Anlagemöglichkeiten. Der Partner Aquila Capital Concepts setzt dabei auf das Research und Know-how von First Climate aus Bad Vilbel, einem führenden Unternehmen im europäischen Emissionshandel. Die Fondsanteile werden mit einem Agio von 5% angeboten. Die Verwaltungsvergütung ist mit 2,25% pro Jahr für ein exotisches Produkt wie dieses vertretbar. Allerdings wird die Rendite zusätzlich durch eine erfolgsabhängige Vergütung geschmälert: Sie beläuft sich auf 25% des Betrages, um den die Performance des Fondsvermögens 6% p.a. übersteigt.

Der CO₂ Opportunities Fund hat seit Auflage etwa ein Drittel an Wert eingebüßt. Unter die Räder kam auch die Aktie der Climate Exchange (s. Infokasten). Dabei hat der Börsenbetreiber im abgelaufenen Jahr den operativen Gewinn im Kerngeschäft im Vergleich zu 2007 um 85% auf 6,3 Mio. GBP gesteigert. Analysten stufen die Aktie mit „Outperform“ ein.

Fazit

Für Privatanleger ist der Handel mit CO₂-Emissionsrechten nicht geeignet. Zum einen ist angesichts der schweren Wirtschaftskrise die Chance gering, dass sich der Carbix rasch erholen wird. Zum anderen haben die Zertifikate und der Fonds keine ökologische Wirkung, da es noch keine Auktionierung, geschweige denn ein weltweites Emissionshandelssystem als Steuerungselement für die Klimapolitik gibt. Der Preis für Verschmutzungsrechte unterliegt zudem starken politischen Einflüssen und Regulierungen sowie dem Einfluss der Witterung. Ein Investment in die Aktien der Climate Exchange könnte sich daher mittelfristig als das lohnendere Investment herausstellen. ■

Michael Heimrich

Investieren in Rohstoffe.
Mit den Experten.

Erfolgstoff Rohstoff

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

Weitere Informationen erhalten Sie unter www.era-resources.com



ERA Resources GmbH
Am Silbermannpark 1b
86161 Augsburg

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



Charttechnik

Kurse weisen den Weg!?

Was wurde nicht schon alles über Charttechnik, Chartanalyse oder Technische Analyse geschrieben? Erwarten Sie an dieser Stelle also bitte keinen weiteren Aufguss alt hergebrachter Kursformationen oder den neuesten „Holy-Grail“-Indikator – für beides sind andere berufener. Erwarten Sie aber eine kritische, doch keineswegs hoffnungslose Betrachtung der Disziplin.

Siegeszug der Charts

Selbst Anhänger anderer Analyserichtungen lehnen einen mehr oder weniger verstohlenen Blick auf Charts nicht mehr grundsätzlich ab. Für einen Gutteil der privaten Marktteilnehmer sind Chart- bzw. Technische Analyse schon aus arbeitsökonomischen Gründen das Mittel der Wahl. Mit der Verbreitung ebenso preiswerter wie leistungsfähiger Hard- und Software schwappte die Do-It-Yourself-Welle von den Baumärkten an die Wertpapierbörsen. Das Internet mit der allzeitigen Verfügbarkeit von Kursdaten und der Möglichkeit des einfachen Onlinehandels tat ein Übriges, um diese Entwicklung voranzutreiben. Was also lag näher, als es auf eigene Faust zu versuchen? Es war primär die Verfügbarkeit der Mittel, die diesen Boom auslöste und praktisch jeden, der einen PC bedienen konnte, zu einer zumindest „gefühlten“ Analyse befähigte. Dass der einzelne Anleger mit dem Einzug der Technik (erfolg-)reicher geworden wäre, darf bezweifelt werden. Als Gruppe ist das ohnehin nicht möglich.

Goldgräber trifft Schaukelverkäufer

Daneben gibt es unter den Anwendern einen ausgeprägten Glauben an die Machbarkeit, der selbst durch gegenteilige eigene Erfahrung kaum zu erschüttern ist: In der Folge hat sich eine an-

sehnliche Industrie etabliert, die es sich zur Aufgabe gemacht hat, das ehrenwerte Streben nach schnellem und mühelosem Reichtum tatkräftig zu unterstützen. Schon der legendäre Trader und Buchautor Nicolas Darvas wusste, dass im Beratungsgeschäft derjenige erfolgreich ist, der den Leuten sagt, was sie hören wollen – was nicht notwendiger Weise die Wahrheit sein muss. Auch der hoffnungsfrohe Goldgräber mochte sich der-einst bei seinem Schaukelverkäufer vielleicht nach den Vorzügen der neuesten Ausrüstung erkundigen. Ein ernsthaftes Interesse, die Chancen für einen Fund realistisch einzuschätzen, dürften dagegen beide(!) eher nicht gehabt haben. Während der eine glauben wollte, wollte der andere verkaufen – eine perfekte Symbiose. Darvas bekanntester Titel („How I Made \$ 2,000,000 in the Stock Market“) wurde übrigens ... richtig ... ein Allzeit-Bestseller! Was Darvas jedoch vom Heer der Ratgeber unterschied: Er verdiente am Markt selbst wiederholt nennenswert Geld.

Die drei „Fundamente“

Ziehen wir die sinnstiftenden Standardwerke der Zukunft, „Technical Analysis of Stock Trends“ von Robert D. Edwards/John Magee (mittlerweile 9. Auflage/deutsch zuletzt 1991: „Technische Analyse von Aktientrends“), nicht ohne hintergründigen Humor als „Bibel der Technischen Analyse“ bezeichnet, oder „Technical Analysis of the Financial Markets“ von John J. Murphy (deutsch: „Technische Analyse der Finanzmärkte“) zu Rate (vgl. „Literaturempfehlungen“), dann soll die Disziplin auf drei Fundamenten ruhen:

1. Der Markt diskontiert alles.
2. Kurse bewegen sich in Trends.
3. Geschichte wiederholt sich.



Gott gab uns die Nüsse,
und die Charttechnik verrät
uns, wie wir sie knacken.

Auch das stets aktuelle „Volkslexikon“ <http://en.wikipedia.org> bestätigt das unter dem Stichwort „Technical Analysis“ noch heute, wobei Fundament 3 dort inzwischen abgemildert wurde: Geschichte neigt dazu, sich zu wiederholen. Wir kommen darauf zurück. Halten wir zunächst fest, dass alle drei Fundamente klassische Postulate sind, die auch ohne Beweis Gültigkeit beanspruchen (wollen). Tatsächlich ist die Beweislage dünn: Fundament 1 etwa, laut Murphy der Eckstein der ganzen Disziplin, wird damit „begründet“, dass Technische Analysten das glauben („believe“). Nun wollen wir den Glauben nicht gering schätzen, hält er doch seit vielen Jahrtausenden einige der stärksten Gemeinschaften zusammen. Für eine Anlagephilosophie ist er als Fundament aber schon allein deshalb problematisch, weil die Gläubigen hier die Früchte regelmäßig bereits im Diesseits erwarten. Das gravierende Problem ergibt sich jedoch aus dem Zusammenspiel mit Fundament 2, ohne das laut Edwards/Magee alles andere nur von geringer Bedeutung wäre: Wie kann es eigentlich zu Trends kommen, wenn doch bereits alles(!) diskontiert ist?! Spätestens seit Einführung der Ad-hoc-Lotterie, pardon, Ad-hoc-Publizität, hat man eine ziemlich gute Vorstellung davon, wie es aussieht, wenn Informationen nahezu schlagartig diskontiert werden. Nun gibt es den Versuch, Fundament 1 durch die sogenannte „Informationsdiffusion“, also das verzögerte Einsickern von Information in den Markt, zu retten. Das bedeutet aber, dass eben gerade nicht alles diskontiert ist, weil es erst diskontiert wird. Fundament 1 könnte dann etwa so lauten: „Der Markt diskontiert alles, irgendwann.“

Und täglich grüßt das Murmeltier?

Auch Fundament 3 „Geschichte wiederholt sich“ war in seiner absolut formulierten Ursprungsfassung höchst problematisch – die Abmilderung wirkt wie ein allzu durchsichtiger Immunisierungsversuch gegen naheliegende Kritik: Die einzig mir bekannten Wiederholungen sind Spielfilme im Fernsehen. Gewiss, es gibt Ähnlichkeiten in Kursverläufen, vorzugsweise in kürzeren Sequenzen und auf höherem Abstraktionsniveau – nennen wir sie Muster. Aber identische, längere Sequenzen („Alles wie 1929!“) bleiben selbst dann eine absolute Rarität, wenn man den Zeitreihen durch Strecken, Stauchen, Ziehen und Zerren ein erhebliches Maß an Gewalt antut. Mark Twain traf den Nagel auf den Kopf: „Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich.“

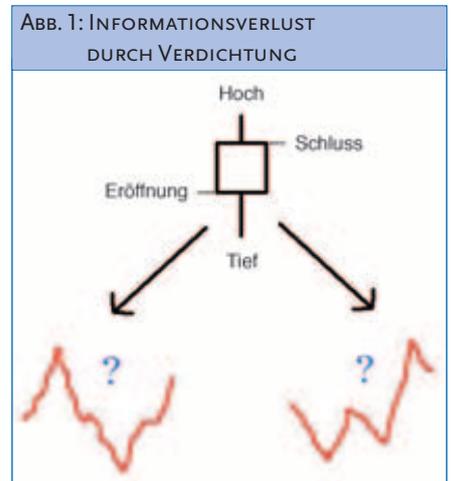
Technische Analyse und Behavioral Finance

Verständlicherweise wird bei dieser schwachen theoretischen Fundierung fieberhaft nach einem Ausweg aus der Schmutzdecke der Pseudowissenschaft gesucht. Der jüngste Vorstoß, sich die Disziplin der Behavioral Finance als theoretische Basis einzuverleiben, entbehrte allerdings nicht einer gewissen Komik: „Be-

havioral Finance als theoretisch-psychologisches Fundament der Technischen Analyse“, tönte es aus dem hiesigen Analystenverband. Und weiter: „Die TA (= Technische Analyse) ist das ideale Werkzeug, um die BF (= Behavioral Finance) für den Handel nutzbar zu machen.“ Auf Seiten der Behavioral Finance klingt die Begeisterung über die neuen Freunde dagegen deutlich verhaltener. Der Mannheimer Wirtschaftsprofessor Martin Weber, u.a. Leiter der „Behavioral Finance Group“ und einer der renommiertesten deutschsprachigen Forscher auf diesem Gebiet, schreibt auf den einführenden Seiten seines Werkes „Genial einfach investieren: Mehr müssen Sie nicht wissen – das aber unbedingt!“: „Viele Anleger entscheiden irrational. Ein Beispiel dafür ist ihr Vertrauen in die Chartanalyse. Hinter dieser Analysetechnik steckt die Idee, dass man den Kurs eines Wertpapiers durch geschicktes grafisches Aufarbeiten vergangener Kursverläufe vorhersagen kann. ... Im Verbund können die theoretische und die empirische Forschung zusammen mit der psychologisch fundierten verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung (= Behavioral Finance) die Chartanalyse eindeutig disqualifizieren.“ Es scheint, als gäbe es zwischen beiden Disziplinen noch Klärungsbedarf. Bevor wir uns mit dem verbliebenen Fundament („Kurse bewegen sich in Trends“) befassen, noch einige Anmerkungen zu den genutzten Werkzeugen:

Was leisten Charts?

Die wesentliche Aufgabe von Charts ist es, Zeitreihen grafisch aufzubereiten und sie damit für den menschlichen Empfänger leichter les- und interpretierbar zu machen. Chartanalyse ist nichts anderes als Zeitreihenanalyse. Ein Chart enthält keine Information, die nicht bereits in der/den zugrundeliegenden Zeitreihe(n) enthalten ist. Das gilt im Übrigen auch für alle daraus abgeleiteten Indikatoren. Im Gegenteil: Mit der grafischen Aufbereitung geht regelmäßig eine Verdichtung der Ausgangsinformation und damit ein Informationsverlust einher. Wird etwa das tägliche Handelsgeschehen eines Titels in einem Tageschart dargestellt, so bleiben im Falle eines Kerzencharts (vgl. Abb. 1 – oben) von jedem Handelstag genau vier Datenpunkte übrig, die als bedeutungstragend angesehen werden: Der Eröffnungskurs, die beiden extremsten Kursfeststellungen der Sitzung (Tageshoch und Tagestief) und der Schlusskurs. Implizit ist zudem die Information enthalten, dass es keine Kursfeststellungen außerhalb der Extremwerte gab. Das Handelsgeschehen aktiver Titel kann leicht viele hundert oder mehr Kursfeststellungen pro Sitzung umfassen. Da stellt sich die Frage, wie repräsentativ diese vier Datenpunkte für das Handelsgeschehen sind. Ohne Zusatzinformationen, die wir auf tieferen Zeitebenen finden, können wir einer Kerze weder



Auch innerhalb einer weißen Candlestick-Kerze ist die tatsächliche Kursentwicklung eine Blackbox.

ansehen, welcher Extremwert im Tagesverlauf zuerst angesteuert wurde, noch mit welcher Dynamik das geschah (vgl. Abb. 1 – unten). Auch über die Umsatzverteilung innerhalb der Kerze ist nichts ausgesagt. Falls wir die Erkenntnisse der Chaosforschung ernst nehmen, wonach in komplexen Systemen bereits kleinste Variationen der Anfangsbedingungen einen unübersehbaren Einfluss auf die weitere Entwicklung haben können (Schmetterlingseffekt), dann wäre eine Prognose auf Basis dieser vergrößerten Daten eine höchst fragwürdige Vorgehensweise, die freilich gängiger Praxis entspricht.

Sag die Wahrheit!

Alle verdichtenden Darstellungsarten und Indikatoren sind von dieser Problematik betroffen. Da wir a priori nicht wissen können, ob die Form der Verdichtung angemessen ist, wollen wir die Möglichkeiten stark vereinfacht anhand einer Wahrheitsmatrix theoretisch durchspielen: Abb. 2 zeigt den Aufbau beispielhaft für zwei Fragen, die man sich hinsichtlich jeder Information stellen kann:

ABB. 2: WAHRHEITSMATRIX

Information ist nützlich	... nicht nützlich
... im Chart enthalten	nützlich + enthalten	nicht nützlich + enthalten (Fehler 2. Art)
... im Chart nicht enthalten	nützlich + nicht enthalten (Fehler 1. Art)	nicht nützlich + nicht enthalten

Die Chartdarstellung stellt nicht sicher, dass ausschließlich nützliche Informationen der Zeitreihe visualisiert werden.

1. Ist die Information „nützlich“, wobei sich Nützlichkeit nach dem jeweiligen Zweck bestimmt? (Spalten)

2. Ist die Information im verdichteten Chart enthalten? (Zeilen)

Daraus ergeben sich vier Kombinationen, von denen aber nur zwei eine korrekte Verdichtung anzeigen (grün unterlegt):

„Information ist nützlich + enthalten“ (links oben) und „Information ist nicht nützlich + nicht enthalten“ (rechts unten) – letzteres wäre beispielsweise das „Rauschen“ einer Zeitreihe, das korrekt herausgefiltert wurde. Daneben gibt es jedoch zwei Felder, in denen die Verdichtung fehlschlägt (rot unterlegt): „Information ist nützlich + nicht enthalten“ (links unten – Fehler 1. Art) und „Information ist nicht nützlich + enthalten“ (rechts oben – Fehler 2. Art).

Je höher die Verdichtung (etwa Monatschart), desto mehr Rauschen, aber auch nützliche Information wird eliminiert. Noch eine Klarstellung: Eine Information, die nicht in der Zeitreihe enthalten ist, kann selbstverständlich auch nicht im Chart sein. Eine Kurszeitreihe trifft z.B. keine Aussage über die Bewertung, wes-



Ein Kurschart enthält keine Information über die Preiswürdigkeit eines Titels. In diesem Fall sagt er uns lediglich, dass die Aktie gefallen ist.



Zum Glück ist Charttechnik keine leichte Materie, sonst könnte es ja jeder!

halb es unsinnig wäre, einen Titel allein deshalb als preiswert zu bezeichnen, weil sich der Kurs in der rechten unteren Ecke des Charts befindet (Abb. 3).

Indikatoren auf dem Prüfstand

Es empfiehlt sich, die eben gezeigte Wahrheitsmatrix auch bei Indikatoren im Hinterkopf zu behalten bzw. anzuwenden, um deren Nützlichkeit abzuschätzen. Eine Fragestellung könnte etwa lauten, ob ein Kaufsignal einen Kursaufschwung korrekt antizipiert (vgl. Abb. 4). Leider ist es noch immer gängige Praxis, dass sich Autoren hier alleine auf das Feld „Kaufsignal + Kurs steigt“ (links oben) konzentrieren, was in der Regel so aussieht, dass die Güte des Indikators durch ein paar Beispielcharts mit erfolgreichem Kursverlauf „bewiesen“ wird. Abb. 5 illustriert dieses Vorgehen für das Candlestick-Muster „Bullish Engulfing“, das aus zwei Kerzen besteht – ein schwarzer (abwärtsgerichteter) Kerzenkörper, der von dem darauffolgenden weißen (aufwärtsgerichteten) Kerzenkörper vollständig umschlossen wird – und steigende Kurse anzeigen soll. Die grüne Markierung zeigt den bejubelten Treffer, die rote den mehr oder weniger absichtsvoll übersehenen Blindgänger aus dem Feld „Kaufsignal + Kurs steigt nicht“ (vgl. Abb. 4).

Tatsächlich können wir heute die Güte von Indikatoren oder Mustern in ausgefeilten Software-Paketen recht gut testen, wobei die Ergebnisse einer unbestechlichen Statistik häufig ernüchternd sind. Aber selbst solche Untersuchungen sind keine Garantie für die Übertragbarkeit der Zusammenhänge auf andere Zeitreihen oder deren Robustheit im Zeitablauf. Ein Punkt, auf den auch unser Interviewpartner Thomas Bulkowski hinweist. Wären Indikatoren ähnlich strengen Zulassungsverfahren unterworfen wie etwa Arzneimittel, dann stünde zu vermuten, dass die weit überwiegende Mehrheit nie auf den Markt gekommen wäre.

ABB. 4: WAHRHEITSMATRIX

Indikator und Kurs	Kaufsignal	Kein Kaufsignal
Kurs steigt	Kaufsignal + Kurs steigt	Kein Kaufsignal + Kurs steigt
Kurs steigt nicht	Kaufsignal + Kurs steigt nicht	Kein Kaufsignal + Kurs steigt nicht

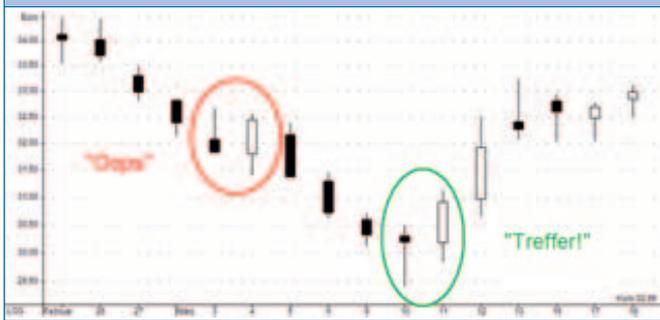
Manche Autoren, die einen Indikator vorstellen, bejubeln die Erfolge des Feldes links oben (Kaufsignal + Kurs steigt), „beweisen“ dies durch Beispielcharts und „vergessen“ den Rest.

Licht ins Dunkel

So aber haben wir es mit einem regelrechten Wildwuchs an Interpretationsverfahren und Darstellungsarten zu tun. Die Zeit eines Lebens dürfte nicht ausreichen, um alles eingehend zu testen, was propagiert bzw. angeboten wird. Was also liegt näher, als anhand eines Filters das Angebot grob zu sichten? Dazu sollen vier Kriterien vorgeschlagen werden, die für die Auswahl nützlich erscheinen:

1. Wer eine Methode propagiert, deren eigentlicher Zweck ja darin besteht, an der Börse Geld zu verdienen, der sollte das auch selbst bereits durch die Anwendung(!) eben dieser Methode geschafft haben. Keine zurückgerechnete Performance, sondern

ABB. 5: BULLISH ENGULFING



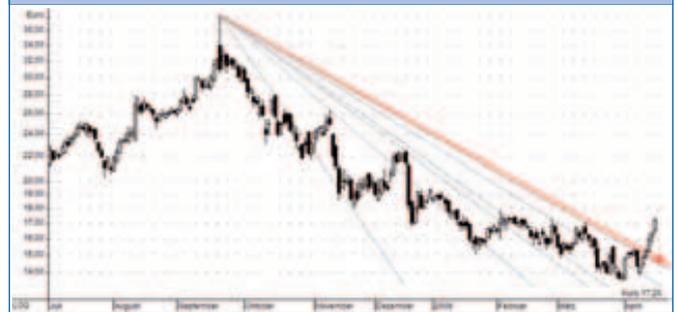
Wer im Chart nur nach Erfolgen sucht – z.B. an Tiefpunkten nach Kaufsignalen –, übersieht manches Fehlsignal.

echtes Geld – je mehr, je nachhaltiger, je nachweislicher, desto besser. Hat das nicht einmal der Fürsprecher der Methode geschafft, welchen Grund hätten Sie dann wohl, seinen Ratschlägen zu folgen? Richtig, keinen. Es ist der Hinweis auf die Umsetzbarkeit einer Methode in der realen Welt, den eine rückgerechnete Performance nicht leisten kann.

2. Der Ansatz muss sich vor einer möglichen Anwendung sauber und lückenlos ausformulieren lassen. Erst dadurch wird er historisch überprüfbar und künftig anwendbar. Ein Ansatz, der sich bereits der Ausformulierung entzieht, ist ein Muster ohne Wert. Eine Ausformulierung kann zudem Schwachpunkte aufdecken, die ansonsten leicht übersehen werden. Typische Schwachpunkte in Analysekonzepten sind: Tautologien (Aussagen ohne Erklärungs-

wert), Zirkelschlüsse oder die Verwendung von Informationen, die im Zeitpunkt der Entscheidung tatsächlich nicht verfügbar waren – Erkenntnis aus dem Rückspiegel (vgl. Abb. 6).

ABB. 6: ERKENNTNIS AUS DEM RÜCKSPIEGEL AM BEISPIEL VON TRENDLINIEN



Mit Vorwissen geht es besser: Das wichtigste Hilfsmittel bei der Konstruktion von Trendlinien ist die Kenntnis des weiteren Kursverlaufs (rote Linie). Was sich als nutzlos erwiesen hat (graue Linien), fällt unter den Tisch.

3. Der Erfolg sollte plausibel sein und sich auf ein Phänomen oder Prinzip zurückführen lassen. Die Überreaktionen von Marktteilnehmern könnten ein solches Phänomen sein. Lässt sich keinerlei Hinweis darauf finden, dann ist die Gefahr groß, dass durch übermäßiges „Datenschürfen“ (Data Mining) lediglich Zufallskorrelationen zu Tage gefördert wurden, die im Zeitablauf nicht wiederholbar sind.

4. Der Ansatz sollte zum Anwender passen, ein zugegebenermaßen rein subjektives Kriterium. Besteht die Überzeugung des >>

Anzeige

www.merkur-bank.de



Erfrischend anders!

Die MERKUR BANK –
schnell, persönlich und
unabhängig

MERKUR BANK KGaA
Bayerstraße 33
80335 München
Tel. (0 89) 5 99 98-0



Meine Bank!

Anwenders beispielsweise darin, dass prinzipiell jede Marktbe-
wegung möglich ist, weil er die Zukunft für nicht berechenbar
hält, dann benötigt er zum einen Schutzmechanismen für seine
Investitionen (z.B. Stopps) und wird sich zum anderen schwer

mit Ansätzen tun, die die Entfaltung des Marktgeschehens ent-
lang berechneter Strukturen propagieren. Bereits die Kriterien 1
und 2 sollten zu einem weitgehenden Kahlschlag im vorerwäh-
nten Wildwuchs der Möglichkeiten führen.

„Gehen Sie auf Entdeckungsreise!“

Smart Investor im Gespräch mit dem mehrfachen Bestsellerautor Thomas N. Bulkowski, der heute einer der führenden Experten in der statistischen Auswertung von Kursmustern ist.

Smart Investor: Sie haben umfangreiche Untersuchungen über
Kursmuster angestellt. Wie sieht es eigentlich mit Indikatoren
aus?

Bulkowski: Im Jahr 2007 habe ich einen Kursmuster-Indikator
[vgl. *Linkverzeichnis*] entworfen. Die Idee war einfach: Positive
Kursmuster finden sich in der Nähe von Tiefpunkten, negative in
der Nähe von Hochs. Alles, was der Indikator macht, ist diese zu
zählen. Grundsätzlich: Wenn Indikatoren einen positiven Beitrag
zu Ihren Handlungsergebnissen leisten, dann verwenden Sie sie. Ich
habe z.B. die Kombination mit Gleitenden Durchschnitten unter-
sucht und dabei festgestellt, dass ein einfacher 9-Tage-Gleitender-
Durchschnitt (GD9) bei Kaufsignalen am besten funktioniert. In ei-
nem Tageschart waren Muster, deren Schlusskurse unterhalb des
GD9 lagen, besser als solche, die darüber waren. Das Risiko sank
und der Gewinn stieg an. Anfänger neigen dazu, zu viele Indikato-
ren zu verwenden, was lediglich die Kauf- oder Verkaufssignale
vernebelt. Wenn sich mehrere Indikatoren gleich verhalten, kön-
nen Sie die meisten aussondern. Es ist so, als teilten Sie einen
Raum mit fünf Ja-Sagern. Was Sie benötigen, sind vielfältige und ge-
gensätzliche Meinungen. Wählen Sie Indikatoren, die Ihnen diese
Vielfalt bieten.

Smart Investor: Mit welchen anderen Methoden lassen sich Kurs-
muster sinnvoll kombinieren?

Bulkowski: Vor kurzem habe ich eine Untersuchung zu zehn fun-
damentalen Kennzahlen abgeschlossen: Demnach ist es sinnvoll,
eine Vorauswahl von Aktien mit einer starken finanziellen Basis zu
treffen. Sie repräsentieren den Value-Gedanken. Wenn Sie Aktien
auf lange Sicht halten, dann sind ein niedriges Kurs/Buchwert-Ver-
hältnis, ein niedriges Kurs/Cashflow-Verhältnis oder ein niedriges
Kurs/Gewinn-Verhältnis hilfreich. Nachdem Sie die Aktien identifi-
ziert haben, die Sie handeln wollen, benutzen Sie die Technische
Analyse, um Ein- und Ausstieg zu bestimmen.

Smart Investor: Können Sie etwas zur Kombination von Mustern
unterschiedlicher Zeitebenen sagen?

Bulkowski: Leider habe ich nicht viele Tests außerhalb von Ta-
gescharts gemacht. Was ich aber untersucht habe, sind symmetri-
sche Dreiecke auf Monatsbasis, die sich – abhängig von den Vor-
bedingungen bzw. Setups – als hochprofitabel herausstellten.
Gute Setups treten auf, wenn sich der Kurs vorher nennenswert
nach oben bewegt hat oder horizontal in das symmetrische Drei-
eck eintritt. Schlechte Setups sind gegeben, wenn der Kurs vor
dem Muster sinkt oder das Muster zwischen den Spitzen eines

Der Amerikaner Thomas N. Bulkowski (63) hat insgesamt vier Bücher und mehr als 100 Artikel zum Thema Kursmuster veröffentlicht. Bevor es ihm seine erfolgreichen Wertpapiergeschäfte erlaubten, sich bereits im Alter von 36 Jahren „zur Ruhe“ zu setzen, arbeitete der gelernte Ingenieur und Computerspezialist u.a. an der Entwicklung des Flugabwehrraketensystems „Patriot“. In seiner Freizeit beschäftigt sich Bulkowski heute u.a. mit Schriftstellerei und Naturfotografie. Er engagiert sich auf vielfältige Weise in seiner Gemeinde City of Keller, Texas.



Doppel-Tops auftritt. Wenn ich handle, sehe ich mir auch einen
längeren und einen kürzeren Zeitmaßstab an: Im Wochenchart
identifiziere ich Unterstützungs- und Widerstandszonen. Ich nutze
ihn auch, um andere Titel der gleichen Branche zu überprüfen.
Branchen bewegen sich tendenziell als Herde – alle in eine Rich-
tung. Wenn Sie eine Aktie gefunden haben, die weitab von der Her-
de herumstreunt, dann ist das entweder der Anführer oder derje-
nige, der von den Wölfen gefressen wird. Schließlich sehe ich mir
den Minutenchart an, um meinen Einstieg zu timen.

Smart Investor: Verhalten sich die Muster in einem Tages- oder
Wochenchart eigentlich gleich?

Bulkowski: Ich habe das nicht getestet, aber meine Antwort wäre:
Nein. Der Pipe Bottom ist z.B. ein Muster, das ich sowohl in Tages-
als auch Wochencharts entdeckt habe. Stellen Sie sich einen Chart
vor, in dem Zwillingsspikes unter der umgebenden Kursland-
schaft liegen. Das ist ein Pipe Bottom [vgl. *Linkverzeichnis*]. Pipes
gehören zu den besten Trendumkehrmustern. Während der Tests
habe ich festgestellt, dass Wochen-Pipes zuverlässiger sind als Ta-
ges-Pipes; sie haben eine geringere Ausfallrate, und der Kurs steigt
nach dem Ausbruch stärker an.

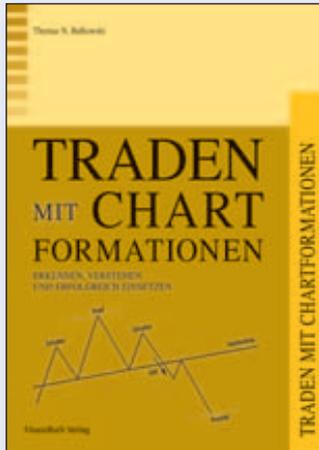
Smart Investor: Warum denken Sie, dass Kursmuster überhaupt
funktionieren? Gibt es ein Phänomen dahinter?

Bulkowski: Für mich waren hinter den Kursmustern stets die Spu-
ren des Smart Money. Entweder Insider, die künftiges Wachstum
ihres Unternehmens sehen, oder Institutionen, die aufgrund ge-
drückter Kurse werthaltige Titel einsammeln. Sind ihre Käufe groß

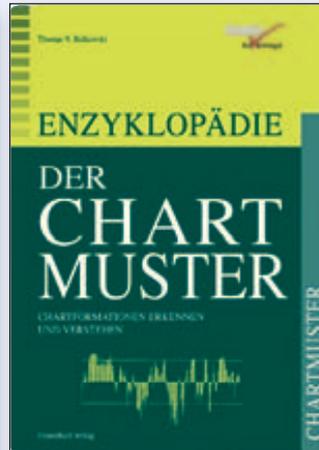
Der Trend

Mit diesem Rüstzeug bewaffnet, wollen wir nun Themen der Chartanalyse betrachten, die uns viel versprechend erscheinen. Kommen wir als erstes zum Trend zurück. Seit den Anfangstagen, ge-

nauer seit Charles Dow seine Beobachtungen des Marktgeschehens niedergeschrieben hat, ist der Trend das zentrale Konzept der Chartanalyse: Kurse bewegen sich in Trends. Das ist zwar nicht immer der Fall, aber doch oft genug, um bemerkt zu wer- >>



„Traden mit Chartformationen“, FinanzBuch Verlag, 494 Seiten, 64,90 EUR



„Enzyklopädie der Chartmuster“, FinanzBuch Verlag, 719 Seiten, 64,90 EUR

genug, dann ändert sich der Kurs. Haben die besten Muster etwas gemeinsam? Ich habe den Verdacht, dass die am besten aussehenden Muster (z.B. bei Schulter-Kopf-Schulter-Böden) öfter versagen als die weniger symmetrischen Varianten. Nehmen wir die „hässlichen“ Doppelböden, bei denen das zweite Tief mehr als 5% über dem ersten liegt, was eigentlich die Annahme verletzt, dass beide Tiefs auf etwa gleicher Höhe liegen sollten. Aber: Auch der hässliche Doppelboden ist tendenziell zuverlässig und verhält sich nahezu genauso wie die symmetrische Variante.

Smart Investor: Wie sieht es eigentlich mit der Stabilität von Kursmustern im Zeitablauf aus?

Bulkowski: Dies ist eine neue Entdeckung: Kursmuster, die im 1990er Bullenmarkt funktionierten, hatten in der 2000er Hausse (2003 bis 2007) eine etwa zwei- bis viermal so hohe Wahrscheinlichkeit zu versagen. Da viele Programme zur Mustererkennung angeboten werden, könnte es schon sein, dass diese Muster an Wirksamkeit eingebüßt haben. Ein einst viel versprechendes Muster kann zu einem Blindgänger werden.

Smart Investor: Welche neuen Kursmuster haben Sie bei Ihren Untersuchungen entdeckt?

Bulkowski: Einige haben wir schon angesprochen, z.B. Pipes und hässliche Doppelböden. Bislang habe ich aber nur ein „hässliches“ Muster untersucht, jedoch gibt es davon eine Menge. Sie sind viel versprechend. Ein weiteres Feld sind ruinierte Muster oder Fehlsignale. Das sind Muster, die in eine Richtung ausbrechen, sich aber um weniger als 10% bewegen, bevor der Kurs die Richtung ändert und in die Gegenrichtung ausbricht.

Smart Investor: Sind Kursmuster auf andere Märkte übertragbar?

Bulkowski: Ich denke, dass Kursmuster in allen Märkten funktionieren. Warum? Weil sie alle auf Angst und Gier beruhen. Egal, ob am deutschen oder am US-Markt, die menschliche Psyche ist die gleiche.

Smart Investor: Welche Kursmuster sind für mittelfristig orientierte Anleger besonders hilfreich?

Bulkowski: Ich mag absteigende Dreiecke, aus denen der Kurs zunächst nach unten ausbricht, um dann zu explodieren. Das bedeutet, dass der Kurs schnell dreht, um über der oberen Begrenzungslinie zu schließen. Damit entpuppt sich der ursprüngliche Ausbruch nach unten als Fehlsignal. Dagegen meide ich aufsteigende Dreiecke, weil sie zu oft versagen. Symmetrische Dreiecke neigen zu doppelten Fehlsignalen – Ausbruch nach oben, gefolgt von einem Ausbruch nach unten, dann erneuter Ausbruch nach oben, erst dann heben die Kurse ab. Ich empfehle nach solchen Fehlsignalen Ausschau zu halten. Das sind Muster, die entweder in eine unerwartete Richtung oder aber zunächst in die erwartete Richtung ausbrechen, um dann die Richtung zu wechseln.

Smart Investor: Wenn unsere Leser eigene Untersuchungen anstellen wollen, was würden Sie ihnen empfehlen?

Bulkowski: Ich ermutige jeden zu eigenen Untersuchungen. Sie können Auffälligkeiten entdecken, die Sie zu einem besseren Trader oder Investor machen. Das Untersuchen von Kursmustern ist allerdings keine leichte Aufgabe. Es ist hilfreich, wenn Sie wissen, wie man einen Computer programmiert. Oder Sie kaufen einfach eines meiner Bücher, denn ich habe das alles schon gemacht. Besuchen Sie meine Website [vgl. *Linkverzeichnis*] für einen kostenlosen Vorgeschmack. Überprüfen Sie meine Untersuchungen und dann wagen Sie sich aufs Neuland: Gehen Sie auf Entdeckungsreise!

Smart Investor: Vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen.

Robert Baumeister

INFOS AUF DER BULKOWSKI-HOMEPAGE

Thomas Bulkowski bietet im Internet (<http://thepatternsite.com>) eine wahre Fundgrube zu den von ihm untersuchten Kursmustern an. Die im Interview erwähnten Themen finden sich unter den folgenden Links:

Kursmuster-Indikator:

<http://thepatternsite.com/CPI.html>

Gleitende Durchschnitte und Muster:

<http://thepatternsite.com/MovingAvs.html>

Fundamentaldaten und Muster:

<http://thepatternsite.com/Fundamentals.html>

Symmetrische Dreiecke auf Monatsbasis:

<http://thepatternsite.com/msymtri.html>

Pipe Bottom:

<http://thepatternsite.com/pipeb.html>

„Hässliche“ Doppelböden:

<http://thepatternsite.com/udb.html>

Fehlerraten von Mustern:

<http://thepatternsite.com/FailureRates.html>

Kostenlose Software zur Mustererkennung:

<http://thepatternsite.com/patternz.html>

Trend



Jeder Trend braucht seine Zeit.

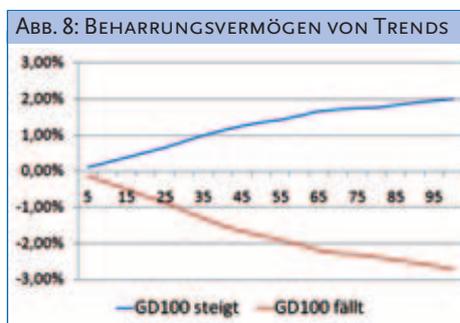
USD/Feinunze.“ In den Medien ist dies die sichtbarste, weil spektakulärste Form der Chartanalyse, vermutlich auch die nutzloseste. Unser Titelbild veranschaulicht eines der Grundprobleme der Prognose mittels Charttechnik: Während die Vergangenheit geradezu zwingend als der einzig mögliche Verlauf der Geschichte erscheint, ist die Zukunft stets ein unbegrenzter Raum von Möglichkeiten. Dazwischen liegt die Gegenwart, und deren Signale sind notorisch ambivalent. Es ist eine hilfreiche Übung in Realismus, vorzugsweise die Prognosen zu lesen, die man bereits überprüfen kann – hilfreich und ernüchternd. Natürlich gibt es neben

den. Charles Dow definierte den Trend anhand der lokalen Hoch- und Tiefpunkte eines Kursverlaufs: Ein Aufwärtstrend ist demnach durch eine Folge ansteigender Hochs und Tiefs geprägt, während in einem Abwärtstrend Hochs und Tiefs unter ihren jeweiligen Vorgängern liegen (vgl. Abb. 7). Andere Trenddefinitionen sind möglich, z.B. anhand der Steigung Gleitender Durchschnitte. Trends lassen sich in vielen Charts finden, weshalb deren Vorhandensein für Charttechniker eine ausgemachte Sache ist. In der Rückschau ist es tatsächlich ein Leichtes, einen Trend zu identifizieren oder sich auch nur von dessen Dauer beeindruckt zu zeigen. Die wesentlich interessantere Frage ist aber, ob ein Trend in irgendeiner Weise nutzbar ist. Existiert beispielsweise das oft behauptete Beharrungsvermögen von Trends, oder fällt es in den Bereich der Chartisten-Folklore? Tatsächlich lässt sich ein derartiges Beharrungsvermögen oft nachweisen: In Abb. 8 ist der Zusammenhang für ein Universum aus 100 liquiden Aktien im Untersuchungszeitraum von 1990-2009 illustriert. Aktien mit einem steigenden 100-Tage-Gleitenden-Durchschnitt (GD100) weisen z.B. nach Ablauf von weiteren 100 Tagen einen Erwartungswert auf, der zwei Prozentpunkte über dem Erwartungswert aller untersuchten Aktien liegt (blaue Linie). Der Anstieg dieser Überperformance verläuft zudem relativ kontinuierlich. Auch die Gegenprobe für Aktien mit einem fallenden GD100 stimmt: Hier ist entsprechend eine künftige Unterperformance zu verzeichnen, die sogar etwas deutlicher ausfällt (rote Linie).

Fehlschlägen auch zahlreiche Treffer. In welche Kategorie eine Prognose aber dereinst einmal fallen wird, sieht man ihr im Vorfeld regelmäßig leider nicht an.

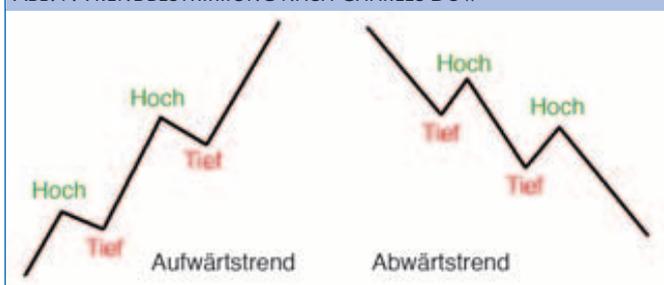
... reagieren

Eine andere Herangehensweise besteht darin, bewusst auf jede Art von Prognose zu verzichten. Trendfolger tun das. Sie weigern sich zu prognostizieren, weil sie es prinzipiell für unmöglich halten. Das Interessante ist, dass diese Trendfolger zu den erfolgreichsten technisch orientierten Anlegern überhaupt gehören. Ed Seykota etwa, der in seinem Leben einige Hundert Millionen Dollar verdient hat, ist das glatte Gegenteil der unspassigen Verkniffenheit, mit der Technische Analyse mitunter betrieben wird. Wer es nicht glaubt, der suche doch einmal auf www.youtube.com nach seinem „Whipsaw Song“, dessen Titel auf lockere Weise die Urangst jedes Trendfolgers anspricht: Ständig ausgestoppt zu werden und kontinuierlich Geld zu verlieren. Oft schon wurde der Tod der Trendfolge-Strategien propagiert, dabei konnten deren Anhänger im jüngsten Börsenkrach erneut hohe zweistellige Renditen einfahren. Zumindest sind Trendfolge-Strategien adaptiv, passen sich also an jeden noch so absurden Trend an, vorausgesetzt, er ist stark genug. Seykota ist zudem keineswegs der einzige, der auf diese Weise ein Multi-Millionen-Vermögen machte: Bill Dunn, John W. Henry, Jerry Parker, um mal ein paar Namen zu nennen, die hierzulande nicht so bekannt sind. Auch der Ansatz des vorerwähnten Nicolas Darvas war trendfolgend, ebenso wie der Kern von Jesse Livermores Strategie. Da fällt es schwer, an Zufall zu glauben. Natürlich kann man hier nur mutmaßen, warum diese Strategien funktionieren. Ein Wesensmerkmal scheint zu sein, dass es äußerst schwierig ist, sie zu handeln. Obwohl über längere Zeiträume erfolgreich, muss man herbe Rückschläge einstecken können und über ein hohes Maß an Disziplin verfügen, um auf Dauer eine reiche Ernte einzufahren. In jedem Fall ein Feld, in dem sich Untersuchungen lohnen.



Starke Aktien (GD100 steigt) bleiben stark (blaue Linie), schwache Aktien (GD 100 fällt) bleiben schwach (rote Linie). Nach 100 Tagen bereits deutliche Unterschiede.

ABB. 7: TRENDBESTIMMUNG NACH CHARLES DOW



So einfach, wie es hier schematisch aussieht, ist es in „freier Wildbahn“ natürlich nicht. Nicht umsonst wird das Reiten auf dem Trend mit dem Ritt auf einem Rodeo-Bullen verglichen, der ständig versucht, den Reiter abzuwerfen.

Prognostizieren oder ...

Am Phänomen des Trends lassen sich zudem zwei verschiedene Philosophien bei der Arbeit mit Charts veranschaulichen: Die offensichtliche Variante besteht darin, Trends zu prognostizieren oder Kursziele auszugeben: „Gold steigt auf 1500



Statistik nutzen!

Apropos Untersuchungen: Unser Interviewpartner Thomas Bulkowski gehört zu denen, die die Bezeichnung „Analyst“ tatsächlich verdienen. Statt Althergebrachtes zu referieren, geht er den Dingen – sein Steckenpferd sind Kursmuster – mithilfe der Statistik auf den Grund: Welche Entwicklung wurde nach dem Auftreten eines Musters in der Vergangenheit beobachtet? Was unterstützt, was hemmt die Wirkung eines Musters? Ändert sich die Wirkung von Mustern im Zeitablauf? Welche sinnvollen Kombinationen gibt es? Durch solche Fragen kommt man zu Erkenntnissen. Bulkowski ermutigt seine Leser, Erkenntnis zu suchen und eigene Untersuchungen anzustellen. Nicht zu vergessen: Der Amerikaner war mit der Anwendung seiner Erkenntnisse so erfolgreich, dass er sich mit Mitte 30 „zur Ruhe“ setzen konnte.

Fazit

Wie bereits eingangs erwähnt, sollte dies nicht der Ort sein, ein weiteres Mal altbekannte Chartformationen oder Indikatoren aufzuzählen. Hier ging es um das Grundsätzliche einer Disziplin, die auch heute noch polarisiert wie kaum eine andere: Charttechnik und Technische Analyse stehen überwiegend auf brüchigen theoretischen Fundamenten. Entsprechend gering ist deren Akzeptanz in der akademischen Welt. Dennoch legen einige (wenige) äußerst erfolgreiche Praktiker, insbesondere aus dem Bereich der Trendfol-



Wenn das Handwerkszeug der Charttechnik nur so überschaubar wäre...

gestrategien, den Schluss nahe, dass das Kursgeschehen für die Anlage nutzbar ist – selbst oder gerade dann, wenn man sich standhaft weigert, daraus die Zukunft prognostizieren zu wollen. In unserem Literaturverzeichnis finden Sie einige Werke, die wir für lesenswert halten, teils um Anregungen für eigene Untersuchungen zu bekommen, teils auch nur, um zu verstehen, wie Techniker „ticken“. ■

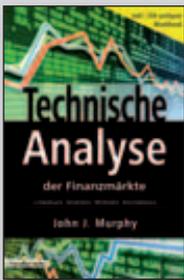
Robert Baumeister

LITERATUR-EMPFEHLUNGEN

Fast alle richtungsweisenden Werke der Technischen Analyse sind ursprünglich auf Englisch erschienen, dennoch gibt es für viele Titel inzwischen auch brauchbare Übersetzungen ins Deutsche:

Charttechnik und Technische Analyse allgemein:

Edwards, Robert D./Magee, John, et al., „**Technical Analysis of Stock Trends**“, McGraw-Hill Professional, 2007, 832 S., ca. 73 EUR
Die „Bibel“ der Chartisten



„Technische Analyse der Finanzmärkte“

Murphy, John J., „**Technical Analysis of the Financial Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications**“, Prentice Hall, 1999, 576 S., ca. 58 EUR
Deutsch: „**Technische Analyse der Finanzmärkte. Inkl. Workbook**“, FinanzBuch Verlag, 2006 (unverändert), 650 S., 49,90 EUR
Guter Überblick über alles, was Techniker die letzten Jahrzehnte so bewegt hat.

Trendfolge:

Covel, Michael, „**Trend Following: Learn to Make Millions in Up or Down Markets**“,

Financial Times Prentice Hall, 2009 Updated, 464 S., ca. 15 EUR
Covel, Michael, „**The Complete Turtletrader**“, Collins, 2009, 288 S., ca. 12 EUR

Deutsch: „**Turtle-Trading: Die Strategie hinter dem größten Mythos der Tradinggeschichte**“, Börsenmedien, 2007, 368 S., 34,90 EUR
Zwei Bände über einige der erfolgreichsten Marktteilnehmer überhaupt.

Livermore, Jesse, „**How to Trade In Stocks**“, McGraw-Hill Professional, 2008, 224 S., ca. 13 EUR
Der Meister selbst legt sein System offen.

Darvas, Nicolas, „**How I Made \$2,000,000 in the Stock Market**“, www.bnpublishing.com, 2007, 200 S., ca. 8 EUR

Deutsch: „**Die Darvas Methode: Wie ich zwei Millionen Dollar an der Börse gewann**“, Börsenmedien, 1997, 210 S. 35 EUR
Noch ein Meister, der sein System zeigt.

Mustererkennung:

Bulkowski, Thomas N., „**Encyclopedia of Chart Patterns**“, 2. Aufl., 2005, 1.032 S., ca. 100 EUR
deutsch: „**Enzyklopädie der Chartmuster. Chartformationen erkennen und verstehen**“, 1. Aufl., 2005, 719 S., 64,90 EUR
Bulkowski, Thomas N., „**Trading Classic Chart Patterns**“, Wiley & Sons, 2002, 456 S., ca. 76 EUR
Deutsch: „**Traden mit Chartformationen (Enzyklopädie)**“, FinanzBuch Verlag, 2007, 494 S., 64,90 EUR
Bulkowski, Thomas N., „**Encyclopedia of Candlestick Charts**“, Wiley & Sons, 2008, 960 S., ca. 110 EUR
Bulkowski benennt nicht nur Muster, er überprüft sie auch.

Hintergrund:

Lefèvre, Edwin, „**Reminiscences of a Stock Operator**“, Wiley & Sons, Rev. ed. 2006, 288 S., ca. 16 EUR
Deutsch: „**Jesse Livermore. Das Spiel der Spiele**“, TM Börsenverlag, 2007, 479 S., 39,95 EUR
Der Börsenklassiker schlechthin. Die Lebensgeschichte von Jesse Livermore unter dem Pseudonym Larry Livingston.

Schwager, Jack D., „**Market Wizards: Interviews with Top Traders**“, Marketplace Books, 2006, 457 S., ca. 12 EUR

Deutsch: „**Magier der Märkte: Interviews mit Top-Tradern der Finanzwelt**“, FinanzBuch Verlag, 2004, 550 S., 54,90 EUR
Legendäre Interviewreihe, insbesondere Band 1 ist ein Klassiker.



„Jesse Livermore. Das Spiel der Spiele.“

Trends in der Zertifikatebranche

Welche Derivate zählen zu den Gewinnern oder Verlierern der Krise?

Totgesagte leben länger

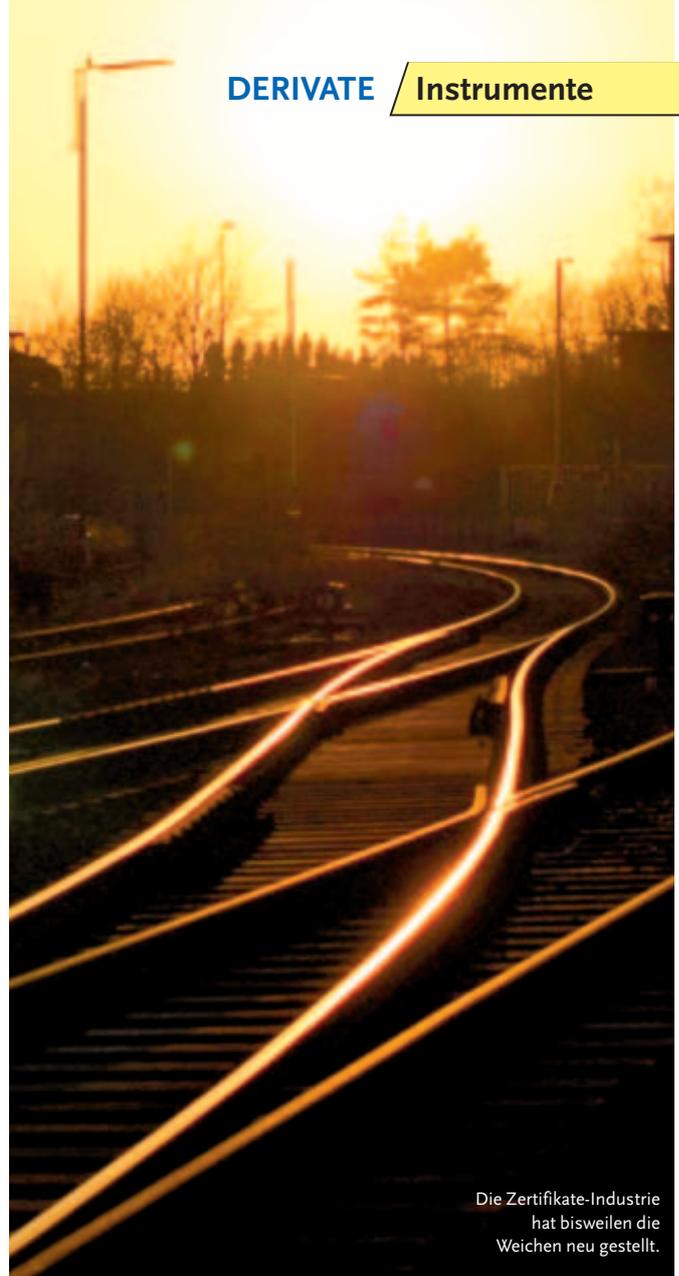
Es wäre sicher übertrieben zu behaupten, dass die Pleite von Lehman Brothers und die Finanzkrise den Anfang vom Ende der Zertifikatebranche signalisieren. Trotzdem bläst den Emittenten der Wind ins Gesicht. Da fordern schon mal von jeglicher Sachkenntnis befreite Politiker und sogenannte Verbraucherschützer im Eifer des Gefechts ein komplettes Verbot von Zertifikaten. Klar ist aber eines: Mit Sicherheit ist die Welt nach der Lehman-Pleite für die Branche eine andere geworden. Die Krise führte auch zu Selbstkritik bei den Emittenten. Ob die Selbstkritik zu nachhaltigen Verbesserungen u.a. bei der Transparenz und den Kosten vieler Produkte führt, wird die Zukunft zeigen. Zumindest gibt es auch in Krisenzeiten geeignete Zertifikate und die eine oder andere sinnvolle Verbesserung bestehender Strukturen.

Lieblinge auf der Verliererseite?

Wurden die Bonus-Zertifikate vor der Finanzkrise gerne als die „bessere Aktie“ beworben, hatten die Anleger bei stark fallenden Kursen wenig Freude mit den Produkten. Auf einmal wurde aus der „besseren Aktie“ die „schlechtere Aktie“, weil der erwartete Bonus durch das Berühren einer Kursbarriere unwiederbringlich dahin war und der Zertifikateanleger, im Gegensatz zum Aktionär, auch keine Dividendenzahlungen zu erwarten hat. Selbst Barrieren von über 50% unter dem aktuellen Kurs konnten beispielsweise bei Banktiteln nicht vor dem Verlust des Bonuslevels schützen. Eine Weiterentwicklung der klassischen Bonusstruktur kam von der Commerzbank mit den Medio Bonus-Zertifikaten. Bei diesen Papieren erfolgt der Verlust des Bonuslevels nicht durch ein einmaliges Berühren der Barriere. Erst bei Fälligkeit entscheidet sich, ob die Barriere gehalten hat. Entscheidend dabei ist ein über die Laufzeit errechneter Durchschnittskurs. Bei den Medio Bonus-Zertifikaten wird aus monatlich festgestellten Kursen am Bewertungstag ein Durchschnittskurs gebildet. Nach oben ist der Kursgewinn durch einen Festbetrag begrenzt. Dieser kommt zur Auszahlung, wenn der Durchschnittswert über der Kursschwelle liegt, andernfalls ist die Bonuszahlung auch hier verloren. Eine einmalige und kurze Kursschwäche macht dieser neuen Bonus-Variante aber nichts aus. Allerdings gibt es – wie immer an der Börse – nichts umsonst. Die zusätzliche Sicherheit geht auf Kosten der Rendite.

Profiteure der Volatilität

Zu den Gewinnern starker Kursschwankungen zählen mit Sicherheit die Discount-Zertifikate, denn eine hohe Volatilität ermöglicht attraktive Discounts. Darüber hinaus gibt es keine Bar-



Die Zertifikate-Industrie hat bisweilen die Weichen neu gestellt.

rieren, die die maximale Auszahlung zur Fälligkeit verhindern. Discounts sind flexibel einsetzbar und ermöglichen konservative wie auch offensive Anlagestrategien. Je nach gewählter Kursobergrenze bestimmt der Anleger sein Risiko. Gerade in Zeiten niedriger Zinsen, wenn die Tagesgeldkonten kaum mehr etwas abwerfen, werden Discounts auch als Tagesgeldersatz genutzt. Doch Anleger sollten hier zur Vermeidung böser Überraschungen auf das Emittentenrisiko schauen. Dabei hilft ein Blick auf die aktuellen Credit Default Swaps (CDS), die u.a. auf der Webseite des Derivateverbandes (www.derivateverband.de) eingesehen werden können. Mit CDS lassen sich Zahlungsausfälle absichern. Je niedriger der Wert, desto sicherer ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt der Emittent einzustufen. Bei der BNP Paribas, die unter Berücksichtigung der CDS als sichere Bank gilt, gibt es z.B. aktuell bei einem DAX-Discountzertifikat (WKN: BN7 CP2) eine annualisierte Seitwärtsrendite von 4,16%, wenn der Index zum Laufzeitende am 18.12.2009 über 2.800 Punkten notiert.

Von fallenden Kursen profitieren

In den Wochen stark fallender Kurse machte die hohe Volatilität die klassischen Put-Optionsscheine unattraktiv, deren Preisbildung durch die implizite Volatilität – d.h. die erwartete Schwankungsbreite des Basiswertes – entscheidend mitbestimmt wird. Wer in Zeiten hoher Volatilität Optionsscheine >>

„Die Industrie hat verstanden“

Smart Investor im Gespräch mit Lars Brandau, Geschäftsführer Deutscher Derivateverband (DDV), über die Lehren aus der Finanzkrise und den Diskurs um ein Zertifikate-Verbot.

Smart Investor: Herr Brandau, welche Lehren haben die Zertifikateemittenten aus der Lehman-Pleite gezogen?

Brandau: Es hat sich im zurückliegenden halben Jahr eine ganze Menge getan und verändert. Abgesehen von Produkten, die das Emittentenrisiko quasi ausschließen, gibt es eine ganze Fülle an Transparenzbemühungen. Der Verband veröffentlicht die Credit Spreads aller Emittenten auf täglicher Basis, es gibt eine DDV-Checkliste, die wir in Zusammenarbeit mit Anlegerschützern erarbeitet haben, und es wurden zur besseren Orientierung vier Zertifikate-Indizes eingeführt. Darüber hinaus hat der DDV eine Studie zum Zertifikate-Rating herausgebracht und veröffentlicht die Ratings von insgesamt drei Agenturen. Die Emittenten haben einen Großteil ihrer Produkte schlicht einfacher und verständlicher ausgestaltet. Die gesamte Industrie hat die Probleme verstanden und entsprechende Lehren daraus gezogen.

Smart Investor: Von den Emittenten wurden zum Teil Trends gesetzt, die die Erwartungen der Anleger nicht erfüllt haben, wie z.B. die Alpha-Zertifikate. Ist die Branche zu verkaufsorientiert und zu wenig beratungsorientiert?

Brandau: Emittenten sind in der Regel Produzenten und keine Berater. Die Zertifikate-Industrie ist vornehmlich mit den selbst entscheidenden Anlegern gewachsen. Erst später erkannten auch beratungsintensive Retailkunden die Vorteile der Produkte. Grundsätzlich verdienen die Emittenten nur dann, wenn sie ihre Produkte auch verkaufen. Allein schon deshalb hat die Branche insgesamt immer ausgesprochen schnell auf Trends reagiert und den Anlegern Produkte angeboten, die für die jeweilige Marktphase viel versprechend erschienen. Es ist unstrittig, dass nicht jeder Trend nachhaltig sein kann. Das ist bei allen anderen Trendprodukten ebenso.

Smart Investor: Garantiezertifikate werden gern verkauft, wenn die Kurse gefallen sind. Bei steigenden Märkten sitzen die



Lars Brandau

Anleger dann zum Teil auf unpassenden Produkten. Sind die Trends bei den Neuemissionen zu sehr an der Vergangenheit orientiert und zu wenig an der Zukunft?

Brandau: Sie beklagen hier einen eigentlich positiven Sachverhalt, nämlich die Stärke der Zertifikate. Zertifikate haben den unschlagbaren Vorteil gegenüber allen anderen Finanzprodukten, dass Anleger in jeder Marktsituation ein passendes Produkt finden, mit dem sie attraktive Renditen erzielen können. Gegenwärtig ist das Bedürfnis der Anleger nach Sicherheit derart groß, dass überwiegend Garantieprodukte nachgefragt sind. Sobald die Märkte anhaltend drehen, wird sich auch die Nachfrage nach anderen Zertifikate-Typen wieder vermehrt einstellen. Um sich nicht zu lange zu binden, wählen Anleger am ehesten Produkte mit kürzerer Laufzeit.

Smart Investor: Verbraucherschutz-Vorstand Gerd Billen hat in einem Brief an die Fraktionsvorsitzenden der CDU/CSU und SPD ein generelles Verbot von Zertifikaten gefordert. Was halten Sie dem entgegen?

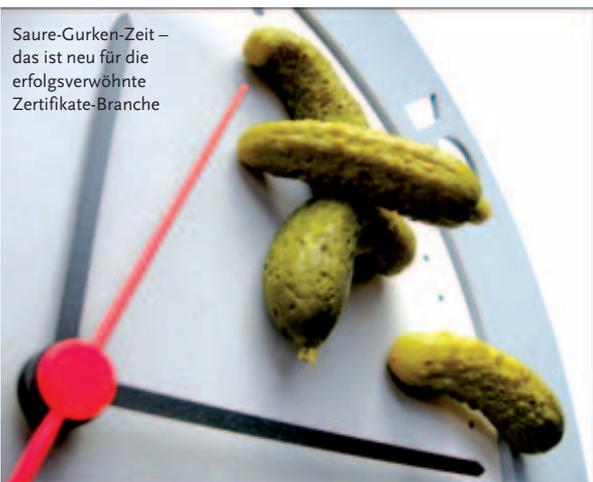
Brandau: Der DDV steht in einem ständigen ergebnisoffenen Diskurs mit Verbraucher- und Anlegerschützern. Bedauerlicherweise weiß Herr Billen nicht, wovon er da spricht und welche Konsequenzen seine Forderung nach sich ziehen würde. Gerade Zertifikate geben bei richtiger Ausgestaltung dem Kunden die Möglichkeit, Produkte entsprechend der eigenen Chance-Risiko-Präferenz auszuwählen. Allein schon zur Absicherung gehören Zertifikate in jedes gut aufgestellte Depot.

Smart Investor: Vielen Dank für Ihre Ausführungen. ■

Interview: Christian Bayer

ZERTIFIKATE-TYPEN UND KURSVERHALTEN NACH BÖRSENPHASEN

	steigende Kurse des Basiswertes		fallende Kurse des Basiswertes	
	leicht	stark	leicht	stark
Bär-Zertifikate	☹️	☹️	☺️	☺️
Bonus-Zertifikate	☺️	☺️	☺️	☹️
Discount-Zertifikate	☺️	☹️	☺️	☹️
Medio-Bonus-Zertifikate	☺️	☹️	☺️	☹️
Reverse-Bonus-Zertifikate	☺️	☹️	☺️	☺️
Safe-Zertifikate ohne Cap	☺️	☺️	☺️	☹️



Saure-Gurken-Zeit – das ist neu für die erfolgsverwöhnte Zertifikate-Branche

kauft – egal ob Put oder Call –, muss damit rechnen, dass er zu teuer einkauft und diesen Einkauf mit Kursverlusten bezahlen wird. In solchen Situationen sind deshalb Knock-out-Puts die bessere Wahl. Zur Vermeidung eines plötzlichen Totalverlustes sollte die Knock-out-Schwelle entsprechend weit vom aktuellen Kurs gewählt werden. Bei den Anlagezertifikaten konnten Bär-Zertifikate, die Verluste im Index ungehebelt in Gewinne verwandeln, und Reverse Bonus-Zertifikate besonders profitieren.

Safer investieren

Safe-Zertifikate sollen die Nerven schonende Garantievariante zu Investments in Einzelaktien darstellen. Von Verlustängsten geplagte Anleger können zum Laufzeitende in jedem Fall mit einem bestimmten Festbetrag rechnen, der das Risiko nach unten begrenzt. In der Partizipation nach oben gibt es zwei unterschiedliche Varianten. Es sind Safe-Zertifikate erhältlich, die Kursgewinne nach oben unbegrenzt mitmachen, aber auch Ausstattungen, bei denen der Kurszuwachs nach oben begrenzt ist. In beiden Fällen muss der Anleger auf Dividenden-

zahlungen verzichten. Mit dem Safe-Zertifikat der Commerzbank auf die Deutsche Telekom (WKN CM3 NJS) bekommt der Anleger am Fälligkeitstermin 28.12.2009 in jedem Fall eine Rückzahlung von 10 EUR, egal wie tief die Aktie fällt. Bei einem aktuellen Zertifikatekurs von 10,66 EUR ist das Risiko pro Zertifikat auf 0,66 EUR begrenzt. Nach oben ist der Anleger in jedem Fall an weiteren

Kursgewinnen beteiligt. Allerdings muss die Deutsche Telekom bei einem gegenwärtigen Kurs von 9,71 schon durchstarten, damit Anleger mit dem Produkt nicht nur wenig verlieren, sondern auch Gewinne verbuchen.

Gefragte Transparenz

Nach dem Motto „keep it simple“ sind es meist die einfachen Zertifikatestrukturen, die dem Anleger Vorteile bringen. Bei Zertifikaten mit Laufzeitbegrenzung sollten Anleger nicht zu lange Laufzeiten wählen. Einerseits lässt sich der Markt in schwierigen Zeiten kurzfristig eher beurteilen als über einen längeren Zeithorizont. Zum anderen ist die einjährige Spekulationsfrist, nach der Kursgewinne steuerfrei waren, durch die Abgeltungsteuer abgeschafft worden. Für Selbstentscheider gibt es mittlerweile durch Ratingagenturen Orientierungshilfen bei der Auswahl von Zertifikaten. Leider werden viele Zertifikateverkäufe am Bankschalter abgewickelt, die in erster Linie provisionsgetrieben sind. Dabei steht dann häufig das Produkt im Vordergrund und nicht das Wohl der Anleger. ■

Christian Bayer

Investieren und profitieren wie ein Strategischer Investor:
1st Group-3F Fonds



**First Global
Family
Unternehmer
Fonds**

Anlagestrategie:

Investments in börsennotierte eigentümergeführte Unternehmen

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

WKN: A0M6SQ

ISIN: LU0329290448



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

**1st Capital
Management Group GmbH**

Ihr Ansprechpartner für:

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

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

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

Hoch gestiegen, tief gefallen

Wie die Fondsbranche durch die Finanzkrise durchgeschüttelt wurde

Im Zuge des Platzens der IT-Blase zwischen 2000 und 2003 hatten Investmentfonds immerhin drei Jahre Zeit, Kursverluste erheblichen Ausmaßes „zu produzieren“. In der derzeitigen Finanzkrise brauchte es kaum neun Monate, um den Renditespeck der Vorjahre weitestgehend aufzuzehren.

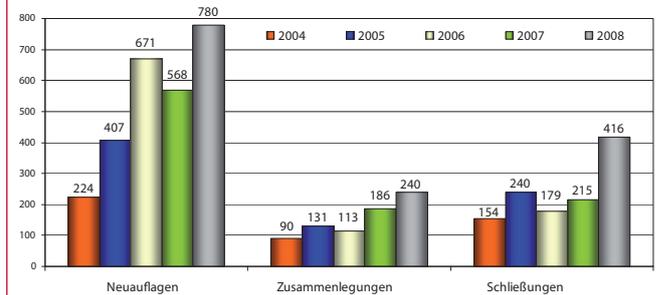
Schließungen nehmen zu

Die Fondsbranche erlebte binnen 2008 eine Zeitenwende in Eilzug-Tempo. Noch Anfang 2008 glänzten die meisten Fonds mit stattlichen Zuwächsen, galt die Angst weniger einem Kurseinbruch als vielmehr, nicht bei den heißesten Rohstoff- oder Emerging Markets-Titeln bzw. dem Abgeltungsteuer-Verteilungskampf dabei zu sein. Mittlerweile hat sich der Fokus stark verschoben. Zwar werden noch Investmentfonds neu aufgelegt, jedoch rückt der Tagesordnungspunkt Fondsschließung verstärkt auf die Agenda. Viele Produktpaletten werden ausgedünnt, einige Anlagevehikel zusammengelegt. Im Vergleich zum Durchschnitt der vergangenen vier Jahre hat sich die Anzahl der Fondsschließungen 2008 auf 416 Fonds nahezu verdoppelt (s. Abb. 1). Hiervon waren 163 Aktien- und 106 Rentenfonds betroffen.

Unterschiedliche Motive

Dem stehen aber immer noch über 700 Neuauflagen gegenüber. Jedoch zeigt sich hier, dass deutlich mehr Produkte aus dem Bereich Absolute Return auf den Markt gekommen sind. Diese sollten nach Möglichkeit in jeder Marktphase Geld verdienen, oder zumindest in schwachen Marktphasen kein Geld verlieren. Auch hier dürfte es aber noch eine Konsolidierungswelle geben, denn nicht überall, wo Absolute Return draufsteht, ist auch Absolute Return drin. Und der Kunde steht solchen „un-

ABB. 1: NEUAUFLAGEN, ZUSAMMENLEGUNGEN UND SCHLIESSUNGEN VON INVESTMENTFONDS



Quelle: Thomson Reuters, Lipper

glücklichen“ Etikettenschwindeln nach dem Horrorjahr inzwischen eher zurückhaltend gegenüber. Als Motiv für die Fondsschließungen und -zusammenlegungen wird einerseits die Abgeltungsteuer angeführt, denn dem Kunden sollten steuerneutrale Möglichkeiten geboten werden, den Fonds zu wechseln bzw. beim Emittenten investiert zu bleiben. Andererseits werden Mittelabflüsse angeführt, durch die einigen Fonds die kritische Masse abhanden gekommen sein soll. Für den einen oder anderen Fonds mag dies gelten, in der Breite haben Fonds aber seit Beginn des laufenden Jahres sogar erhebliche Mittelzuflüsse verzeichnet (s. Abb. 2).

Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:



www.accessio.de



www.davinci-invest.ch



www.1st-group.com



www.fivv.de



www.galiplan.de



www.markt-der-fondsseiten.de



www.hwbcn.de



www.morgen.ch



www.universal-investment.de

Mit freundlicher Unterstützung von:



Verband unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland e.V.

www.vuv.de

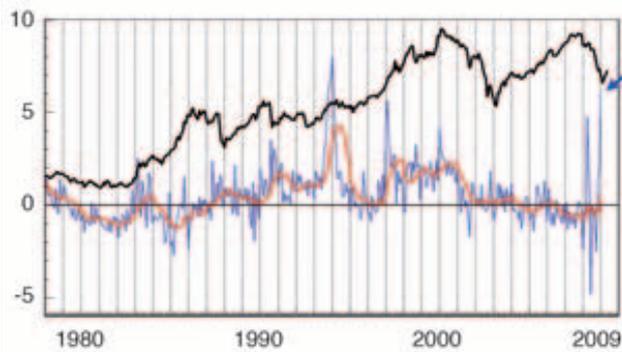
RENDITE VOR UND NACH DEM CRASH

FONDS	WKN	MANAGER	REND.3JAHRE MITTE MÄRZ08	REND.3JAHRE MITTE DEZ08	REND. 5 JAHRE MITTE MÄRZ08	REND. 5 JAHRE MITTE DEZ08	RENDITE YTD 09**
ACATIS AKTIEN GLOBAL	978 174	DR. HENDRIK LEBER	23,6%	-14,7%	103,5%	16,8%	6,4%
BLACKROCK WORLD MINING*	A0B MAR	EVY HAMBRO	172,3%	-6,7%	319,3%	46,7%	27,8%
CARMIGNAC INVESTISSEMENT	A0D PSW	EDOUARD CARMIGNAC	84,2%	6,90%	124,6%	37,6%	13,9%
FIRST PRIVATE EUR. AKTIEN ULM	979 583	TOBIAS KLEIN	9,4%	-30,7%	67,8%	-1,2%	0,1%
GLOBAL ADV. EMERGING MARKETS	972 996	MICHAEL KEPPLER	96,7%	-6,9%	261,6%	28,6%	8,5%
LINGOHR SYSTEMATIC INVEST	977 479	FRANK LINGOHR	44,1%	-24,1%	107,2%	8,3%	9,8%
MAGNA EASTERN EUROPEAN	120 062	MICHAEL BÖTTCHER	94,2%	-42,4%	-	1,2%	19,5%
STARCAP PRIAMOS	805 784	PETER E. HUBER	53,7%	-23,1%	152,5%	0,9%	3,6%
WM AKTIEN GLOBAL	979 075	WOLFGANG MAYR	54,4%	-7,4%	131,1%	-4,4%	-9,5%

*) 5-Jahres-Performance auf Basis der USD-Tranche; **) Stichtag: 17.04.2009; Quelle: Das Investment, fondsweb.de, onvista.de, eigene Recherchen

ABB. 2: MITTELZUFLÜSSE IN PUBLIKUMSFONDS IN DEUTSCHLAND

in % of fund volume

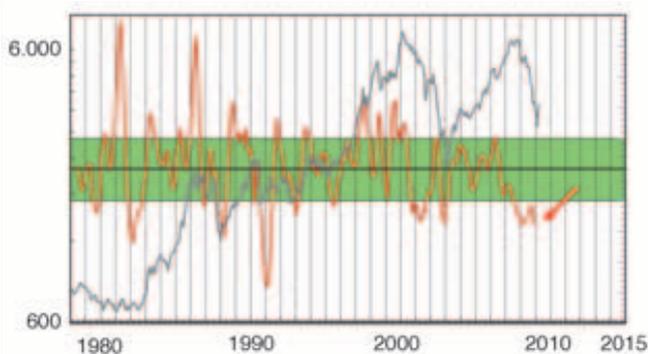


Quelle: Advice & Opinion

Fondsmanager halten ihr Pulver trocken

Insofern ist es falsch, für die Masse der Fonds die Existenzfrage zu stellen. Vielmehr sollte die Frage erlaubt sein, warum die frischen Mittel offensichtlich nicht am Aktienmarkt investiert werden. Die Investitionsquote deutscher Aktienfonds liegt derzeit im Bereich von 70%. Hierzu muss man wissen, dass die Investitionsquote vereinfacht gesprochen eine Funktion der Mittelzuflüsse ist. Sind die Mittelzuflüsse also hoch, dann wird der Investitionsgrad im Fonds erhöht, und umgekehrt. Offenbar vertrauen die Manager den Mittelzuflüssen nicht, oder sie warten auf einen externen Impuls, um die geparkten Mittel zu investieren (s. Abb. 3). Rüdiger Braun von Advice & Opinion jedenfalls erkennt: „Die enormen Mittelzuflüsse zu Jahresbeginn haben (noch) nicht zu einer Erhöhung des Engagements am Aktienmarkt geführt.“ Dies deutet auf ei-

ABB. 3: INVESTITIONSGRAD DT. AKTIENFONDS



Quelle: Advice & Opinion

ne Sondersituation hin, wie sie nur wenige Male in den vergangenen 20 Jahren vorgekommen ist.

Teilweise Mast- und Schotbrüche

Bricht man die allgemeinen Betrachtungen auf einzelne Fonds herunter und analysiert deren Krisenfestigkeit, dann zeigt sich zunächst eines: Zwischen März 2008 und Dezember 2008 sind die aus den Vorjahren aufgetürmten Renditen zusammengeschnitten wie das Eis in der prallen Sonne. In Tabelle 1 wird dies ganz deutlich. Für drei Jahre vermochte aus der Untersuchungsgruppe einzig der Carmignac Investissement per Ende Dezember ein positives Ergebnis zu konservieren. Auf fünf Jahre gesehen nehmen sich die Einbußen bei den Vermögenswerten der Fonds teilweise dramatisch aus. Von den bis in den März hinein über fünf Jahre teils deutlich dreistelligen Renditen blieb meist nur ein kümmerlicher Rest übrig. Der gefühlte Reichtum der Anleger hielt also nicht lange an. Ganz bitter ist es für diejenigen, die sich im März 2008 von diesen bis dahin herausragenden Ergebnissen blenden ließen und sich Fonds wie den BlackRock World Mining oder Lingohr-Systematic-LBB-Invest zulegten. In den Fonds-Hitparaden belegten diese Fonds damals nahezu ausnahmslos vor-



ABB. 4: WERTENTWICKLUNG GAF FONDS EMERGING MARKETS



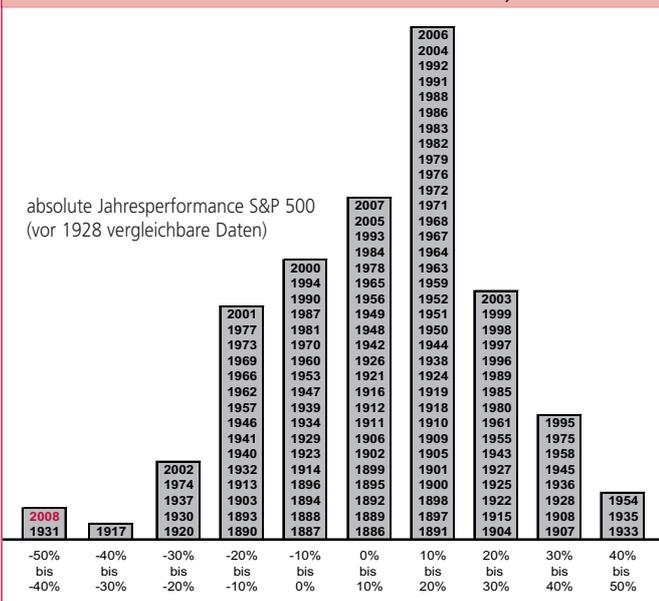
Quelle: Keppler Asset Management

dere Plätze. Beide Fonds haben einen ausgeklügelten Investmentansatz, allein: In der Krise waren weder das Computerprogramm Chicco (beim Lingohr-Fonds) noch das Fundamental-Research-Team (beim World Mining) in der Lage, Verluste zu begrenzen oder besser noch gänzlich zu vermeiden.

Im Dilemma

Fundi gegen Quanti: Das Rennen endete unentschieden, beide erreichten geschwächt das Ziel und mussten den Sieg anderen Konkurrenten etwa aus dem Absolute Return-Lager überlassen. Diesem Thema wird sich Smart Investor übrigens in einer der kommenden Ausgaben ausführlich widmen. Aber Quanti gegen Fundi ist nicht das einzige Rennen, das keinen echten Sieger hervorbrachte. Auch innerhalb des Value-Universums mussten beinahe sämtliche Anbieter herbe Verluste einstecken. Für Tobias Klein vom First Private ULM, Dr. Hendrik Leber von Acatis oder Peter E. Huber von StarCapital sind eine stabile Ertragslage, niedrige Bewertungen und solide Bilanzkennzahlen Eckpfeiler ihrer Anlagepolitik. Nur 2008 funktionierte dieser Ansatz, also nach unterbewerteten Aktien zu fahnden, nicht, denn Bewertung spielte an der Börse einfach keine Rolle. Zu sehr überlagerten Lehman & Co. mit ihren Schreckensmeldungen die Szenerie. Ähnlich erlitten zahlreiche Fonds, die schwerpunktmäßig auf ein Thema wie Nachhaltigkeit, Erneuerbare Energien oder Emerging Markets setzten,

ABB. 5: 2008 IST DAS ZWEITSCHLECHTESTE BÖRSENJAHR SEIT 1886



Quelle: Ladenburg Thalmann & Co. Inc. / Grafik:FuW, mz



nachhaltige Verluste. Letztere sind eine Domäne von Michael Keppler aus New York. Mit seinen Global Advantage-Fonds liegt er regelmäßig in der Spitzengruppe derer Fonds, die quantitative Modelle anwenden. Zwar hat Keppler in seinem Emerging-Markets-Fonds seinen Vergleichsmaßstab MSCI Emerging Markets geschlagen, aber das dicke Minus von gut 50% für 2008 zeigt auch, wie wenig Outperformance wert sein kann, wenn Anleger trotzdem binnen sieben Monaten die Hälfte ihres eingelegten Kapitals verlieren.

Stärken und Schwächen

Manche Zahlen machen aber auch Hoffnung. Zum Beispiel belegt die aktuelle Performance-Auswertung des Carmignac Investissement, dass dieser stets nach einem Jahr mit Verlusten von über 25% (so geschehen zuletzt 2001 und 1994) in den Jahren danach schnell wieder in die Erfolgsspur zurückfand. 2008 betrug die Abschläge sogar knapp 30%. Jetzt setzt Carmignac wieder auf Rohstofftitel oder Werte wie First Solar und liegt damit 2009 schon wieder solide im Plus. Andere Hoffnungsschimmer sind Fonds wie etwa der Ethna AKTIV, CONQUEST Behavioral Finance oder der Staedel Hanseatic, die einen stärker vermögensverwaltenden Charakter haben und nicht so stark an ein Anlagesegment wie Aktien oder Anleihen gekettet sind. Smart Investor hatte diese Produkte in Ausgabe 4/2009 ab Seite 36 bereits ausführlich beschrieben. Diesen Fonds ist gemein, auf dramatische Phasen an den Börsen flexibel reagieren zu können. Damit unterscheiden sie sich von den hier analysierten Aktienfonds. Deren große Stärke war in der Vergangenheit stets ihr diszipliniertes Festhalten an der gewählten Anlagephilosophie. In einer Ausnahmesituation – und nichts anderes was das Börsenjahr 2008 – ist dies jedoch auch ihre größte Schwäche.

Fazit

Kaum ein Aktienfonds hat die Baisse 2008 ohne Blessuren überstanden, sogar die alten und vor allem renommierten Haudegen haben teilweise ordentlich eins auf die Mütze bekommen. Freilich gibt es zumeist keinen Grund, an den einzelnen Konzepten zu zweifeln, jedoch sollten sich Anleger überlegen, ob sie wirklich wieder mehrheitlich Produkte der Fonds-Bestenliste kaufen. Das kann funktionieren, muss es aber nicht.

Tobias Karow

Veritas A2A Defensiv

Gastbeitrag von Maximilian Kreitlmeier,
Morningstar Deutschland GmbH

FONDS-SNAPSHOT

WKN:	556 166
Manager:	Markus Kaiser
Volumen:	21,3 Mio. EUR
Auflagedatum:	01.09.2005
Typ:	Dachfonds, vermögensverwaltend

Der Name Veritas ist in Deutschland eng mit Dachfonds verbunden. Ehemals gehörte Veritas Investment Trust zur Société Générale. Seit August 2008 ist der Private Equity-Spezialfonds Augur Financial Opportunity Hauptgesellschafter. Geschäftsführer von Veritas und Lead Manager bei den Dachfonds ist Markus Kaiser, der seine Zeit jeweils zur Hälfte für die Geschäftsführung und das Fondsmanagement aufteilt. Bei Veritas werden Investmententscheidungen anhand von technischen Modellen getroffen. Ein nach diesem Konzept gemanagter Fonds ist der A2A Defensiv.

Mindestens 51% in ETFs

Der konservativ anlegende Mischfonds konnte seit Auflage sowohl den Vergleichsindex als auch den Kategoriedurchschnitt deutlich schlagen. Mindestens 51% des Fondsvermögens müssen in aktiv gemanagte Fonds oder ETFs investiert werden, der Kasseanteil darf bis zu 49% betragen. Der Investmentprozess von Markus Kaiser, dem Fondsmanager und Geschäftsführer von Veritas, basiert auf einem von ihm entwickelten computergestützten technischen Modell. Mittels eines Core-Satellite-Ansatzes werden 80% des Portfolios strategisch, also längerfristig angelegt (Kern des Portfolios). Ein Fünftel dient als Satelliten, hat einen deutlich kürzeren Investitionshorizont und deckt beispielsweise Sektoren wie die Pharmabranche oder Investitionen in Gold ab. Mithilfe technischer Indikatoren wie dem MACD, gleitenden Durchschnitten oder stochastischen Oszillatoren durchforscht das Trendphasenmodell weltweit Märkte nach aussichtsreichen Investitionsmöglichkeiten. Kaiser setzt die Vorschläge des Modells mittels aktiv gemanagten Fonds und börsengehandelten Indexfonds um.

Breite Diversifikation

Während Ende 2005 nur zwei ETFs mit einem Gewicht von gut 7% im Portfolio enthalten waren, stieg deren Anteil im Zeitverlauf deutlich an. Ende Februar 2009 findet man sechs ETFs mit einem Gewicht von 55% im Portfolio. Bei der Auswahl der ETFs achtet Kaiser auf eine breite Diversifikation der Anbieter, einen liquiden Börsenhandel und die Genauigkeit der Indexnachbildung. Die Analyse der aktiv gemanagten Zielfonds wird von Kaiser und Thorsten Winkler, dem Co-Manager des Fonds, durchgeführt. Veritas beschäftigt weder im Aktien- noch im Rentenbereich fundamentale Analysten. Liefert das Modell einmal wenig Anlagevorschläge, kann der Manager beinahe die Hälfte des Fondsvermögens in Cash halten. In den letzten Monaten war Kaiser überwiegend in Renten- und Geldmarkt-ETFs sowie Cash investiert. Währungsrisiken werden opportunistisch abgesichert.

Gut durch die Krise gekommen

Das Trendphasenmodell liefert die Asset-Allokation und ist somit das Herz des Investmentprozesses. Läuft das Modell, läuft



Der diplomierte Betriebswirt (FH) **Maximilian Kreitlmeier** machte zunächst als Fondsanalyst Station bei Hauck & Aufhäuser, bevor er in gleicher Funktion zu Morningstar Deutschland wechselte. Beim Fondresearch ist Kreitlmeier auf das Segment der Rentenfonds spezialisiert.

auch der Fonds. Seit Auflage konnte Kaiser mit seinem technischen Modell

sowohl die Kategorie Mischfonds konservativ als auch seine Benchmark (10% MSCI World, 90% JPM GBI) deutlich übertreffen. Der vermögensverwaltende Ansatz, also die Möglichkeit, die Cash- und Aktienquote flexibel zu steuern, trug maßgeblich zu diesem guten Ergebnis bei. Vor allem im zweiten Halbjahr 2008 lieferte der Fonds deutlich bessere Ergebnisse als vergleichbare Konkurrenzprodukte. Mit seiner Benchmark und deren hohem Gewicht an Rentenpapieren konnte der Fonds in dieser Zeit aber nicht Schritt halten. Während der Rentenindex JPM GBI im zweiten Halbjahr dank lang laufender Anleihen gut 12% zulegen konnte, kam der Fonds nur auf knapp 6%. Entscheidend für die Wertentwicklung war aber die Treffsicherheit des Trendphasenmodells. Umsonst gibt es dieses jedoch nicht. Die Verwaltungsvergütung von 0,8% liegt unter dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe konservativ anlegender Mischfonds. Eine Performance Fee wird nicht erhoben. Immerhin verlangen Fonds der Vergleichsgruppe „Mischfonds Euro defensiv“ im Schnitt 1,32% Gebühren. Dennoch erachten wir die Gebührenstruktur für die ETF- und Dachfonds mit Blick auf eine rein technische Herangehensweise und die Personalausstattung von Veritas als zu hoch. Zur Vergütung der Fondsmanager will die Geschäftsführung aber keine Stellung nehmen.

Fazit

Der A2A hat eine maximale Aktienquote von 20%. Damit eignet sich der Fonds für Anleger, die ein vermögensverwaltendes Mandat suchen, das Aktien beimischt und aufgrund technischer Marktsignale auch dem Aktienmarkt komplett den Rücken kehrt. Der neue Eigentümer von Veritas und die damit einhergehende institutionelle Instabilität sowie die Doppelrolle Kaisers als Geschäftsführer und hauptverantwortlicher Fondsmanager lassen uns dennoch „an der Seitenlinie“ stehen. ■

Eigentümergeführte Unternehmen: Langfristig besser

Gastbeitrag von Holger Däuble, Fondsberater des 1st Group – 3F-Fonds der First Capital Management Group

Etwa 95% aller Unternehmen in Deutschland sind eigentümergeführt. Sie beschäftigen nicht nur 57% aller Arbeitnehmer, sondern erzielen damit auch fast die Hälfte der Bruttowertschöpfung aller Unternehmen in Deutschland. Traditionell halten eigentümergeführte Unternehmen wichtiges Know-how und Patente und setzen im Gegensatz zu börsennotierten Konzernen auf Kontinuität und eine langfristige Entwicklung.

Kontinuität ist gefragt

Die Langfristperspektive der Familienunternehmen betrifft viele Bereiche. Gewinne werden im Unternehmen thesauriert und stehen für größere Investitionsvorhaben zur Verfügung. Führende Mitarbeiter sind in diesen Unternehmen zwei bis drei Mal so lange tätig wie in Konzern-Multis – eine Kontinuität, die nicht nur dem wirtschaftlichen Erfolg zugute kommt, sondern auch Nachhaltigkeit, ethisches Verhalten und Wahrnehmung sozialer Verantwortungen dokumentiert. Anders als bei Großunternehmen sind auch in Krisenzeiten wie derzeit die mittelständischen Beschäftigungspläne im Vergleich auf hohem Niveau stabil. Damit stellen sie praktisch das Rückgrat des deutschen Arbeitsmarktes dar.

Vorzüge und Risiken liegen auf der Hand

Analytisch lassen sich die Vorteile eigentümergeführter Gesellschaften wie folgt zusammenfassen:

- effizienterer Ressourcenzugang durch ein personengebundenes Wissen der Entscheidungsträger und langfristige Führungskontinuität der Eigentümer im Unternehmen;
- effizienter Führungsstil durch schlanke Organisationsstrukturen mit kurzen Entscheidungswegen;
- Kostenoptimierung durch operative Funktionseinheiten (Eigentümer/Agent).

Selbstverständlich ist bei der Organisationsstruktur eigentümergeführter Gesellschaften auch ein Fokus auf die globalen Risikomerkmale zu werfen:

- Problematik der Nachfolgeplanung/Erben
- Abhängigkeit vom Firmeninhaber
- Niedriger Free Float kann Handelbarkeit der Aktien beeinträchtigen bzw. erhöhte Volatilitäten bedeuten.

Holger Däuble ist als langjähriger Münchner seit 1998 für die 1st Capital Management Group tätig. Nach dem Abschluss einer US-Börsenlizenz betreute er viele Jahre institutionelle Kunden und war in der Vermögensverwaltung eingebunden. Seit 2007 ist Holger Däuble erfolgreich als Fondsberater des 1st Group-3F Fonds tätig.



Der Markt

Der am 3. Januar 2005 gestartete GEX (German Entrepreneur Index) enthält alle deutschen Unternehmen aus dem Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse, die eigentümergeführt sind und deren Börsengang nicht länger als zehn Jahre zurückliegt. Weitere Indexkriterien der Eigentümerdefinition der Unternehmen beinhalten, dass Vorstände, Aufsichtsratsmitglieder und deren Angehörige zwischen 25 und 75% der Stimmrechte besitzen. In den vergangenen Jahren haben sich die eigentümergeführten Unternehmen, nicht zuletzt aufgrund ihrer Exportstärke, eindrucksvoll an der Börse behauptet. Ihre Kursperformance lag vorwiegend über der des Gesamtmarktes. Auch von der Deutschen Börse wird unterstellt, dass sich der Firmenwert dieser Unternehmen langfristig besser entwickelt als der „gewöhnlicher“ Unternehmen, nachdem die Unternehmensführung durch die Eigenbeteiligung eigenen finanziellen Risiken ausgesetzt und daher an einer nachhaltigen Wertsteigerung interessiert sei. Auch außerhalb Deutschlands existieren interessante Märkte, die von eigentümergeführten Unternehmen wesentlich beeinflusst werden (z.B. USA). Hier bietet die Börse auch klassischerweise die Möglichkeit, im Rahmen eines IPOs Eigenkapital über die Ausgabe neuer Aktien einzusammeln.

Fazit

Makroökonomisch ist das Wachstum der Weltwirtschaft durch das derzeitige Szenario der Weltwirtschaftskrise im Sinkflug. Obwohl dies grundsätzlich kein gesundes Umfeld für Aktieninvestments ist, dürfte der Markt unter mittel- und langfristigen Aspekten zusehends wieder einen Boden finden. Für Investoren ist die Marktkorrektur eine willkommene Gelegenheit, günstig langfristige Positionen aufzubauen und den Fokus verstärkt auf eigentümergeführte Unternehmen zu setzen. Da diese Gruppe oftmals auch wenig liquide Nebenwerte ohne nennenswertes Research beinhaltet, ist jedoch eine umsichtige Analyse im Rahmen von Stock Picking und einer consequenten Beobachtung der Werte zu empfehlen. ■

Holger Däuble mag Unternehmen, bei denen der Eigentümer kräftig anpackt.

Musterdepot schüttelt Verluste ab

Minenaktien zeigen sich von ihrer starken Seite

Auf Monatsicht ist auch am Fonds-Musterdepot die Rally an den Aktienmärkten nicht spurlos vorüber gegangen. Echte „Bringer“ waren dabei neben dem BlackRock World Mining Fund unsere Osteuropa- und China-Fonds.

Rohstoffe vor, China hinterher

In China könnte sich bewahrheiten, was sich bereits zu Beginn des Jahres und im Nachklang zum letzten Volkskongress im März angedeutet hat: Das Reich der Mitte bekommt früher als der Westen die Kurve und schafft es, der Wirtschaft einen konjunkturellen Impuls zu geben. Das honoriert dann die Börse mit Kurssteigerungen. Gewinnmitnahmen sind aber jederzeit möglich. Vor allem die großen Titel sind derzeit gesucht, wie auch im Rohstoffsektor. Hier setzt Smart Investor auf den BlackRock World Mining. Fondsmanager Evy Hambro muss jedoch erst einmal „alleine“ weitermachen: Er verliert seinen langjährigen Partner-Manager Graham Birch, der sich eine Auszeit vom Börsengeschehen nimmt. Der Wertentwicklung hat dies bislang keinen Abbruch getan, die Schwergewichte wie Rio Tinto, BHP Billiton oder Goldtitel wie Newcrest Mining und Buenaventura sind hier die Performance-Treiber.

Osteuropa haussiert trotz Problemen

Für Osteuropa, volkswirtschaftlich derzeit Problemkind Nummer eins (s. auch Analyse ab Seite 6), geht im Musterdepot Angelika Millendorfer mit ihrem Raiffeisen Osteuropa auf Renditejagd. Ihre Allokation wird dominiert von russischen Aktien, die mit 53% im Depot gewichtet sind. Der Fonds ist damit wohl auch eine halbe Rohstoffwette, denn Öl- und Gasriesen wie Lukoil und Gazprom (s.



Den brasilianischen Betreiber der Carajas-Mine in Südamerika, Vale, hat auch BlackRock-Manager Evy Hambro prominent in seinem Fonds gewichtet.



Gastanalyse auf S. 64) führen die Titelliste an. Dazu gesellen sich unter anderem Mobilfunktitel wie Mobile Telesystems und auch türkische Aktien wie Turkcell oder Turkiye Bankasi. Auf die Türkei entfällt ein Fünftel des Portfolios. Auch die osteuropäischen Kernmärkte Polen (10% Gewicht), Tschechien (7%) und Ungarn (6%) erscheinen Millendorfer trotz der Probleme unterbewertet zu sein. Für Value-Investoren könnten ebenfalls wieder bessere Zeiten anbrechen, der Value Capital Partners Fund jedenfalls hat auf Monatsicht mit +14% ordentlich hinzugewonnen.

Fazit

Vielleicht geht die Saat langsam aber sicher auf. Mit dem FIVV Aktien Global sowie dem HWB Portfolio Plus haben wir zudem zwei Fonds berücksichtigt, die durch ihre vorsichtige Herangehensweise ein Ruhepolster im Depot bilden, sollten die Märkte nach der markanten Rally jetzt doch einmal eine Verschnaufpause einlegen. ■

Tobias Karow

MUSTERDEPOT (START: 01.01.2009 MIT 100.000 EUR)

STICHTAG: 17.4.2009

PERFORMANCE: SEIT JAHRESANFANG: +3,6% (MSCI WELT: +2,1%) , GGÜ. VORMONAT: +9,2% (MSCI WELT: +11,4%)

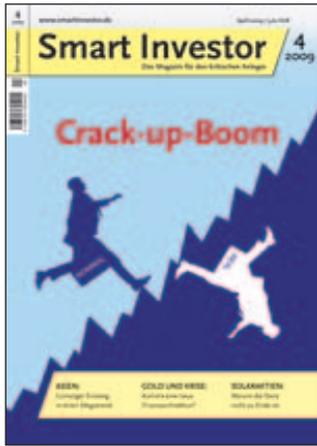
	WKN	FOKUS	ANTEILE	KAUF-DATUM	KAUF-ZU	KURS AKT.	WERT AKT.	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE	
									VORMONAT	SEIT KAUF
BLACKROCK WORLD MINING	A0B MAR	MINENAKTIEN	400	02.01.09	24,28	30,1	12.040	11,6%	27,9%	24,0%
DAVINCI ARBITRAGE FUND	A0L A72	HEDGEFONDS	70	02.01.09	132,44	138,26	9.678	9,3%	2,4%	4,4%
DB X-TRACKERS FTSE XINHUA 25	DBX 1FX	TOP25 CHINA	500	02.01.09	15,06	17,56	8.780	8,5%	34,3%	16,6%
DJE AGRAR & ERNÄHRUNG	A0N GGC	AGRARROHSTOFFE	100	02.01.09	77	77,01	7.701	7,4%	2,0%	0,0%
FIVV AKTIEN GLOBAL	979 086	GLOBAL	200	02.01.09	51,34	49,44	9.888	9,5%	-4,5%	-3,7%
HWB PORTFOLIO PLUS	A0L FYM	GLOBAL	100	02.01.09	82,87	79,85	7.985	7,7%	-2,8%	-3,6%
ISHARES DJ STOXX AMERICAS 600 REAL ESTATE	A0H 076	IMMOBILIEN USA	1.000	02.01.09	7,25	6,61	6.610	6,4%	-2,1%	-8,8%
JULIUS BÄR GLOBAL HIGH YIELD	164 225	UNTERNEHMENSANL.	100	02.01.09	76	84,16	8.416	8,1%	4,1%	10,7%
LYXOR LEVDAX	LYX 0AD	DAX GEHEBELT	250	02.01.09	28,51	24,64	6.160	5,9%	18,5%	-13,6%
PICTET WATER	933 349	WASSER	75	02.01.09	105,2	102,58	7.694	7,4%	-2,7%	-2,5%
RAIFFEISEN OSTEUROPA	973 205	OSTEUROPA	75	02.01.09	121,2	146,4	10.980	10,6%	27,2%	20,8%
VALUE HOLDINGS CAPITAL PARTNERS FUND	A0B 63E	VALUE INVESTING	5	02.01.09	1.437,51	1.416,29	7.081	6,8%	14,2%	-1,5%
FONDSBESTAND							103.013,15	99,4%		
LIQUIDITÄT							592,59	0,6%		
GESAMTWERT							103.605,74	100,0%		

Im Zeichen des Bullen

Eine neue Hausse wurde eingeleitet, allerdings werden die Begleitumstände ganz andere sein, als man dies von früheren Bullenmärkten her kennt.



Die Titelgeschichte „Crack-up-Boom“ (kurz: CuB) der letzten SI-Ausgabe scheint unsere Leser aufgerüttelt zu haben. Denn nur selten war die Resonanz so zahlreich wie zuletzt. Irgendwie verständlich, denn über einen gigantischen künftigen Bullenmarkt zu lesen, während sich die gesamte Börsenwelt noch die Wunden von der Baisse leckt und sich in Untergangsszenarien suhlt, das hat schon was Bemerkenswertes. Dabei will ich gar nicht verhehlen, dass sich ein Großteil der Leserbriefschreiber nicht in purer Zustimmung übte. Die meiste Post enthielt Fragen zu einzelnen Facetten des von uns prognostizierten CuB, oder aber es wurde unsere Argumentation bzw. unsere Schlussfolgerungen hinterfragt.



Smart Investor 4/2009

Die Fragen eines Lesers:

Recht typisch für diese Feedbacks ist der Brief von Fabio B. aus München, er schrieb:

„Kompliment zu Ihrem hervorragenden Artikel im SI über den CuB! Ich bin allerdings nicht so überzeugt wie Sie. Vielleicht ist es ja nur der Schmerz des deflationären Einbruchs der Hard Assets, aber ich verstehe einen Punkt nicht, und leider haben Sie dazu im Artikel auch nichts geschrieben. Es fehlt doch der Transmissionsriemen, um das ‚neue Geld‘ überhaupt entstehen bzw. kaufkraftwirksam werden zu lassen, und dieser Riemen ist doch die (privatwirtschaftliche) Kreditvergabe, oder verstehe ich da etwas nicht richtig? Sie ziehen das Deutschland der 20er als Beispiel heran, aber damals hat meines Wissens die Reichsbank nicht nur Staatsanleihen aufgekauft (Quantitative Easing), sondern direkt die Regierung aus der Druckerpresse finanziert. So etwas ist doch aktuell (noch?) undenkbar, und die Kreditvergabe geht im Euro-Raum doch zurück. Sprich: ohne Neuverschuldung keine Teuerung (und auch keine Inflation).“

Und hier unsere Antwort:

Auch wenn wir die Antwort hierauf schon in früheren Ausgaben gegeben haben, soll sie hier nochmals in aller Kürze zusammengefasst werden: Der „Transmissionsriemen“ zur Reflationierung und damit zur Ankurbelung der Wirtschaft ist bereits am Arbeiten. Die Notenbank-Zinsen wurden in den USA auf Null

gesenkt, und in Europa werden sie bald bei Null sein. Damit liegen die Realzinsen (Zinsen nach Abzug der wirklichen Teuerung) im deutlich negativen Bereich. Diese Tatsache alleine wird die Wirtschaftsteilnehmer mittelfristig dazu bringen, ihr Geld auszugeben, da sie andernfalls laufende Kaufkraftverluste ihres Geldvermögens hinnehmen müssten.

Zudem wurde jede erdenkliche Schiefelage im Bankensystem sofort und mit gigantischen Geldsummen unschädlich gemacht (Ausnahme: Lehman Bros.). Auch wurde die Sicherheit der Konten der Privatanleger gewährleistet. Auf dem G20-Treffen wurden zusätzliche Staatsausgaben und Garantieleistungen im Gegenwert von fast 5 Bio. USD verabredet. Zudem greift der Staat in fast allen Ländern massiv in die Wirtschaft ein, z.B. via Abwrackprämie, Unternehmensstützungen, Steuersenkungen usw. Und nun laufen demnächst die bereits beschlossenen Konjunkturpakete an.

Der Geithner-Plan

Ein wirklicher Bremsen für die Zirkulation der riesigen im Markt liegenden Geldmengen ist bisher der Umstand, dass die sogenannten Toxic Assets in den Bankbilanzen die Kreditvergabe der Banken blockieren. Aber auch dieser Punkt wurde – zumindest für die USA – „ziel führend“ angegangen. Denn US-Finanzminister Tim Geithner hat mit dem Public-Private Partnership Investment Program, kurz: PPPIP, ein Konstrukt vorgestellt, welches es den Banken erlaubt, sich selbst mit Staatshilfe aus ihrer misslichen Situation herauszukatapultieren.



US-Finanzminister Timothy Geithner

Ein Beispiel:

Angenommen, eine Bank hat früher für 10 Mrd. USD Hypotheken-Derivate erworben. Diese gelten inzwischen als Toxic Assets, welche aufgrund mangelnder Marktgängigkeit auf 5 Mrd. USD in der Bank-Bilanz abgeschrieben wurden (daher die großen Verluste der US-Banken im vierten Quartal 2008). Der Geithner-Plan erlaubt es nun z.B., dass diese Bank einen Hedgefonds gründet, ihn mit etwa 0,6 Mrd. USD ausstattet, sich von der FDIC (= ame-

rik. Einlagensicherungsbehörde) bzw. der Fed 8,4 Mrd. USD leiht und mit den insgesamt 9 Mrd. USD dann die Toxic Assets an diesen Hedgefonds verkauft. Damit verschwinden diese Papiere aus der Bilanz der Bank, und letztere kann nun 4 Mrd. USD Gewinn verbuchen (denn die Toxic Assets wurden ja vorher auf 5 Mrd. abgeschrieben). Konkret: Mit einem Einschuss von 0,6 Mrd. USD kann sich die Bank einen Gewinn von 4 Mrd. USD und neue Liquidität in Höhe von 9 Mrd. USD kreieren. Und wo ist der Haken dabei? Na, dass diese Gewinn-Kreation der Staat bezahlt – weshalb übrigens auch die Aktienkurse der US-Banken zuletzt in die Höhe schossen.

Im Zuge des PPP-Programms können sich die amerikanischen Banken wieder Liquidität in rauen Mengen besorgen. Es dürfte sich von selbst verstehen, dass diese „Staatshilfe“ mit der Order verbunden wurde, diese freien Mittel zur Kreditvergabe einzusetzen. Andernfalls müssten diese quasi zum Nullzins bei der Notenbank gehalten werden, was längerfristig dem Geschäftsmodell einer jeden Bank zuwider laufen würde. Mehr zum Geithner-Plan finden Sie auch im Interview mit Bill Engdahl auf S. 23.

Aus Deflation wird Inflation

All diese hier genannten Punkte stellen in Summe den Transmissions-Mechanismus dar, der den Karren wieder in Schwung bringen soll/wird. Zumindest für eine gewisse Zeit, denn selbstverständlich finden all diese Maßnahmen auf Kosten des Staates statt. D.h. dessen ohnehin hohe Verschuldung wird dadurch ins Unermessliche steigen, und damit können



Focus Money Nr. 16 vom 8. April 2009

alle diese ergriffenen Maßnahmen unter langfristigen Gesichtspunkten weder als gesund noch als nachhaltig bezeichnet werden. Denn die Folge wird eine Verwässerung der Währungen sein, schließlich trifft zu viel Geld zukünftig auf zu wenige Güter (s. nebenstehendes Cover des aktuellen Focus Money). Sicherlich vermittelt die derzeitige Nachrichtenlage genau das Gegenteil, nämlich eine Deflationsspirale. D.h. die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nimmt ab und kompensiert somit die Zunahme der Geldmenge. Die Smart Investor-These ist nun, dass in Folge der staatlichen Eingriffe und der negativen Realzinsen (in einem solchen Umfeld führt Sparen zum Kaufkraftverlust) die Geld-Umlaufgeschwindigkeit wieder zunehmen wird. Alle derzeit herumgereichten Negativ-Begriffe wie „Kreditklemme“ oder „De-Leveraging“ werden demnach schon im kommenden Jahr fast aus den Schlagzeilen verschwunden sein.

PROGNOSE AUF DEM KÜHLERGRILL?

Wir wissen zwar nicht, was sich der Düsseldorfer Halter dieses Porsche Carrera bei der Wahl seines Nummernschildes gedacht haben mag. Sollte er damit eine Kursprognose verbunden haben, so wird ihm der DAX zumindest in den nächsten Jahren vermutlich nicht den Gefallen tun. Denn geht es nach Smart Investor, so wird der DAX und mit ihm alle anderen Indizes sehr stark nach oben steigen. Im Übrigen gab es insbesondere zu Beginn dieses Jahres jede Menge super-bearischer Prognosen in der Börsenmedien-Landschaft. Auch ein einseitiger DAX wurde von einem gewissen Börsenbrief in Betracht gezogen. Ob der Herausgeber dieser Publikation mit dem Besitzer dieses Porsche identisch ist, entzieht sich jedoch unserer Kenntnis.



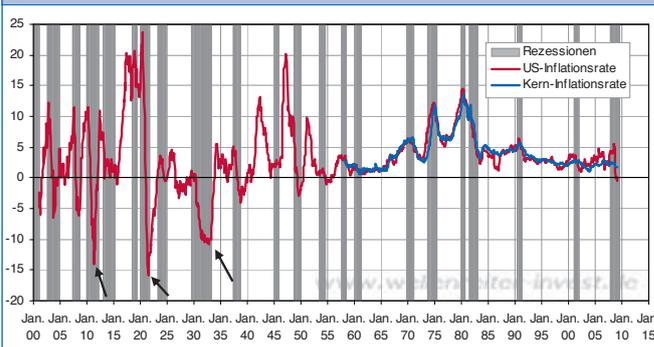
Konjunkturpakete

Hierzulande wird derzeit ganz öffentlich über ein drittes Konjunkturpaket diskutiert. Finanzminister Steinbrück bemerkte lapidar, dass er sich schon bei der Verabschiedung des zweiten Pakets fragte, wann wohl das dritte kommen würde. Dazu unsere Meinung: Herr Steinbrück bzw. vielleicht sein Nachfolger ab September wird auch noch ein viertes, fünftes und sechstes Paket verabschieden müssen. Und irgendwann wird man vor lauter permanenten Staatseingriffen die Pakete gar nicht mehr voneinander unterscheiden können. Fakt ist in jedem Fall: Konjunkturpakete wirken zunächst einmal stimulierend für die Wirtschaft.

Apropos Inflation

Die US-Kerninflation, also diejenige Teuerung, die ohne die Berücksichtigung von Nahrungsmitteln und Energie berechnet wird, liegt nach wie vor bei knapp 2% (Abb. 1). Bedenkt man, dass genau die beiden unberücksichtigten, aber lebensnotwendigen Produktgruppen in der Nähe von Mehrjahrestiefs notieren, so lässt sich unschwer erahnen, wie schnell die Gesamtteuerung wieder anziehen kann, wenn die Preise für Agrar- und Energie-Rohstoffe wieder zulegen. Dies aber ist aufgrund der nach wie vor steigenden Bevölkerung bzw. begrenzter Ressourcen (vgl. Peak Oil) nahezu sicher – selbst dann, wenn man keine Sondereffekte wie Kriege oder Miss-ernten unterstellt. So zeigt der Kursverlauf des Ölpreises bereits

ABB. 1: INFLATION UND KERN-INFLATION IN DEN USA



wieder deutliche Erholungstendenzen (Abb. 2). Zuletzt wurde sogar der Abwärtstrend der letzten dramatischen Baisse in Angriff genommen. Von einer geglückten Eroberung des darüber liegenden Terrains kann zwar bisher noch nicht gesprochen werden, allerdings dürfte dies unserer Ansicht nach nur eine Frage der Zeit sein.

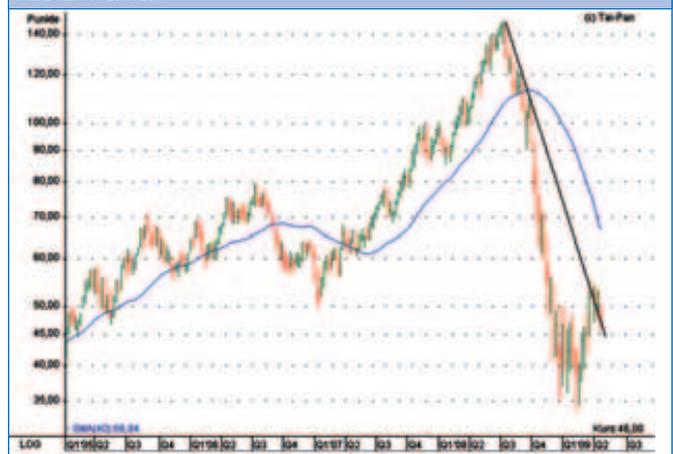
China geht voran

Während in Europa und in Amerika noch triste Stimmung herrscht, scheint sich in China bereits der nächste Boom abzuzeichnen. Parallel zum Einbruch des Autoabsatzes in Deutschland und Amerika wurden z.B. im Monat Februar in China so viele Autos verkauft wie noch nie. Die dortige Regierung setzt alles daran, mit vergleichsweise gigantischen Konjunkturpaketen der Wirtschaft im größtmöglichen Tempo wieder einen Schub zu verleihen. Indirekt lässt sich dies an der seit Anfang 2009 geradezu explodierenden Kreditvergabe ablesen (Abb. 3). Für Andreas Rees, Chefvolkswirt Deutschland bei der Unicredit, liegt es nahe, hinter diesem enormen Zuwachs einen Anstieg bei Konsum und Investitionen zu vermuten. Dementsprechend sieht er für China in den nächsten Jahren hohes Wachstum, allerdings nur so lange, wie die Konjunkturpakete anhalten (bisher reichen sie bis 2011). Smart Investor geht davon aus, dass die chinesische Volkswirtschaft eine der Hauptantriebsfedern für den von uns prognostizierten Crack-up-Boom darstellen wird.

Gespaltene Konjunktur

Übrigens geht Herr Rees auch wie wir davon aus, dass es aufgrund des fast ausschließlich staatsinduzierten kommenden

ABB. 2: ÖLPREIS



Aufschwungs zu einer gespaltenen Konjunktur in China kommen wird. Je mehr eine Branche direkt oder indirekt durch den Staat beeinflusst wird, desto mehr wird sie boomen (z.B. Bau, Infrastruktur usw.). Das Phänomen der „gespaltenen Konjunktur“ wird nach Meinung von Smart Investor in westlichen Industrienationen sogar noch viel stärker zu beobachten sein. Das kann im Extremfall bedeuten, dass z.B. Bauunternehmen sich in den nächsten Jahren vor (meist staatlichen) Aufträgen kaum retten können, was inflationär wirkt, und parallel in der Autoindustrie aufgrund von Überkapazitäten Produktionsrückgänge und damit Massenentlassungen drohen. Sobald der Staat un-

Anzeige



Vorstandsvorsitzender Otto Dauer (links) und Finanzvorstand Peter Biewald

AI ALLIANCE
Advanced Inflight Alliance AG

**Hauptversammlung
am 12. Juni 2009**

Hanns-Seidel-Stiftung, München

ISIN: DE0001262186

www.advanced-inflight-alliance.com

info@aialliance.com

Advanced Inflight Alliance AG
Weltmarktführer im
Inflight Entertainment

ter Hochdruck in das Wirtschaftsgeschehen eingreift, sind Fehl-Allokationen und -Dosierungen der eingesetzten Mittel die logische Konsequenz*.

Zu den Börsen

Die Aktienbörsen kannten in den letzten vier Wochen nur die Richtung nach oben. Wie am Beispiel des DAX-Index in Abb. 4 zu sehen ist, verlief der Anstieg seit dem Tief am 9. März bis zum Redaktionsschluss in einem sehr steilen Aufwärtstrend-Kanal (blaue parallele Linien). Fast 1.100 DAX-Punkte oder 30% in sechs Wochen: Das ist absolut rekordverdächtig. Damit wurde auch der steile Abwärtstrend (hellgrüne dicke Linie), der die Endphase der letzten Baisse beschreibt, überwunden, was wir langfristig im Sinne des CuB als positiv werten.

Allerdings lässt sich wie bei vielen anderen Indizes auch beim DAX zuletzt eine gewisse charttechnische Zuspitzung erkennen. Damit ist gemeint, dass der Index innerhalb seines nach oben gerichteten Trendkanals eine Keilformation ausbildete, welche bis Redaktionsschluss bis an ein markantes Hoch vom Februar heranreichte. Wir erachten diese Konstellation, welche so oder so ähnlich in vielen anderen wichtigen Indizes beobachtet werden kann, als charttechnisch geradezu dafür prädestiniert, dass von hier aus eine schnelle und heftige Abwärtskorrektur starten könnte. Allerdings würden wir eine solche eben nur als Korrektur auf dem weiteren Weg nach oben sehen, wie die dicke gelbe SI-Prognose-Linie verdeutlicht. Unser in der letzten Ausgabe unterbreitetes Hausse-Szenario (in Verbindung mit einem wirtschaftlichen Crack-up-Boom) sehen wir durch die jüngsten Kursavancen mehr als bestätigt.

Wann zeigt Obama sein wahres Gesicht?

Der seit knapp 100 Tagen amtierende US-Präsident Barack Obama agiert auf einer Welle der Sympathie. Wie nie zuvor seit John F. Kennedy begeistert er die Massen mit seiner charmannten, selbstkritischen und fürsorglichen Art. Er spricht von einer atomaren Nulllösung, versucht sich mit den Entwicklungs- und sogar mit der „Schurken“-Ländern gut zu stellen, nimmt die Schuld für die Finanzkrise auf die amerikanische Kappe, rügt

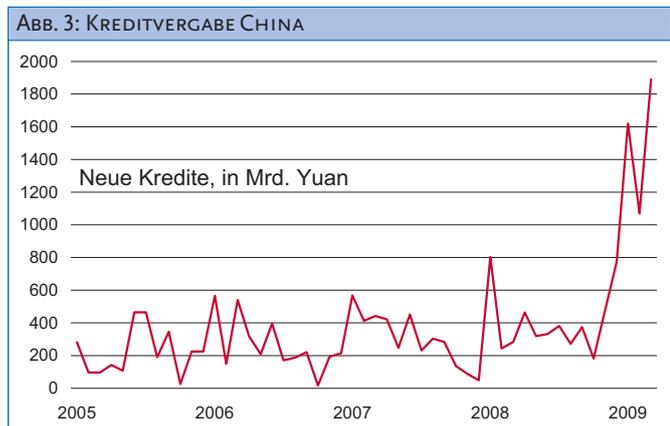


Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

die US-Finanz-Vorstände hinsichtlich ihrer maßlosen Bonus-Bezüge und, und, und. Das alles wirkt unglaublich sympathisch und angenehm, aber wer glaubt, dass dieser Schmusekurs auch zukünftig so weitergehen wird, der dürfte bitter enttäuscht werden. Denn nach der gefälligen Phase eins dürfte schon bald die harte Phase zwei der Amtszeit beginnen. Wie der Obama-Biograph Webster Tarpley in SI 11/2008 und William Engdahl im Interview in diesem Heft auf S. 23 ausführen, ist der „schwarze Kennedy“ ein Mann des „Establishments“ bzw. der Wall Street. Dies wird jetzt schon deutlich, wenn man einige seiner Aktionen näher betrachtet, beispielsweise den oben erläuterten Geithner-Plan, der als Raubzug der großen Wall Street-Banken in der Staatskasse bezeichnet werden muss. Oder aber Obamas jüngster Erlass, wonach CIA-Folterknechte straffrei ausgehen werden. Beim neuen US-Präsidenten klafft eine erhebliche Lücke zwischen Schein und Sein, und wir vermuten zusammen mit Engdahl und Tarpley, dass Obama schon bald die Samthandschuhe ausziehen und andere Seiten aufziehen wird. Gut möglich auch, dass dies durch ein Schockereignis, z.B. durch einen Terroranschlag oder eine außenpolitische Krise, initiiert werden wird. Vize-Präsident Biden und einige andere Berater Obamas hatten ein solches Ereignis ja schon vor einigen Monaten durch die Blume angedeutet. Wir weisen deswegen immer wieder darauf hin, weil der Zeitpunkt, wenn Obama sein wahres Gesicht zeigen wird, zu einer bitteren Enttäuschung für die Welt führen und damit auch auf die Wirtschaft schwerwiegende Auswirkungen haben dürfte.

Fazit

Der Wahnsinn nimmt weiter seinen Lauf. Regierungen und Notenbanken weltweit werden ALLES tun, um das Finanzsystem zu retten. Langfristig werden diese Rettungsversuche DEFINITIV scheitern, so viel steht heute schon fest. Die einzige Möglichkeit, die wir realistischer Weise für den Exitus prog-



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

*) Die Gründe dafür müssen in einem späteren Heft ausführlich erläutert werden.



nostizieren können, ist die „inflationäre Explosion“ des Finanzsystems, deren Kulmination wir im Zeitraum 2011 bis 2013 vermuten. Bis dahin dürften all diese Rettungsversuche nochmals neue Finanzblasen erzeugen, insbesondere an den Aktien- und Rohstoff- bzw. Edelmetallmärkten.

Der von uns prognostizierte wirtschaftliche Crack-up-Boom dürfte unserer Ansicht nach ab dem dritten Quartal 2009 beginnen. Die Aktienbörsen haben aller Wahrscheinlichkeit nach jedoch bereits ihr Tief um den 9./10. März gefunden und befinden sich seither in einem neuen großen Bullenmarkt, der von den aktuellen und zukünftigen Reflationierungsbemühungen getrieben werden wird. Ganz kurzfristig überwiegen an den Börsen jedoch die Gefahren. Wenn Sie dieses Heft in den Händen halten, dürfte die Korrektur auf den steilen Börsenanstieg der letzten sechs Wochen bereits laufen. Von diesem korrektiven Intermezzo abgesehen stehen die Börsen aus unserer Sicht ab jetzt also im Zeichen des Bullen.

Ralf Flierl

SENTIMENTTECHNIK

Kapital-Allokation

Cash-Berg im Park-Modus

Das Wesen der Sentimentanalyse bzw. der Behavioral Finance ist die Erkennung von Potenzialen aufgrund von Ungleichverteilungen von Informationen und/oder Kapital. Denn Ungleichgewichte halten meist nicht sehr lange an und tendieren dazu, wieder in Richtung eines Gleichgewichtszustands zu laufen. Beispiel: Wenn sich sehr viele Marktakteure gegen fallende Kurse via Put-Optionen versichert haben, so deutet die Sentimentanalyse z.B. mittels einer Put/Call-Ratio an, dass das größere Überraschungspotenzial in einem zukünftigen Kursanstieg zu sehen ist, schließlich wird der Kursverfall von vielen ja bereits in Betracht gezogen.

JEDEN DIENSTAG: SMART INVESTOR WEEKLY!

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

Solche Ungleichgewichte lassen sich nun auf verschiedensten Arten messen. Die nebenstehende Graphik zeigt die Mittel-Allokation der von der Vereinigung der amerikanischen Privatanleger (AAII) jüngst befragten Mitglieder. Dabei sind die auffälligsten Entwicklungen seit Beginn der Baisse, dass der Anteil der Aktien deutlich zurück- (von rund 70 auf 40%) und der Anteil in Cash deutlich nach oben gefahren wurde (von rund 20 auf 45%). Dieser Umstand lässt sich so interpretieren, dass große uninvestierte Kapitalmengen sozusagen an der Seitenlinie des Kapitalmarktes liegen, welche potenziell an die Börsen strömen könnten, was natürlich kurstreibend wäre. Insofern unterstreicht die Kapital-Allokation der US-Privatanleger unsere Argumentation eines langfristigen Bullenmarktes.

Ralf Flierl

ALLOKATION AKTIEN, ANLEIHEN, CASH IN PROZENT (AAII-UMFRAGE)

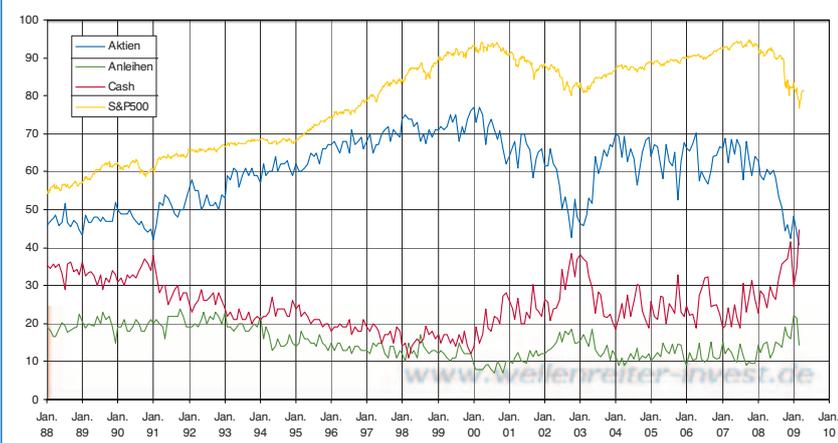




Foto: India Tourism

Der indische Aktienmarkt

Der indische Aktienmarkt (Sensex Index) konnte sich seit dem Jahrhunderttief im Jahre 2003 mit am besten unter den asiatischen Märkten entwickeln. So gelang ihm bis zum Hoch Anfang 2008 nahezu eine Versiebenfachung. Allerdings kam er auch im Zuge der Baisse seit Anfang 2008 deutlich unter Druck. So verlor der Sensex in der Spitze in 15 Monaten fast 70% seines Wertes.

Doppelboden und 50%-Korrektur

Hat der indische Aktienmarkt seine Baisse nun beendet, und wie wird es weitergehen? Beim Blick auf den Chart in untenstehender Graphik fällt zunächst einmal auf, dass die beiden Tiefs im November 2008 und März 2009 in etwa auf gleicher Höhe liegen und damit als Doppelboden interpretiert werden können. Das zweite Tief liegt etwas tiefer, was allerdings durchaus typisch für Doppelböden ist. Für die Tatsache, dass es sich hierbei wirklich um eine Bodenbildung handeln könnte, spricht auch der Umstand, dass die Baisse in etwa 50% des vorangegangenen Bullenmarktes korrigiert hat. Dies ist nicht auf absoluter Basis, sondern auf prozentualer Basis gemeint. Denn im logarithmischen Chart entspricht die Strecke A in etwa der Strecke B. Das Ausmaß 50% ist ebenfalls typisch für eine Kor-

rektur und legt damit – wie der Doppelboden – nahe, dass der Sensex bereits schon wieder im Hausse-Modus ist.

Das Pendel schlägt zurück

Natürlich lassen die vorangegangenen Erläuterungen immer noch den Schluss zu, dass das absolute Low bereits ausgebildet wurde, der Sensex aber weiter auf tiefem Niveau seitwärts verläuft. Hiergegen spricht jedoch das 1-Jahres-Momentum (berechnet auf 250 Börsen-Tage), welches in der Mitte in der Abb. abgetragen wurde. Wir erkennen, dass das Momentum im Zuge der Baisse dermaßen weit in den negativen Bereich gefallen ist, dass man mit einiger Wahrscheinlichkeit darauf schließen kann, dass der Index gleichsam einem Pendel, welches zu sehr in die eine Richtung ausgeschlagen hat, nun mit voller Wucht in die andere Richtung zurückpendelt, also nach oben.

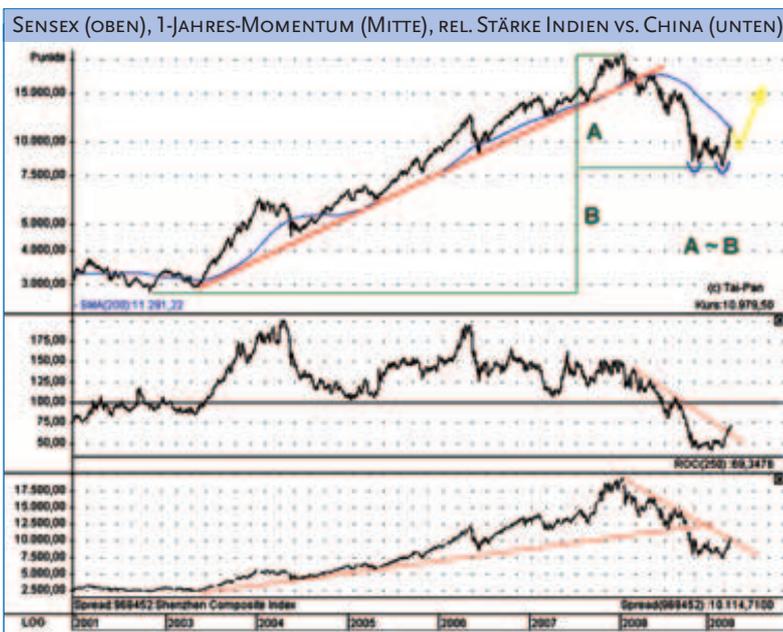
Neue relative Stärke?

Unten in der Abb. ist die relative Stärke des indischen zum chinesischen Aktienmarkt abgetragen. Die jahrelange Outperformance Indiens (steigende rote Linie) schlug in der Endphase der Baisse in eine Underperformance um (Bruch der aufwärts gerichteten Trendlinie). Allerdings macht der Abwärtstrend in der Baisse den Eindruck, bald schon wieder von unten nach oben gebrochen zu werden, d.h. die momentane Phase der noch schlechteren Entwicklung Indiens gegenüber Chinas könnte bald zu Ende gehen.

Kurzfristige Aussichten

Der phänomenale Kursanstieg seit dem März Tief um in der Spitze fast 55% kam ziemlich exakt an der fallenden 200-Tage-Durchschnittslinie (blau) zum Stoppen. Auch dies ist typisch für Erholungsbewegungen. Im Zusammenhang mit der Überlegung zum Momentum bzw. Pendel gehen wir jedoch davon aus, dass nach einer mehr oder weniger stark ausgeprägten jetzigen Phase der Abwärtskorrektur bald schon wieder die Richtung nach oben eingeschlagen werden wird. Die gelb eingezeichnete SI-Prognose-Linie verdeutlicht unsere Einschätzung der zukünftigen Entwicklung. Zudem geht Smart Investor davon aus, dass der indische den chinesischen Aktienmarkt zukünftig wieder outperformen wird.

Ralf Flierl



Agrarsektor: Weizen mit weiterer Preisschwäche vor Bodenbildung

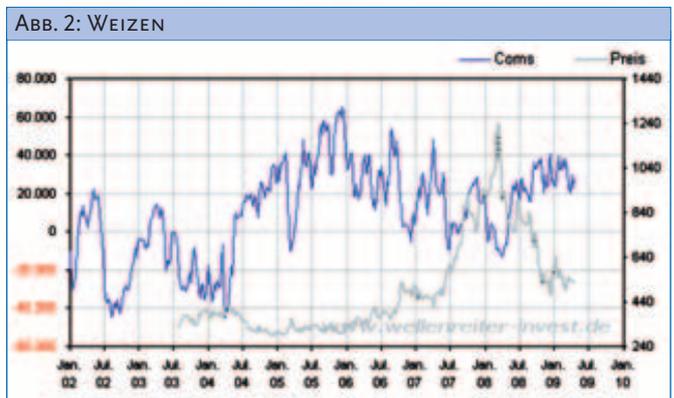
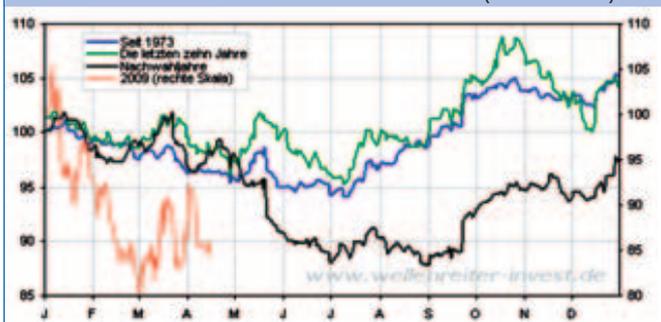
Gastbeitrag von Alexander Hirsekorn (www.wellenreiter-invest.de)

Der wichtigste Unterschied zwischen den Aktienmärkten und Rohstoffen ist an ihren Extrempunkten erkennbar. Ein Preishoch bildet sich am Aktienmarkt über viele Wochen oder Monate, während sich Preishochs und die Umkehrformation bei den Rohstoffen in wenigen Tagen bilden. Bei Preistiefs ist das jeweilige Verhalten umgekehrt ebenfalls zu beobachten: Der Aktienmarkt bildet Tiefs an wenigen Handelstagen aus, bei Rohstoffen vergehen dabei Monate. Dieses eigentümliche Verhalten ist auch ein Grund, warum das Thema Inflation 2009 keine große Rolle spielen wird, erst ab Herbst 2009 dürfte aufgrund der Basiseffekte dieses Thema am Kapitalmarkt zurückkehren. Zunächst heißt der Trend „Reflation“, wobei der Rohstoffbereich eine divergente Entwicklung zeigen wird. Ein Bereich, der als Nachzügler fungieren wird, sind die Getreidemärkte mit Mais und Weizen.

Saisonaler Preisdruck endet im Juli

Der Weizenpreis hat sich zwischen März und Dezember 2008 gedrittelt und zeigt bisher kaum Momentum auf der Oberseite. Ein nochmaliger Test des Dezembertiefs sollte eingeplant werden. Für diese Sichtweise spricht auch das saisonale Bild, gerade in den Monaten Mai/Juni ist mit Preisdruck zu rechnen, im Juli bilden sich oftmals Preistiefs. Mit einem Blick auf den CoT-Report vom 14.04.2009 ist eine Netto-Long-Positionierung von 27.988 Kontrakten zu erkennen. Eine solche Positionierung spricht für eine einsetzende Bodenbildung, historisch gab es jedoch während der Phase der Bodenbildung 2005 noch wesentlich größere Extrema bei den Commercials zu beobachten. Insofern

ABB. 1: SAISONALER VERLAUF WEIZEN SEIT 1973 (IN PROZENT)



ist nicht mit einem vollständigen Rückgang der Preise auf das Niveau von 2004/2005 zu rechnen, sondern mit einer preislichen Bodenbildung auf einem höheren Niveau. Dieser Prozess der Bodenbildung dürfte aber im Wesentlichen den Großteil des zweiten und dritten Quartals 2009 andauern.

Fazit

Die durch die negativen Verbraucherpreise in den Medien gestartete Diskussion der Deflation ist momentan als eine Nebelbombe zu bezeichnen, da der Trend am Kapitalmarkt „Reflation“ heißt. Bei den Rohstoffen profitieren industrienaher Rohstoffe zuerst, bei einem Agrarrohstoff wie Weizen wird die Phase der Bodenbildung auf der zeitlichen Achse noch wesentlich längere Zeit benötigen, so dass Ängste wie im Frühjahr 2008 vor einer „Agroflation“ zumindest in diesem Jahr nicht angemessen sind. ■

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

Die neuesten CoT-Daten können wöchentlich ab Samstag Mittag kostenlos auf www.wellenreiter-invest.de/cot.html abgerufen werden. Der Einführungsartikel zur CoT-Rubrik findet sich in Smart Investor 12/2004 bzw. unter www.smartinvestor.de (Rubrik „Hintergrund“: Beitrag „Den Insidern über die Schulter geschaut“ vom 28.12.2004)

Panikkäufe

Die Aufwärtsbewegung erwies sich als fast ebenso hartnäckig wie der vorangegangene Abschwung

Geld an der Seitenlinie

Als wir in der letzten Ausgabe fragten, ob an den Märkten gerade „Mehr als eine Rally?“ zu sehen sei, zeigten wir uns skeptisch. Zu viele Ungereimtheiten trübten die damals gerade erst wenige Tage andauernde Aufwärtsbewegung. Nach fünf Wochen Rally, was an sich schon bemerkenswert ist, fällt insbesondere die bislang fehlende Bereitschaft zu Korrekturen ins Auge. Ansätze dafür hätte es genug gegeben. Offenbar wartet aber viel Geld an der Seitenlinie und nutzt jede Gelegenheit zum Einstieg. Mit steigendem Handlungsdruck kam es zur selteneren Variante der Panik – dem Panikkauf!

„Mauer der Angst“

Sah es über viele Monate in unserem Universum recht düster aus, so haben sich mittlerweile schon bei neun der 26 Indizes steigende Gleitende Durchschnitte auf Halbjahresbasis (Spalte „GD Halbjahr Steig.%“), also Aufwärtstrends herausgebildet. Frische Aufwärtstrends sind tatsächlich eine der attraktivsten Marktumgebungen. Dass das Bombardement schlechter Nachrichten aus der „realen“ Welt nicht abreißt, macht es in dem Sinne sogar attraktiver, als es dem in Frühphasen echter Aufwärtstrends oft beobachteten Emporklettern der Kurse an einer „Mauer der Angst“ entspricht.

Das alte Dilemma

Durch die teils panikartigen Käufe haben sich jedoch in einigen Bereichen stark übergekaupte Zustände herausgebildet. Da wird die Versuchung, Gewinne mitzunehmen, übermächtig, und neue Käufe fallen schwer. Es ist das alte Dilemma, schließlich könnte sich der Trend auch als Fiktion erweisen, da die länge-

ren Trends (ein Jahr und mehr) in vielen Indizes nach wie vor abwärts gerichtet sind. Die Lösung: Gewinne laufen lassen, Stopps nachziehen.

Sichere Häfen ohne Gefolgschaft

Die relativ schlechteste Entwicklung fand sich im abgelaufenen Monat bei den „Sicheren Häfen“, also Edelmetallen und Renten. Auch Rohöl verlor überdurchschnittlich, was die Vermutung nahe legt, dass Aktien weniger wegen blendender Konjunkturerwartungen gekauft werden, sondern lediglich um Nominalanlagen zu entfliehen. Unter diesem Aspekt sollten Edelmetalle bald wieder Gefolgschaft finden, während langlaufende Renten (REXP 10 Minus 14 Ränge!) unattraktiv bleiben. ■

Ralph Malisch

RELATIVE-STÄRKE-RANGLISTE: LÄNDER-INDIZES UND ROHSTOFFE AUS SICHT EINES EUROPÄISCHEN INVESTORS								AUSGEWÄHLTE TECHNISCHE INDIKATOREN IN LANDESWÄHRUNG					
INDEX	LAND	RELATIVE STÄRKE ZUM						LAGE KURS			GD HALBJAHR		VOLA REL.
		17.4.	20.3.	23.1.	12.12.	21.11.	4 Wo	6 Mo	3 JHR	STEIG.%	ABST.%		
SHENZHEN A	CHINA	1	1	2	3	3	3	74	94	43	+0,31	+33,8	0,6
RTX	RUS	2	8	24	26	25	26	88	56	18	-0,28	+27,4	0,9
MERVAL	ARG	3	5	9	14	19	25	100	98	28	+0,03	+18,1	0,9
H SHARES	CHINA	4	7	6	15	7	12	78	87	26	+0,07	+21,6	0,9
KOSPI	KOREA	5	9	22	12	21	22	76	81	33	+0,03	+16,1	0,8
TECDAX	D	6	20	18	21	22	20	97	74	25	+0,06	+17,5	0,8
HANG SENG	HK	7	17	10	16	9	9	87	71	22	-0,07	+12,9	1,1
ALL ORD.	AUS	8	12	16	22	24	21	81	46	16	-0,09	+4,4	0,7
SENSEX	INDIEN	9	24	17	20	17	16	81	47	21	-0,20	+13,3	0,8
NASDAQ 100	USA	10	10	8	10	15	11	91	70	26	+0,05	+11,4	1,0
IBEX 35	E	11	18	19	13	10	13	95	57	24	-0,11	+5,8	0,9
MDAX	D	12	25	23	23	20	19	100	55	16	-0,05	+5,6	1,0
DAX	D	13	15	20	17	12	17	94	56	22	-0,06	+4,9	1,0
SILBER		14	3	1	5	14	8	0	56	26	+0,02	+4,3	0,8
HUI *	USA	15	2	3	1	4	10	0	64	33	-0,03	+3,9	0,7
S.E.T.	THAI	16	13	7	9	18	18	72	35	13	-0,23	+4,3	0,6
ROHÖL		17	11	25	24	26	24	24	35	14	-0,45	+2,8	0,9
S&P 500	USA	18	22	15	11	11	7	92	51	21	-0,04	+2,4	1,0
NIKKEI 225	J	19	14	13	6	6	5	82	48	16	-0,19	+7,2	0,9
REXP 10 *	D	20	6	5	4	2	2	58	89	95	+0,03	+2,6	0,8
GOLD		21	4	4	2	1	1	0	57	70	-0,01	+1,9	1,1
CAC 40	F	22	16	21	18	13	14	97	44	15	-0,02	+0,8	0,9
FTSE 100	GB	23	21	14	19	16	15	88	48	18	+0,03	-0,4	0,9
DJIA 30	USA	24	23	12	7	5	4	91	48	21	-0,04	-0,6	1,0
SMI	CH	25	19	11	8	8	6	86	44	19	-0,16	-1,5	0,9
PTX	POLEN	26	26	26	25	23	23	71	30	15	-0,49	-3,9	1,4

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

Zinssenkungen der Zentralbanken werden Wirkung zeigen

Von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale

Erfreulicherweise haben sich die Aktienkurse in den vergangenen vier Wochen so entwickelt, wie es die Indikatoren nahe legten. Seitdem die Zinsstruktur nicht mehr „invers“ ist, funktionieren die Indikatoren wieder, wie in der letzten Ausgabe ausgeführt. Die Aktienmärkte nehmen auf schlechte Nachrichten keine Rücksicht mehr. Enttäuschendes vom Arbeitsmarkt, den Auftragseingängen oder den Unternehmensumsätzen wurde schnell weggesteckt. Offenbar wollen die Märkte nun nach oben. Die Anleger fragten sich, ob die US-Wirtschaft doch nicht so sehr am Boden liegt, wie allseits beschrieben? Zeigen die Maßnahmen der US-Notenbank FED und der US-Regierung etwa erste Wirkungen?

Ich bejahe dies und bin der Meinung, dass es am Aktienmarkt weiter aufwärts geht, und zwar nicht als bloße „Bärenmarkt-Rally“, wie viele Analysten noch vermuten. Ein DAX von 6.000 Punkten zum Jahresende ist keine Utopie mehr.

Befragen wir unsere Indikatoren. Das sind:

- a) Die Zinsstruktur im gleitenden 15-Wochen-Durchschnitt.
- b) Das Trendsignal der Aktienindizes, repräsentiert durch den Nasdaq Composite, den Dow Jones Utility und den DAX.
- c) Die Signale der Mehrheit unter den restlichen fünf Indikatoren:
 1. Trend der Anleihezinsen
 2. Trend des Ölpreises
 3. Inflationstrend, repräsentiert durch den Rohstoffindex CRB
 4. Trend des US-Dollars
 5. Saisonfaktor

ANLEIHEZINSEN MINUS GELDMARKTZINSEN GEGLÄTTET, USA UND EUROPA



Zinsstruktur

Sie ist positiv; die Anleihezinsen (USA und Europa) liegen im 15-Wochen-Durchschnitt weiterhin klar über den Geldmarktzinsen.

Trendsignal der Aktienindizes

Während ich diese Zeilen schreibe (Mitte April), ist das Signal noch negativ, aber wohl nicht mehr lange! Der Nasdaq Composite müsste für ein positives Signal ein 25-Wochen-Hoch melden;

dazu müsste er nur noch die Marke 1.653 zum Wochenschluss überspringen. Der Dow Utility müsste außerdem ein 9-Wochen-Hoch melden. Das wäre beim Stand von 338 Punkten erreicht.

Restliche fünf Indikatoren Insgesamt positiv (4:1)!

Trend der Anleihezinsen: Pluspunkt! Um ein negatives Signal auszulösen, müssten die Anleihezinsen derzeit auf unrealistische Höhen klettern (Deutsche Umlaufrendite über 4%).

Der **Ölpreis** liefert als einziger unserer Indikatoren einen **Minuspunkt**, da er zuletzt ein Sechs-Wochen-Hoch meldete. Noch aber befindet sich der Ölpreis auf niedrigem Niveau und stützt damit die Weltkonjunktur.

Der **CRB-Index**, der die Rohstoffpreise repräsentiert, weist darauf hin, dass von einer Inflationsgefahr momentan keine Rede sein kann. Er liegt im Jahresvergleich über 40% tiefer. **Pluspunkt!**

Der **US-Dollar** bleibt trotz aller Unkenrufe stabil. Der Euro hat es nicht geschafft, gegenüber dem US-Dollar wieder ein 15-Wochen-Hoch zu melden. **Pluspunkt!**

Der **Saisonfaktor** meldet ebenfalls einen **Pluspunkt**, denn die durchschnittlich gefährlichsten 16 Wochen der vergangenen zehn Jahre beginnen erst Ende Mai 2009.

Fazit

Am Fazit meines Kommentars in der letzten Ausgabe, „die positive Zinsstruktur und die mehrheitlich klare positive Tendenz bei den restlichen fünf Indikatoren ergeben eine Wahrscheinlichkeit von 2:1, dass die lange Aktienbaisse nunmehr beendet ist“, hat sich nichts geändert! ■

Anzeige

Der Wellenreiter Wirtschaftsthemen der Zeit

Zyklen, Verlaufsvergleiche, Kommentare
Jeden Montag CoT-Auswertung

Schnupperabo 14 Tage kostenlos

www.wellenreiter-invest.de

Einkaufsgemeinschaften für Edelmetalle

Südafrikas Goldproduktion kommt wieder in Schwung

Foto: Heraeus

In den letzten Wochen wurden den Edelmetallbullen die Hörner etwas weiter gestutzt. Die Goldnotierung fiel bis auf 866 USD zurück und der HUI auf 290, um sich jeweils wieder etwas zu erholen. Silber fiel zwischenzeitlich auf rund 12 USD. Lediglich Platin und Palladium ließen sich von der allgemeinen Börsenerholung anstecken. Die im Rahmen des G-20-Treffens vereinbarten Billionen-Stimulierungen scheinen zumindest psychologisch Wirkung zu zeigen. Dadurch eröffnet sich eine hervorragende Gelegenheit, sich noch mal relativ günstig im Gold- und Silbersektor zu positionieren.

EDELMETALLPREISE, -INDIZES UND -RATIOS	KURS				VERÄND.		
	17.04.09	20.03.09	02.01.09	02.01.06	ZUM VOR-	SEIT JAHRES-	SEIT
					MONAT	BEGINN	01.01.2006
GOLD IN USD	868,7	952,85	879,45	516,88	-8,83%	-1,22%	68,07%
GOLD IN EUR	666,49	701,38	630,08	437,3	-4,97%	5,78%	52,41%
SILBER IN USD	11,91	13,88	11,39	8,87	-14,19%	4,57%	34,27%
PLATIN IN USD	1.212,00	1.124,00	946,5	966,5	7,83%	28,05%	25,40%
PALLADIUM IN USD	235	213	192,5	254	10,33%	22,08%	-7,48%
HUI (INDEX)	275,26	326,54	299,2	298,77	-15,70%	-8,00%	-7,87%
GOLD/SILBER-RATIO	72,9	68,6	66,8	56,5			
DOW JONES/GOLD-RATIO	9,4	7,6	10,2	21,2			

Einkaufsgemeinschaften

Vor dem Hintergrund des ungehemmten Geldmengenwachstums und des weltweit orchestrierten Versuchs, die Exzesse der Vergangenheit mit einer noch hemmungsloseren Schulden- und Konsumorgie wieder ins Laufen zu bringen, wird es immer wichtiger, zumindest einen Teil seines Vermögens in Edelmetalle investiert zu haben. Neben dem direkten Kauf in der Bank oder bei einem Händler gibt es weitere sinnvolle und interessante Möglichkeiten, z.B. Einkaufsgemeinschaften. Darunter versteht man einen „Zusammenschluss mehrerer Personen oder Unternehmen mit dem Ziel, durch gemeinschaftlichen Einkauf im Markt mehr Gewicht zu haben und dadurch günstigere Preise zu erzielen“ (Quelle: Wikipedia).

Wir werden im Folgenden die Einkaufsgemeinschaften für Edelmetalle genauer beleuchten und auch gegenüber anderen Möglichkeiten abgrenzen. Im deutschsprachigen Raum gibt es eigentlich nur drei Gesellschaften, die mit seriösen Angeboten aufwarten (BaFin-Zulassung): die Gold & Silber GbR, die SOLIT Kapital GmbH und die L'or capital fine art AG (Lor AG). Bei allen werden die Metalle auch tatsächlich gekauft, eingelagert und versichert. Durch die Anlegerbündelung können – zum Vorteil aller – größere Barreneinheiten erworben (z.B. Goldbarren ab 1 kg) und bessere Einkaufskonditionen durchgesetzt werden. Besonders bei kleinen Stückelungen ist der Aufpreis der Händler sehr hoch, was sich aber bei Barren ab 100g (bei Gold) recht schnell nivelliert. Als grobe Orientierung liegen die Aufschläge bei pro aurum auf größere Stückelungen bei rund 3% bei Gold und gut 10% (netto) bei Silber. Wie in der Tabelle zu erkennen ist, möchte sich lediglich Gold & Silber in die Karten schauen lassen. Sie kaufen fix zu 1,5% bei Gold und 3% bei Silber über dem Spot-Preis ein. Die Mitbewerber liegen entweder deutlich darüber oder machten keine Angaben. Bei Gold & Silber wird man GbR-Gesellschafter und bei den ande-

ren Kommanditist. Da die Gelder primär in Edelmetalle investiert und sonst keine weiteren Aktivitäten betrieben werden, spielt die Wahl der Rechtsform eine untergeordnete Rolle, und auch die verschiedenen Haftungsrisiken bestehen lediglich theoretisch.

Besonderheiten bei Silber und Platinmetallen

Im Gegensatz zum Gold wird beim Kauf von Silber, Platin und Palladium die Mehrwertsteuer fällig (19% auf Barren und 7% auf Münzen in Deutschland). Gold & Silber und Solit lassen ihr Metall im Zollfreilager in der Schweiz einlagern. Daher fällt keine Mehrwertsteuer an, solange sich der Anleger die Metalle nicht physisch ausliefern lässt – diese Möglichkeit besteht bei allen Anbietern. Da sich die Edelmetalle der L'or AG in Deutschland befinden und die Gesellschaft nicht Vorsteuerabzugsberechtigt ist, fällt die Mehrwertsteuer beim Kauf an. Hier sollte der Anleger klar bedenken, welche Präferenzen er hat. Will er die Weißmetalle in Zukunft physisch beziehen und geht er von einer deutlichen Wertsteigerung aus, dann macht es Sinn, die Mehrwertsteuer schon beim Kauf zu entrichten. Andernfalls wird sie bei späterer Auslieferung wegen des gestiegenen Metallpreises höher ausfallen. Ansonsten ist das Angebot von Gold & Silber oder Solit besser.

Auf die Gebühren achten!

Wer physisch Edelmetalle kauft, der macht das i.d.R. nicht für spekulative Zwecke, sondern unter einem sehr langfristigen Aspekt. Deswegen sind nicht nur die einmaligen Einkaufsvorteile zu beachten, sondern besonders auch die laufenden jährlichen Kosten für die Verwahrung, Versicherung, Verwaltung etc. Bei Gold & Silber fällt eine jährliche Gebühr von 1,5% an und bei Solit 1,8%. Lediglich die L'or AG verlangt fast das Doppelte und zusätzlich eine Gewinnbeteiligung, was langfristig sicherlich ins Gewicht fällt. Hier sollte man genau vergleichen, was ein Bankschließfach kosten würde oder wie hoch

EINKAUFSGEMEINSCHAFTEN FÜR EDELMETALLE IM ÜBERBLICK

GESELLSCHAFT	GOLD & SILBER	SOLIT KAPITAL	L'OR
WEBPAGE	WWW.GOLDSILBER.ORG	WWW.SOLIT-KAPITAL.DE	WWW.LOR-AG.COM
GEBÜHR P.A. (INKL. MWST.)	1,50%	1,80%	2,94% (+10% GEW.BET.)
AGIO (AUFGELD)	0%	5% (+5% INNENPROV.)	5,50%
EINKAUFSKONDITIONEN (AUFGELD GGÜ. SPOT-PREIS)	1,5% (GOLD) / 3% (SILBER)	VERTRAULICH	K.A.
LAGERUNG	SCHWEIZ	SCHWEIZ	DEUTSCHLAND
GESELLSCHAFTSFORM	GbR	GMBH & Co. KG	GMBH & Co. KG
MINDESTANLAGE	500 EUR	5.000 EUR ZZGL. AGIO	2.500 EUR ZZGL. AGIO
GRÜNDUNG	2005	2009	2002
KAUF VON PLATIN/ PALLADIUM MÖGLICH	JA	NEIN	NUR PLATIN
SPARPLAN MÖGLICH	JA	NEIN	JA
KÜNDIGUNG	JEDERZEIT	NACH 3 JAHREN	JEDERZEIT
VOLUMEN	CA. 32 Mio. EUR	K.A.	CA. 60 Mio. EUR
MITGLIEDER/INVESTOREN	CA. 1.800	K.A.	CA. 4.500
FREIE WAHL DER METALLE	JA	JA	NEIN

man das Risiko einschätzt, wenn man die Edelmetalle im eigenen Safe zu Hause einlagert. Mit Ausnahme von Gold & Silber verlangen alle bei der Anlage ein einmaliges Agio – vergleichbar mit dem Ausgabeaufschlag bei Fonds – von 5% bzw. 5,5%. Die Solit Kapital verlangt zudem noch eine sogenannte Innenprovision von 5%, weswegen man als Anleger gleich mal 10% hinten liegt. Deswegen dürften bis auf das Angebot von Gold & Silber bei allen Einkaufsgemeinschaften die beschriebenen Einkaufsvorteile nur in der Theorie bestehen.

Abgrenzung zu anderen Konkurrenzprodukten

Wer in Edelmetalle investieren möchte, dem erschließt sich auch die von uns bereits empfohlene Möglichkeit über ETFs (bzw. ETCs). Dabei sollte man Xetra-Gold oder die ETFs der ZKB bevorzugen, da bei einigen angelsächsischen Produkten immer wieder Zweifel über die tatsächliche Einlagerung aufkommen. Die großen Vorteile sind die bessere Handelbarkeit und die geringeren Gebühren. Man kauft die Metalle quasi zum Spot-Preis zuzüglich der Börsengebühren, die aber deutlich unter den Aufschlägen und Agios liegen. Je nach Anbieter und Metall sind die jährlichen Gebühren knapp 0,4% bis 0,6%. Zusätzlich kommen aber die Bankgebühren hinzu, da ja das Wertpapier im Bankdepot gehalten wird. Wer aber grundsätzlich den Bankprodukten misstraut und seine Goldbestände auch nicht unbedingt im Depotauszug aufgeführt haben will, weil er evtl. ein mögliches Goldverbot be-

fürchtet, der sollte diese lediglich zum Diversifizieren benutzen. Bei den ETFs ist auch zu berücksichtigen, dass bisher noch nicht geklärt ist, ob diese der Abgeltungsteuer unterliegen oder nicht. Die Frage ist, ob es sich dabei um ein Finanzprodukt handelt oder lediglich um eine Warenlagerung. Ohne tiefer in dieses komplexe Thema einsteigen zu wollen, wird dies wahrscheinlich eines Tages geklärt werden. Bis dahin schwebt aber das Damoklesschwert der Abgeltungsteuer über den ETFs. Die steuerliche Situation bei den Einkaufsgemeinschaften ist dagegen klar: Für in Deutschland gemeldete Anleger wird nach einem Jahr Spekulationsfrist keine Steuer fällig.

Fazit

Die Einkaufsvorteile kommen besonders dann zum Tragen, wenn man in die Weißmetalle investieren und künftig keinen physischen Bezug möchte. Bei größeren Anlagevolumina sollte man auch prüfen, ob die direkte Einlagerung in das Zollfreilager von pro aurum nicht günstiger kommt. Die Einkaufsgemeinschaften sind besonders für langfristig- und sicherheitsorientierte Anleger empfehlenswert. Es ist auch denkbar, dass man künftig bei sich verschärfenden Engpässen beim Gold- und Silberbezug nur noch über Gemeinschaften befriedigend bedient wird. Allein deswegen ist die Mitgliedschaft eine gute Idee. Bezüglich der Transparenz, Flexibilität und besonders der Gebührenstruktur überzeugt vor allem Gold & Silber. ■

Bernhard Schmidt

KUNST STATT BARREN



Mogambo Guru Serie I "Schlafvogel" Silbervollguss (999) ca. 4,3 kg | 9 Expl. 2006

BULLIONART
Silberkunst

>> Investieren Sie in Silberkunst bevor der Silberpreis explodiert – sichern Sie sich mit Skulpturen aus Feinsilber eine Kombination aus Schönheit und langfristiger Wertanlage.

Noch mehr Kunst und spannende Informationen über Silber unter:
www.bullion-art.de
silber@bullion-art.de
phone +49 (0)89 33 55 01

Buy: Grifols

Viele deutsche Anleger kennen Biotest. Von Grifols, Europas größtem Hersteller von Blutplasmaerzeugnissen, haben dagegen nur sehr wenige schon einmal etwas gehört. Die spanische Holding beschäftigt sich neben dem Kerngeschäft Plasmaderivate auch mit der Erforschung, Entwicklung und Produktion von intravenösen Therapien, lateraler Ernährung, Diagnosesystemen und medizinischen Materialien. Weil US-Präsident Barack Obama die Kosten im Gesundheitswesen deutlich senken will, geriet die Aktie der Holding aus Barcelona zeitweise unter Druck. Denn Grifols, in 90 Ländern aktiv, betreibt 80 über die USA verteilte Zentren für Plasmaspenden und verfügt über Produktions- und Testanlagen in Texas und Kalifornien. Die Auswirkungen der US-Gesundheitsreform auf die Geschäftsentwicklung dürften jedoch gering sein, da die Zahl der Blutplasmaerzeugnisse rückläufig, die Nachfrage nach dem flüssigen, zellfreien Bestandteil des roten Gewebes aber weiterhin hoch ist.

Grifols wird bis 2012 insgesamt 400 Mio. EUR investieren, um mehr Blutplasma produzieren zu können. Mittelfristiges Ziel ist die globale Marktführerschaft. Die von den Spaniern vorgelegten Geschäftszahlen sind dagegen schon seit vielen Jahren Spitze: Die Umsätze wuchsen seit 2005 im Schnitt um 16%, die Gewinne legten überproportional um 38% p.a. zu. Das Wachstum schwächt sich zwar ab. Doch hat Grifols aufgrund des knappen Angebots Preissetzungsmacht, was sich zuletzt in deutlich höheren Mar-

gen niederschlug. So glänzte der an der Börse mit 2,6 Mrd. EUR bewertete Blutplasmaerzeugnispezialist 2008 mit einer EBIT-Marge von 24,4% und einer Eigenkapitalrendite von 25,3%. Da kann der Konkurrent Biotest nicht annähernd mithalten. Für die Grifols-Aktie spricht zudem, dass sie ihre hohe Bewertung abgebaut hat: Das KGV 2010e von 13,6 liegt nur knapp über DAX-Niveau.



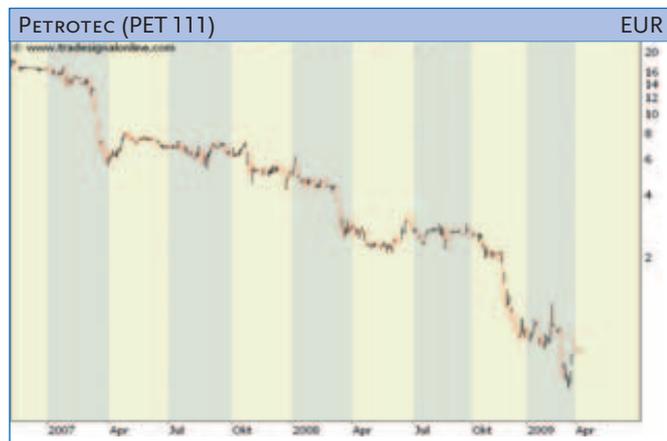
Michael Heimrich



Goodbye: Petrotec

Aus gebrauchten Brat- und Frittierfetten Biodiesel herzustellen, ist trotz Kostenvorteilen gegenüber Rapsöl offenbar kein Erfolg versprechendes Geschäftsmodell. Denn die Petrotec AG aus Borken musste 2008 einen Verlust nach Steuern von 41,8 Mio. EUR bilanzieren, nachdem der Fehlbetrag bereits im Vorjahr bei 39,8 Mio. EUR gelegen hatte. Auch für 2009 sind die Aussichten zappenduster. Die nach dem Börsengang im November 2006 vorhandenen liquiden Mittel von 23,5 Mio. EUR sind fast komplett aufgezehrt. Das Eigenkapital schrumpfte in-

nerhalb eines Jahres um 81% auf magere 9,7 Mio. EUR. Wesentliche Gründe für den dramatischen Niedergang war die von der schwarz-roten Koalition eingeführte Besteuerung von Öko-Diesel. Volatile Rohstoffpreise, zu früh fixierte Absatzpreise und gestiegene Personalkosten verstärkten zuletzt die Abwärtsspirale. Durch eine von der Regierung rückwirkend für 2009 geplante Absenkung der Beimischungsquote für Biosprit könnte sich die Lage des kleinen westfälischen Erzeugers weiter zuspitzen.



Angesichts dieses Horrorszenarios müssen Anleger jetzt auf eine Sanierung durch den Großaktionär IC Green Energy Ltd. (42,8%) hoffen. Leiten die Israelis das von der Finanzaufsicht BaFin geforderte Bündel an Kapitalmaßnahmen nicht fristgerecht ein, können sie zu einem Pflichtübernahmeangebot gezwungen werden. Derweil hat Petrotec-Finanzchef Sven-Roger von Schilling seinen Posten geräumt. Vorstandssprecher Roger Böing wird im Oktober folgen. Längst wird bei Petrotec wieder einmal kurzgearbeitet. Neben den Beschäftigten haben auch die Aktionäre ihr Fett weggekriegt: Seit dem IPO schmierte der Aktienkurs regelrecht ab. Der Börsenwert des Biodieselproduzenten schmolz von 178,5 Mio. EUR auf 7,3 Mio. EUR zusammen. In der Kraftstoffbranche nennt man das wohl einen miserablen Kaltstart.

Michael Heimrich

Intershop AG

Architekt im Online-Handel

Als wir Ende 2007 das letzte Mal die Jenaer Software-Schmiede Intershop unter die Lupe nahmen, kehrte der einstige Neuer Markt-Liebling nach einer langen Durststrecke und zahlreichen Enttäuschungen gerade in die Gewinnzone zurück. Der seinerzeit noch unsichere Turnaround gilt heute, eineinhalb Jahre danach, längst als sicher. Mit der erst kürzlich erfolgten Veröffentlichung einer neuen Version der e-Commerce-Software „Enfinity“ sieht sich das Unternehmen in der Spur für weiteres Wachstum.

Alles rund um e-Commerce

Nachdem sich das Unternehmen unter seinem früheren Vorstandschef Stephan Schambach auf dem Höhepunkt des TMT-Booms in den eigenen Expansionsplänen verzettelte, folgte ab dem Jahr 2007 eine erholsame Rossskur, deren Erfolg nicht lange auf sich warten ließ. Bereits im dritten Quartal desselben Jahres gelang Intershop der Turnaround. Nach mehreren Wechseln an der Spitze des Konzerns bestimmen inzwischen die langjährigen Intershop-Manager Henry Göttler und Dr. Ludger Vogt maßgeblich den Kurs des Unternehmens. Dabei präsentieren sich die Jenaer heute als fokussierter e-Commerce-Spezialist, der neben der eigenen Software „Enfinity“ seinen Kunden auch umfangreiche Beratungs-, Trainings- und Outsourcing-Lösungen anbietet. Im Segment „Online Marketing“, das seit einer Übernahme vor drei Jahren das Angebot ergänzt, kümmern sich die e-Commerce-Spezialisten u.a. um die Optimierung von Suchmaschineneinträgen.

Hohe Erwartungen an „Enfinity“

Im Januar erfolgte die Veröffentlichung der lang erwarteten neuen „Enfinity“-Version 6.3., die vor allem in ihrer Funktionalität weiter verbessert wurde. So lassen sich nunmehr einfache Inter-



netadressen ohne kryptische Sonderzeichen erstellen, die sodann für mehr Traffic auf den jeweiligen Online-Shops sorgen sollen. Auch kann die neue Version noch leichter auf andere Sprachen und Währungen umgestellt werden. Gerade hiermit hofft Intershop, bei seinen internationalen Kunden (HP, Bosch, Quelle, Tchibo) zu punkten. Während in den letzten beiden Jahren der Lizenzumsatz nicht an das Wachstum der anderen Geschäftsbereiche herankam, sollte sich dieser Trend im laufenden Jahr umkehren. Schließlich, so bestätigt uns das Unternehmen, haben viele Kunden auf das neue „Enfinity 6.3.“ gewartet.

Profitabilität erscheint ausbaufähig

Bislang spürt der Vorstand von der weltweiten Krise relativ wenig, da immer mehr Unternehmen in dem nach wie vor wachsenden Online-Handel eine Chance sehen, um Umsatzrückgänge in anderen Bereichen – hierzu gehört vornehmlich der stationäre Einzelhandel – abzufedern. Entsprechend wird auch weiterhin auf diesem Gebiet in Software und Beratung investiert. Ausgehend von einer regionalen Expansion sowie einer geplanten Erweiterung des Produktportfolios stellt der Vorstand für die nächsten Jahre ein organisches Wachstum zwischen 7 und 11% in Aussicht. Die operative Marge, die 2008 auf knapp 7% gesteigert werden konnte, soll parallel dazu spätestens in zwei Jahren auf ein zweistelliges Niveau gehoben werden. In der Tat erscheint die aktuelle Profitabilität für ein Software-Unternehmen noch deutlich ausbaufähig. Allerdings hat Intershop auch heute noch einige Altlasten zu tragen, die dem „Wahnsinn“ der Neuer Markt-Ära geschuldet sind und die nichts mit dem eigentlichen Geschäft zu tun haben. So kostet ein vollkommen überteuerter Mietvertrag Intershop Jahr für Jahr einen siebenstelligen Euro-Betrag. Erst 2013 wird man diesen Klotz am Bein endlich los.

Fazit

Intershop steht nach dem erfolgreichen Turnaround wieder auf einem soliden Fundament. Man selbst verfügt heute über 8 Mio. EUR an liquiden Mitteln und ist darüber hinaus schuldenfrei. Damit ließen sich selbst im aktuellen Umfeld kleinere Zukäufe problemlos finanzieren. Ausgehend von der Veröffentlichung der neuen e-Commerce-Lösung sollten Umsatz und Ergebnis auch im laufenden Jahr weiter zulegen können. Trotz allem empfiehlt es sich, nach dem jüngsten Kursanstieg Käufe in dem Titel erst einmal zurückzustellen und eine Konsolidierung abzuwarten. Die Börse hat zuletzt einige Vorschusslorbeeren zu viel verteilt. ■

Marcus Wessel

INTERSHOP			
BRANCHE	SOFTWARE		
WKN	A0E PUH	AKTIENZAHL (MIO.)	26,20
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 17.4.09 (EUR)	1,66
MITARBEITER	265	MCAP (MIO. EUR)	43,49

	2008	2009E	2010E
UMSATZ (IN MIO. EUR)	28,1	31,0	33,5
% GGÜ. VJ.	+4,5%	+10,3%	+8,1%
EPS (EUR)	0,06	0,08	0,09
% GGÜ. VJ.	N.BER.	+33,3%	+12,5%
KUV	1,55	1,40	1,30
KGV	27,7	20,8	18,4

Neben der günstigen Kohleförderung ist das eigene Logistiknetzwerk samt Eisenbahn das größte Plus von China Shenhua. Fotos: Shenhua



China Shenhua Energy

Kohle – kein Grund zum Schwarzsehen

China Shenhua Energy zählt zu den größten Kohleproduzenten der Welt. Hauptaktionär ist die nicht börsennotierte Staatsholding Shenhua Group, die 81,2% der Anteile hält. 18,8% wurden als sogenannte H-Aktien vor drei Jahren in Hongkong an die Börse gebracht. Nach einem Kursfeuerwerk bis zum Allzeithoch bei 5,48 EUR pro Aktie im Herbst 2007 fiel die Notierung bis November 2008 auf 0,93 EUR. In den vergangenen Handelstagen schoss die Aktie auf mehr als 2 EUR hoch. Sollte die Wirtschaft in China tatsächlich früher anspringen als in anderen Regionen der Welt, hat die Aktie durchaus weiteres Potenzial.

Integrierter Konzern mit Logistik und Energie

Shenhua Energy sieht sich nicht nur als Kohleproduzent, sondern als integrierter Konzern mit den benachbarten Geschäftsfeldern Logistik und Kraftwerke. Knapp 1.400 km Bahnlinien und zwei komplette Hafenanlagen machen Shenhua Energy unabhängig von der aktuell noch anfälligen Infrastruktur in China. Mehr als 12.000 MegaWatt (MW) beträgt die installierte Leistung der Kraftwerke des Unternehmens, weitere Kohlekraftwerke sind in Bau und in Planung. In der Aufstellung ähnelt Shenhua damit zum Beispiel dem brasilianischen Minenkonzern Vale, der ebenfalls auf Logistik und Energie neben den Bergbauaktivitäten setzt.

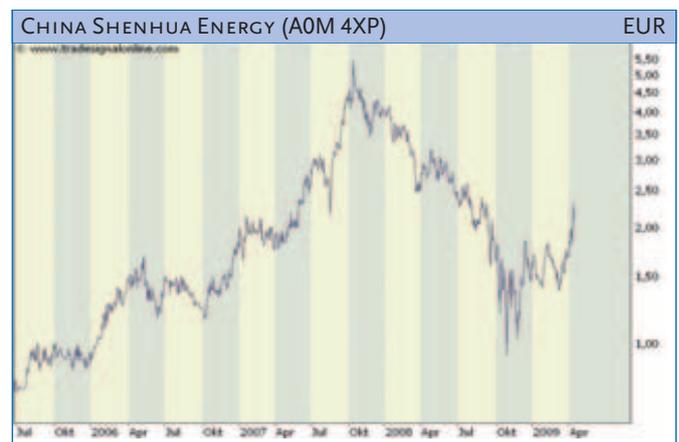
Auch wenn es so deutlich nie gesagt wird: Shenhua gilt als privilegiertes Unternehmen in China, das sich im Zweifelsfall auf offiziellen Beistand verlassen kann. So verfügen die Kumpel mit Hauptsitz in Peking über einige der effizientesten Minen der Volksrepublik. Die gesicherten, abbaubaren Reserven belaufen sich auf ca. 43 Jahresproduktionen, die preisgünstige Aufstockung der Reserven durch entsprechende Zukäufe beziehungsweise Übertragung von Schürfrechten gilt als unproblematisch.

Kontinuierliches Wachstum

Förderung, Umsatz und Gewinn sind in den vergangenen Geschäftsjahren kontinuierlich ausgebaut worden. Für das Ge-

schäftsjahr 2008 hat Shenhua bei einer Steigerung der Förderung um 18% auf 185,7 Mio. Tonnen Umsatz- und Gewinnwachstum von jeweils 30% ausgewiesen, das Ergebnis pro Aktie betrug 1,34 RMB, also ca. 0,15 EUR. Der Markt hatte freilich deutlich höheres Gewinnwachstum eingepreist und mit bis zu 0,20 EUR Gewinn gerechnet. Daher erklärt sich auch die Abstrafung der Aktie, als bei fallenden Kohlepreisen klar wurde, dass die hoch gesteckten Ziele nicht erreicht würden. Vor allem das 4. Quartal 2008 war für Shenhua schwierig. Der Umsatz kletterte nur um 4% gegenüber dem Vorjahresquartal, der Gewinn brach um 61% ein. Neben den sinkenden Kohlepreisen machten Shenhua auch steigende Kosten zu schaffen. Der Kohleförderer gilt in Sachen Sicherheit und Arbeitsschutz als Vorbild in China. Das bedeutet nicht, dass europäische Standards gelten würden, aber im Vergleich zu den Minen vieler kleinerer Mitbewerber können die Shenhua-Minen als ausgesprochen sicher bezeichnet werden.

Das laufende Geschäftsjahr begann sehr verhalten für Shenhua. Im Februar sei der Umsatz bei leichter Produktionssteigerung um 21% gegenüber dem Vorjahresmonat eingebrochen, hieß es. Für das Gesamtjahr rechnet das Unternehmen mit einer



CHINA SHENHUA IN ZAHLEN

Year to 31 Dec	Turnover (Rmbm)	EBITDA (Rmbm)	Net Profit (Rmbm)	EPS (Rmb)	EPS Growth (%)	PE (x)	EV/ EBITDA (x)	DPS (Rmb)	Yield (%)
2006	65,186	33,947	17,644	0.98	4.1	12.5	12.6	0.34	2.8
2007	82,107	40,282	20,581	1.11	13.8	11.0	9.7	0.47	3.8
2008F	107,133	53,480	26,588	1.34	20.4	9.1	7.2	0.51	4.2
2009F	128,700	58,794	30,072	1.51	13.1	8.1	6.5	0.53	4.3
2010F	148,099	67,059	34,426	1.73	14.5	7.0	5.5	0.61	5.0

Consensus Net Profit – FY08: Rmb29297.5m;
– FY09: Rmb30224.5m

Quelle: UOB KayHian

Ausweitung der Förderung um 8% auf 200 Mio. Tonnen. Angesichts der Aufstellung des Unternehmens als Kohleproduzent – es werden keine anderen Erze oder Edelmetalle gefördert – ist offensichtlich, dass der Kohlepreis den entscheidenden Faktor für die weitere Kursentwicklung bildet. Und da sehen viele Analysten durchaus Zeichen der Besserung. Der Kohlektor wurde von verschiedenen Analysten in den vergangenen Wochen und Tagen zumindest auf „equal weight“ angehoben. Nach wie vor wird vor allem in Asien Strom aus Kohlekraftwerken gewonnen, und selbst in Deutschland wurde ja unlängst trotz aller politischen Streitigkeiten ein weiteres Kohlekraftwerk genehmigt. Springt die Konjunktur an, wird die Nachfrage nach Energie und damit Kohle als erstes profitieren.

Attraktive Rahmenverträge

Shenhua gab im März bekannt, Rahmenverträge mit den größten Stromproduzenten des Landes abgeschlossen zu haben. Da Shenhua in den vergangenen Jahren im Gegensatz zu anderen Anbietern, deren Produktion nach Grubenunglücken oft unterbrochen war, ausgesprochen zuverlässig geliefert hatte, habe man attraktive Konditionen verhandeln können, teilte das Unternehmen mit, freilich ohne konkrete Zahlen zu nennen. Zeitungen berichteten, dass die Preise für Kontraktkohle um etwa 20% angehoben werden konnten.

Shenhua ist auf dem Inlandsmarkt Chinas der größte Player, nur ein Fünftel der Kohle wird international vermarktet. Das bedeutet, dass das Unternehmen vom chinesischen Wirtschaftswachstum besonders profitiert. Nach vorläufigen Zahlen ist die Industrieproduktion in China im März deutlich ge-

steigert worden, viele Ökonomen gehen davon aus, dass die Volkswirtschaft nicht zuletzt durch die Konjunkturprogramme der Regierung deutlicher als zuletzt wachsen könnte. Dem steht das Risiko gegenüber, dass Shenhua mit steigenden Abgabenbelastungen rechnen muss. Die Steuern auf die Förderung sollen Berichten zufolge von 13 auf 17% angehoben werden.

Fazit

Die Aktie war nach dem Börsengang, Emissionspreis war 7,50 HKD, der Entwicklung mit Höchstkursen um 57 HKD eindeutig zu weit vorausgelaufen. Entsprechend steil war der Absturz. Für das laufende Jahr erwarten Analysten anziehende Kohlepreise. Die Experten der United Overseas Bank in Singapur sehen Shenhua zum Beispiel im laufenden und kommenden Jahr mit jeweils 14% Gewinnwachstum. Tritt dies ein, errechnet sich bei Kursen um 2,15 EUR und dem erwarteten Gewinn von 0,20 EUR ein KGVe 2010 von 11. Das ist nicht billig, aber sollte der Kohlepreis 2010 alte Höhen erklimmen, sind natürlich deutlich bessere Zahlen möglich. Viele namhafte Investoren haben sich jedenfalls mit Kohleaktien eingedeckt. Der Handel in Deutschland mit Shenhua-Aktien ist ziemlich illiquide. Orders sollten daher streng limitiert werden. ■

Stefan Preuß



Auch als Stromproduzent tritt Shenhua immer stärker in Erscheinung.

Gemeinsam investieren

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

Ihre Vorteile im MIC

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

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

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

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

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

Herterichstraße 101
81477 München

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





Gazprom-LNG-Terminal auf Sakhalin (links) und Raffinerie in Salavat-nefteorgsintez; Fotos: Gazprom

Gazprom 04 ist Russland

Russischer Energiegigant mit Erholungspotenzial

Gastbeitrag von Andreas Männicke, EAST STOCK TRENDS (www.eaststock.de)

Die globale Wirtschaftskrise ist auch in Russland mit voller Wucht angekommen. Das BSP sank in den ersten beiden Monaten um 7%. So verwundert es auch nicht, dass die Energienachfrage im In- und Ausland im ersten Quartal 2009 kräftig nachgab. Gazprom ist der größte russische Energieproduzent. Die drei Hauptsäulen des Energiegeschäftes sind Gas, Öl und Strom, wobei der Gassektor nach wie vor klar dominiert und die Haupteinnahmenquelle darstellt. Schließlich besitzt Gazprom ein Drittel der Gasreserven der Welt und ist für ein Fünftel der weltweiten Gasproduktion verantwortlich. Das Unternehmen ist über diverse Beteiligungen (wie u.a. an Mosenergo) nach der Zerschlagung von Unified Energy System aber auch der größte russische Stromproduzent geworden. Im Energiesektor versucht Gazprom auch an den deutschen Endverbraucher heranzukommen, was aber politisch nicht gewollt ist. Daneben hat Gazprom noch eine Reihe von Tochtergesellschaften u.a. auch im Petrochemie-, Bau-, Medien- und Bankensektor. Die Gazprombank ist die drittgrößte bzw. die größte nicht-staatliche Bank Russlands. Bei besseren Marktbedingungen ist ein IPO geplant.

5 Mrd. USD Quartalsgewinn als Vorgabe

Da der Gaspreis mit einer gewissen Zeitverzögerung an den Ölpreis angepasst wird, ist in diesem Jahr mit erheblichen Umsatz- und Gewinneinbrüchen zu rechnen. Im letzten Jahr erzielte Gazprom noch einen Rekordgewinn von geschätzten 34 Mrd. USD bei Rekordumsätzen von 116 Mrd. USD. In diesem Jahr dürfte der Umsatz auf 83 Mrd. USD und der Nettogewinn auf 20 Mrd. USD nachgeben, wodurch sich das Kurs/Gewinn-Verhältnis für 2009 von 3

auf 5 erhöht. Damit ist Gazprom aber immer noch unterbewertet. Im 3. Quartal 2008 betrug der Nettogewinn noch 5,4 Mrd. USD bei einem Rekordquartalsumsatz von 34 Mrd. USD. Damit wurde die Mindestvorgabe von 5 Mrd. USD Nettogewinn, die in Zukunft laut Gazprom-Chef Miller im Quartal erreicht werden soll, erfüllt. Im ersten Halbjahr dieses Jahres dürften die Finanzzahlen aber den Markt eher enttäuschen; im Ölsektor wären sogar hohe Verluste bei der Tochter Gazpromneft im 4. Quartal 2008 und auch im 1. Quartal 2009 keine Überraschung.

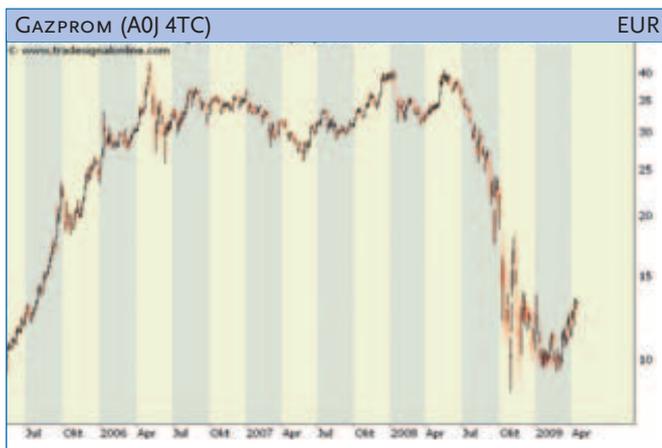


Andreas Männicke

Die Gasproduktion sank in den ersten beiden Monaten 2009 um 15% und die Gasnachfrage nahm, vor allem in Westeuropa, ab; zudem sanken die Exportgaspreise um etwa 40%. 2009 und 2010 sollen die Gaspreise im Inland erhöht werden. Die Hauptumsätze werden aber im Export getätigt. Hier fielen die Preise von 438 auf weit unter 300 USD/1.000 m³.

Weiter ambitionierte Investitionsprogramme

Das Investitionsprogramm wurde trotz der globalen Finanzkrise bei 26 Mrd. USD belassen. Gazprom will jetzt sogar den 20%-Anteil, den die italienische ENI an der Öltochter Gazpromneft noch hält, abkaufen, was über 4 Mrd. USD kosten dürfte. Gazprom will den Erwerb des Anteils fremd finanzieren; schon jetzt ist man mit über 50 Mrd. USD Bruttoschulden in absoluten Zahlen das am meisten verschuldete Unternehmen Russlands. Man hat jetzt sogar mehr Schulden als die Russische Föderation, aber das gleiche Anleihen-Rating. Die Eurobonds brachten vor einigen Monaten durch die Spreadausweitung noch Renditen im zweistelligen Bereich und sind eine Alternative zur Aktie. Dabei will Gazprom auch einige Prestigeprojekte wie den „Maiskolben“ in St. Petersburg (eigener Bürokomplex) und auch Bauprojekte in Sotschi mit jeweils fast 2 Mrd. USD Investitionsvolumen finanzieren. Da sind die 100 Mio.





Gazprom-Chef Alexej Miller hat ambitionierte Ziele.

EUR Sponsoringkosten für Schalke 04 nur „Peanuts“. Dabei stagniert die Gasförderung bei Gazprom schon seit Jahren. Um den internationalen Verpflichtungen nachzukommen, muss Gazprom sogar Gas aus Zentralasien (vor allem aus Turkmenistan) importieren. Die Ukraine strebt in Zukunft an, auch mehr Gas aus Zentralasien einzuführen, um sich von Gazprom unabhängiger zu machen.

Größenspielen

Es wird immer wieder beklagt, dass Gazprom zu wenig Geld in neue Gasfelder investiert, was sich in einigen Jahren rächen könnte. Da der Staat immer noch 51% hält, bleibt Gazprom ein Politikum, wobei Putin viel Wert darauf legt, dass Gazprom ein eigenständiges Unternehmen ist. Dennoch dürfte der Kremlinfluss nicht unerheblich sein. Schließlich ist Gazprom der größte Steuerzahler Russlands und mit 445.000 Beschäftigten auch der größte Arbeitgeber. Der amtierende Präsident Russlands Medwedew zog zuvor als Aufsichtsratschef die Fäden bei Gazprom. Sein Ziel unter seiner Guide war übrigens ein Marktwert von 1 Bio. USD in zehn Jahren, da war der Ölpreis aber noch bei über 100 USD/Barrel. Gazprom-Chef Miller strebt „moderate“ 500 Mrd. USD als Börsen-

kapitalisierung an. In jedem Fall soll das Unternehmen in einigen Jahren der größte Energieproduzent der Welt werden, noch vor ExxonMobil. Wenn dies organisch nicht gelingt, ist auch ein Mega-Zusammenschluss zwischen Gazprom und Rosneft/Surgutneftegas denkbar. Der Marktwert von Gazprom fiel aber infolge der globalen Krise in einem Jahr von über 350 auf unter 100 Mrd. EUR. Mitte letzten Jahres war man noch das größte Unternehmen im Emerging Market-Universum und könnte es wieder werden, wenn die Öl- und Gaspreise in den nächsten Monaten und Jahren wieder steigen sollten. Der Kurs erholte sich zuletzt von 9,4 auf 13 EUR um über 30%; er lag Mitte 2008 aber bei über 40 EUR.

Fazit

Der Gazprom-Aktienkurs wird sich erst dann wieder nachhaltig erholen können, wenn sich auch die Weltbörsen wieder stabilisieren und Russland als Investmentmarkt von risikogeneigten Investoren wieder entdeckt wird. Gazprom ist aber auch immer wieder eine gute Trading-Chance, falls der Markt im Sommer nochmals nachgeben sollte, denn es ist die mit Abstand liquideste Aktie Russlands. Kurz: Gazprom ist Russland – ein Spiegel der Gegensätze, birgt aber auch große Chancen. ■

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

Anzeige

Jetzt anmelden! www.events.vararesearch.de

1st Finnish Capital Market Day 2009

Frankfurt am Main, 4. Juni 2009

Für institutionelle Investoren und Kapitalmarktexperten

- Gewinnen Sie einen umfassenden Überblick über Investmentchancen in Finnland!
- Erfahren Sie wie Finnland die Bankenkrise Anfang der neunziger Jahre erfolgreich bekämpft hat und welche Strategie verfolgt wird, um die aktuelle Krise zu meistern!
- Fachvorträge namhafter Referenten:

Penna Urrila, Chefvolkswirt des Hauptverbandes der Finnischen Wirtschaft und Ilkka Suominen, Finnischer Wirtschaftsminister von 1987-1991

- Vertreter Finnischer Blue Chips stellen sich vor und stehen anschließend für One-on-One Gespräche zur Verfügung!

Wir laden Sie herzlich zu erfolgreichen Gesprächen und landestypischen Köstlichkeiten ein!

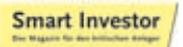
Vara Research
CREATING TRUST

Vara Research GmbH • Schweizer Str. 13 • 60594 Frankfurt

Es präsentieren sich:



Medienpartner:



„Mitte des ersten Quartals zog die Nachfrage wieder an“

*Smart Investor sprach mit **Dave Horsley**, Finanzvorstand des kanadisch-chinesischen Holzproduzenten Sino-Forest, über den Zustand der Branche, die Konjunkturmaßnahmen der chinesischen Regierung und die Finanzierung der eigenen Investitionspläne.*

Smart Investor: Zuletzt entwickelte sich die Nachfrage in einigen Segmenten eher rückläufig. Wird sich dieser Trend Ihrer Einschätzung nach in den nächsten Quartalen fortsetzen?

Horsley: Der Rückgang, den wir im vierten Quartal feststellen mussten, erwies sich nur als vorübergehend, da manche Unternehmen als Reaktion auf die bereits in den Sommermonaten einsetzende Schwäche radikal ihre Lagerbestände abbauten. Glücklicherweise hat sich das Geschäft inzwischen belebt. Insbesondere ab der Mitte des ersten Quartals zog die Nachfrage wieder an, und auch die Preise erholten sich zuletzt.

Smart Investor: Bleibt es also dabei, dass Sie 2009 Umsatz und Ergebnis weiter steigern wollen?

Horsley: Wir ziehen es vor, erst einmal den Verlauf der nächsten Monate abzuwarten. Es ist noch zu früh, um genaue Aussagen über die Entwicklung der für uns wichtigen Holzmärkte bis zum Jahresende zu treffen. Allerdings deuten einige Indikatoren darauf hin, dass sich die zweite Jahreshälfte deutlich positiver als im Vorjahr entwickeln könnte.

Smart Investor: Chinas Regierung kündigte vor wenigen Wochen ein 500 Mrd. USD schweres Paket zur Ankurbelung der heimischen Wirtschaft an. Inwieweit können Sie hiervon profitieren?

Horsley: Ich denke, hierbei handelt es sich um einen der positiven Faktoren, die im Jahresverlauf immer mehr an Bedeutung gewinnen werden. Bereits heute sehen wir, dass die Konjunkturlösungen zu wirken beginnen und wieder mehr Kredite vergeben werden, was natürlich auch dem Bausektor zu Gute kommt. Das Konjunkturpaket der chinesischen Regierung soll ohnehin vorrangig in den Häusermarkt, den Kommunikationssektor und in öffentliche Infrastrukturprojekte fließen. So wird bspw. dem weiteren Ausbau der Stadtzentren eine hohe Priorität eingeräumt. Auch eine Vielzahl neuer Shopping-Malls befindet sich derzeit in Planung. Für all dies benötigt man Holz, sei es als Bodenbelag, zum Auskleiden der Wände oder zu Dekorationszwecken.



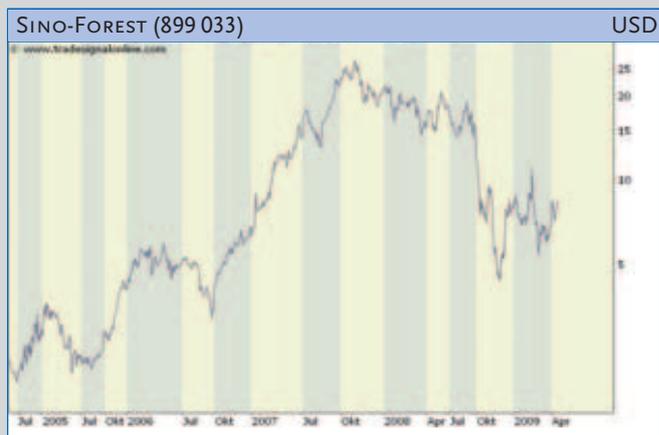
Dave Horsley

SINO-FOREST

Obwohl Sino-Forest seinen Hauptsitz im kanadischen Toronto hat und an der Toronto Stock Exchange gelistet ist, erzielt der Holzproduzent den Großteil seiner Erlöse in China. Dort zählt das Unternehmen mit Liegenschaften von zuletzt 350.000 Hektar zu den führenden kommerziellen Plantagenbetreibern. Seit nunmehr 15 Jahren betreibt Sino-Forest den Anbau, Verkauf und die Weiterverarbeitung von Nutzholz vornehmlich für die chinesische Bau- und Möbelindustrie. Über diesen Zeitraum investierte die Gesellschaft massiv in den weiteren Ausbau der eigenen Anbauflächen und Fertigungskapazitäten. Allein im vergangenen Jahr summierten sich die Investitionen vor Ort auf insgesamt 672 Mio. USD.

Die aggressive Expansionsstrategie macht sich bezahlt. Von 2002 bis 2007 legte der Konzernumsatz im Durchschnitt um 29% zu, der Gewinn je Aktie (GjA) kletterte im selben Zeitraum um durchschnittlich 27%. Auch für das vergangene Jahr konnte Sino-Forest zuletzt überzeugende Zahlen vermelden. Demnach übertraf der Umsatz erstmals die Marke von 900 Mio. USD (+26% ggü. Vorjahr). Überschuss und GjA lagen bei 229 Mio. bzw. 1,24 USD und damit 50% bzw. 37% über den Vergleichswerten des Jahres 2007. Trotz des intakten Wachstumskurses

musste aber auch die Aktie von Sino-Forest im Zuge der Börsen-Baisse deutliche Kursverluste hinnehmen. Verglichen mit den Höchstständen aus dem Jahr 2007 hat sich der Wert mehr als gedrittelt. Der Börsenwert fiel im selben Zeitraum von über 3 Mrd. auf rund 1 Mrd. EUR. Die Sino-Forest-Aktie befindet sich in unserem Musterdepot, siehe S. 71. ■





Smart Investor: Wer sind eigentlich Ihre wichtigsten Kunden und Abnehmer?

Horsley: Größtenteils haben wir es mit Intermediären und Händlern zu tun. Darüber hinaus beliefern wir aber auch direkt die Holz verarbeitende Industrie. Hierzu gehören Möbelhersteller, Bauzulieferer sowie Papier- und Zellstoffproduzenten.

Smart Investor: Wie steht es um die Finanzierung Ihrer Investitionsziele?

Horsley: Erst letztes Jahr haben wir über die Emission einer Wandelschuldverschreibung 345 Mio. USD eingenommen. Zurzeit beläuft sich unser Cashbestand auf ca. 500 Mio. USD. Damit können wir alle bereits vertraglich vereinbarten Akquisitionenprojekte vollumfänglich finanzieren. Sollten wir darüber hinaus die Gelegenheit erhalten, neue Anbauflächen zu pachten, könnte eine weitere Kapitalmaßnahme notwendig werden. Letztlich hängt alles davon ab, wie schnell wir unsere Expansionspläne in die Tat umsetzen können.

Smart Investor: Was viele nicht wissen: Sie sind auch in Südamerika aktiv. So haben Sie erst kürzlich Ihren Anteil an Omnicorp, einem der größten Waldbesitzer in Suriname, ausgebaut. Welche Strategie verbirgt sich hinter diesem Engagement?

Horsley: Mit Hilfe unseres Investments in Omnicorp wollen wir unsere Marge im Import-Geschäft weiter ausbauen. So führen wir hochwertige Tropenhölzer nach China ein, für die dort eine hohe Nachfrage besteht. Dazu muss man wissen, dass die Chinesen, obwohl sie bei der Transformation ihrer Plantagen hin zu schneller wachsenden Sorten gute Fortschritte erzielen konnten, Jahr für Jahr zwischen 40 und 50% ihres Holzbedarfs über Importe aus dem Ausland decken. Wir sehen es nicht zuletzt auch als unsere Aufgabe an, China bei der Versorgung mit hochwertigem Holz behilflich zu sein.

Smart Investor: Ihr erklärtes Ziel war es, den Output bis zum Jahr 2010 auf 15 bis 20 Mio. m³ Holz zu steigern. Müssen Sie angesichts der aktuellen wirtschaftlichen Situation diese Planung nicht korrigieren?

Horsley: Wir haben für das Jahr 2011 erst kürzlich ein neues Ziel von 18 Mio. m³ ausgegeben. Davon abgesehen sind wir zuversichtlich, trotz aller konjunkturellen Verwerfungen im kommenden Jahr zumindest das untere Ende unserer alten Guidance erreichen zu können.

Smart Investor: Mr. Horsley, besten Dank für das Gespräch! ■

Interview: Marcus Wessel



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

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

Hochwertiges Design und ein fundiertes Konzept sind hierbei unsere Leitlinie.

KONTAKT

elektronisch: info@interstruct.com | www.interstruct.com

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

Von Katastrophen verschont



Foto: vectron



Foto: PVA Tepla



Foto: Bavaria



Foto: Gagfah

PVA Tepla: Kristallzuchtanlagen bleiben gefragt

Am Wachstum der Solarindustrie will der Spezialmaschinenbauer PVA Tepla über seinen Geschäftsbereich der Kristallzuchtanlagen auch in Zukunft partizipieren. Nachdem der Konzern im vergangenen Jahr seine Umsatz- und Gewinnziele vollauf erreichen konnte – die Erlöse nahmen im Jahresvergleich um 50% auf 169 Mio. EUR zu, die operative Marge erreichte mit 8,9% das obere Ende der Guidance –, soll sich das Geschäft auch 2009 robust entwickeln. So stellt der Vorstand trotz der Unsicherheit in einigen Zielmärkten einen weiteren Anstieg der EBIT-Marge auf dann 9 bis 11% in Aussicht. Dabei werden die Umsätze auf dem Niveau des Vorjahres erwartet. Der zum Jahresende auf über 150 Mio. EUR angewachsene Auftragsbestand sorgt in diesem Zusammenhang für ein gewisses Maß an Sicherheit in insgesamt unsicheren Zeiten.

SI-Kommentar: Das Unternehmen sollte 2009 in der Lage sein, einen Gewinn je Aktie von 50 Cent und einen Free Cashflow von über 8 Mio. EUR zu erwirtschaften. Nach dem jüngsten steilen Kursanstieg sollte vor einem Kauf jedoch zunächst eine Konsolidierung abgewartet werden.

Merkur Bank: Abschreibungen? Fehlanzeige!

Die Münchner Merkur Bank stellt in vielerlei Hinsicht eine Ausnahme dar. Als einer der ganz wenigen Finanzinstitute ist die Bank nicht von Abschreibungen auf Wertpapiere oder Beteiligungen betroffen. Und dennoch blieb das Institut im vergangenen Jahr von den Folgen der Finanzkrise nicht verschont. Steigende Refinanzierungskosten belasteten das Zinsergebnis in der zweiten Jahreshälfte. Trotz einer Volumenausweitung bei der Kreditvergabe ging der Zinsüberschuss im Jahresvergleich um 2 Mio. auf 13,8 Mio. EUR zurück. Nach Steuern schrieb die Merkur Bank aber im Gegensatz zu den meisten Wettbewerbern weiterhin schwarze Zahlen. Da sich die Lage am Interbankenmarkt inzwischen merklich entspannt hat, zeigte sich Vorstand Dr. Marcus Lingel für die weitere Entwicklung verhalten optimistisch. Die Zinsspanne und damit das Zinsergebnis haben sich im ersten Quartal deutlich verbessert, verrät uns der bodenständige Bankier im Hintergrundgespräch. Auch das Kreditvolumen sei weiter gestiegen, wobei Lingel hier mit einer konjunkturell bedingten Trendumkehr in der zweiten Jahreshälfte rechnet. Derzeit denke man über eine kleine Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht für die Altaktionäre nach.

SI-Kommentar: Solide und unspektakulär. Diese zwei Attribute umschreiben am besten das Geschäft der Münchner Privatbankiers.

Vectron: Setzt hohe Ausschüttung fort

Der Münsteraner Kassenspezialist Vectron schüttet traditionell einen Großteil seines Gewinns an die eige-

nen Aktionäre aus. Nachdem für das Geschäftsjahr 2007 1,60 EUR bezahlt wurden, schlägt der Vorstand für das vergangene Jahr eine Dividende von immerhin noch 1,40 EUR vor. Damit liegt Vectron einen Tick über unseren und den Erwartungen der Analysten. Ein kleines Hintertürchen hat man sich indes jedoch noch offen gehalten. Sollten die Geschäfte bis zum Tag der Hauptversammlung am 12. Mai deutlich schlechter laufen, könnten die Aktionäre auch eine niedrigere Dividende beschließen. Wir werten diese Aussage als eine reine Vorsichtsmaßnahme, zumal Vectron bereits bekannt gab, dass sich das erste Quartal „vergleichsweise robust“ entwickelt hat. Einen konjunkturell bedingten Einbruch, wie von manchen befürchtet, scheint es demnach nicht gegeben zu haben. Genauerem Aufschluss werden hierüber die Q1-Zahlen geben, deren Veröffentlichung in diesen Tagen erfolgen soll.

SI-Kommentar: Vectron lockt mit einer überaus attraktiven Dividendenrendite (rund 10%), einem erprobten, sehr rentablen Geschäftsmodell und einer starken, schuldenfreien Bilanz.

SoftM: Mit starkem Eigentümer durch unsichere Zeiten

Entscheidende Veränderungen in der Aktionärsstruktur prägten das vergangene Geschäftsjahr beim Münchner IT- und Software-Unternehmen SoftM. So sicherte sich der polnische IT-Konzern Comarch in mehreren Schritten über eine Kapitalerhöhung und ein freiwilliges Angebot an die übrigen Aktionäre über 80% der SoftM-Anteile. Operativ läuft vor allem das Geschäft mit Software-Lizenzen für das eigene ERP-Produkt „Semiramis“ erfreulich. Hier konnte auch 2008 weiteres Wachstum generiert werden. Dagegen leidet der Geschäftsbereich Systemintegration unter internen Restrukturierungsaufwendungen und der allgemein schwachen Konjunktur. Vor allem bedingt durch Sonderabschreibungen auf aktivierte Entwicklungsleistungen für die eigene Rechnungswesen-Software „Sharknax“ und hohe Investitionen fuhr das Unternehmen einen deutlichen Verlust von 4,6 Mio. EUR ein. Zumindest der operative Cashflow sprudelte auch im vergangenen Jahr kräftig und konnte so u.a. zum Abbau der Zinsverbindlichkeiten von 10,4 auf 5,8 Mio. EUR genutzt werden. Angesichts des wirtschaftlichen Umfelds erwartet das Management für das laufende Jahr keine Besserung. Der Umsatz werde nochmals zurückgehen, das Ergebnis negativ bleiben.

SI-Kommentar: Mit diesen doch eher verhaltenen Perspektiven und dem nunmehr kontrollierenden Großaktionär verliert der Titel für Anleger merklich an Attraktivität.

Muehlhan: Traut sich Prognose zu

Die Hamburger Muehlhan AG, ein Spezialist für maritimen und industriellen Oberflächenschutz, traut sich eine konkrete Prognose für das laufende Geschäftsjahr zu. Unter der Annahme eines Rückgangs im Schiffsneubau plant das Unternehmen mit Umsätzen zwischen 200 und 220 Mio. EUR und einem EBIT zwischen 9 und 12 Mio. EUR. Damit würde der Konzern in etwa auf Vorjahreskurs liegen. Auswirkungen der Wirtschaftskrise spürt auch Muehlhan. Vor allem im Geschäft mit Werften macht sich der Konjunkturbruch bislang bemerkbar. Aufträge werden zeitlich gestreckt oder sogar ganz storniert. Dank flexibler Kapazitäten ist das für die Hanseaten aber recht gut handlebar. Deutlich besser läuft es dagegen in den USA, wo das Unternehmen u.a. bei Brückensanierungen von

den öffentlichen Konjunkturprogrammen profitieren dürfte, sowie im Nahen Osten. In den Vereinigten Arabischen Emiraten und in Katar wird Muehlhans Know-how im passiven Brandschutz und der Beschichtung von Offshore-Plattformen stark nachgefragt. Wie uns Finanzvorstand Carsten Ennemann im Hintergrundgespräch berichtet, sei man insgesamt mit dem Start in das neue Geschäftsjahr zufrieden. Muehlhan verfüge zudem über ausreichend Liquidität und eine Eigenkapitalquote von rund 50%. Der Hauptversammlung werde man ein Aktienrückkaufprogramm vorschlagen.

SI-Kommentar: Derzeit leidet der Wert noch unter dem geringen Anlegerinteresse im Small Cap-Bereich. Mit einer weiteren Bestätigung der Prognosen und dem Start des ARP sollte sich das jedoch schon bald ändern. ■

NACHRICHTEN AUS DEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN

Bavaria: Auf solidem Fundament

Während die Geschäftsmodelle vieler Sanierer durch die Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen wurden, steht die Münchner Bavaria Industriekapital AG weiterhin auf sehr solidem Fundament. So lag die Netto-Liquidität im Konzern zum Jahresende bei komfortablen 48 Mio. EUR. Vor diesem Hintergrund plant der Vorstand, 3,15 EUR (Vj.: 3 EUR) an Dividende zu zahlen, was einer Rendite von rund 25% gleichkäme. Obwohl sich die Absatzkrise in der Automobilindustrie im zweiten Halbjahr spürbar verschärfte und die Tochter Fonderie du Poitou nach zwischenzeitlichen Sanierungserfolgen wieder in die Verlustzone rutschte, konnte die Automotive-Sparte dennoch ein positives EBITDA von über 18 Mio. EUR erzielen. Besonders erfreulich: Die neuen Beteiligungen Xenterio und Faral schafften beide den Turnaround. Für die Aktie, die allein seit Ende März über 30% hinzugewinnen konnte, waren das in Summe überaus positive Nachrichten.

SI-Kommentar: Mit dem Dividendenvorschlag und den letzten Aktienrückkaufprogrammen summieren sich die Ausschüttungen seit dem Börsengang auf inzwischen über 50 Mio. EUR. Klarer lassen sich die Sanierungserfolge nicht in einer Zahl zusammenfassen.

Trade & Value: Metis-Kapitel vor Abschluss

Trade & Value-Vorstand Oliver Dornisch kann das „Abenteuer“ Metis endlich zu den Akten legen. Nachdem der erste Verkauf des von Trade & Value gehaltenen Aktienpakets an einen der Metis-Großaktionäre in letzter Minute scheiterte, fand sich mit der GMV/Mirage-Gruppe ein anderer Interessent. Dieser verpflichtete sich dazu, die Metis-Papiere in zwei Tranchen zum vereinbarten Kaufpreis von 2,42 EUR pro Aktie bis Ende September abzunehmen. Anfang März wechselten bereits mehr als

SPECIAL „BÖRSENNOTIERTE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN 2009“

Bereits in der vierten Auflage erscheint pünktlich zur Anlegermesse „Invest“ in Stuttgart vom 24. bis 26.4. die Smart Investor-Beilage. In diesem Jahr nehmen Redaktion und die externen Research-Partner Bankhaus Lampe, GBC, GSC Research und Viscardi insgesamt 60 Beteiligungsunternehmen unter die Lupe. Komplettiert wird die als Nachschlagewerk konzipierte Ausgabe mit einem großen Tabellenwerk, das sämtliche relevanten Fundamentaldaten zu den analysierten Beteiligungsgesellschaften enthält. Smart Investor wünscht eine spannende Lektüre!



500.000 Metis-Aktien den Besitzer. Auf den zweiten Verkauf über 350.000 Anteile hat GMV nach Angaben von Trade & Value bereits eine Anzahlung in Höhe von 55.000 EUR geleistet. Für Dornisch ist der Ausstieg nur die logische Konsequenz, nachdem es nicht gelungen war, auf der Metis-Hauptversammlung einen eigenen Direktoriumsposten zu installieren. Dass Metis über seine Tochter Japan Auto zudem sehr automobilassig aufgestellt ist und somit die Wirtschaftskrise sehr deutlich zu spüren bekommt, erleichterte letztlich die Entscheidung. Insgesamt konnte Dornisch für die eigenen Aktionäre aus dem Metis-Engagement einen Gewinn von rund einer halben Million Euro herauschlagen.

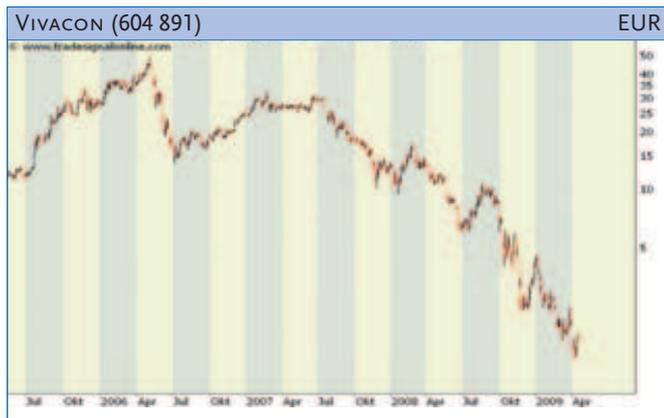
SI-Kommentar: Der Verkauf erscheint auch aus Gründen der Risikodiversifikation sinnvoll. Außerdem können sich Dornisch und sein Team nun wieder anderen Aufgaben und Opportunitäten zuwenden. ■

NACHRICHTEN AUS DEN IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN

Vivacon: Paukenschlag mit Ansage

Mit einer saftigen Gewinnwarnung schockte das Kölner Immobilienunternehmen Vivacon zuletzt die Börse. Dabei hatten sich die meisten Analysten längst auf schlechte Nachrichten eingestellt. Das tatsächliche Ausmaß der Warnung, der Vorstand rechnet für das vergangene Geschäftsjahr mit einem Verlust zwischen 160 und 170 Mio. EUR, übertraf aber selbst die schlimmsten Befürchtungen.

Als Gründe für den horrenden Fehlbetrag machte das Unternehmen u.a. Verluste aus der Neubewertung von Zinsderivaten sowie des Immobilienportfolios verantwortlich. Auch unerwartete Rückabwicklungen bereits vermeldeter Immobilienverkäufe drückten auf das Ergebnis und zerstörten das ohnehin bereits schwer angeschlagene Vertrauen. Vor dem Hintergrund dieses Zahlenwerks dürfte es für Vivacon schwer werden, auslaufende Kredite zu güns- >>



tigen Konditionen zu verlängern, zumal das aktuelle Umfeld weiterhin keine großen Portfoliotransaktionen zulässt.

SI-Kommentar: Die Vivacon-Aktie verkommt nach dieser Nachricht endgültig zu einem Spielball für hartgesottene Zucker. Weiterhin meiden.

Gagfah: Börsianer zeigen sich erleichtert

Einen regelrechten Freudensprung um mehr als 10% machte dagegen die Aktie des Wohnimmobilienkonzerns Gagfah nach Vorlage

der Bilanzdaten. Die vom amerikanischen Finanzinvestor Fortress kontrollierte Gesellschaft konnte positiv überraschen. Insbesondere die stabile Quartalsdividende von 20 Cent und eine auf 3,9% reduzierte Leestandsquote kamen an der Börse gut an. Zudem lag die vorgenommene Wertberichtigung auf das Immobilienportfolio mit 233 Mio. EUR deutlich unter den Konsenserwartungen der Analysten, die mit einer rund doppelt so hohen Abschreibung gerechnet hatten. Aus dem Verkauf von über 4.700 Wohnungen zog der Konzern einen Reingewinn von 51 Mio. EUR. Für das laufende Jahr peilt der Vorstand ein Verkaufsvolumen von insgesamt 500 (Vj.: 200) Mio. EUR an. Einige Fragezeichen bleiben dennoch. So ist weiterhin unklar, wann und in welchem Umfang sich Großaktionär Fortress von Anteilen trennen wird. Zudem sorgte das überraschende, reichlich überstürzte Ausscheiden des bisherigen Vorstandschefs Burkhard Drescher für einige Irritationen. Immerhin stand mit William Joseph Brennan der Nachfolger bereits fest. Probleme bei der Refinanzierung muss Gagfah vorerst nicht befürchten. Die Finanzschulden von über 6,7 Mrd. EUR sind überwiegend langfristiger Natur, die Konditionen fixiert.

SI-Kommentar: Die Aktie ist erst nach einem Rücksetzer wieder kaufenswert. Aufgrund seiner hohen Volatilität eignet sich der Wert vor allem für Trader, die kurzfristige Bewegungen mitnehmen wollen. ■

Anzeige

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

NEWS!

**SMART INVESTOR AUF DER „INVEST 2009“
IN STUTTGART (24.-26. APRIL)**

HD HUNTER DICKINSON
UNTERNEHMENSGRUPPE

Invest
Die Messe für institutionelle
und private Anleger



SAMSTAG, DER 25. APRIL, 12 UHR: SYMPOSIUM BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN.
MODERIERT VON CHEFREDAKTEUR RALF FLIERL, MIT ANSCHLIESSENDEM IMBISS (RAUM C4.2).

SAMSTAG, DEN 25. APRIL, 15 UHR: GOLD UND GOLDMINENAKTIEN ALS KAPITALSCHUTZ.
EINE GEMEINSAME PRÄSENTATION DER HUNTER DICKINSON UNTERNEHMENSGRUPPE
UND DES SMART INVESTOR (RAUM C4.2).

NATÜRLICH IST SMART INVESTOR AUCH MIT EINEM STAND AUF DER MESSE VERTRETEN
(HALLE 1, STAND G 75.2). KOMMEN SIE VORBEI – WIR FREUEN UNS AUF IHREN BESUCH!

KOSTENLOSE EINTRITTSKARTEN FÜR DIE MESSE LIEGEN DIESEM HEFT BEI.

Frühlingshaftes Comeback

Kaum wird es draußen wärmer, kann sich auch die Börse allmählich aus der Umklammerung schlechter Nachrichten lösen. Nun gilt es allerdings, nicht übermütig zu werden.

Unser Musterdepot konnte zuletzt kein Halten mehr. So gut sich diese 25% Zugewinn in nur vier Wochen auch anfühlen, mittlerweile hat sich das Chance-Risikoprofil zumindest auf kurze Sicht doch deutlich verschlechtert. Es sollte daher niemanden überraschen, wenn wir in einer anstehenden Korrektur auch wieder einige Prozentpunkte einbüßen werden. Unser DAX-Long-Hebelzertifikat, das inzwischen sogar über 140% im Plus notiert, werden wir daher vielleicht schon bald zum Verkauf stellen. Vermutlich befindet sich der Schein schon nicht mehr im Depot, wenn Sie diese Zeilen hier lesen. Um

dem veränderten Risikoprofil vieler Titel Rechnung zu tragen, haben wir in der Tabelle diverse Anpassungen der SIPs und C/R-Parameter vorgenommen. Grundsätzlich fühlen wir uns durch die Börsenentwicklung der letzten Handelswochen in unserem Crack-up-Boom-Szenario bestätigt. Die Entscheidung, voll investiert in das neue Jahr zu starten, war nicht zuletzt aus steuerlichen Gründen (Abgeltungssteuer) richtig. Dass wir in der Erholung, die bislang eigentlich nur eine Korrektur des letzten Ausverkaufs darstellt, schon ein gutes Stück vorangekommen sind, zeigt sich auch bei einer näheren Betrachtung

>>

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EUR) STICHTAG: 17.4.2009
 PERFORMANCE: +7,4% SEIT JAHRESANFANG (DAX: -2,8%); +25,0% GG. VORMONAT (DAX: +14,9%); +137,6% SEIT DEPOTSTART (DAX: +82,8%)

	WKN	BRANCHE/ LAND	SIP*	C/R*	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT	WERT AKT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	PERFORMANCE SEIT KAUF
DAX-LONG-HZ; 3.539; ENDLOS TB2 T66			D	7/8	700	18.03.09	4,80	11,62	8.134	3,4%	+137,1%	+142,1%
XSTRATA** [CH]	552 834	BERGBAU	D	6/6	2.700	17.12.08	4,17	6,77	18.279	7,7%	+38,4%	+62,4%
INIT [D] IK	575 980	TELEMATIK	A	6/4	1.000	26.11.08	4,70	6,45	6.450	2,7%	+13,2%	+37,2%
PANORAMIC RES. [AUS] IK	A0Q 29H	NICKELPRODUZENT	C	8/6	15.000	15.10.08	0,67	0,92	13.725	5,8%	+79,4%	+36,6%
ADVANCED INFLIGHT ** [D] IK	126 218	MEDIEN	C	6/4	5.000	22.12.04	1,84	2,20	11.000	4,6%	+56,0%	+19,6%
BANPU [THAI] IK	882 131	KOHLEPRODUZENT	B	7/6	2.000	04.04.07	4,72	5,62	11.240	4,7%	+29,2%	+19,1%
UNITED INTERNET [D] IK	508 903	INTERNET	B	8/5	2.000	08.10.08	5,65	6,34	12.680	5,3%	+18,1%	+12,2%
BAUER [D] IK	516 810	SPEZIALBAU	B	7/5	400	08.10.08	26,00	27,64	11.056	4,7%	+29,9%	+6,3%
STRATECO RES. [CAN] IK	A0C AKR	URAN-EXPLORER	B	9/8	10.000	08.10.08	0,67	0,71	7.050	3,0%	+13,7%	+5,2%
PHÖNIX SOLAR [D]	A0B VU9	SOLAR	B	7/5	250	15.10.08	32,85	33,50	8.375	3,5%	+4,7%	+2,0%
FUCHS VZ. [D]	579 043	SCHMIERSTOFFE	C	6/5	400	08.10.08	34,05	34,55	13.820	5,8%	+28,9%	+1,5%
BAADER [D]	508 810	MAKLER	B	8/6	5.000	08.10.08	2,05	1,95	9.750	4,1%	+11,4%	-4,9%
BERTHOLD HERMLE VZ. [D] IK	605 283	MASCHINENBAU	B	6/4	200	08.10.08	53,00	49,74	9.948	4,2%	+21,3%	-6,2%
DEUTSCHE BÖRSE [D]	581 005	FINANZDIENSTLEISTER	C	6/5	200	08.10.08	61,50	51,60	10.320	4,3%	+29,0%	-16,1%
SILVER STANDARD RES.** [CAN]	858 840	SILBEREXPLORER	C	7/5	1.000	13.11.08	14,29	11,66	11.660	4,9%	+1,7%	-18,4%
EQUITYSTORY [D] IK	549 416	INVESTOR RELATIONS	B	5/3	400	06.10.08	21,30	16,65	6.660	2,8%	-1,5%	-21,8%
SOHU.COM [CHN] IK	502 687	INTERNET	B	8/6	250	04.09.08	46,50	36,00	9.000	3,8%	+23,8%	-22,6%
ORAD HI-TEC [ISR] IK	928 634	3D-SOFTWARE	B	7/6	3.000	06.08.08	2,65	1,80	5.400	2,3%	+0,0%	-32,1%
EUROFINS [D/F]	910 251	ANALYTIK	B	7/5	200	15.10.08	56,30	38,00	7.600	3,2%	+15,2%	-32,5%
RATIONAL [D]	701 080	KÜCHENGERÄTE	B	7/5	100	06.08.08	116,41	78,00	7.800	3,3%	+26,3%	-33,0%
INTEGRALIS [D]	515 503	IT-SICHERHEIT	C	7/6	2.000	20.11.07	5,20	3,20	6.400	2,7%	+33,3%	-38,5%
PALFINGER [ÖST] IK	919 964	SPEZIALKRÄNE	C	7/6	600	21.06.06	17,97	11,00	6.600	2,8%	+40,1%	-38,8%
KRONES [D] IK	633 500	MASCHINENBAU	D	7/6	300	18.04.07	48,17	28,10	8.430	3,5%	+27,7%	-41,7%
SINO-FOREST [CHN]	899 033	HOLZPRODUZENT	C	8/6	800	09.09.08	11,20	6,34	5.072	2,1%	+41,8%	-43,4%
ASKNET [D]	517 330	INTERNET-SOFTWARE	C	7/6	2.000	08.10.08	4,20	2,35	4.700	2,0%	-11,3%	-44,0%
GREAT BASIN GOLD [CAN]	885 375	GOLDEXPLORER	E	6/8	3.000	31.10.07	2,50	0,96	2.880	1,2%	-1,0%	-61,6%
AURELIUS** [D] IK	A0J K2A	SANIERUNGSSPEZ.	B	8/5	500	26.11.08	24,33	7,00	3.500	1,5%	-4,8%	-71,2%

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

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

Veränderungen beim C/R oder SIP gegenüber dem Vormonat werden farblich hervorgehoben. Erhöhungen sind grün und Reduzierungen rot markiert.

** Mischkurs, bei Xstrata unter Berücksichtigung der Kapitalerhöhung; HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

AKTIENBESTAND	237.529	100,0%
LIQUIDITÄT	48	0,0%
GESAMTWERT	237.577	100,0%

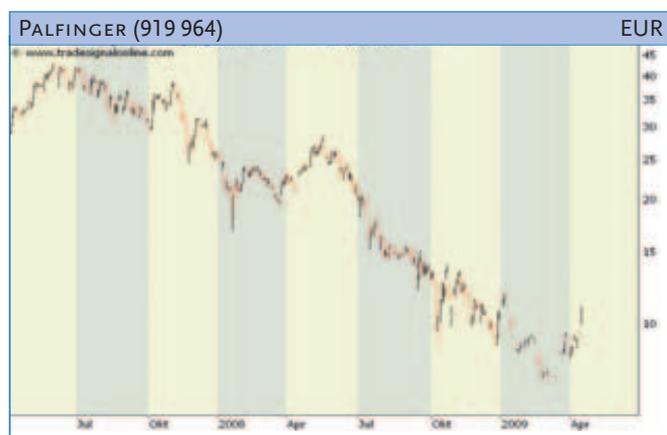
IK: Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 8!

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE UND VERKÄUFE
KEINE

des Nebenwertesegments. Beschränkten sich die Kursgewinne in der ersten Phase noch auf die Big Caps aus DAX oder EuroStoxx, so hat die Marktbreite in den letzten Wochen merklich zugenommen. Selbst viele Small Caps präsentierten sich zuletzt in Rally-Laune.

Rohstoffwerte und Zykliler führen Erholung an

Neben den Finanzwerten führten insbesondere zyklische Aktien und Rohstofftitel die jüngste Erholung an. Im Musterdepot zeigt sich dieser Branchentrend u.a. bei der Palfinger (IK)-Aktie. Das zyklische Geschäft mit Kränen und Hebezeugen würde in einem konjunkturellen Aufschwung umgehend neue Dynamik entfalten und zu steigenden Margen führen. Darauf scheinen immer mehr Anleger zu spekulieren. Bei einer Xstrata, immerhin eines der Top 10-Minenunternehmen weltweit, profitieren wir derzeit vom günstigen Kurs der Kapitalerhöhung, die, so scheint es, nahe dem Tief durchgeführt wurde. Als reiner Rohstoff-Play schlägt sich zudem jede Erholung bei den Commodities unmittelbar im Xstrata-Kurs nieder. Nach den satten Kursgewinnen der vergangenen Wochen drohen hier jedoch erst einmal Gewinnmitnahmen. Auch wir denken über einen (Teil-)Verkauf unserer inzwischen recht großen Xstrata-Position nach. Bei unserem Musterdepotwert Sino-Forest scheint die operative Delle des vierten Quartals indes überwunden zu sein. Das verrät uns Finanzvorstand Dave Horsley (siehe „Money Talk“ auf S. 66). Keine Freude bereitet uns dagegen weiterhin die Asknet-Aktie. Das Software-Unternehmen wird in wenigen Tagen seine Bilanz vorstellen. Diese und einen Ausblick wollen wir aber zumindest noch abwarten, bevor wir hier unter Umständen die Reißleine ziehen.



Geduld zahlt sich manchmal doch aus

Zugegeben: Als unser dienstältester Musterdepotwert Advanced Inflight Alliance (kurz: AIA, IK) im Sommer 2007 unvermittelt eine deutliche Gewinnwarnung aussprach, die sich – so nebenbei bemerkt – am Ende als weit weniger dramatisch herausstellte, waren auch wir versucht, uns von der Aktie zu trennen. Doch am Ende haben wir dem Unternehmen und seinem Chef Otto Dauer die Treue gehalten. Wie die Kursentwicklung der letzten Wochen zeigt, werden wir nun für dieses Vertrauen endlich belohnt. Auslöser für den Kurssprung waren die Zahlen zum letzten Geschäftsjahr. AIA gelang es, selbst unsere ohnehin optimistischen Erwartungen nochmals zu übertreffen. Statt 40 Cent verdiente der Anbieter von Bord-Entertainment in Flugzeugen sogar 46 Cent je Aktie. Auch der Umsatz überschritt unter anderem auf-

grund der für AIA günstigen Währungsentwicklung im zweiten Halbjahr deutlich die Schallmauer von 100 Mio. EUR. Nur zur Erinnerung: Als wir Ende 2004 die Aktie in das Musterdepot aufnahmen, setzte AIA gerade einmal 15 Mio. EUR im Jahr um. Wir rechnen nunmehr fest mit einer Ausschüttung von mindestens 8 Cent, die uns der CEO bereits vor wenigen Monaten andeutete. Vielleicht hat man aber auch hier noch eine positive Überraschung in petto. Da das Papier selbst nach dem steilen Kursanstieg unseres Erachtens noch immer viel zu billig ist – wir erwarten für das laufende Jahr bislang einen Gewinn nur leicht unter Vorjahresniveau –, und wir auf die Kompetenz von Vorstandschef Dauer vertrauen, bleiben wir selbstverständlich investiert.

Rational spürt Konjunkturerinbruch

Wie stark die jetzige Krise auf die Unternehmen durchschlägt, zeigt auch das Beispiel Rational. Konnte sich der Hersteller professioneller Gar- und Kochsysteme früheren wirtschaftlichen Abschwüngen meist entziehen, wurde die Gesellschaft zuletzt von einem spürbaren Nachfragerückgang getroffen. Nach einem soliden ersten Halbjahr verfehlte Rational in den Quartalen drei und vier die eigenen Ziele deutlich. Zwar gelang es, das Jahr mit einem leichten Umsatzplus abzuschließen, verglichen mit dem Wachstumstempo der Vergangenheit mutet diese Entwicklung jedoch eher wie ein Rückschritt an. Auch das Ergebnis lag mit 61,7 Mio. EUR nur unwesentlich über dem Vorjahreswert. Ein Lichtblick stellt indes die Geschäftsentwicklung in Asien und Lateinamerika dar. Hier konnte Rational erneut mit über 20 respektive 40% wachsen. Vorstandschef Dr. Günter Blaschke kündigte für die Hauptversammlung Anfang Mai überraschend einen auf 1 EUR deutlich reduzierten Dividendenvorschlag an. Angesichts eines weiterhin hohen Cashflows und einer sehr soliden Bilanz erscheint diese Zurücknahme unverhältnismäßig. Da Rational Aufträge gewöhnlich innerhalb weniger Wochen abarbeitet, sollte sich eine konjunkturelle Erholung zumindest sehr schnell in den Zahlen bemerkbar machen. Für das erste Quartal müssen Aktionäre indes aber noch mit einem Umsatzrückgang – wahrscheinlich im hohen einstelligen Prozentbereich – rechnen. An der dominanten Marktstellung ändert jedoch auch diese Krise nichts. Dass sich die Geräte in der Regel innerhalb eines Jahres amortisieren, bleibt für jeden Groß-Gastronom ein entscheidendes Kaufargument.

Erfolgreiches Börsendebüt für Sohu-Tochter

Lange Zeit war auch der amerikanische IPO-Markt ausgetrocknet. Nachdem der Babynahrungshersteller Mead Johnson im Februar sein Börsendebüt gab, folgte ihm knapp zwei Monate später die Online-Games-Sparte unseres Musterdepotwertes Sohu.com (IK). Changyou, so der Name des Spin-Offs, erzielt den Großteil seiner Umsätze mit dem 2007 gestarteten Online-Rollenspiel „Tian Long Ba Bu“. Um die Abhängigkeit von dem Titel zu verringern, plant das Unternehmen drei neue sogenannte „Massively-Multi-Player-Online-Role-Playing-Games“ (kurz: „MMORPGs“) in den nächsten Jahren vorzustellen. Eines davon soll noch in diesem Jahr an den Start gehen. Wenn Chinesen in ihrer Freizeit am Computer „zocken“, dann tun sie das in aller Regel online. Der Markt boomt und dürfte sich auch in Zukunft robust entwickeln. Dementsprechend groß war das Interesse an dem Börsengang. Die zu 16 USD ausgegebene Aktie ging am ersten Tag mit einem Plus von über 25% aus dem Handel. Inzwischen notiert Changyou sogar bei 28 USD. Unterstützt von der starken Performance der Toch-

JEDEN DIENSTAG: SMART INVESTOR WEEKLY!

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

ter gewann auch die Sohu-Aktie im Monatsvergleich kräftig hinzu. Von den nach Redaktionsschluss gemeldeten Quartalszahlen erwarten wir uns weiteren Aufschluss über die Krisenfestigkeit des chinesischen Internetmarktes, dem wir schon aus demographischen Gründen eine deutliche dynamischere Entwicklung als seinen Pendanten in Europa und Nordamerika zutrauen.

Panoramic (IK)-Aktie stürmt nach vorne

Wir hatten in der Vergangenheit schon mehrfach auf die deutliche Unterbewertung einzelner Explorer- und Rohstofftitel hingewiesen. Auch der australische Nickelproduzent Panoramic (IK) notierte zeitweise nur unwesentlich über den eigenen Cashbeständen. Im Schlepptau eines zuletzt deutlich angestiegenen Nickelpreises – die Notiz verteuerte sich innerhalb eines Monats um beachtliche 30% – setzte auch die Panoramic-Aktie in den vergangenen Wochen zu einer beeindruckenden Kursrally an. Zwar ist kurzfristig nun erst einmal mit einer gesunden Konsolidierung zu rechnen, längerfristig hat der Wert aber weiteres Aufwärtspotenzial, zumal sich der Nickelpreis erkennbar am Ab-

schluss einer mehrmonatigen Bodenbildung versucht. Auch weitere Minenschließungen sollten helfen, den Preis zu stabilisieren. Im Fall einer weltweiten Konjunkturerholung würde dann eine wieder höhere Nachfrage auf eine ausgetrocknete Angebotsseite treffen.

Fazit

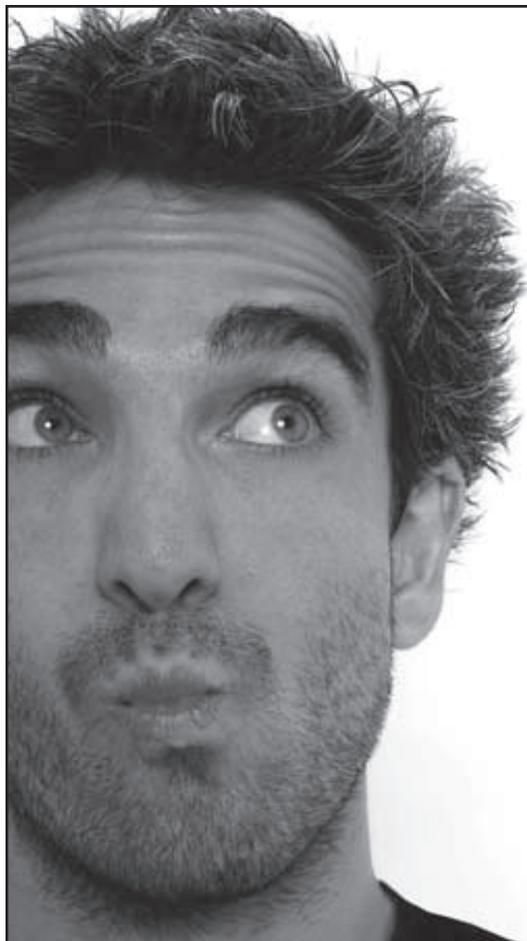
Auf der guten Performance der vergangenen Wochen wollen wir uns in keinem Fall ausruhen, zumal kurzfristig viele Zeichen eher auf eine deutliche Korrektur der bisherigen Börsenrally hindeuten. Sind wir im Großen und Ganzen mit der Aufstellung unseres Depots zufrieden, so planen wir doch, eventuell einige Titel (Xstrata, Fuchs, Deutsche Börse, Great Basin, Asknet, DAX-Long) demnächst auszutauschen oder aber deren Depotgewicht zu verringern. Das Geld soll in andere aussichtsreiche Branchen fließen, die wir mit unseren Depotwerten bislang nicht oder nur in sehr geringem Maße abdecken. Beispielhaft seien an dieser Stelle der Öl-, Agrar- und Healthcare-Sektor genannt. ■

Marcus Wessel

HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT (IK)

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

Anzeige



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

tradesignal®

interactive online charting

www.tradesignalonline.com/Scanner



Chance

„In Krisenzeiten zählt die Substanz“

Smart Investor im Gespräch mit Manuel Hölzle, Vorstand der GBC AG und Subanlageberater des Captura Director's Dealings Fund, über das Abbild der Krise und die aus ihr resultierenden Chancen.

Smart Investor: Herr Hölzle, was glauben Sie, wo stehen wir inmitten des konjunkturellen Einbruchs?

Hölzle: Also, das ist natürlich eine sehr schwierige Frage zum Einstieg, wir haben ja auch keine Glaskugel bei uns im Büro stehen. Aber wenn ich mit den Unternehmen spreche und das einordne, dann müssten wir uns nahe dem Tief der wirtschaftlichen Aktivität bewegen. Im Januar und Februar konnten praktisch keine neuen Aufträge verzeichnet werden, im März wurde es nur geringfügig besser. Es verhält sich diesmal nur anders als in vorherigen Rezessionen, als sich die Aktivität sukzessive nach unten „schraubte“. Jetzt erleben wir echte Auftrags- und damit Produktionsstopps, das hat eine ganz andere Qualität.

Smart Investor: Kann man das vielleicht an einzelnen Branchen festmachen?

Hölzle: Die Branche, die ich momentan ganz klar favorisiere, ist der Immobiliensektor, und hier die Bestandhalter bzw. Wohnungsimmobilienerunternehmen. Wenn ich mir die Bewertungen hier anschau, dann könnte sogar die eine oder andere Insolvenz vom Markt eingepreist sein. Jedoch glaube ich nicht an die Pleite einer großen Immobiliengesellschaft. Die Banken stecken hier ja in einem Dilemma: Kleinere Immobilienunternehmen wollen sie aus Imagegründen nicht durch gekündigte Kreditlinien in die Pleite gehen lassen, größere Gesellschaften können sie nicht bankrott gehen lassen. Deshalb funktionieren auch Umschuldungen, wie jüngst bei Colonia Real Estate, wieder sehr gut. Damit haben viele Immobilien-AGs nicht die Finanzierungsprobleme, wie das der Konsens mal gedacht hatte. Und grundsätzlich gilt: Deutschland hat den Immobilienboom nicht so stark wie andere Länder mitgemacht, daher besteht jetzt geringerer Abwertungsbedarf.

Smart Investor: Was gefällt Ihnen daneben noch?

Hölzle: Die Baubranche könnte ebenfalls eine Sonderkonjunktur haben. Hier dürften die Konjunkturprogramme schon bald wirken. Der Stahlsektor ist sicherlich eine zyklische Wette, die dann

Manuel Hölzle, Dipl. Kfm, ist Vorstand des unabhängigen Researchhauses GBC AG aus Augsburg. Die GBC AG berät die Captura Fondsfamilie hinsichtlich ihrer Anlagestrategie. Dabei umfasst die Captura Fondsfamilie derzeit den auf Familienunternehmen fokussierten Captura Deutscher Mittelstand und den auf meldepflichtigen Insiderdaten basierenden Captura Directors' Dealings Fonds.



aufgeht, wenn sich die Konjunktur fängt. Für den Automobilsektor hat man derzeit überhaupt keine Visibilität. Als Karmann kürzlich Insolvenz angemeldet, wusste man bereits vorher von den Problemen des Unternehmens. Nur gibt es im Fahrzeugbaubereich derzeit viele Konzerne mit Schwierigkeiten. Wo ich mich übrigens komplett zurückhalte, ist der Finanzsektor.

Smart Investor: Wenn man jetzt in dieser Situation versucht, Unternehmen zu bewerten, worauf schauen Sie dann vor allem?

Hölzle: In Krisenzeiten, in denen Prognosen der Ertragsentwicklung äußerst schwierig sind, ist aus meiner Sicht die Substanzbewertung die zweckdienlichste Methode. Hier schauen wir verstärkt auf die Buchwerte, oder etwas abstrakter auf die Wiederherstellungswerte. Was würde es kosten, die Immobilien oder Anlagen in vergleichbarer Güte erneut zu erstellen? Das gibt in einer schwierigen Phase eher Orientierung als beispielsweise das KGV. Vor kurzem hörte ich, man könne einem Unternehmen, bei dem die Aufträge für 2009 jetzt in den Büchern stünden, auch ein KGV von 15 oder 20 zubilligen. Solche Aussagen erzeugen bei mir immer ein wenig Bauchschmerzen, wenn da im luftleeren Raum mit Multiples han-

tiert wird. Daneben ist die Dividenden-Rendite eine wesentliche Kennzahl, denn wenn es ein Unternehmen schafft, die Dividende fundiert aufrecht zu erhalten, dann ist das ein starkes Signal.

Smart Investor: Bewertung ist aber nichts, wenn das große Gesamtbild sich nicht irgendwann aufhellt. Haben Sie da Hoffnung?

Hölzle: Ganz klar, die vielen Billionen sollten schon einen starken konjunkturellen Impuls mit sich bringen, dann hellt sich das Bild schnell wieder auf. Im Moment sehe ich aber leider auch die Gefahr, dass sich Europa wieder mehr in einzelstaatlichen Regelungen verliert und protektionistisch verhält – und das wäre ein Schritt zurück. Gerade im Vergleich zu China und den USA. Der G20-Gipfel hat hier jedoch gemahnt, diese jetzige Krise sei nur durch konzertierte Aktionen vieler Staaten zu meistern. Der deutsche Weg dabei gefällt mir eigentlich ganz gut, denn wir halten immer noch am meisten Maß von allen. Bei Frankreich zum Beispiel habe ich den Eindruck, es wird unter dem Deckmantel der Ankurbelung der Konjunktur heimlich eine breite Verstaatlichung der Wirtschaft vorangetrieben mit nationalen Großkonglomeraten. Beispiel Automobilkonzerne. Gleichwohl werden in meinen Augen die Großkonzerne getreu der Too-big-to-fail-Logik zu stark protegert, und zwar auf Kosten des Mittelstandes, dem schon sehr viele Lasten aufgebürdet werden.

Smart Investor: Stichwort Mittelstand, in Ihrem Fonds CAPTURA Director's Dealings legen Sie in diesem Segment ja auch den Hauptschwerpunkt?

Hölzle: Ja, Mittelstand ist hier ein Schwerpunkt, aber durch die Brille der Auswertung von Insidertransaktionen heraus. Untersuchungen aus den USA haben gezeigt, dass sich systematisch Überrenditen erzielen lassen, wenn man die Transaktionen verschiedener Unternehmensinsider als Indikator heranzieht und ihnen sozusagen folgt. Ganz signifikant sind hierbei die Aufsichtsräte. Seit 2002 müssen in Deutschland Aktientransaktionen von Vorständen, Aufsichtsräten und Familienmitgliedern gemeldet werden, erst seitdem gibt es also hierzulande verlässliches Datenmaterial. Basierend auf einer Studie der Universität Zürich haben wir diese Annahmen im Rahmen einer wissenschaftlichen Arbeit



An Stahlhersteller
Thyssen hat Manuel
Hölzle Gefallen
gefunden;
Foto: ThyssenKrupp

ebenfalls getestet und herausgefunden, dass sich Verluste gezielt vermeiden lassen, wenn man Aktien von Unternehmen meidet, deren Insider auf der Verkäuferseite zu finden sind.

Smart Investor: Was haben denn die Insider im letzten Oktober gemacht?

Hölzle: Momentan ist es so, dass die Insider eher positiv sind und dementsprechend Aktien kaufen. Während des Crashes im Oktober haben wir dramatische Käufe gesehen, in der Spitze haben die Käufe die Verkäufe um das 29-Fache überwogen. So etwas haben wir noch nie festgestellt. Eine der ersten Aktien, die wir zum Beispiel in dieser Phase angefasst haben, war ThyssenKrupp. Da waren wir glücklich, ein genügend großes Cashpolster zu haben.

Smart Investor: Sollen Anleger Aktien jetzt auch weiterhin kaufen?

Hölzle: Das glaube ich schon. Wenn ich mir anschau, wie alle Welt in den sicheren Hafen „Anleihen“ geflüchtet ist, dann weiß ich nicht, ob das weiterhin eine gute Idee ist. Wenn die Inflation aufgrund der großen Konjunkturprogramme kommt, sind Aktien ohnehin der bessere Schutz. Wir favorisieren bei großen Werten gut situierte Industrieunternehmen, wie etwa eine Thyssen oder Daimler. Auch die Deutsche Telekom als mittlerweile sehr konservatives Investment haben wir auf der Beobachtungsliste. Daneben gefällt mir der Konsum, der doch sehr stiefmütterlich behandelt wird. Hier stehen u. a. Douglas oder Gerry Weber hervor. Gerade der Konsum in Deutschland ist Krisen gewohnt, daher könnte das vielleicht die antizyklische Chance des laufenden Jahres sein.

Smart Investor: Konsumtitel haben in der Tat nicht viele Investoren auf dem Radar. Vielen Dank für das Gespräch. ■

Interview: Tobias Karow

Anzeige



NICHT ALLES, WAS MAN LIEST,
KANN MAN GEBRAUCHEN!

Nehmen Sie uns deshalb
jetzt unter die Lupe !

Bestellen Sie unser MINI-ABO unter

www.traders-mag.com

Brokerwahl 2009

Spannend bis zuletzt

Die diesjährige Wahl zum Broker des Jahres ging am 15. April nach über sechs abwechslungsreichen Wochen zu Ende. In vielen der sieben Kategorien wurde, vor allem in den letzten Tagen der Wahl, um jeden Platz gekämpft. Dabei haben knapp 59.000 Teilnehmer für ihre Favoriten gestimmt.

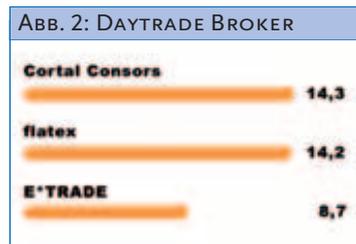
Online Broker

Die comdirect belegte nach einem engen Finish den ersten Platz bei den Online Brokern und ließ den Sieger der letzten beiden Jahre, Cortal Consors, nur knapp hinter sich. Auf Platz drei schaffte es das noch recht junge Brokerhaus flatex. Auf den weiteren Plätzen folgten die DAB bank, ING-DiBa sowie der Sparkassen Broker. Damit konnte sich die comdirect im neunten Jahr der Wahl bereits zum vierten Mal den Titel „Online Broker des Jahres“ sichern.



Daytrade Broker

Bei den Daytrade Brokern wurde es vor allem in der Schlusswoche sehr eng. Erst über die Osterfeiertage konnte Cortal Consors den Broker flatex, der lange in dieser Kategorie führte, hinter sich lassen und sich so einen hauchdünnen Sieg sichern. Der dritte Platz ging an E*TRADE, knapp dahinter folgten Interactive Brokers, die OnVista Bank und Directa.



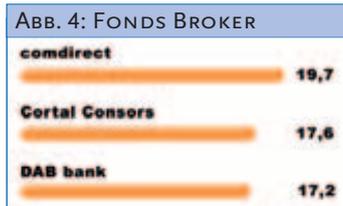
Zertifikate Broker

Zertifikate Broker des Jahres 2009 wurde die DAB bank, die den Vorjahrestitel damit erfolgreich verteidigen konnte. Dahinter folgte flatex, die sich einen knappen Vorsprung sichern und die comdirect auf den dritten Platz verweisen konnte. Den vierten Platz belegte brokerjet, vor der OnVista Bank und maxblue.



Fonds Broker

Den zweiten Titel in diesem Jahr erlangte die comdirect in der Kategorie Fonds Broker. Hier wiederholte sich das Szenario vom Vorjahr, denn wie 2008 folgte auch diesmal auf dem zweiten Platz Cortal Consors. Platz drei ging an die DAB bank.



Futures Broker

Bei den Futures Brokern gab es eine kleine Überraschung: Die ersten drei Plätze belegten zwar wie 2008 Cortal Consors vor Interactive Brokers und der OnVista Bank, die letztes Jahr noch als fimatex teilgenommen hatte. Auf den weiteren Plätzen folgten dagegen neue Namen – WH Selfinvest ergatterte den vierten Platz vor E*TRADE und ClickOptions.



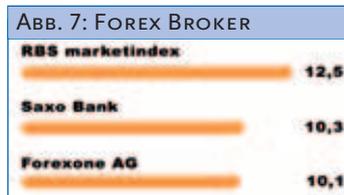
CFD-Broker

Einen spannenden Dreikampf gab es bei den CFD-Brokern. Nachdem flatex lange geführt hatte, konnten RBS marketindex und CMC Markets zum Schluss noch vorbeiziehen, wobei CMC Markets den ersten Platz belegte.



Forex Broker

Mehr Erfolg hatte RBS marketindex allerdings in der Kategorie Forex Broker, denn hier konnte sich das Brokerhaus, nach dem zweiten Platz 2008, über einen Sieg freuen und dabei die saxo Bank sowie Forexone auf die Plätze zwei und drei verweisen.



Fazit

Smart Investor engagierte sich im Rahmen der diesjährigen Brokerwahl als Medienpartner. An dieser Stelle gratuliert die Redaktion den Siegern und wünscht einen weiterhin fairen Wettbewerb im Sinne des Kunden, der so vor allem von neuen Produktentwicklungen sowie einer weiteren Erhöhung der Transparenz im Handel profitieren soll.

Christofer Radic

Über Inflation und Manipulation

? Inflation, Deflation und Krieg

1. Was mich hinsichtlich Ihrer Inflationstheorie stutzig macht: Inwieweit ersetzt die laufende Notenpresse nur die vorangegangene Asset-Price-Schmelze bei Immobilien und Aktien? Wir haben es doch mit einem riesigen Verlust an kaufkraftwirksamem Vermögen zu tun, was deflationär wirkt. Wird dieser Effekt nicht einfach nur von den Notenbanken ausgeglichen?
2. Beim Großen Bild hinsichtlich Crack-up-Boom und Inflation vergleichen Sie die Situation mit der Weimarer Republik. Dabei fehlt mir der Bezug auf den kurz zuvor beendeten und verlorenen Weltkrieg, der doch wohl die Situation entscheidend geprägt hat, wenn nicht sogar verursacht hat.
3. Auf Seite 52 im letzten Heft sehe ich wieder einmal die Analogie zwischen Börsenerholung und Autorallye. Der englische Begriff für Markterholung heißt „rally“ (ohne e), er hat nichts mit der Motorsportallye zu tun. Deswegen heißt es auch „bear market rally“. In den Mainstream-Medien habe ich mich an diesen Fehler schon gewöhnt, aber den SI wollte ich doch mal darauf aufmerksam machen ...

Roland K.

SI 1. Wir glauben eben an eine riesige Inflation. Während sich die Asset-Preise früher oder später erholen werden und sich der deflationäre Effekt quasi selbst bereinigen wird, wird das viele neu gedruckte Geld im Umlauf bleiben und sich nicht selbst wieder in Luft auflösen. Alle vorangegangenen Krisen haben gezeigt, dass die Politiker und Notenbanken während einer Erholung die dem Markt zuvor injizierte Liquidität nicht wieder entziehen.

2. Der Weltkrieg selbst war ja nicht der Auslöser für die damalige Hyperinflation, sondern die vorangegangene enorme Staatsverschuldung und das Geld drucken. Im Zuge der jetzigen Finanzkrise wurde jedoch mit den gleichen Mitteln reagiert. Daher droht erneut eine hochgradig inflationäre Zeit. Ob diese dann so wie in den 20er Jahren aussehen wird, das steht auf einem anderen Blatt.



Smart Investor 4/2009



3. Mit Ihrer Anmerkung zur Schreibweise „Rally(e)“ haben Sie vollkommen recht. Es muss im Börsenkontext natürlich Rally heißen. Ab sofort gilt diese Schreibweise bei uns – schließlich wollen wir nicht zum Mainstream gezählt werden!

? Manipulation und Betrug

Durch Zufall habe ich heute im Rahmen der Berichterstattung über die Goldman-Sachs-Zahlen erfahren, dass vorletzte Woche nebenbei und scheinbar von der Presse unbemerkt vom Financial Accounting Standard Board die Bewertungsrichtlinie („mark-to-market rule“) geändert wurde. Banken dürfen für Papiere, für die kein Markt existiert, die Bilanzwerte selbst schätzen. Außerdem wurden durch die Umstellung des Geschäftsjahres von Goldman-Sachs auf das Kalenderjahr ca. 1 Mrd. USD Verlust in den Dezember 2008 „geschoben“, der nun weder dem Q4/08 noch dem Q1/09 zugerechnet wird. Auch hierüber wird von den Medien – wenn überhaupt – nur im Nebensatz und ohne Wertung berichtet. Plant SI, diese Staatsmanipulationen der Börse mehr zu beleuchten?

Johannes Niebler

SI Es ist in der Tat haarsträubend, was schon früher und jetzt seitens der Notenbanken und der US-Finanzbehörden an Systembrüchen begangen wurde und wird. Ihre Beispiele zeigen dies sehr eindrucksvoll. Ohne diese Regelbrüche würde das gesamte Finanzsystem innerhalb kürzester Zeit kollabieren. Aber diese Eingriffe werden den Kollaps nur etwas in die Zukunft verschieben. Im Übrigen können wir uns nicht den Schuh anziehen, dass wir diese Missstände nicht beschrieben hätten. Wir haben es nämlich immer und immer wieder getan. Dafür mussten wir uns den Vorwurf der Schwarzmalerei, Verschwörungstheorie usw. anhören. Außerdem sind derzeit so viele Fehlentwicklungen festzustellen, dass wir manchmal gar nicht mehr wissen, was davon nun redaktionell aufgearbeitet werden soll. Wir können uns dabei nur noch auf die eklatantesten Fälle konzentrieren.

? Musterdepot

Während Sie mit Ihren informativen Themen sowie den meist interessantesten Gastbeiträgen die Treue Ihrer Leser erhalten und ausbauen, bin ich mit dem Musterdepot nicht zufrieden. Warum arbeiten Sie nicht mit Stop-Loss? Spätestens bei Kursverlusten von 20-25% sollte man sich

doch von seinen Aktien trennen, insbesondere wenn Sie mit heftigen Kursrückschlägen rechnen! So sind zwar die Verantwortlichen des Musterdepots gut im Aufspüren von guten Unternehmen, aber die Chartanalyse und Technik erscheint stark vernachlässigt. Auch wenn Sie kein Trading-Depot führen, sollte doch der Grundsatz, wonach man Verluste begrenzen und Gewinne laufen lassen soll, auch für den SI gelten.

Christian H.

SI

Vielen Dank für Zuspruch und Kritik. Als das unseres Wissens einzige deutschsprachige Börsenmagazin haben wir rechtzeitig auf die Baisse 2008 hingewiesen. Wir haben daraufhin im Musterdepot frühzeitig die Cashquote hochgefahren, Finanz- und Autowerte gemieden und mit Derivaten das Depot abgesichert. Deshalb verlor das SI-Musterdepot 2008 auch nur 12%, während der DAX 40% einbüßte. So viel zur Vorgeschichte. Im letzten Herbst begannen wir wieder aggressiv Aktien zu kaufen. Zugegeben etwas früh, und viele Titel kamen nochmals gehörig unter Druck. Nun ist SI der Charttechnik sehr zugetan, allerdings hatten wir diesmal ganz bewusst auf Stop-Loss verzichtet. Erstens gingen und gehen wir von einem gigantischen Bullenmarkt während der nächsten Jahre aus. Da wir zum Großteil nur qualitativ hochwertige Aktien im Depot hatten, wollten wir unsere Leser nicht unnötig durch ein hektisches Hin und Her verwirren. Zweitens gibt es seit 2009 die Abgeltungsteuer. Da wir die meisten Aktien noch 2008 erworben hatten, können die nachbildenden Leser diese umgehen. Das „sture Festhalten“ an unseren Positionen hatte also seine Gründe. Und schließlich: In den letzten vier Wochen hat unser Depot um 25% zugelegt. Wenn wir mit Stop-Loss gearbeitet hätten und demnach am Börsentief vermutlich recht uninvestiert gewesen wären, wäre das nicht gelungen. Kurzum: Auch wenn nicht alles perfekt gelaufen ist, würden wir in der gleichen Situation wieder so handeln.

?

Abo-Preis

Gerne möchte ich den Smart Investor abonnieren, bin mir aber nicht sicher, ob der Preis von 48 EUR für 12

Smart Investor wird bei der anstehenden Preiserhöhung auf jeden Fall maßvoll vorgehen.

Ausgaben oder für lediglich eine Ausgabe gilt. Würden Sie mich bitte diesbezüglich informieren. Sollten 12 Ausgaben richtig sein, können Sie mich sofort beliefern.

Helmut B.

SI

Es ehrt uns sehr, dass Sie sich einen solchen Wert für ein einzelnes SI-Heft vorstellen können. Aber 48 EUR für ein Heft wären dann doch (noch) etwas viel. Wir wollen zwar – in Übereinstimmung mit unserer Hyperinflationstheorie – einen solchen Preis in einigen Jahren nicht ausschließen, aber noch kostet ein Abo-Heft 4 EUR. Wir werden zwar demnächst unsere allererste Preiserhöhung durchführen, aber dabei sehr, sehr weit unter 48 EUR je Heft bleiben.

?

Kein Abo

Die Bullen waren – nicht – los. Ich werde mein Abo nicht verlängern.

Jerzy Madzelan

SI

Schade, dass wir Sie nicht überzeugen konnten. Hoffentlich verlassen Sie die „Party“ nicht zum falschen Zeitpunkt. Seit einem Monat wimmelt es doch nur so von Börsenbullen. ■

Die Redaktion behält sich vor, Leserbriefe zu kürzen. Je kürzer ein Leserbrief (bitte mit Namen und Ort), desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass er an dieser Stelle abgedruckt und beantwortet wird.

Leserbriefe bitte an info@smartinvestor.de oder an die im Impressum angegebene Postadresse senden.

Anzeige



eigentümlich frei

Mehr netto.
Mehr Charakter.

ef-magazin.de

„Der Börsenjournalist“

Bei dem Roman „Der Börsenjournalist“ handelt es sich laut dem Autor Abriano L. Thomasson um eine Geschichte, die auf wahren Begebenheiten beruht. Hauptakteur des in Italien handelnden Romans ist der Börsenjournalist und Vermögensmanager Rosino Caldulino, der sich durch seine kritische Börsen-Berichterstattung auszeichnet und sich dabei insbesondere für die Belange der Kleinanleger einsetzt. Trotz seiner Anstrengungen gelingt es Caldulino jedoch nicht, an der Börse ein großes Vermögen zu erzielen, stattdessen befindet er sich häufig in finanziellen Schwierigkeiten. An dieser Stelle kommt sein Bankberater ins Spiel. Anfangs noch voller Zweifel und Schamgefühl, gelangt Caldulino durch die dubiosen Ratschläge des Bankers nach und nach zu beträchtlichem Vermögen. Die hierbei angewandten Methoden können als sehr umstritten bis hin zu kriminell betrugen ausgelegt werden – zentral ist aber, dass Caldulino das Vermögen in erster Linie auf Kosten der Kleinanleger erreicht, die er ein ums andere mal „geschickt“ um den Finger wickelt. Die Moral der Geschichte: Ehrlichkeit lohnt sich nicht – Frechheit siegt.

Der Roman liest sich schnell und schnörkellos. Inhaltlich weist er teilweise Züge eines Sachbuches auf, ohne aber den Leser durch Fachwissen zu überfordern. Die aufgeworfenen Fragen nach Moral und Ethik im Geschäftsleben mögen manchen Leser auch zum

Nachdenken anregen, an einigen Stellen wirkt der Roman aber dann doch etwas oberflächlich und bedient sich zumeist recht stereotypischer Verhaltensmuster – echte Überraschungselemente werden vermisst. Insgesamt ein Buch ohne großen Tiefgang, das aber als kurze Urlaubslektüre ganz unterhaltsam sein kann. ■

Stephan Glatz



„Der Börsenjournalist“ von Abriano L. Thomasson; Books on Demand, Norderstedt 2009, 176 Seiten, 11,80 EUR

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

FILMBESPRECHUNG

„Die wundersame Welt der Waschkraft“

Was ein vereintes Europa für den Einzelnen bedeuten kann, das zeigt Hans-Christian Schmid in seiner auf der Berlinale uraufgeführten Dokumentation sehr anschaulich am Beispiel zweier polnischer Familien. Dort, wo einst die Oder nicht nur Deutschland und Polen, sondern zugleich zwei konträre Gesellschaftsentwürfe voneinander trennte, findet heute ein reger Grenzverkehr von Waren, Dienstleistungen und Arbeitskräften statt. So lässt der deutsche Wäschereibetrieb „Fliegel“ im polnischen Gryfino die Schmutzwäsche Berliner Luxushotels waschen. 365 Tage im Jahr, in drei Schichten, rund um die Uhr. In Deutschland wäre eine solch personalintensive Arbeit nicht rentabel, begründet der deutsche Geschäftsführer die Entscheidung für den Standort Polen. Und so pendelt täglich ein Dutzend Lastwagen zwischen Gryfino und Berlin hin und her.

Wir lernen Beata kennen, die zusammen mit ihren drei Kindern, ihrem Freund und dessen Ex-Frau unter einem Dach lebt. Der Schichtbetrieb bei „Fliegel“ lässt ihr nur wenig Zeit für die Familie. Doch ihre Heimat für eine andere, besser bezahlte Arbeit zu verlassen, so wie es viele vor allem junge Polen tun, das kommt für sie nicht in Frage. Auch Monika arbeitet in der Wäscherei. Und genauso wie Beata hat sie den Wunsch, dass es ihren Kindern einmal besser gehen soll.

Schmid's Dokumentation bricht den abstrakten Begriff der Globalisierung auf einen kleinen, sehr konkreten Ausschnitt deutsch-

polnischer Lebenswirklichkeit herunter. Die mondäne Welt der Berliner Fünf-Sterne-Hotels scheint für Beata und Monika immer noch ein ganzes Stück entfernt. Während sich die Gäste des Adlon von feinsten Gourmetküchen verwöhnen lassen, schlachten einige Bewohner des kleinen Örtchens Widuchowa ein Schwein. Das ist billig und hat Tradition. Schmid kommt über die Schmutzwäsche einer Vielzahl solcher Widersprüchlichkeiten auf die Spur.

Obwohl sein Film dabei von einer subtilen Kapitalismuskritik durchzogen ist, vermeidet er vorschnelle Schuldzuweisungen. Schmid weiß nur zu gut, dass dem Zusammenwachsen Europas auch eine historische Chance innewohnt. ■

Marcus Wessel

„Die wundersame Welt der Waschkraft“; D 2008; Buch und Regie: Hans-Christian Schmid; Kinostart: 7.5.2009; Verleih: Piffel



Unternehmen von A-Z

Unternehmen	WKN	Seite
Advanced Inflight Alliance AG	126 218	72
Atoss Software AG	510 440	12
Bavaria Industriekapital AG	260 555	69
Cenit Systemhaus AG	540 710	12
China Shenhua Energy Ltd.	AoM4XP	62
Climate Exchange PLC	AoB MC5	29
COR Financial Technologies AG	508 320	12
Fabasoft AG	922 985	12
FJA AG	513 010	12
Gagfah S.A.	AoL BDT	70
Gazprom OAO	AoJ 4TC	64
General Motors Corp.	850 000	21
Grifols S.A.	AoB 6Z3	60
IDS Scheer AG	625 700	12
Intershop AG	AoE PUH	61
itelligence AG	730 040	12
Mensch und Maschine Software SE	658 080	12
Merkur Bank KGaA	814 820	68
Muehlhan AG	AoK DoF	70
New World Resources Corp.	AoM XoA	9
Palfinger AG	919 964	72
Panoramic Resources Ltd.	AoQ 29H	73
PC-Ware Information Technologies AG	691 090	12
Petrotec AG	PET 111	60
PVA Tepla AG	746 100	68
Rational AG	701 080	72
SAF Simulation AG	AoJ D78	12
SAP AG	716 460	12

Sino-Forest Corp.	899 033	66
SoftM AG	724 910	68
Sohu.com Inc.	502 687	72
Teo LT	AoJ M91	9
Trade & Value AG	603 919	69
Vector Systems AG	AoK EXC	68
Vivacon AG	604 891	70
Xstrata Plc.	552 834	72



Dieser Ausgabe liegt eine Beilage der Schulungsgesellschaft The Trader bei. Ferner liegt einer Teilaufgabe eine Beilage der FID Verlag GmbH bei

Themenvorschau

bis Smart Investor 9/2009

Gold-ETFs: Was ist davon zu halten?

Healthcare: Nach wie vor ein Mega-Boom

Südamerika: Ein Kontinent mit Appeal

Währungsreform: Wie man sich darauf vorbereitet

Hedgefonds: Ist die Branche nun geläutert?

Goldbesitzverbot: Alles schon mal dagewesen

Zeit: Sinnloser Kampf um Millisekunden

Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert oder eben nicht

FED: Fakten und Mythen um die US-Notenbank

Wachstumsaktien: Schwenkt das Pendel wieder um?

Derivate: Neue Trends 2009

Börsenstrategien: Die besten Analyseansätze

Volumen: Was sich aus den Börsenumsätzen lesen lässt

Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden

Austrians: Der Markt als bester Allokator

Agrar-Rohstoffe: Der wahre Boom kommt erst noch

Volatilität: Für die meisten Börsianer ein Mysterium

CFDs: Mit Schirm, Charme und Hebel

Impressum

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

7. Jahrgang 2009, Nr. 5 (Mai)

Verlag:

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

Redaktion:

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

Redaktionsanschrift:

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

Freie Mitarbeiter:

Christian Bayer, Jürgen Büttner, Stephan Glatz, Michael Heimrich, Magdalena Lammel, Ralph Malisch, Stefan Preuß, Christofer Radic, Stephan Salzmann, Axel Schuster, Bernhard Schmidt, Bernhard Wageneder, Marcus Wessel, Christian Wurzinger

Gast-Autoren:

Holger Däuble, Alexander Hirsekorn, Konrad Kleinfeld, Maximilian Kreitlmeier, Uwe Lang, Andreas Männicke, Thorsten Schulte

Interviewpartner:

Lars Brandau, Thomas N. Bulkowski, William Engdahl, Manuel Hölzle, Dave Horsley

Gestaltung:

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

Bilder:

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

Anzeigen:

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

Erscheinungstermine 2009:

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

Redaktionsschluss:

17. April 2009

Preise:

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

Abonnementverwaltung:

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

Charts:

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

Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Haftung und Hinweise:

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

Börsenpflichtblatt:

Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt der Börsen Düsseldorf und München.

Nachdruck:

© 2009 Smart Investor Media GmbH, München. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479

Interessenskonflikte:

Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbeiter, die an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind, haben sich verpflichtet, etwaige Interessenskonflikte offen zu legen. Alle mit der Erstellung von Aktienanalysen und -empfehlungen betrauten Parteien haben sich verpflichtet, jeweils fünf Börsentage vor und fünf Börsentage nach dem Erscheinen dieser Publikation keine Transaktionen in der betreffenden Aktie durchzuführen. Eine Glattstellung einer bisherigen Position ist nur in dem Ausnahmefall gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums von zehn Börsentagen sehr gravierende negative Entwicklungen im Aktienkurs, im Unternehmen oder im Gesamtmarkt ergeben, die in der zur Empfehlung führenden Analyse nicht berücksichtigt werden konnten. In dem Fall, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Smart Investor in einer zum Kauf oder Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-Positionen gehalten werden, wird dies im entsprechenden redaktionellen Artikel kenntlich gemacht. Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Geschäftsführung berät Dritte bei deren Anlageentscheidungen. Auch im Rahmen dessen umgesetzte Empfehlungen unterliegen den obigen Bestimmungen.

Leistung muss sich lohnen

Von Stefan Preuß, Redakteur des Smart Investor

Leistung muss sich lohnen. Dieser Kernsatz bildet gleichsam einen Grundpfeiler unseres Wirtschaftssystems: Wer etwas leistet, soll gut bezahlt werden. Wer Überraszendes leistet, soll überragend bezahlt werden. Ansonsten würde der sozialistische Schlendrian einkehren. Und wer will das schon? Die aktuelle Diskussion um die Managergehälter ist im Wissen um diesen gesellschaftlichen Konsens natürlich nichts anderes als eine Neiddebatte reloaded.

Es kann nicht sein, dass so leistungsstarke, smarte Manager wie zum Beispiel der sympathische Ex-Bahnchef Hartmut Mehdorn aus dem Amt gemobbt werden – und dass ihm dann auch noch die karge Vergütung der Vertragsrestlaufzeit von schlapen 20 Mio. EUR nicht gegönnt wird. Deutschland kann es sich einfach nicht leisten, solch charismatische Führungspersönlichkeiten aufs Abstellgleis zu schieben. Die Reihe seiner Erfolge ist lang. An erster Stelle ist der fulminante Börsengang zu nennen. Unaufhaltbar wie ein Intercity raste die vielfach überzeichnete Bahn-Aktie aufs Parkett und immer weiter zu neuen Kurshöhen. Kein Wunder: Mehdorn hatte es mit genialer Kommunikation und geschicktem Taktieren geschafft, die unübersichtliche Tariflandschaft in seinem Unternehmen zu begradien, und aus dem Unternehmen eine Ertragsperle gemacht. Die Motivation, Kompetenz und Freundlichkeit der Bahn-Mitarbeiter ist unter seiner Ägide rapide angestiegen. Davon kann sich jeder überzeugen, der im Ticket-Center sein Billet löst. Modernes Rollmaterial ohne technische Probleme, Pünktlichkeit, attraktive Bahnhöfe mit höchster baulicher Sicherheit, Ausdeh-

nung des Streckennetzes – wo man hinblickt: Leistung und Erfolge. Vor allem der Kampf gegen die Korruption im Unternehmen wurde mit der gebotenen Gründlichkeit geführt – was sind da schon ein paar gelöschte Gewerkschaftsmails mehr als lächerliche Kollateralschäden?

Und wie ungerecht muss sich Klaus Zumwinkel behandeln fühlen? Ein Macher wie er brauchte keinen Aufschub des Briefmonopols und das gesetzliche Mindestlohn-Ausbremsen privater Konkurrenz oder gar eine Befreiung von der Umsatzsteuer, um aus dem trägen Staatsbetrieb einen vor Kundenfreundlichkeit vibrierenden gelben Riesen zu machen. Strategisch geniale Akquisitionen und flächendeckender Maximal-Service auch in den ländlichen Gebieten sind Ausweis seiner überragenden Managementleistung. Da ist es nicht nur selbstverständlich, sondern Pflicht des Unternehmens, dem durch eine Verkettung ausgesprochen unglücklicher Umstände ums Amt gekommenen Spitzenmanager die Pensionsansprüche en bloc auszuzahlen. Gerade die Anhänger linken Gedankenguts fordern ja die verstärkte Fürsorge der Arbeitgeber für die Bediensteten – ja soll man denn den Spitzenmanager in die Altersarmut in seiner Burg am Gardasee entlassen?



Und was ist das für ein Land, in dem sich die verdienten und hochdekorierten Manager der Dresdner Bank auf dem Titel einer ziemlich bekannten Boulevardzeitung als „Geldsäcke“ vorführen lassen müssen? Vier oder fünf Milliarden Euro Verlust, das ist doch in den heutigen Zeiten ein Spitzenergebnis. Andernorts wurde das Doppelte bis 25-Fache versenkt. So sieht Leistung made in Germany aus. Nur durch die umsichtige Leitung der Bank, eine klare Strategie mit zukunftsweisendem Geschäftsmodell und ein offensichtlich wirkungsvolles, ja beispielhaftes Risikomanagement konnte dieses Spitzenergebnis realisiert werden. Und das soll den Aktionären nicht ein paar läppische Abfindungs-Millionen wert sein?

Nein, so kann, so darf unser Land nicht mit seinen Eliten umgehen, nach dem Motto: Mobbt ihn raus, er ist ein Superleister. Am Ende nehmen die Politiker die Zock!Mich!!Ab!!!-Diskussion noch als billigen Vorwand, Gehälter und Boni zu begrenzen. So weit darf es nicht kommen. Leistung muss sich doch lohnen. ■

