

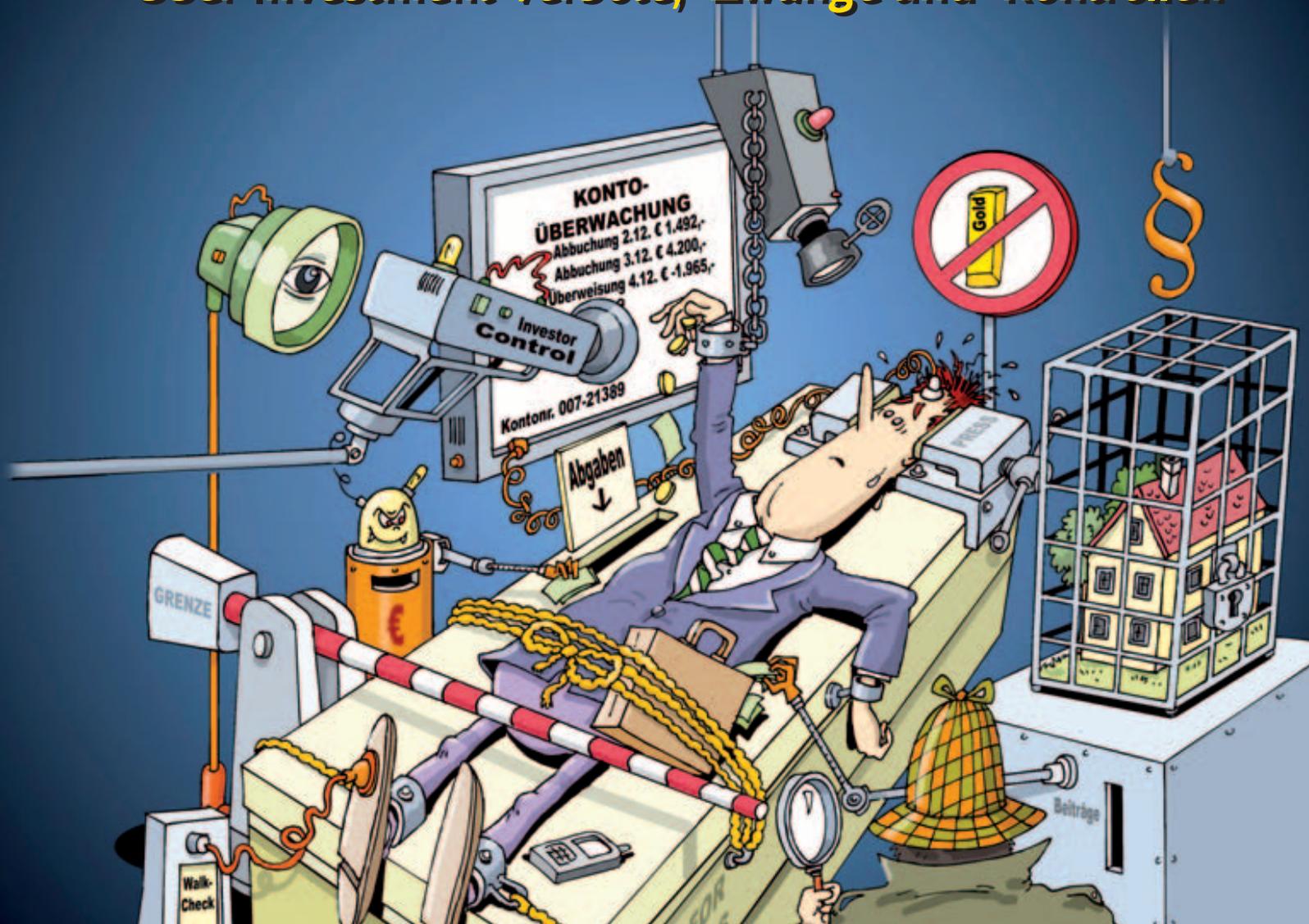
# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

7  
2010

## Der Anleger im Würgegriff des Staates

### Über Investment-Verbote, -Zwänge und -Kontrollen

**BEHAVIORAL FINANCE:**

Ein Blick in die Tiefen  
von Anlegers Psyche

**SÜDAFRIKA:**

WM-Ausrichter  
der Gegensätze

**CISCO & CO.:**

Technologieaktien  
sind viel zu billig



# Inter- ventionismus

Zu Anfang des Jahrhunderts betrug der Anteil des Staates an der Wirtschaft, die sogenannte Staatsquote, hierzulande weniger als 15%. Heute liegt er bei über 50%, und man muss sich fragen: Warum? Brauchen wir wirklich immer mehr Steuern, Abgaben, Gebühren, Subventionen usw. für unser Glück? Oder ist es am Ende das immer größer werdende Heer der Bürokraten, welches wir damit „glücklich“ machen?

Wenn der Staat in das Wirtschaftsleben eingreift, bezeichnet man das im weiteren Sinne als „Interventionismus“ (vom lateinischen Wort *intervenire* = dazwischenkommen). Der Ökonom Ludwig von Mises erläuterte in seinem Buch „Kritik des Interventionismus“ bereits im Jahre 1929, dass man mit staatlichen Eingriffen nicht die Ziele erreichen kann, die man damit erreichen will. Denn jeder Eingriff in den „Organismus Marktwirtschaft“ schafft neue Ungleichgewichte, welche dann mit neuen Eingriffen ausgeglichen werden (müssen). Und so weiter und so fort. Am Ende gibt es dann einen gigantischen Verordnungs- und Gesetzeswust, den erstens kein Mensch mehr überblickt, und der zweitens genau deshalb zu Ungerechtigkeit führt. Denn nun profitiert von den staatlichen Leistungen nicht mehr der am meisten, der als Adressat dafür gedacht war, sondern derjenige, der dieses Dickicht am besten durchschaut und für sich nutzt.

Wir erleben in Zeiten der Banken- und Staaten-Krise gerade hautnah, wie sich der Interventionismus gerade selbst ad absurdum führt. Bankenrettung, Bankenabgabe, Transaktionssteuer, Hedgefonds-Regularien, Griechenland-Rettung. All dies wäre gar nicht notwendig, wenn man über die letzten Jahre das wichtigste interventionistische Mittel, nämlich den Zins, dem Markt und nicht den Notenbanken überlassen hätte. Alle Auswüchse, Blasen und sonstigen Markt-

omalien, die man mittlerweile beobachten kann, hätten gar nicht entstehen können bzw. wären frühzeitig von den Marktkräften eliminiert worden. Hätte man beispielsweise die Zinsen in den USA ab 2003 nicht künstlich niedrig gehalten, wäre die dortige Immobilienblase gar nicht erst entstanden.

Andreas Otto, Herausgeber des NOAH-Briefes, geht davon aus, dass gerade in Zeiten der Krise die Staatseingriffe im Investmentbereich deutlich zunehmen werden. Ein derzeit umgehender Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung der Stabilität der Finanzmärkte lässt bereits einiges erahnen. Und ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass es vermutlich auch diesmal nicht beim Leerverkaufsverbot für Bankaktien bleiben wird. Was alles an Zwängen, Verboten und Kontrollen droht, wenn die Zeiten härter werden, das erläutert Otto in seinem Gastbeitrag ab S. 12. Wenn hyperinflationäre Tendenzen zu erkennen sein werden – und davon darf man ausgehen –, dann wird vermutlich auch der Goldbesitz reglementiert werden – zumindest war dies in der Vergangenheit des Öfteren so. In unserer „Edelmetalle“-Rubrik ab S. 58 finden Sie zu diesem Thema ein paar Gedanken und Anregungen.

Herzlichst




Ralf Flierl,  
Chefredakteur

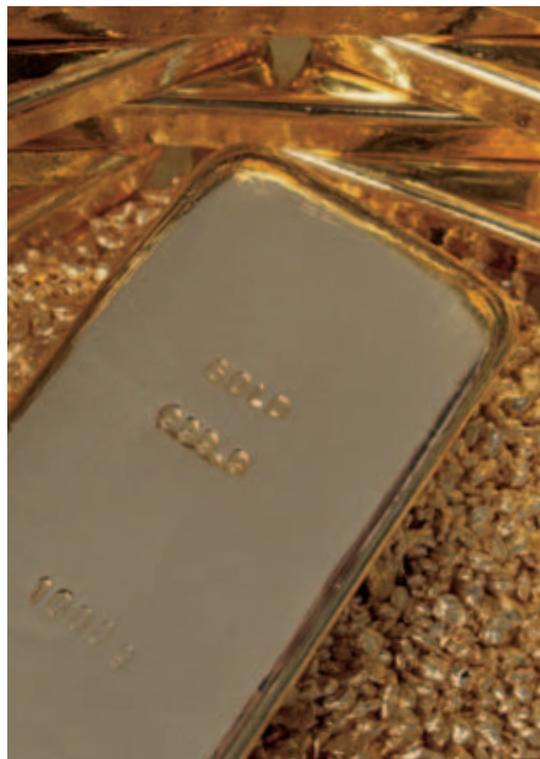
**ERA**  
RESOURCES

Investieren in Rohstoffe.  
Mit den Experten.

## Erfolgstoff Rohstoff

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

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



ERA Resources GmbH  
Am Silbermannpark 1b  
86161 Augsburg

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

**3 Editorial**

**Märkte**

- 6** Thailand – von Reisfeldern und Revolten
- 11** „Unruhen in Thailand sind nichts wirklich Neues“; Interview mit Dr. Mark Mobius

**Hintergrund/Titelstory**

- 12** **Titelstory:**  
Eigentum im Würgegriff
- 18** „Es gibt keinen Zauberspruch“;  
Interview mit James Montier
- 20** Psychologie der  
Finanzmärkte
- 22** Handeln nach Stimmungen –  
Sentiments als Basis der Marktanalyse
- 26** **Österreichische Schule:**  
Österreicher in Hamburg
- 30** **Lebensart & Kapital – International:**  
Südafrika
- 33** **Nachhaltiges Investieren:**  
Die Ölpest und die Lehren
- 35** **Prinzipien des Marktes:**  
Wenn Zeit keine Rolle spielt

**Instrumente**

- 38** **Derivate:**  
Mit lang laufenden Optionsscheinen können Sie sich strategisch positionieren; Interview mit Heiko Weyand

- 39** **Fonds: Inside**  
Absolute/Total-Return-Fonds
- 42** **Fonds: Inside**  
„Kontinuierlicher Wertzuwachs mit Spread-Strategien“; Interview mit Robert Beer
- 43** **Fonds: Analyse**  
1st Group-3F Fonds, von Thomas Bayreuther, Absolut Asset Managers AG
- 44** **Fonds: Kolumne I**  
Der böse Spekulant,  
von Florian Wagner, Qbasis
- 45** **Fonds: Kolumne II**  
Wertorientierte Unternehmensführung,  
von Timon Heinrich, Hansen & Heinrich
- 46** **Fonds: News, Facts & Figures**  
VuV-Fachkongress diskutiert den Rettungsschirm

**Research – Märkte/Titelstory**

- 47** **Das große Bild:**  
„Wir prüfen und hinterfragen ständig ...“
- 48** **Das große Bild:**  
Abstufung wegen dramatischer Formulierungen; Interview mit Jürgen Schmitt
- 53** **Sentimenttechnik:**  
Der Mensch als „Herdentier“



**Investmentzwänge**

Als Folge der Finanzkrise überlegt die Politik derzeit, wie sie mit neuen Regeln der Finanzmärkte Herr werden kann. Regulierung heißt das Zauberwort. Leider versteht die Politik darunter auch und vor allem Zwänge, Kontrollen und Verbote. Die Analyse ab S. 12 zeichnet den Weg dieser Instrumente in den letzten Jahren nach und versucht zu ergründen, wo künftig die regulatorischen Schwerpunkte liegen werden und wie es mit der Umsetzung der Maßnahmen konkret aussieht. Anleger werden sich demnach darauf gefasst machen müssen, dass der Staat noch stärker ins Marktgeschehen eingreift und teilweise sogar konfiskatorisch vorgeht. Auch das Thema Goldverbot könnte demgemäß eines Tages auf die Tagesordnung rücken. Mehr dazu lesen Sie ab S. 58.



**Wie tickt der Anleger?**

Anleger machen immer wieder dieselben Fehler beim Investieren. Keiner scheint davor gefeit zu sein. Wie der Investor seine Psyche austricksen kann, beschreiben die Beiträge ab S. 20. Die wichtigsten einführenden Aspekte erläutert der Behavioral-Finance-Experte James Montier im Interview auf S. 18.



**Revolten und Renditen**

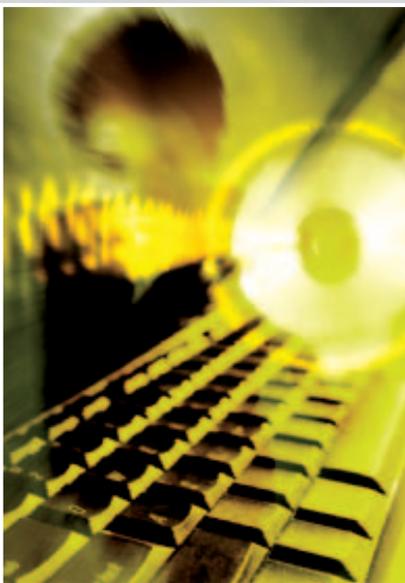
Thailands Geschichte ist geprägt von Revolten und Unruhen, aber auch das Wachstum der Wirtschaft gehört zum Land dazu. Die Analyse ab S. 6 versucht, die jüngsten Geschehnisse einzuordnen, und nennt die interessantesten Investmentchancen, die der Aktienmarkt in Bangkok derzeit zu bieten hat.



## 30 Südafrika

### WM-Gastgeber im Portrait

Die Fußball-Weltmeisterschaft hat begonnen, und die ganze Welt blickt nach Südafrika. Die Regenbogennation zeigt sich als herzlicher Gastgeber, der aber von zahlreichen Konfliktlinien durchzogen wird. Ein Land der Gegensätze also, mit Chancen und Risiken. Mehr dazu ab S. 30.



## 64 Cisco & Co

### „Back into Tech“

Mittlerweile ist es zehn Jahre her, dass die Technologieblase geplatzt ist. Viele Tech-Aktien sind etwas aus dem Fokus der Anleger geraten. Das muss jedoch nicht so bleiben, denn einige Schwergewichte aus diesem Sektor sind analytisch außerordentlich günstig zu haben. „Back into Tech“, heißt es ab S. 64.

- 54 Charttechnik:**  
Ungewöhnliche SKS-Häufung
- 55 Commitment of Traders (CoT):**  
Ölpreis in saisonal positiver Phase
- 56 Relative Stärke:**  
Stabile Rangordnung
- 57 Intermarktanalyse:**  
Robuster Aktienmarkt!

- 58 Titelstory/Edelmetalle:**  
Droht ein Goldverbot?

- 60 Edelmetalle:**  
Silber: Warum so volatil?;  
Kolumne von James Turk

### Research – Aktien

- 61 Buy or Good Bye:**  
Centrotec und Envio
- 62 Aktie im Blickpunkt:**  
Banpu
- 64 Gatanalyse:**  
Cisco und andere US-Technologieaktien,  
von Peter Dreide
- 67 Turnaround:**  
Klößner & Co.
- 68 MoneyTalk:**  
„Nummer 1 im Weinverkauf“; Alexander  
Margaritoff, Hawesko Holding AG
- 70 Nachrichten aus den Unternehmen:**  
Sommerlicher Optimismus
- 72 Nachrichten aus den  
Beteiligungsgesellschaften**
- 72 Nachrichten aus den  
Immobilien-gesellschaften**
- 73 Musterdepot:**  
Ruhiges Fahrwasser

### Stellenmarkt

- 75 Stellenanzeigen**

In Kooperation mit

**eFINANCIALCAREERS.de**  
Die Finanz-Jobbörsen

### Potpourri

- 76 Interview mit einem Investor:**  
Maik Komoss, BN & Partners
- 78 Buchbesprechung I:**  
„Die Wahrheit und ihr Preis“ und „Der Fall  
Eva Herman, Hexenjagd in den Medien“
- 79 Buchbesprechung II und II:**  
„Porsche und Volkswagen“ und  
„Die Psychologie der Börse“
- 80 Leserbrief:**  
Von Transaktionssteuern und  
erfreulichen Widerrufen
- 82 Zu guter Letzt:**  
Bundes-Pappa ante portas

- 81 Unternehmensindex/Impressum und  
Vorschau bis Smart Investor 11/2010**

# HDI CURIS

CURIS ENTWICKELT  
KUPFERPRODUZENTEN  
DER NÄCHSTEN  
GENERATION

2,84 Milliarden Pfund Kupfer  
Ressource\*

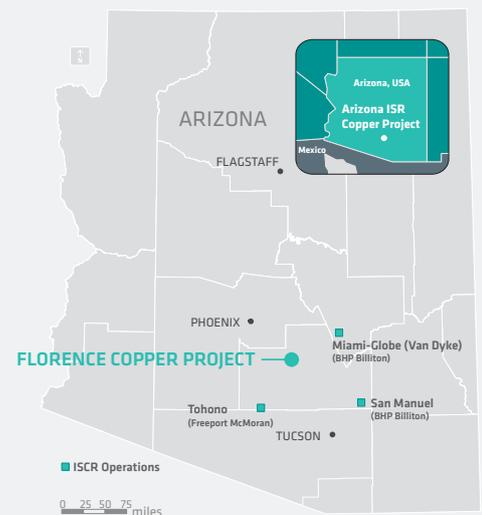
Ab 2013 Herstellung von  
börsenfähigen Kupferkathoden  
vorgesehen

Bisherige Machbarkeitsstudie  
sieht vor:

- Jährliche Kupferproduktion  
+30 tausend Tonnen
- Verwendung von modernem  
ISCR Verfahren
- Niedriges Investitionsvolumen  
und Stückkosten

Börsennotierung auf Toronto  
Venture Exchange (ab Juli 2010)

\*(gemessene und abgeleitete Ressourcen)



curisresources.com

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

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

hunterdickinson.com/de

# Thailand – von Reisfeldern und Revolten

Zur aktuellen politischen Situation und den wirtschaftlichen Aussichten des aufstrebenden Schwellenlandes in Südostasien

Bangkok: Thailands  
Wirtschaftsmetropole  
und Schmelztiegel der  
zeitweisen Revolten



Bisher genoss Thailand den Ruf, ein politisch stabiles Land im aufstrebenden Südostasien zu sein. Jedoch wurde dieser Eindruck durch die kürzliche Gewaltwelle in der Hauptstadt Bangkok getrübt. Nach wochenlangen Demonstrationen entschied sich der amtierende Ministerpräsident Abhisit Vejjajiva, das Militär aufzubieten, um das von den sogenannten Rothemden besetzte Finanz- und Bankenviertel zu räumen. Die Rothemden sind Anhänger des ehemaligen Ministerpräsidenten Thaksin Shinawatra, der 2006 gestürzt wurde. Sie stammen zumeist aus der ärmlichen Landbevölkerung im Norden und Nordosten des Landes. Zuerst schien sich die Lage zu entspannen, als die Anführer der Demonstranten unter dem Druck des Militärs zur Kapitulation aufriefen und die Belagerung aufgeben woll-

ten. Jedoch zeigten sich einige Anhänger durch diese Entscheidung enttäuscht und verwüsteten Teile des besetzten Stadtteils. Neben dem zweitgrößten Kaufhaus Asiens, dem World Trade Center, brannten noch elf weitere Gebäude in der eskalierenden Gewaltwelle aus. Insgesamt starben infolge der Unruhen mindestens 90 Menschen und es gab mehrere hunderte Verletzte. Inzwischen wird Thaksin Shinawatra mit internationalem Haftbefehl gesucht, da er offen zugab, die Demonstranten finanziell unterstützt zu haben, und sich somit in den Augen der Regierung wegen Terrorismus verantworten muss.

## Der König als Kitt der Gesellschaft

Solche Unruhen scheinen jedoch in der Geschichte Thailands Tradition zu haben. Seit der Verfassung im Jahre 1946 kam es im Durchschnitt alle 3,5 Jahre zu einer politischen Revolution oder einem militärischen Putsch. Auch die gewaltsamen separatistischen Bewegungen in den südlichen Provinzen lassen die Behauptung, Thailand sei politisch stabil, mehr als zweifelhaft erscheinen. Die Politik in der konstitutionellen Monarchie wird dabei hauptsächlich durch den König Bhumibol Adulyadej geleitet. Der von den Thais innig geliebte und verehrte König hat sich in seiner Amtszeit besonders durch persönliches und finanzielles Engagement für soziale Projekte im ganzen Land eingesetzt. Sein Machtwort hat zum Beispiel die blutigen Unruhen 1992 sofort beendet und schon manchen zu eigennützigem Politiker abgesetzt. In seiner Person scheint sich das volkswirtschaftlich theoretische Konzept des wohlwollenden „Diktators“ als beste Regierungsform zu bestätigen. Der König hat bisher die Gesellschaft Thailands vereint und zusammengehalten. Jedoch bleibt es fraglich, ob sein Sohn als Thronfolger die gleiche Anerkennung und Autorität genießt. Hier könnte ein politisches Vakuum entstehen, welches das Land vor eine schwere Bewährungsprobe stellt.

1) 1 THB = 0,025 EUR (Stand 17.06.2010)

ABB. 1: WIRTSCHAFTSWACHSTUM THAILAND (REALES BRUTTOINLANDSPRODUKTWACHSTUM)



**Phönix aus der Asche? /Crack-up Boom light**

Die Asienkrise 1997 hatte dramatische Auswirkungen auf die Wirtschaft. Anfang der 90er-Jahre war Thailand noch eine der am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften der Welt (s. Abb. 1)

THAILAND – FAKTEN	
<b>Fläche:</b>	513.115 km <sup>2</sup> (Deutschland: 357.104 km <sup>2</sup> )
<b>Einwohner:</b>	67,0 Mio. (2009)
<b>Bevölkerungswachstum:</b>	1,2% pro Jahr
<b>Hauptstadt:</b>	Bangkok (ca. 12,3 Mio. Einwohner)
<b>Amtssprache:</b>	Thailändisch
<b>Staatsform:</b>	Konstitutionelle Monarchie
<b>BIP 09:</b>	9.048 Mrd THB (ca. 263,9 Mrd. USD)
<b>BIP pro Kopf 09:</b>	3.940 USD (Deutschland: 40.875 USD)
<b>Inflation 09:</b>	-0,8%
<b>Arbeitslosigkeit 09:</b>	1,5%
<b>Haushaltssaldo am BIP 09:</b>	-0,3%
<b>Staatsverschuldung %/BIP:</b>	45,6%
<b>Außenhandelsüberschuss 09:</b>	18,7 Mrd. USD

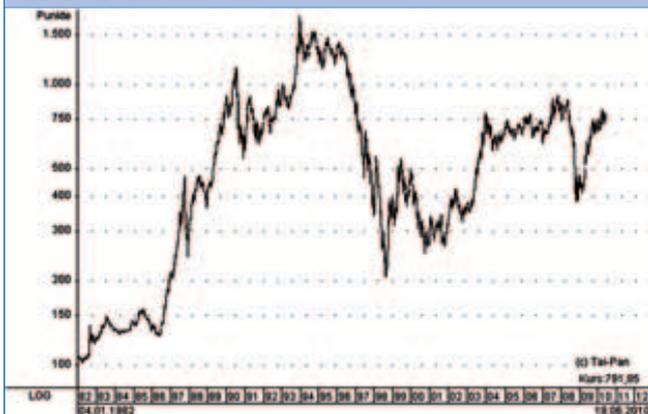
Angetrieben durch eine exzessive Kreditvergabe, auch in Fremdwährungen, stiegen die Immobilienpreise und der thailändische Börsenindex SET auf Schwindel erregende Höhen. Die niedrigen Währungsreserven und die dünne Eigenkapitaldecke der thailändischen Finanzinstitute veranlassten schließlich Spekulationen gegen den thailändischen Baht (THB)<sup>1</sup>, der damals an den US-Dollar gekoppelt war. Nur durch die massiven Interventionen des IWF und der Weltbank, eine restriktivere Geldpolitik und eine extreme Abwertung der eigenen Währung (siehe Abb. 2) konnten die von der Krise betroffenen Tigerstaaten (u.a. Indonesien, Malaysia, Südkorea, Philippinen) ihre Wirtschaft wieder in ruhigere Gewässer lenken. Der SET-Index, der alle an der thailändischen Börse gelisteten Unternehmen umfasst, stürzte von seinem historischen Hoch im Jahr 1994 von knapp über 1.750 um fast 90% auf 200 Indexpunkte ab. Positiv an dieser Krise ist festzuhalten, dass die Wirtschaftsteilnehmer, insbesondere die Banken, aus der Krise gelernt haben. Die Verschuldung vieler Unternehmen ist

massiv zurückgegangen, die Eigenkapitalbasis wurde sukzessive ausgebaut und organisches Wachstum rückte wieder in den Mittelpunkt.

**Ausländer bestimmen den Markt**

Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise hat auch in Thailand ihre Spuren hinterlassen. Der Außenhandel brach um fast 20% ein und fiel auf das Niveau von 2007. Das BIP verzeichnete zum ersten Mal seit der Asienkrise einen Rückgang und sank um 2,2%. Besonders die ausländischen Investoren scheinen an der thailändischen Börse die extremeren Kursausschläge zu bestimmen. 2007 pumpen die Ausländer noch 103,3 Mrd. THB in den Markt und hoben den SET-Index auf neue Zwischenhochs. 2008 war die Kauflaune ab Juni jedoch vorbei und die panikartige Flucht der ausländischen Investoren, insgesamt 154,3 Mrd. THB für das Jahr, riss den Leitindex in die Tiefe. Inzwischen konnte die Börse die ungerechtfertigten Abschläge – teilweise wurden Aktien 80% unter Buchwert gehandelt – wieder aufholen und kämpft seit Ausbruch der Unruhen mit Widerständen bei 800 Indexpunkten. Die Aussichten für die Börse scheinen aber immer noch gut zu sein. Im ersten Quartal wuchs das BIP sogar um sagenhafte 12,0%, und für das Gesamtjahr wurden die Prognosen inzwischen auf ein Wachstum von 4,8% angehoben. >>

ABB. 2: SET LANGFRISTIG



BlueCap



Holding für mittelständische Technologieunternehmen in Süddeutschland

- Langfristiger Unternehmenserhalt
- Operatives Engagement
- Konsequente Reorganisation
- Nachhaltige Wertentwicklung
- Soziale Verantwortung

Blue Cap AG  
 Ludwigstraße 11  
 München  
 www.blue-cap.de  
 office@blue-cap.de

AUSGEWÄHLTE THAILAND-AKTIEN

UNTERNEHMEN	WKN	BRANCHE	KURS	MCAP	KGV	KBV	DIV-REND.	KOMMENTAR
			IN EUR	IN MIO.				
ADVANCED INFO SERVICE	889 577	MOBILFUNK	2,04	6.051,6	12,2	3,1	13,5%	BUY-EMPFEHLUNG AUS SI 4/2010
AIRPORTS OF THAILAND	A0B 9EM	FLUGHAFENBETR.	0,86	1.228,6	13,7	0,6	2,4%	STEIGENDER TOURISMUS DÜRFTE UNTERBEWERTUNG ABBAUEN
BANGKOK BANK	883 565	BANK	3,05	5.822,0	10,1	1,2	3,5%	GRÖSSTE BANK IN THAILAND
BANPU	882 131	KOHLE	15,77	4.285,5	8,5	3,2	2,9%	ÄLTESTER MUSTERDEPOTWERT
CHAROEN POPKHAND FOODS	885 591	HÜHNER & SHRIMPS	0,48	3.609,6	10,6	2,5	4,5%	AKTIE FAIR BEWERTET NACH STARKER PERFORMANCE 2009
ELECTRICITY GENERATING	893 183	STROM	1,95	1.026,6	6,2	0,8	6,9%	GUTER SUBSTANZWERT
BANK OF AYUDHYA	879 313	BANK	0,486	2.952,0	13,4	1,3	3,1%	AKTIE FAIR BEWERTET
PTT	811 962	ENERGIE	6,16	17.483,9	9,3	1,6	3,9%	BUY-EMPFEHLUNG SI 8/2009
THAI AIRWAYS	883 941	FLUGGESELLSCHAFT	0,66	1.121,3	5,2	0,7	4,8%	KURSCHANCEN NACH ERFOLGREICHER KAPITALERHÖHUNG
THAI TAP WATER <b>IK</b>	A0Q 245	WASSER	0,099	395,0	8,4	1,9	7,4%	STARKES WACHSTUM BEI GUTER SUBSTANZ
THAI UNION FROZEN	912 297	THUNFISCH	1,21	1.068,6	9,1	2,3	4,9%	GLOBAL PLAYER IM FOOD-SEGMENT
THANACHART FINANCIAL <b>IK</b>	A0J KRF	FINANZDIENSTLEISTER	0,64	853,2	5,2	0,9	7,8%	FAVORIT IM BANKENSEKTOR
THORESEN THAI AGENCIES <b>IK</b>	778 909	LOGISTIK & ENERGIE	0,58	410,6	4,3	0,6	3,1%	TURNAROUNDWERT
SIAM CEMENT	136 003	ZEMENT	7,01	8.412,0	11,3	2,9	4,2%	EMPFEHLUNG AUS SI 4/2010

Chancen im Versorgerbereich

Unser ältester Musterdepotwert, der Kohleproduzent **Banpu** (siehe dazu Musterdepot auf S. 73), markiert ein Allzeithoch nach dem anderen. Grund genug, sich ein paar Unternehmen im Land des Lächelns genauer anzusehen. Vom wachsenden Energiebedarf des aufstrebenden Tigerstaates sollte auch der ehemalige Staatsbetrieb **Electricity Generating** profitieren. Der Energieversorger deckt 49% der Nachfrage durch Industrie und private Haushalte. In den letzten Jahren ist deren Energiebedarf kontinuierlich gewachsen, zuletzt um fast 9%. Wurde der Energiebedarf des Heimatmarktes bisher vor allem durch Gas und Kohlekraftwerke bedient, so möchte das Unternehmen nun den Fokus verstärkt auf erneuerbare Energien richten. Zwei Biomassekraftwerke sind schon am Netz und eine Beteiligung an einem Wasserkraftwerk im benachbarten Laos bekräftigt diese Absicht. Regional möchte das Unternehmen auch in Kambodscha und Malaysia aktiv werden und hat seine internationale Expansion mit drei Beteiligungen an Kohlekraftwerken auf den Philippinen durchgesetzt. Seit dem Börsengang 1995 hat das Unternehmen eine unglaubliche Transformation durchgemacht: Die Nettoverbindlichkeiten wurden praktisch auf null gefahren und unrentable Anlagen verkauft. Die Nettogewinnmarge konnte dadurch stetig gesteigert werden und liegt derzeit bei 53,2%. Aktionäre konnten sich jedes Jahr auf eine Erhöhung der Dividenden freuen, auf dem aktuellen Kursniveau liegt die Dividendenrendite bei 6,9%. Mit einem Abschlag auf den Buchwert von derzeit rund 25% und einem KGV knapp oberhalb von 6 ist die Aktie klar unterbewertet.

Sprudelnde Gewinne

Der größte private Wasserversorger des Landes **Thai Tap Water Supply** (TTW) ist klar auf Wachstumskurs. Vor zehn Jahren war das Unternehmen mit gerade mal 2.500 EUR Startkapital gegründet worden und erzielte im vergangenen Jahr einen Umsatz in Höhe von 100 Mio. EUR. Durch die erfolgreiche Übernahme eines Konkurrenten im Jahr 2007 besitzt TTW nun zwei Konzessionen, für 30 Jahre Leitungswasser in das staatliche Netz einzuspeisen. Eine zweite Wasseraufbereitungsanlage in der

Nähe von Bangkok ist in Vorbereitung, da die bisherige Anlage an ihre Kapazitätsgrenze kommt. Auch der Erwerb der Konzession für die Wasserversorgung der Bang-Pa-In-Industriezone dürfte den Umsatz in den kommenden Jahren steigern. In den ersten drei Monaten konnte TTW seinen Gewinn um 69% auf 516,7 Mio. THB steigern, was einer Nettomarge von 48% entspricht. Die Aktie ist mit einem moderaten KGV von 8,4 bewertet und steht beim derzeitigen Kurs für eine Dividendenrendite im laufenden Jahr von 7,3%.

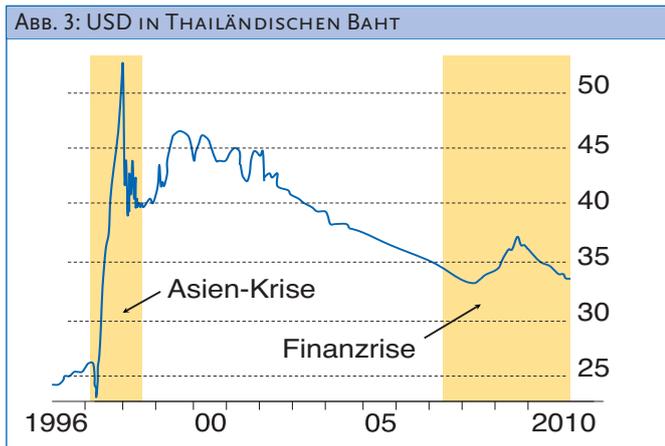
Thailands Rückgrat – Die Landwirtschaft

Landwirtschaftliche Erzeugnisse sind mit 14% das zweitwichtigste Exportgut Thailands (den ersten Platz nimmt die Elektronik mit 19,3% ein) und bieten die Lebensgrundlage für die ärmlichere Bevölkerung im Norden und Nordosten des Landes. Unsere Empfehlung (siehe auch SI 6/2009) **Charoen Popkhand Foods** (CPF) hat sich binnen Jahresfrist fast versiebenfacht. CPF konnte seine Profitabilität vor allem durch günstige Einkaufspreise und die Ausweitung des Auslandsgeschäfts steigern. Das Unternehmen erwirtschaftete 2009 insgesamt 10,2 Mrd. THB (Vorjahr: 3,1 Mrd. THB). Alleine im ersten Quartal 2010 verbuchte CPF rekordverdächtige 3,2 Mrd. THB als Gewinn. Jedoch könnte die Stärke der thailändischen Währung die Gewinne in Zukunft schmälern, da der Auslandsumsatz immerhin 40% beträgt. Der Euro verlor gegenüber dem thailändischen Baht knapp 20% und der US-Dollar immerhin 11%. Fundamental scheint die Aktie gut bezahlt zu sein und auf dem derzeitigen Niveau haltenswert – auch an erste Gewinnmitnahmen darf gedacht werden.

Der weltweit zweitgrößte Thunfischhersteller **Thai Union Frozen** (TUF) könnte hingegen von der derzeitigen Währungskonstellation profitieren. TUF beteiligt sich an der Auktion des französischen Konkurrenten MWBrands und könnte sich mit einem Erwerb des Unternehmens einen Zugang zum europäischen Markt sichern und weltweit die Marktführerschaft übernehmen. Bis Ende Juni soll die Auktion abgeschlossen sein, und bei einem fairen Kaufpreis könnte sich ein Einstieg bei TUF lohnen. >>



Abb. 3: USD IN THAILÄNDISCHEN BAHT



### Favoriten Finanzwerte

Besonders Werte aus dem Finanz- und Bankbereich lagen immer im Fokus der ausländischen Investoren. In dem Sektor könnte die Aktie von **Thanachart Capital** (TCAP) den Markt outperformen. Durch die Anfang Juni durchgeführte Übernahme der Siam City Bank durch die Tochtergesellschaft Thanachart Bank kann der bisherige Finanzdienstleister (Vermögensverwalter, Versicherungen, Leasing) sich als fünftgrößte Bank auf dem Markt positionieren und seine Produkte anbieten. Verglichen mit anderen Bankwerten, wie dem Marktführer **Bangkok Bank** oder der Nummer vier **Bank of Ayudhya**, scheint die Aktie noch stark unterbewertet. Der Vorstand hat deshalb einen Aktienrückkauf angekündigt und möchte 5,85% des Grundkapitals zurückerwerben. Trotz der starken Performance in den letzten 18 Monaten sollte die Aktie noch weiteres Potenzial besitzen. Im Vergleich zu anderen Bankwerten (siehe Tabelle) gibt es in Bezug auf klassische Bewertungskennzahlen noch erhebliches Aufwärtspotenzial.

### Telekommunikationssektor

Bereits im April hatten wir für den größten Mobilfunkbetreiber des Landes, **Advanced Info Service**, eine Kaufempfehlung ausgegeben (vgl. Smart Investor 4/2010, S. 60). Das Unternehmen konnte im ersten Quartal des Jahres sehr gute Zahlen präsentieren. Zwar kämpft die Firma des Ex-Ministerpräsidenten Thaksin Shinawatra, wie die Konkurrenz auch, mit fallenden Durchschnittserlösen pro Kunde, allerdings konnte der Gesamtumsatz um 5,9% gesteigert werden. Insbesondere das Geschäft mit Datenverbindungen ließ die Umsätze steigen – mobiles Internet ist in der thailändischen Gesellschaft ein neues Phänomen. Da der Markt noch jung ist, lassen sich hier große Umsatzsteigerungen erzielen. Die Nettogewinnrendite stieg dadurch auf einen neuen Rekordwert von 18,3%. Die

Anzeige

ARGENTUMINVEST  
GMBH

Edelmetallhandel

Finkenstraße 19 · 94315 Straubing  
Tel: 09421 / 568899-0  
info@argentuminvest.de  
www.argentuminvest.de

### Angebot Monat Juni:

- 1 oz Wiener Philharmoniker Silber 18,40 Euro
  - 1 oz Elephant Somalia oder Zambia Silber v. JG 19,00 Euro
  - 1 oz Panda 2010 Silber 20,00 Euro
  - 20 Kronen Österreich NP Gold 205,00 Euro
- Preise inkl. MwSt. Nur solange der Vorrat reicht.



In den Urlaubsparadiesen an den Küsten wird ein ordentlicher Teil der thailändischen Wertschöpfung generiert.

Aktie scheint mit einem KGV von 12 fair bewertet. Die Dividendenrendite von 13,5% und die guten Aussichten für das mobile Internet lassen das Unternehmen weiterhin attraktiv erscheinen.

### Tourismus und Turnaround

Allen Krisen (politischer Natur und Tsunamis) und Krankheiten (SARS sowie Hühnergrippe) zum Trotz konnte der Tourismus in Thailand in den letzten Jahren kontinuierlich zulegen. Mit 14,15 Mio. Urlaubern konnte der Sektor seine Besucheranzahl seit 1998 fast verdoppeln. Von diesem Trend kann auch die nationale Fluggesellschaft **Thai Airways** (THAI) profitieren. Das neue Management scheint endlich die Gesellschaft wieder in die Gewinnzone zu lenken und konnte im ersten Quartal einen Gewinn in Höhe von 10,7 Mrd. THB verkünden, was einer Nettomarge von 21,5% entspricht. Das Unternehmen plant für das laufende Jahr eine Kapitalerhöhung von 58%, um belastende Schulden abzubauen. Sollte dieser Schritt erfolgreich verlaufen, sollte die Aktie weiterhin aufwärts streben. Auch der Flughafenbetreiber **Airports of Thailand** (AOT) sollte von dem gestiegenen Passagieraufkommen profitieren. Die Aktie notiert noch weit unter ihrem inneren Wert (KBV von 0,65) und sollte bei einer Entspannung der politischen Lage weiter zulegen.

Das Logistikunternehmen **Thoresen Thai Agencies** (TTA) erzielt 60% seines Umsatzes mit seiner 35 Schiffe umfassenden Flotte. Neben Logistikdienstleistungen bietet TTA auch Serviceleistungen für Hochseeölplattformen an und hält außerdem eine Beteiligung an einer philippinischen Kohlemine. Nachdem das Unternehmen im ersten Quartal (Geschäftsjahrbeginn 1. September) noch einen Verlust (0,09 THB pro Aktie) ausweisen musste, konnte in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres wieder ein Gewinn in Höhe von 0,64 THB erzielt werden. Nach der erfolgreichen Restrukturierung des Portfolios und dem Aufwärtstrend bei den internationalen Frachtraten sollte die Aktie bald ihre Unterbewertung abgebaut haben.

### Fazit

Thailand bietet noch zahlreiche Investmentchancen, und potenzielle Anleger sollten sich von politischen Unruhen nicht abschrecken lassen. Von dem ungehemmten Wirtschaftsboom in China und Indien werden auch die thailändischen Unternehmen profitieren und im Windschatten dieser Volkswirtschaften zu neuen Höhen streben.

Thilo Schmidt

### HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)

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

# „Politische Unruhen in Thailand sind nichts wirklich Neues“

Im Gespräch mit *Smart Investor* schätzt Dr. Mark Mobius, Fondsmanager-Legende bei Franklin Templeton, die jüngsten politischen Unruhen ein und nennt seine Sektor-Favoriten.

**Smart Investor:** Herr Dr. Mobius, wie interpretieren Sie die politische Lage in Thailand?

**Mobius:** Politische Unruhen in Thailand sind nichts wirklich Neues. Seit die absolute Monarchie 1932 im Land abgeschafft wurde, zählen wir etwa 20 mehr oder weniger erfolgreiche Staatsstriche und etliche Änderungen in der Verfassung. Auch in den vergangenen 15 Jahren, seit wir also auch in Thailand investieren, gab es im Land immer wieder wirtschaftliche oder politische Unruhen. Aber in dieser Zeit haben die Menschen und auch die Unternehmen gelernt, damit umzugehen. Viele Blue Chips haben es sogar geschafft, sich besser zu entwickeln als viele Konkurrenten in sicheren Nachbarländern, weshalb wir die Börse in Bangkok gemessen am KGV, KBV und an den Dividenden-Renditen nach wie vor für attraktiv halten. Dessen ungeachtet muss die Rolle des Königs als höchste moralische Instanz im Land herausgehoben werden. Allerdings betonte der thailändische Außenminister Kasit Piromaya kürzlich, in Thailand würde sich eine mehr und mehr offene und demokratisch geprägte Gesellschaft herausbilden. Entsprechend müsse die Rolle der Monarchie zumindest diskutiert werden.

**Smart Investor:** Was ist an Thailand speziell anders als in anderen asiatischen Volkswirtschaften?

**Mobius:** Thailand führt etwa 12% seiner gesamten Exporte nach Europa, seinem zweitgrößten Markt nach der ASEAN-Region (s. Abb.). Der innerasiatische Handel nimmt stetig zu. Der zunehmende Konsum ist entscheidend. Der chinesische Binnenmarkt wuchs im letzten Jahrzehnt kräftig und wird dies auch auf absehbare Zeit tun. So wie die Pro-Kopf-Einkommen steigen, nehmen die verfügbaren Einkommen zu, und dies führt zu steigenden Konsumausgaben. Auch der auf Europa und die USA entfallende Prozentsatz von Exporten der Emerging Mar-

kets sinkt. Für die meisten asiatischen Länder, so auch Thailand, ist nun China (und nicht mehr die USA oder Europa) der größte Handelspartner. Viele Länder Ostasiens profitieren insbesondere von dem starken Wirtschaftswachstum in China und Indien.

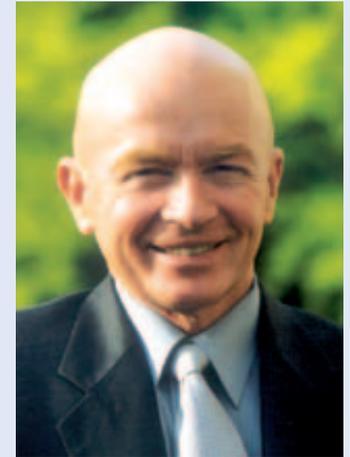
**Smart Investor:** Welche mittelfristige Perspektive haben Sie für Thailand?

**Mobius:** Grundsätzlich sind wir bullish für Thailand und dessen Aktienmarkt, weil wir auch sehen, wie wenig die Unruhen Anfang April die volkswirtschaftliche Entwicklung beeinflussten. Natürlich gab es die Überschriften in den Zeitungen, und die Situation war angespannt, aber die Wirtschaft brummt nach wie vor und auch die Touristen haben sich nicht gänzlich von Thailand als Urlaubsland verabschiedet. Im Gegenteil. Natürlich hat die Abkühlung der Weltwirtschaft die Exporte beeinträchtigt, aber die meisten asiatischen Volkswirtschaften, auch die thailändische, wandeln sich und sind stärker binnenorientiert. Sowohl die Ausgaben des Staates für die Infrastruktur als auch der private Konsum können zwischenzeitliche Durchhänger der Exportwirtschaft abfedern. Dazu gewinnt der Dienstleistungssektor nach und nach an Bedeutung.

**Smart Investor:** Was sind nun die Sektoren, die Sie favorisieren?

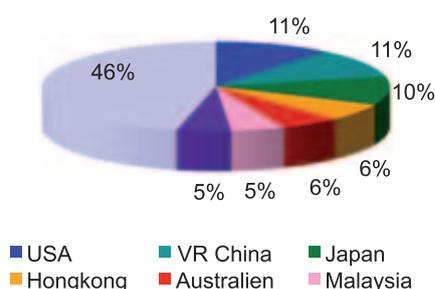
**Mobius:** Mit unserem Ansatz, vor allem nach Value-Unternehmen zu suchen, fühlen wir uns in diesen unsicheren Zeiten natürlich sehr wohl. Wir verfolgen eine langfristige Investment-Philosophie, und so wie wir für Thailand langfristig positiv gestimmt sind, sind wir es folglich auch für die Aktien. Und das eben mindestens für die kommenden fünf Jahre. Uns gefallen Finanzaktien sehr gut, die sich stark auf den Heimatmarkt konzentriert haben. Auch im Energiesektor lassen sich viele interessante Chancen finden. Beide Sektoren sollten überproportional von einer fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung profitieren.

**Smart Investor:** Herr Dr. Mobius, haben Sie vielen Dank für das Gespräch.



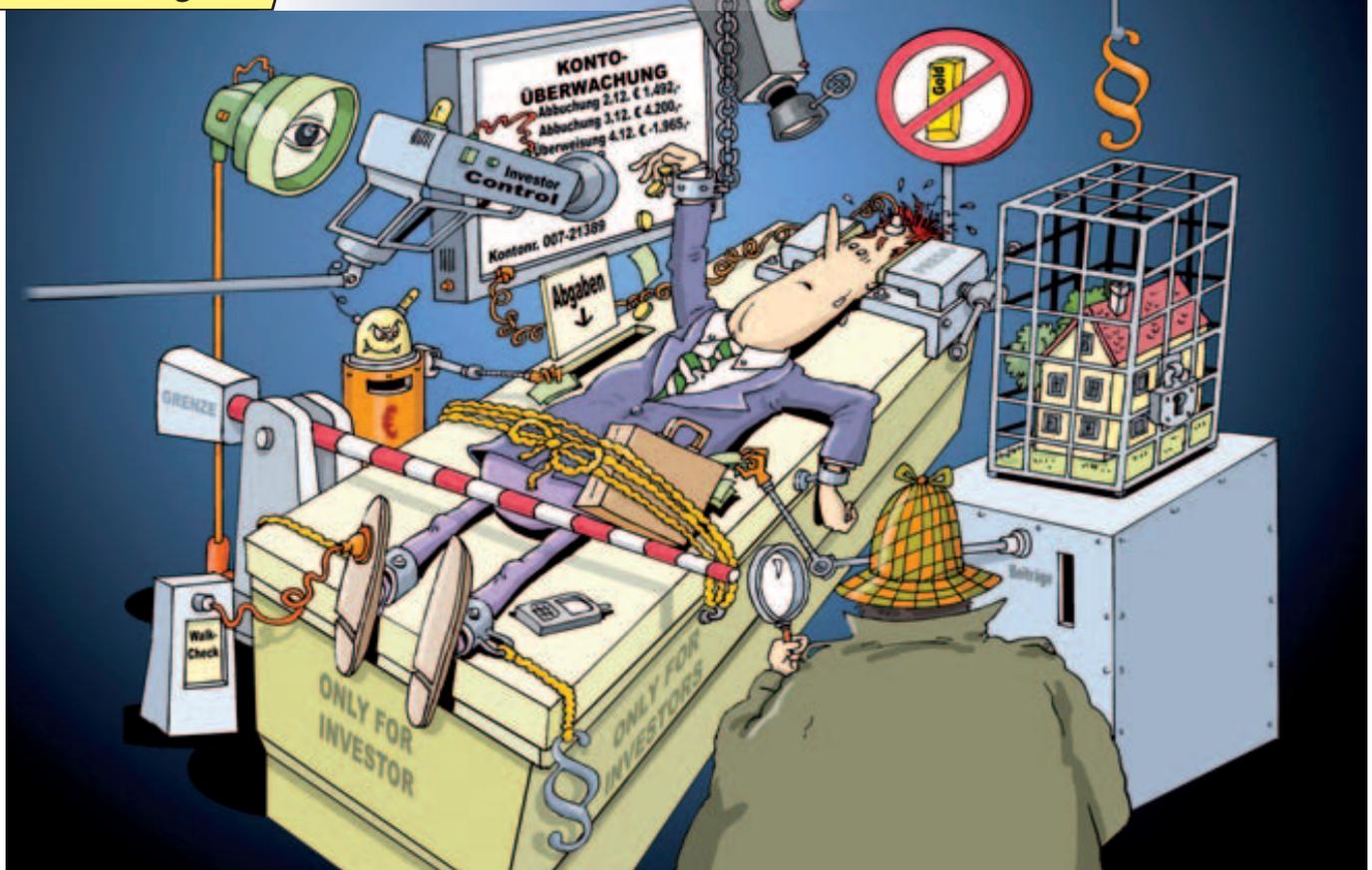
Dr. Mark Mobius

HAUPTABNEHMERLÄNDER (2009, ANTEIL IN %)



Quelle: Franklin Templeton

Interview: Tobias Karow



# Eigentum im Würgegriff

Über Verbote, Zwänge und Kontrollen in Krisensituationen

Gastbeitrag von Andreas Otto, NOAH-Brief

Am 18. Mai 2010 machte der deutsche Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung der Stabilität der Finanzmärkte internationale Schlagzeilen. Der Entwurf umfasste eine Anzeigepflicht für gedeckte und ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe von Aktien und Schuldtiteln von Staaten der Eurozone, ein Verbot von Derivaten, die bei wirtschaftlicher Betrachtung Leerverkäufen entsprechen, ein Verbot bestimmter Kreditderivate (CDS) und ein Verbot von Geschäften in Währungsderivaten, die sich vom Devisenpreis des Euro ableiten und nicht zur Absicherung dienen. Nach Meinung des Deutschen Derivate Verbands wären aufgrund der allgemeinen Formulierung des Entwurfs selbst Produkte für Privatanleger wie Zertifikate oder Optionsscheine auf europäische Aktien, Aktienindizes und den Euro betroffen, obwohl diese keinerlei krisenverstärkende Wirkung hätten. Nach einer vierzehntägigen Konsultationsfrist wurde der Diskussionsentwurf mit nur wenigen Änderungen am 2. Juni 2010 zum Regierungsentwurf. Benutzt das Bundesministerium der Finanzen seinen Regulierungsauftrag jetzt, um Kurse zu stützen?

## Staatliche Interventionen

Die Idee ist nicht neu. Auf Finanz- und Währungskrisen reagierten Regierungen in der Vergangenheit immer wieder mit Interventionen, Handelseinschränkungen und Verboten. Je stärker die Krise, umso drakonischer fielen sie aus. Der Erfolg blieb war zwar oft

*Andreas Otto arbeitete für Dow Jones Markets, Bridge Information Systems und Moneyline Telerate. Er war in Frankfurt, New York und Hamburg in Positionen tätig, die das Spektrum vom Produktmanager bis zum Analysten umspannen. Heute ist er Autor des wöchentlich erscheinenden Noah Briefes, der Wirtschaftsthemen aus Sicht des langfristig orientierten Anlegers diskutiert. Jeder Noah Brief hat ein Schwerpunktthema, das ausführlich und tiefer gehend analysiert wird. Der Marktteil berichtet über die wöchentlichen Ereignisse an den wichtigsten Märkten. Um sich selbst ein Bild zu machen, können Leser drei kostenlose Probexemplare bestellen. Mehr Informationen unter [www.noah-research.de](http://www.noah-research.de).*



aus, doch für die Bevölkerung bedeuteten die Kontrollen, Verbote und Zwänge stets einschneidende Ereignisse. In Währungskrisen entziehen meist zuerst die ausländischen Gläubiger, wenig später dann auch die eigene Bevölkerung einer Währung das Vertrauen. Gegen die Ausländer, die Anleihen und die Währung des betroffe-

nen Landes verkaufen (und die Krise damit zwangsläufig verstärken), kann sich ein Staat nur schwer wehren. Gegen die eigene Bevölkerung, die ebenfalls versucht, ihr Vermögen in Sicherheit zu bringen, fällt dies leichter. Viele in kurzer Abfolge erlassene Gesetze, die alle darauf abzielen, die Flucht aus der Heimatwährung zu be- oder verhindern, sind für diese Situationen typisch. Regierungsbeamte, denen in „guten Zeiten“ Lethargie und Phantasielosigkeit vorgehalten wird, handeln unter diesen Zuständen oft erstaunlich „innovativ und entschlossfreudig“.

Auf akute Krisen reagieren Regierungen oft mit einer **Vielzahl neuer Vorschriften**, Gesetze, Erlässe. Je mehr sich eine Krise zuspitzt, umso stärker die staatlichen Eingriffe. Eine bereits kritische Situation wird durch sie meist **verschlimmert**.

Die Geschichte der Finanz- und Währungskrisen zeigt eine außerordentliche Vielfalt der erlassenen Maßnahmen. Doch nicht in jeder Krise wurde auf das volle Repertoire möglicher Maßnahmen zurückgegriffen. Auf welche Mittel eine in die Enge getriebene Regierung im Einzelnen zurückgreift, hängt immer von der individuellen Situation ab.

**Walter Ulbricht, Juni 1961:**  
**„Niemand hat die Absicht, eine Mauer zu errichten“**

Dieser in die Geschichte eingegangene Satz des frühen Staatsoberhauptes der DDR ist beispielhaft für ein Phänomen in der Politik, das sich in Krisen häufig beobachten lässt. Eine politische Elite, die

mit dem Rücken zur Wand steht, lässt sich zu waghalsigen Aussagen hinreißen, die das Volk beruhigen sollen, sich aber kurze Zeit später schon als falsch herausstellen. In Währungs- und Finanzkrisen sind es neben Staatsoberhäuptern auch hohe Wirtschaftspolitiker oder Angestellte der Zentralbank, die sich aufs politische Glatteis begeben. So äußerte sich Argentiniens Wirtschaftsminister Domingo Cavallo mitten in der Argentinienkrise noch Ende November 2001 öffentlich bezüglich umlaufender Gerüchte über Begrenzungen von Barabhebungen: „Die Argentinier werden schon bald feststellen, dass es für sie sehr viel besser ist, ihr Geld auf der Bank zu lassen.“ Die krisenerfahrenen Argentinier misstrauten dem allzu durchsichtigen Appell ihres Ministers. Binnen Stunden begannen sie, ihr Geld von den Konten abzuheben (2,5 Mrd. USD). Damit sollten sie recht behalten, denn schon wenige Tage nach der Rede Cavallos, am 27. November, wurden private Bankkonten eingefroren. Barabhebungen wurden auf 1.000 USD pro Monat begrenzt – genau wie die Gerüchte es zuvor behauptet hatten.

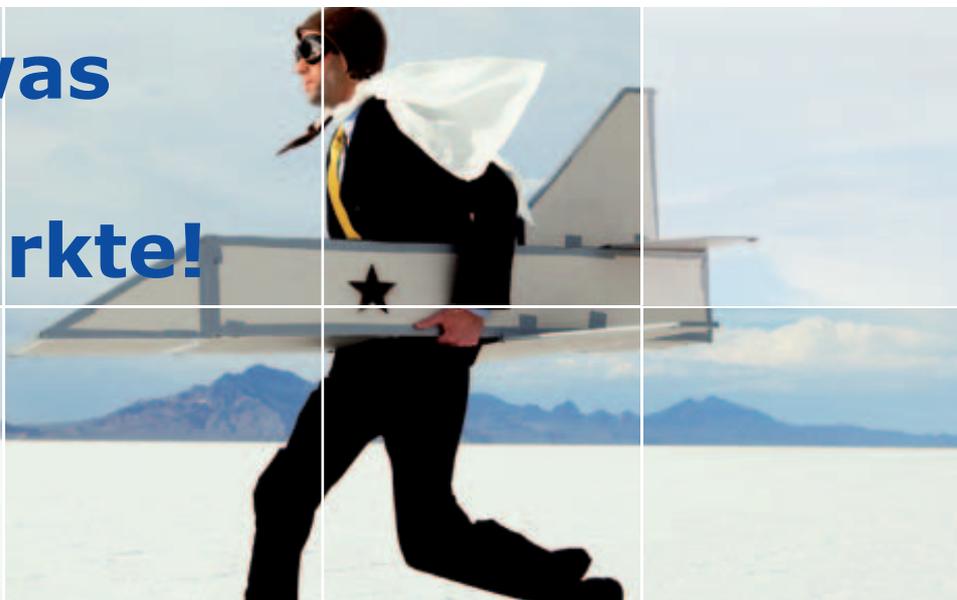
Wenn Politiker in Krisenzeiten etwas öffentlich versichern oder behaupten, muss man vom **Eintreten des Gegenteils** ausgehen. Es gibt schließlich einen schwerwiegenden Grund dafür, warum sich Politiker gezwungen sehen, derartige Aussagen zu treffen.

Europäische Politiker verhielten sich in der aktuellen Krise nicht anders. Im Januar 2010 behauptete EU-Kommissar Almunia noch, das Risiko eines Zahlungsausfalls gebe es in der Euro- >>

Anzeige

# Darf's mal etwas Anderes sein? Innovative Märkte!

Nestor Fonds prämiert in allen Kategorien.



[www.nestor-fonds.de](http://www.nestor-fonds.de)



**NESTOR**  
**FONDS**

NESTOR-Fonds-Vertriebs-GmbH  
 Ottostraße 5 · D-80333 München  
 Tel. +49 (0)89/54 59 03 80  
 vertrieb@nestor-fonds.de

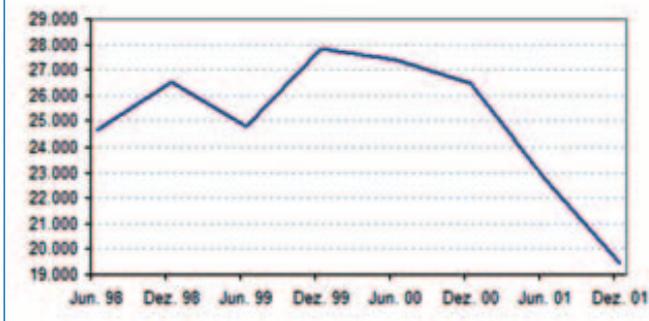
NESTOR INVESTMENT MANAGEMENT S. A. verwaltet Investmentfonds, in die deutsche, luxemburgische und österreichische Anleger investieren können. Das Angebot richtet sich an private und an institutionelle Investoren.

Diese Fonds konzentrieren sich vor allem auf wachstumsstarke Marktsegmente. Ihre erfahrenen Manager orientieren sich an keinem Index, sondern streben vor allem durch eine gute Aktienauswahl überdurchschnittliche Renditen aus Regionen wie Afrika, Australien, Osteuropa und Fernost an.

Andererseits setzen die Fondsmanager des Hauses vor allem auf Aktien mit geringer Marktkapitalisierung. Für ihre Leistungen wurden die Portfoliolenker der Fonds mehrfach ausgezeichnet. In den Rankings ihrer jeweiligen Kategorien belegen diese Fonds immer wieder Spitzenpositionen.

NESTOR Afrika · NESTOR Australien · NESTOR Europa · NESTOR EuroTec · NESTOR France · NESTOR Fernost · NESTOR Gold · NESTOR Osteuropa NESTOR Liquid · NESTOR Osteuropa Bond

WÄHRUNGSRESERVEN DER ARGENTINISCHEN ZENTRALBANK  
IN MIO. PESOS (1 PESO = 1 USD)



Argentiniens ausländische Währungsreserven (rot) in Prozent der Geldbasis. Bis zur Währungskrise 2001 war der Peso an den Dollar gebunden. In den Jahren zuvor wurde die Geldmenge massiv inflationiert. Die Importe überstiegen die Exporte beträchtlich. Die Bindung eines stark überbewerteten Peso an den Dollar war am Ende nicht mehr aufrecht zu halten. Der damalige Wirtschaftsminister Domingo Cavallo galt als der Architekt des „Peso-Dollar-Pegs“. Quelle: Banco Central de la República Argentina

Zone nicht. Wenige Monate später stand Griechenland vor dem Staatsbankrott. Anfang Mai äußerte die EZB, sie habe die Möglichkeit, Staatsanleihen zu kaufen, noch nicht einmal diskutiert. Nur drei Tage später gab sie bekannt, Interventionen im Markt für Schuldverschreibungen seien nun doch notwendig, um Störungen in einigen Marktsegmenten zu vermeiden. Je nach aktueller Interessenlage ist der Euro mal „in Gefahr“ (Merkels Regierungserklärung vom 19.05.2010) oder auch nicht (Frankreichs Finanzministerin Christine Lagarde am 20.05.2010). Aussagen von Politikern in Krisensituationen sollte man also immer mit einer gesunden Portion Misstrauen begegnen. Besonders vehemente Versicherungen oder Aufrufe haben trotzdem einen gewissen Informationswert – sie zeigen, wie brenzlich die Lage wirklich ist. Wenn Politiker in den Medien vermehrt dazu auffordern, das Geld auf der Bank zu lassen, in sichere Staatsanleihen zu investieren und doch besser die Finger von spekulativen Goldanlagen zu lassen, dann wissen Sie, dass es allerhöchste Zeit ist, das Gegenteil zu tun.

### Devisen- und Kapitalkontrollen

Wenn die Überzeugungskraft unglaubwürdig gewordener Politiker nicht mehr ausreicht, folgen Devisen- und Kapitalkontrollen. Im Beispiel des argentinischen Währungszusammenbruchs setzten diese zeitgleich mit den Beschränkungen der Barabhebungen ein. Eine sofortige Verfügung verbot die Ausfuhr von Cash und Fremdwährungen. Fortan wurden alle Passagiere auf den Flughäfen durchsucht und hart bestraft, wenn man Bargeld bei ihnen fand. Guthaben in ausländischer Währung, meist Dollars, mussten in Pesos getauscht werden. Ausländische Guthaben wurden eingezogen und in Pesos entschädigt. Per Gesetz wurde bestimmt, dass Pesokonten nicht höher verzinst werden durften als Fremdwährungskonten. Die Zinssätze für private und Unternehmenskredite stiegen zur gleichen Zeit aber auf bis zu 35% an. Diese harten Eingriffe verhinderten in letzter Minute „erfolgreich“ den massenhaften Abfluss von Kapital, doch große Teile der Bevölkerung verarmten und die argentinische Wirtschaft wanderte mehr und mehr in den Untergrund – ein Schlag, von dem sich Argentinien bis heute nicht erholt hat. Wirtschaftsminister Cavallo meldete sich später übrigens nochmals zu Wort und rechtfertigte die Maßnahmen der Regie-

rung mit Liquiditätsproblemen der Banken, an denen die Bevölkerung schuld gewesen sei, die ihr Geld von den Bankkonten abgehoben hatte.

Kapitalkontrollen gab es nicht nur in Argentinien. Zwischen 1914 und 1945 fiel auch Deutschland immer wieder in die sogenannte Devisenbewirtschaftung zurück. Die Ein- und Ausfuhr von Devisen war genehmigungspflichtig. Wertpapiere in ausländischer Währung mussten deklariert werden und wurden in Kriegszeiten und auf dem Höhepunkt der Inflation 1923 gegen Entschädigung eingezogen.

Vor wenigen Wochen hoben die Griechen Milliardenbeträge von ihren Konten ab, weil sie einen Austritt ihres Landes aus der EWU und eine Rückkehr zur Drachme fürchteten. In Reaktion auf das 50 Mrd. EUR schwere Bail-out-Paket eröffneten viele Deutsche Fremdwährungskonten in Schweizer Franken und Norwegischen Kronen. Um ihre Vermögen besorgte Bürger deckten sich mit Gold ein, darunter auch viele, die den Edelmetallen bis vor Kurzem noch skeptisch gegenüberstanden. Nach Aussage der BNP Paribas flossen allein am Mittwoch, dem 19. Mai, 9,5 Mrd. EUR von Deutschland in die Schweiz. Hier handelt es sich bereits um erste Ansätze einer Fluchtbewegung aus dem Euro. Bei einer Zuspitzung der Krise könnte diese Tendenz zunehmen. In diesem Falle wäre selbst in den Kernländern der EU mit Kapitalkontrollen zu rechnen.

### Sündenböcke

Wer trägt die Schuld an Währungskrisen? Aus Sicht der amtierenden Politiker sind sie es niemals selbst, obwohl sie sich oft mit teuren Wahlversprechen Wählerstimmen sichern und ein Land in die Überschuldung führen. Stattdessen werden die Vorgängerregierung, ausländische Mächte oder schlechthin „die Spekulanten“ zu Sündenböcken gemacht, mit denen man hervorragend vom eigenen Versagen ablenken kann. Doch wer eigentlich ist ein Spekulant? Der kleine Zocker, der einen EUR/USD-Put kauft, um nebenbei ein wenig Geld zu verdienen? Der verschreckte Zahnarzt, der sich aus Angst um den Verfall unseres Geldes Gold nicht mehr nur als Material für Füllungen zulegt? Der Geschäftsmann, der bei der Sparkasse ein Frankenkonto eröffnet? Angelsächsische Hedgefonds, die auf einen schwachen Euro setzen? Griechische Banken, die gegen die Anleihen ihres eigenen Landes wet-

Für Schulden- und Währungskrisen sind immer die anderen schuld, so lautet jedenfalls der Tenor der involvierten politischen Handlungsträger





Geldgieriger Spekulanten sollen das Zepter übernommen haben und Staaten in den Ruin treiben – ein zu einfache Wahrheit.

ten? Die Komplexität der heutigen Währungs- und Anleihenmärkte überfordert so manchen Politiker. Da kommt der schwammige und populistische Begriff des „Spekulanten“, in den jeder das hineininterpretieren kann, was er möchte, gerade recht.

Neu ist das Phänomen nicht. Schon der ehemalige Reichsbankpräsident Hjalmar Schacht sah in gegen die Mark spekulierenden Ausländern eine Hauptursache für die deutsche Hyperinflation von 1923. Am 16. September 1992, dem „Schwarzen Mittwoch“, zwang George Soros' Hedgefonds das Britische Pfund mit spekulativen Verkäufen aus dem Europäischen Wechselkursmechanismus (ERM). In der Asienkrise 1997/98 sahen die Staatsoberhäupter Thailands, Malaysias und Indonesiens in spekulativen Attacken die Ursache für den Verfall ihrer Währungen. Und natürlich behauptete auch Argentiniens Cavallo 2001: „Wir sind Opfer einer Attacke derjenigen geworden, die von einer Abwertung unserer Währung zu profitieren hoffen.“ In allen Fällen war eine inflationäre Geldpolitik, mangelnde fiskalpolitische Disziplin, die Anbindung an eine stärkere Währung oder eine Schieflage in der Handelsbilanz die Krisenursache. Spekulanten, die diese Ungleichgewichte sahen, nutzten und mit ihrem Handeln die jeweiligen Regierung auch wieder zur Raison brachten, mögen zwar Kursbewegungen verstärkt haben; die Ursache einer Währungskrise waren sie jedoch nie. Heute wird wieder die alterprobtete Spekulantenkarte gezogen. Griechenland und Spanien beauftragten angeblich sogar ihre Geheimdienste, um die Spekulanten zu identifizieren, die gegen ihre Anleihen wetteuten. Mit dem Kampf gegen Spekulanten lässt sich hervorragend vom eigenen Versagen ablenken.

#### Höhere Steuern

Da eine Währungskrise zur Konsolidierung des Staatshaushaltes zwingt, könnte man sie, nüchtern betrachtet, auch als ein bereinigendes Gewitter sehen. Wünschenswert wären in jedem Fall ein Abbau der oft stark aufgeblähten und kostspieligen Bürokratien und die Abwertung der eigenen Währung, die hilft, die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes zu stärken und die Ungleichgewichte im Außenhandel zu bereinigen. Im günstigsten

Fall stehen Länder nach einer Währungskrise schon nach kurzer Zeit solider da als zuvor, so etwa die asiatischen Länder nach der Asienkrise Ende der 90er-Jahre.

Steuererhöhungen sind eine weitere Möglichkeit, einen angeschlagenen Staatshaushalt und damit auch die Währung zu stabilisieren. Ab einer gewissen Höhe wirken Steuern allerdings kontraproduktiv. F.D. Roosevelt, der in den 30er-Jahren einen Spitzensteuersatz von 94% einführte, musste dies schmerzlich erfahren. Dennoch tendieren Politiker dazu, lieber die Steuern zu erhöhen als Subventionen oder teure Sozialprogramme zu streichen. Steuern werden immer dort erhoben, wo Geld vermutet wird, das sich leicht abschöpfen lässt. Betroffen ist vor allem der gehobene Mittelstand, aber auch die kleine bis mittelständische Industrie (die wirklich Großen finden gewöhnlich einen Weg zur Senkung ihrer Steuerlast). So schwächen zu starke Steuererhöhungen am Ende sogar die Wirtschaftskraft. Das Steueraufkommen steigt nicht wie erhofft, sondern fällt sogar. Für Deutschland im Gespräch sind neben einer Anhebung der Einkommensteuer auch eine Erhöhung der Umsatzsteuer, ein „Gesundheitssoli“, höhere Beiträge zur Arbeitslosenversicherung und eine Transaktionssteuer auf alle Finanzgeschäfte. Gelegentlich flammt auch die Diskussion um die Wiedereinführung der Vermögensteuer auf, die für den Staat auch noch den Vorteil hätte, dass die Bürger ihre Vermögen bis ins letzte Detail offenlegen müssten. Um den Wegzug aus Hochsteuergeländern zu verhindern, kann eine Regierung auch die in vielen Ländern bereits bestehende Wegzugsbesteuerung verschärfen. Von diesem Mittel machen amerikanische Politiker mit Vorliebe Gebrauch. So müssen wohlhaben- >>

Anzeige



HANSEN & HEINRICH  
AKTIENGESELLSCHAFT



## INVESTIEREN AUF SICHEM KURS

Sie wollen Ihr Geld langfristig gewinnbringend anlegen, mit reduziertem Risiko? Der Hansen & Heinrich Universal Fonds verzeichnet seit Jahren überdurchschnittliche Kursverläufe, mit recht geringen Schwankungen. Unser aktives Risikomanagement und stetig fließende Optionsprämien sorgen für attraktive Renditen – auch in Konjunkturfauten. Wir informieren Sie gern.

*Ihr Vertrauen in besten Händen*

Hansen & Heinrich AG · Asternplatz 3 · 12203 Berlin · Tel. 030 / 84 41 47 31  
www.hansen-heinrich.de

de Kalifornier und kalifornische Unternehmen, die in das steuer- günstigere Nevada ziehen, sich heute schon förmlich freikaufen. Noch größere Vermögenseinbußen müssen US-Bürger hinnehmen, die ihr Land auf Dauer verlassen möchten.

### Konfiszierung von Vermögen

Die Konfiszierung von Vermögen durch den Staat ist ein offener Verstoß gegen das allgemein akzeptierte Eigentumsrecht. Sie ist unpopulär und könnte im Volk unerwünschte Reaktionen hervorrufen. Deshalb werden Konfiszierungen selten und nur in extremen Situationen angewendet. Dennoch gibt es auch dafür eine ganze Reihe von Beispielen. So wurden in Deutschland noch während des Ersten Weltkriegs ausländische Devisen und auf ausländische Währung lautende Forderungen und Wertpapiere eingezogen. 1923, auf dem Höhepunkt der deutschen Hyperinflation, wurden erneut ausländische Wertpapiere und Devisen auf inländischen und ausländischen Konten eingezogen. Ausländische Sorten und selbst Edelmetalle waren zu deklarieren und abzuliefern.

Konfiszierungen laufen nach ähnlichem Schema ab. Richtet sich die Konfiszierung nur gegen eine Minderheit (Juden, Spekulanten, Inflationsgewinnler etc.), dann läuft ihr in den Medien oft eine Kampagne gegen diese Minderheit voraus. Die Bevölkerung wird gegen die Sündenböcke aufgebracht, um einen solch eingreifenden Schritt später leichter akzeptieren zu können. Die eigentliche Konfiszierung erfolgt fast immer in zwei Schritten. Im ersten Schritt müssen die Bürger die Vermögenswerte deklarieren, auf die der Staat es abgesehen hat. Kurze Zeit nachdem die erfassten Daten vorliegen, kommt es dann in einem zweiten Schritt zur eigentlichen Konfiszierung.

Eine Konfiszierung erfolgt fast immer in **zwei Schritten**: Zuerst werden die Bürger aufgefordert, ihren Besitz zu deklarieren. In einem zweiten Schritt wenig später wird der Besitz dann eingezogen.

Nach diesem Muster verlief auch die Enteignung jüdischer Vermögen in der NS-Zeit. Nach einer mehrjährigen Propagandakampagne gegen die jüdische Minderheit, die in der Reichskristallnacht (9./10. November 1938) ihren Höhepunkt fand, wurde am 12. November 1938 die „Verordnung zur Ausschaltung der Juden aus dem deutschen Wirtschaftsleben“ erlassen, am 3. Dezember 1938 dann die „Verordnung über den Einsatz des jüdischen Vermögens“ und am 21. Februar 1939 schließlich die „Dritte Anordnung auf Grund der Verordnung über die Anmeldung des Vermögens der Juden“. Die jüdische Bevölkerung musste Betriebe, Immobilien- und Wertpapierbesitz erst anmelden, dann an die Behörden übergeben. Schmuck, Edelmetalle und Kunstgegenstände waren erst zu deklarieren, dann an Pfandleihhäuser abzuliefern. Für die deutschen Juden zog sich die Schlinge von Verordnung zu Verordnung immer weiter zu.

Selbstverständlich wurde in allen Fällen nicht einfach enteignet, sondern eine Entschädigung gezahlt. Damit versuchte die Staatsmacht, ihre Übergriffe auf das Eigentum der Bürger zu legitimieren. Den Deutschen, die im Ersten Weltkrieg Devisen und ausländische Wertpapiere ablieferten, wurde ein entsprechender Mark-Betrag gutgeschrieben. Gleiches galt für die 1923



Der Staat greift früher oder später vermutlich nach allem, was nicht niet- und nagelfest ist.

konfiszieren Vermögenswerte. Selbst den Juden gestand man noch eine „Entschädigung“ in Reichsmark zu, die für diejenigen, die das Land verließen, nach Abzug aller Steuern aber kaum mehr als symbolischen Wert besaß.

Um eine Konfiszierung zu legitimieren, wird keine direkte Beschlagnahme angeordnet. Die Bürger erhalten vielmehr eine **Entschädigung**, die jedoch deutlich unter dem Marktwert liegt.

Auch die Gold-Konfiszierung in den USA vom 5. April 1933 sah eine Entschädigung in Dollarnoten (20,67 USD pro Unze) vor. Freilich wertete Roosevelt später mit dem Gold Reserve Act vom 31. Januar 1934 den Dollar von 20,67 USD auf 35 USD pro Unze ab. Die „Entschädigten“ verloren auf diese Weise rund 40% ihres Vermögens (mehr zum Thema Edelmetallverbote im Artikel auf Seite 58). Selbst in der ehemaligen DDR wurden die Bauern und die Besitzer von kleinen oder mittelständischen Betrieben bei ihrer Enteignung noch entschädigt. Auch hier dienten die unrealistisch niedrigen und in praktisch wertloser Ostmark gezahlten Entschädigungsbeträge vor allem der Legitimation des staatlichen Übergriffes.

### Fazit

Anleger müssen in Währungskrisen mit umfassenden staatlichen Eingriffen rechnen. Regierungen, die mit dem Rücken an der Wand stehen, handeln in Krisenzeiten unberechenbar. Je zweifelnder die Politiker sind, umso niedriger wird die Hemmschwelle, selbst gegen die Grundrechte der Bürger zu verstoßen. Es lässt sich deshalb nie genau vorhersagen, zu welchen Maßnahmen sie in Krisensituationen greifen werden. Die Erfahrungen der Vergangenheit können aber Aufschluss über die Art möglicher Maßnahmen und über den Modus Operandi geben, mit dem sie durchgesetzt werden. Wachsamkeit und vorausschauendes Handeln sind notwendig. Generell gilt: In einer Währungskrise sind Anleger außerhalb des Systems am besten aufgehoben. Sachwerte sollten Kaufkraftverluste zumindest teilweise ausgleichen. Edelmetalle sind zudem fungibel und keines anderen Verbindlichkeit. Da die von Regierungen getroffenen Maßnahmen aber grundsätzlich nicht vorhersehbar sind, sollten Anlagen möglichst breit gestreut werden. Schon aus diesem Grund haben auch Aktien und die weißen Edelmetalle neben Gold und Immobilien ihre Berechtigung. Die Einschätzung des Smart Investor lesen Sie im Artikel „Das große Bild“ ab Seite 47. ■





## „Es gibt keinen Zauberspruch“

*Smart Investor sprach mit **James Montier** über die Fehler von Profis und Amateuren an den Märkten, die Notwendigkeit, Moral mit in das Marktgeschehen einzubinden, und unsichtbare Gorillas.*

**Smart Investor:** Herr Montier, der renommierte Trading-Coach Van Tharp vertritt die Ansicht, dass die Märkte zu wenigstens 80% von Psychologie getrieben sind – hat er recht?

**Montier:** Ja, vermutlich schon. Wenn wir die Märkte und das Verhalten an selbigen beobachten, dann ist es schwierig, eine rationale Erklärung dafür zu finden. Seien es Blasen im Immobiliensektor oder am Aktienmarkt, auch Panikverkäufe wie jetzt ganz aktuell im Falle BPs – alle diese Phänomene erscheinen mir primär durch die Psychologie der Anleger ausgelöst und bewegt zu werden.

**Smart Investor:** Welches sind die größten Fehler, die die Anleger gemeinhin begehen?

**Montier:** Der größte Einzelfehler ist vermutlich, für zukünftige Wachstumshoffnungen zu viel zu bezahlen, aber die Liste ist natürlich viel länger. Zu erwähnen wäre der zweifelhafte Versuch, die Zukunft vorauszusagen, auch das Sammeln von zu vielen Informationen ist ein großer Fehler – der Anleger verliert sich in Details und sieht das große Ganze nicht mehr. Ein weiterer gewaltiger Fehler ist natürlich, dass sehr viele Marktteilnehmer viel zu kurzfristig orientiert sind.

**Smart Investor:** Bestehen Unterschiede zwischen den Fehlern, die Kleinanleger machen, und denen, die von Profis begangen werden?

**Montier:** Erstaunlicherweise kaum. Die Profis glauben zwar, sie seien immun gegen die meisten Fehler, aber die Realität zeigt, dass es zwischen dem Fehlverhalten der Amateure und der Profis fast keinen Unterschied gibt.

**Smart Investor:** Wie kann man diese Fehler vermeiden?

**Montier:** Das ist weitaus schwieriger, als man gemeinhin denkt. Sehr viele Fehler basieren auf der Struktur unseres Denkens und unseres Gehirns. Ein erster richtiger Schritt ist es, sich be-

*James Montier war jahrelang als Strategie bei Société Générale und zuvor in gleicher Position bei der Investmentbank Dresdner Kleinwort tätig. Im Augenblick ist er Mitglied im Asset Allocation Team von GMO. Er ist Verfasser mehrerer Bücher, u.a. von „Die Psychologie der Börse“ (siehe auch Buchbesprechung S. 79).*



wusst zu machen, für welche Fehler man besonderes anfällig ist, und dann einen Investmentansatz zu entwickeln, der diese Fehler verhindert. Ein Beispiel: Wer dazu neigt, für Zukunftserwartungen generell zu viel zu bezahlen, sollte zunächst analysieren, wie viel der zukünftigen Erwartungen tatsächlich bereits in den Preis Einfluss gefunden hat, und sich dann fragen, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass dieses zukünftige Wachstum tatsächlich eintritt. Natürlich muss dieser Ansatz möglichst stabil sein, um gegen unsere Tendenz, diese Fehler zu begehen, wirksam sein zu können. Aber einen Zauberspruch, der einen dauerhaft vor Fehlern bewahrt, gibt es leider nicht [lacht] – es ist ein immerwährender Kampf.

**Smart Investor:** Gibt es „Typen“, die aufgrund ihrer psychologischen Disposition erfolgreicher an den Märkten sind als andere? Können Sie einige Merkmale beschreiben?

**Montier:** Natürlich gibt es die! Diejenigen, die langfristig erfolgreich an der Börse agieren, sind in der Regel „Value“-orientiert. Eine „Value“-Ansatz scheint zu einem gewissen Grad einen Schutz gegen die gängigsten Fehler zu bieten. Derartige Investoren versuchen nicht die Zukunft zu ergründen, sondern beschäftigen sich mit der Gegenwart, und sie sind sehr geduldig, d.h. ihr Investmenthorizont ist länger als der der meisten anderen Anleger.

**Smart Investor:** „Diesmal ist alles anders!“ Einer der bekanntesten Sätze der Investmentgeschichte, und obwohl wir eigentlich wissen sollten, dass es wieder so kommen wird wie all die anderen Male zuvor, glauben die meisten diesen Satz gerne. Warum ist das so?

**Montier:** Ja, das sind wahrscheinlich die vier gefährlichsten Worte der Investmentgeschichte. Ich glaube, es liegt an der optimistischen Grundausrichtung der Menschen. Wir Menschen sind aufgrund unserer Entwicklung optimistisch. Denken Sie an die Höhlenmenschen – wären diese Skeptiker oder gar Pessimisten gewesen, wären sie niemals aus ihren Höhlen rausgegangen und hätten Mammuts gejagt. Aus evolutionärer Sicht ist Optimismus der richtige Ansatz, im Investmentbereich geht der Schuss aber sehr schnell nach hinten los. Es gibt aber noch andere Aspekte: Oft kann man gar nicht anders – wer sich bspw. 2007 geweigert hätte, Collateralized Debt Obligations (CDOs) zu handeln, der wäre schlicht gefeuert und durch jemanden ersetzt worden, der diese Derivate handelte. Und schließlich gibt es da noch etwas, was ich „intentionale Blindheit“ nennen würde. Wir sehen nur das, worauf wir achten. Wie in der Geschichte vom unsichtbaren Gorilla.

**Smart Investor:** Das führt uns natürlich zu der Frage, ob es im Allgemeinen sinnvoll ist, sich antizyklisch zu verhalten?

**Montier:** Ich habe sehr große Sympathien mit dem antizyklischen Ansatz. Sir John Templeton hat es sehr treffend formuliert: „Eine überragende Wertentwicklung erzielt man nur dann, wenn man etwas anderes macht als die Mehrheit.“

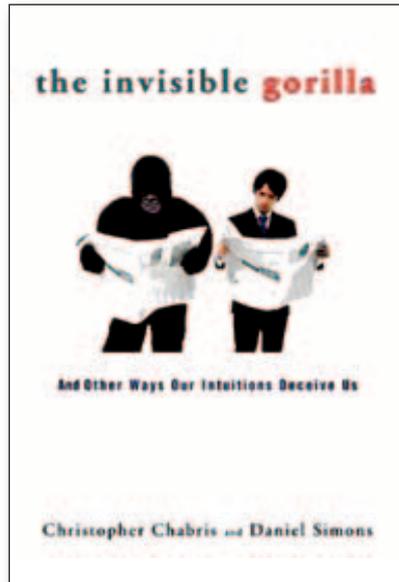
**Smart Investor:** Ein Kapitel Ihres Buches (s. auch Buchbesprechung S. 79) handelt von Moral – ist dafür in den Märkten überhaupt Platz?

**Montier:** Klares Nein [lacht] – und genau das ist das Problem und einer der Gründe für die Misere, in der wir stecken. Wir müssen wieder mehr Respekt für die Ethik des Wirtschaftens erlangen.

**Smart Investor:** Sie erwähnen ebenfalls Anreize in Ihrem Buch – sind Sie vertraut mit der Österreichischen Schule der Nationalökonomie?

**Montier:** Ja, und es ist ein Problem der Österreichischen Schule zu glauben, dass Anreize ausnahmslos funktionieren. Sind die Anreize nämlich zu groß, fangen die Beteiligten an, mehr über ihre Anreize als über ihre Arbeit selbst nachzudenken.

**Smart Investor:** Ich würde Ihnen widersprechen wollen. Anreize funktionieren, sind diese allerdings falsch gestaltet oder das Umfeld falsch konstruiert, dann beschleunigen solche Anreize die Fehlentwicklung noch. Inwieweit haben denn falsch gesetzte Anreize zur derzeitigen Krise geführt oder zumindest beigetragen?



Der Titel des Buches geht auf ein Experiment zurück: Den Probanden wurde ein Video eines Basketballspiels gezeigt. Sie sollten die Pässe der Mannschaft in den weißen Trikots zählen. Während des Spiels betritt ein Mann in einem Gorillakostüm und im schwarzen Trikot der Gegner das Feld. Mehr als 50% der Testpersonen nahmen den Gorilla nicht wahr. Das Buch soll auf Deutsch im Frühjahr 2011 im Piper Verlag erscheinen.

**Montier:** Das Problem zu großer Anreize hatte ich ja bereits erwähnt. Daneben gibt es noch das Problem einer Art Erwartungshaltung, die übrigens auch stark mit einer moralischen Komponente verknüpft ist: Wenn ich jemanden dafür bezahle, dass er meine Schulden bewertet, dann erwarte ich auch, dass er diese Schulden in meinem Sinne bewertet. Wohin das führt, haben wir bei den Subprimekrediten erlebt und erleben es immer noch bei den übrigen Kreditbewertungen.

**Smart Investor:** Und was würden Sie sagen ist der generelle Anreiz, sich an der Börse zu engagieren?

**Montier:** Der Anreiz der Börse schlechthin ist natürlich der Glaube, in kurzer Zeit sehr reich werden zu können. Das ist zwar falsch, macht die Börse aber so attraktiv. Gutes Investieren ist jedoch wie dem Gras beim Wachsen zuzuschauen – extrem langweilig.

**Smart Investor:** Herr Montier, herzlichen Dank für das spannende Gespräch. ■

Interview: Fabian Grummes

Anzeige

WOCHENEND-EXKLUSIVSEMINAR  
11.09. UND 12.09.10 IN FULDA

## ERFOLGREICH DURCH DIE WIRTSCHAFTSKRISE

» TEIL II «

Mit Starbesetzung:

Dr. Udo Ulfkotte  
William Engdahl  
H. J. Müllenmeister  
Prof. Dr. Hans Bocker  
Dr. Ulrich Schlüer  
Andreas Hoose  
Claus Vogt  
Johann A. Saiger

*Wissen - Entscheiden - erfolgreich Handeln!*

WWW.DOLPHIN-ECONOMICS.DE  
T 05622 / 917 241

SVEN HERMANN CONSULTING





Die meisten Anleger handeln irrational – unwissentlich

# Psychologie der Finanzmärkte

## Behavioral Finance im Chart

Gastbeitrag von Dr. Ulrich Lehnert, Certified Financial Technician L1

Die großen Finanzmärkte gehören zu den wichtigen Manifestationen der Massenpsychologie. Die wissenschaftliche Beschäftigung mit der Massenpsychologie (Herdenverhalten der Marktteilnehmer) stellt somit eine logische Folge dar. Behavioral Finance wurde jedoch in den wissenschaftlichen Instituten zu einem Zeitpunkt geboren bzw. postuliert, als noch ein zu geringer Wissensfundus über das Bewusstsein und das Unterbewusstsein existierte.

### Bewusstsein versus Unterbewusstsein

Wer Behavioral Finance richtig und logisch anwenden will, kann dies nur mit dem heute zur Verfügung stehenden Wissen über das Bewusstsein und das Unterbewusstsein. Bevor wir die Massenpsychologie (Herdenverhalten) im Chart untersuchen und darstellen, müssen wir eine kurze Definition und Abgrenzung von Bewusstsein und Unterbewusstsein nach dem derzeitigen Wissensstand herstellen.

<b>Bewusstsein</b>	<b>Unterbewusstsein</b>
rationales Denken	irrationales Denken
Verstand	Intuition
logisches Denken	Gefühle (Seele)
Kurzzeitgedächtnis	Langzeitgedächtnis

### Drei relevante Gehirnzentren

Für Chartanalysten und Finanzmarktteilnehmer stellt dies die intellektuelle Mindestausrüstung über die Neurobiologie des menschlichen Gehirnes dar. Die Neurobiologie – wir bewegen uns von Behavioral Finance weg – hat nicht nur die Spiegelneuro-ne entdeckt, sondern darüber hinaus festgestellt, welche Gehirnzentren das Handeln an den Finanzmärkten steuern, nämlich:

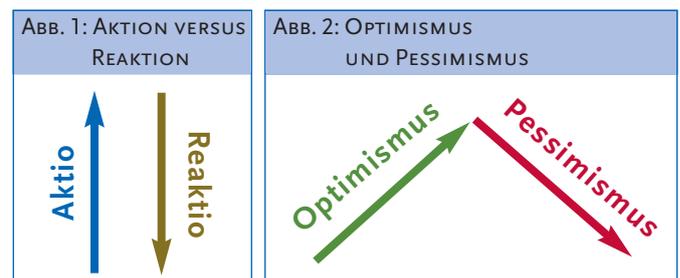
- A. Belohnungszentrum (Dopamin)
- B. Erfahrungszentrum (Langzeitgedächtnis → Unterbewusstsein)
- C. Emotionales Zentrum (→ Unterbewusstsein)

Das neurobiologische System für Finanzen besteht somit aus den drei oben aufgeführten Gehirnzentren. Den Ankerpunkt für all unsere Handlungen im finanziellen Bereich stellen nach derzeitigem Wissensstand die Gehirnzentren B und C dar. Das Belohnungszentrum (Dopamin) steht im Mittelpunkt der Operanten und der instrumentellen Konditionierung. Es macht wenig Sinn, sich mit der Massenpsychologie (Herdenverhalten) zu beschäftigen, ohne das Bewusstsein (Ratio) und das Unterbewusstsein (Intuition) erkennen und abgrenzen zu können.



Dr. Ulrich Lehnert

Die Charttechnik-Urväter Charles Dow und Ralph N. Elliott haben intuitiv Massenpsychologie verstanden und zu deuten gewusst. Die Deskription stand ihnen aber noch nicht zur Verfügung. Lassen Sie uns daher nachfolgend einen kurzen Werdegang der Deskription des Herdenverhaltens (in einer Welle) skizzieren.



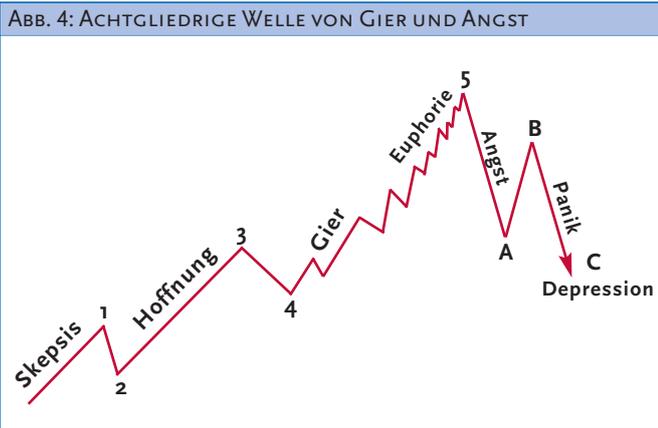
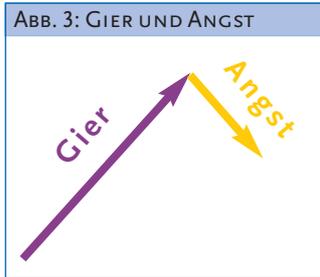


Das Herdenverhalten ist einer der größten Misserfolgsk Faktoren an der Börse.

Am Anfang stand das **mechanistische Modell (Aktion versus Reaktion;** Abb. 1). Ihm folgte das **naive Modell von Optimismus und Pessimismus** (Abb. 2).

Die Psychologie entdeckte das **Spannungsfeld zwischen Gier und Angst** (Abb. 3).

Doch erst die moderne Masenpsychologie hat die **Wellen von Gier und Angst** entzau bert (**Dow und Elliott;** Abb. 4).



**90% ist irrationales Verhalten**

Die moderne achtgliedrige Welle beginnt bei Skepsis, steigt auf bis zur Euphorie und endet dann in der Depression (siehe Abb. 4). Wenn man sich die Abgrenzung von Bewusstsein und Unterbewusstsein wie oben aufgeführt vergegenwärtigt, stellt man sehr schnell fest, dass lediglich der Beginn des fünfwelligen Anstieges, und zwar die Skepsis, von Ratio geprägt ist. Der gesamte Rest bis zur Euphorie und danach im Abstieg bis zur Depression ist irrational und somit dem Unterbewusstsein zuzuordnen. Der 8-Wellen-Chart zeigt somit auf, dass ca. 10% durch rationales und ca. 90% durch irrationales Verhalten der Marktteilnehmer verursacht werden. Dieses irrationale Verhalten ist

systematisch. Folglich kommt es zu einem massenhaft auftretenden irrationalen Verhalten der Marktteilnehmer.

**Das Herdenverhalten und die normativen Einflüsse**

Der Mensch ist ein soziales Wesen, ein Herdentier, das sich allzu gern in der Gruppe, der er angehört, Rückversicherungen für sein Handeln holt. Besonders ausgeprägt wirkt die Rückversicherung in Gruppen, die eine gemeinsame Aufgabe verfolgen., z.B. Ökonomen, Fundamentalisten, Analysten, Notenbanker etc. Die Gruppe (Herde) übt durch ihre normativen Einflüsse Druck auf ihre Mitglieder aus. Hier ist ein interaktiver Prozess am Werk, in dem die Gruppen den Einzelnen beeinflussen, der Einzelne aber auch Einfluss auf die Konsensbildung der Gruppe ausübt. Herdenverhalten ist intuitiv und komplex, erklärt sich jedoch durch die normativen Einflüsse, die von ihr selbst und in ihr selbst ausgehen.

**Intuition: das (geheime) Zentrum der Finanzanalyse?**

Die wichtigsten Bestandteile der Intuition sind Erfahrung, (Lang-) Zeitwissen und Gefühle (Emotionen). Die Intuition greift auf Kenntnisse und Erfahrungen zurück, von denen wir regelhaft nicht wissen, dass wir sie besitzen. Intuition ist eine unbewusste, ganzheitliche Verarbeitung und Bewertung vorhandener Wahrnehmungen, Eindrücke und Erkenntnisse. Kurzum: Intuition ist der Schlüssel zum Verständnis der Herde (Marktteilnehmer).

Je früher man sich als Analyst oder als Marktteilnehmer mit der Intuition auseinandersetzt, umso eher wird man das Verhalten der Herde (rational) verstehen können. Intuition und Rationalität müssen zusammen angewendet werden, dann und nur dann steigt die Wahrscheinlichkeit für ein optimales Ergebnis (Gewinn). ■

Anzeige

**eigentlich frei**

Sprachpolizei und Diskriminierungspolitik  
Über „Political Correctness“ und „Affirmative Action“

Der totale Mami-Staat  
Und seine Eigenespenen

In der Krise wählen wir anders  
Neuorientierung im Europawahl

Die andere grüne Revolution  
Hinterfragt unsere Chancen im Wahl

Blick durchs Schlüsselloch  
Deutschland: Wählbar gegen Neoliberalen

**Alle sind sozialdemokratisch...**

Eigentum – das ist der Schlüssel zur Freiheit. **ef** tritt für Eigentum und Freiheit ein, wo andere der sozialdemokratischen Versuchung oft genug nicht widerstehen können. Die reale Staatsquote – inklusive versteckter Steuern und Abgaben wie GEZ oder IHK sowie Monopolkosten für Steuerberater oder Schornsteinfeger – hat längst 70 Prozent überschritten. Zum Vergleich: In der Sowjetunion betrug die reale Staatsquote am Ende etwa 85 Prozent – 15 Prozent Markt in Nischen sorgten dafür, dass die Menschen nicht verhungerten. Wir sind auf dem besten Wege in den totalitären Sozialismus. Skurrilerweise wird uns dabei täglich ein Gespenst des „Neoliberalismus“ an die Wand gemalt, das allenfalls in den Köpfen der Staatsverdienerklasse existiert. Politiker und Bürokraten leben gut von der Ausbeutung der Nettosteuerzahler.

**eigentlich frei** ist Wegweiser der konservativen, liberalen und libertären Gegenwehr. **ef** informiert und unterhält den ehrlich arbeitenden Bürger.

**Alle? Ich nicht!**

Senden Sie mir bitte ein **unverbindliches Schnupperabo** über vier Ausgaben (20 Euro frei Haus Inland, ins Ausland 30 Euro.) Frei heißt fair: Das Probeabo ist auf diese vier Ausgaben begrenzt und verlängert sich nicht automatisch. Wir fragen Sie nach dem Schnupperabo, ob Sie weiter beziehen möchten.

Name, Vorname \_\_\_\_\_

Straße \_\_\_\_\_

PLZ Ort \_\_\_\_\_

Email \_\_\_\_\_

Bitte einsenden an:  
Lichtschlag Medien und Werbung KG, Zeitschrift **eigentlich frei**, Malvenweg 24, 41516 Grevenbroich, Fax: 0 21 82 / 570 40 41.  
Oder bestellen Sie im Internet: **ef-magazin.de/web1**

**Mehr netto. Mehr Charakter.**  
eigentlich frei



# Handeln nach Stimmungen

## *Sentiments als Basis der Marktanalyse*

*Gastbeitrag von Marc Kiewitz, WH SelfInvest AG*

### **Der strategische Gedanke**

Die Firma WH Selfinvest macht es sich zur Aufgabe, Sentiment-Analyse, eine Vorhersage der Märkte anhand sogenannter „Sentiments“ oder Stimmungsindikatoren am Montagmorgen, zu erstellen. Dabei wird versucht, anhand von sieben verschiedenen Sentiments den Wochentrend zu prognostizieren.

### **Sentiments versus Indikatoren**

Sentiments sind nicht gleichzusetzen mit Indikatoren, die ihre Aussage unmittelbar aus der Preisentwicklung des zugrunde liegenden Instruments beziehen. Grob gesagt versuchen Indikatoren, anhand von Geschehenem die Entwicklung von Künftigem vorherzusagen. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Vorhersage eines Indikators wirklich zutrifft, und die Genauigkeit dieser Vorhersage sind für die Unterscheidung, die Zuverlässigkeit und die Anwendung der verschiedenen Indikatoren von Bedeutung.

Sentiments hingegen basieren fast ausschließlich auf repräsentativen Marktdaten, die das Anlegerverhalten aus den verschiedensten Bereichen widerspiegeln. Sie beziehen sich auch nicht ausschließlich auf ein zugrunde liegendes Instrument, sondern decken beinahe die Gesamtheit der handelbaren Märkte ab. Die Preise, welche Indikatoren ihre Aussagekraft verleihen, sind nämlich die Nettoresultate der Sentiments aller am Geschehen beteiligten Marktakteure. Das Sentiment, um das sich die Marktakteure drehen, wirkt sich dominierend auf den Markt und seine Richtung aus und somit auf den Preis. Das Sentiment bestimmt also den Preis und nicht andersherum. Wenn wir also lernen, die Sentiments richtig zu interpretieren, können wir mit großer Wahrscheinlichkeit auch die Preisentwicklung vorhersagen.

### **Auswahl der Sentiments**

Die Sentiments, auf die sich im Folgenden bezogen wird, erheben wöchentlich Marktdaten aus den drei großen Bereichen



*Marc Kiewitz ist Trader und Vermögensverwalter bei der WH SelfInvest AG, einem Broker für CFDs & Forex, Futures, US-Aktien und Optionen. WH SelfInvest betreut Kunden aus 28 Ländern und unterhält Büros in Frankfurt, Luxemburg, Paris, Amsterdam und Gent. Die Firma wurde 1998 gegründet und besitzt Zulassungen der BaFin und der luxemburgischen CSSF. Bei WH SelfInvest ist es möglich, direkt an der Sentiment-Strategie in Form eines Managed Accounts teilzunehmen. WH SelfInvest bietet darüber hinaus fünf weitere Strategien an, die Teil des Managed Account sind. Näheres zu der Performance der Strategien und dem Angebot von WH SelfInvest unter [www.whselfinvest.de](http://www.whselfinvest.de).*

Aktien, Optionen und Indizes. Zudem werden das Anlegerverhalten in Fonds, getrennt nach long- und shortinvestierenden Fonds, die Kauf- und Verkaufsempfehlungen von Analysten sowie das Verhältnis von steigenden zu fallenden Wertpapieren analysiert. Neben diesen sechs Sentiments gibt es den sogenannten „Tie-Breaker“, welcher im Falle einer ausgeglichenen Gesamtstimmung den Wochentrend in die eine oder die andere Richtung festlegen soll. Hierbei handelt es sich um den sogenannten „Supertrend“, einen Stimmungsmesser, der innerhalb eines Preisdurchschnitts auf große Indizes ebenfalls die Volatilität miteinkalkuliert.

### **Interpretation der Sentiments**

Interpretiert werden diese Sentiments zum größten Teil prozyklisch, das heißt es wird mit dem Trend gehandelt. Ausnahme: Die Sentiments bewegen sich an ihren Extremen und es deutet sich bereits der Anfang einer Gegenbewegung an. In diesem Fal- >>



le kann das Sentiment auch als Kontraindikator dienen. Überdies kann ein Wochenergebnis von zum Beispiel sieben positiven oder sieben negativen Sentiments ebenfalls einen Kontraindikator darstellen. In diesem Falle würde die entgegengesetzte Richtung eingeschlagen werden. Bevor aber näher erläutert wird, wie aus den Sentiments eine Tradingentscheidung für die Woche getroffen wird, sollen nachfolgend zuerst die sieben Sentiments näher beleuchtet werden.

### 1. Der CBOE Market Volatility Index

(kurz: VIX) ist ein weltweit anerkanntes Barometer, das die Nervosität der Anleger misst. Es gibt die erwartete Volatilität des Marktes über 30 Tage wieder und berechnet sich aus Puts und Calls. Wenn der VIX ansteigt, deutet dies auf eine Zunahme der Ängste bei Anlegern hin. Fällt er, so spricht man von marktberuhigenden Phasen. Über einem Wert von 30 spricht man von nervösen Märkten, unterhalb von 20 Punkten von ruhigen. Im Oktober und November 2008 (kurz nach der Pleite von Lehman Brothers) z.B. lag der Wert zeitweise bei 80 Punkten, so hoch wie seit 20 Jahren nicht mehr.

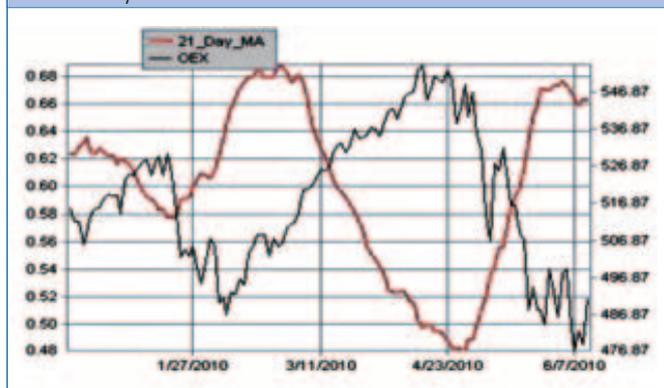
ABB. 1: VOLATILITY S&P 500



### 2. Die Put/Call-Ratio

spiegelt das Verhältnis von ausgegebenen und gehandelten Put-Optionen gegenüber Call-Optionen wider. Steigt der Wert der Ratio, mehren sich also die Put- gegenüber den Call-Optionen, so wird dieses Sentiment negativ. Fällt der Wert, so wird es positiv. Liegt der Wert beispielsweise bei 0,6, so bedeutet dies nichts anderes, als dass weit mehr Calls als Puts im Umlauf sind. Die Anleger sind folglich sehr positiv gestimmt. Anders ist die Situation bei einem Wert von 1,2: Die Märkte sind fest in Bärenhand.

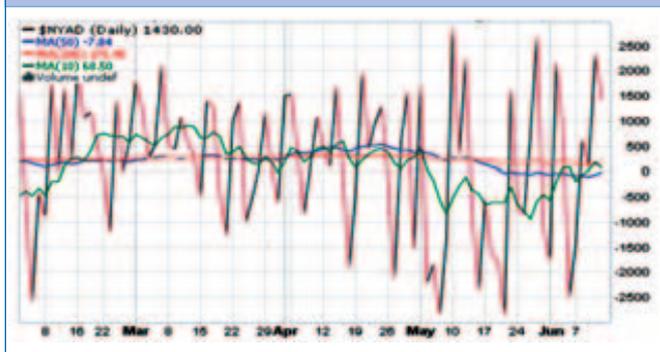
ABB. 2: PUT/CALL-RATIO



### 3. Die NYSE Advance/Decline-Issues

stellen steigende Aktien von der New Yorker Hauptbörse fallenden gegenüber. Gibt es mehr steigende als fallende Werte, so ist dieses Sentiment positiv. Dominieren die fallenden Werte, so ist es negativ. Gleichzeitig werden auf diese Kurve drei gleitende Durchschnitte

ABB. 3: ADVANCE DECLINE

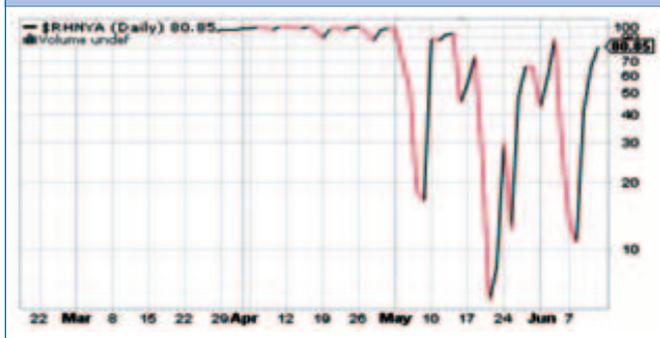


gelegt: Die Shortterm-Linie über 10 Tage, die Midterm-Linie über 50 Tage sowie die Longterm-Linie über 200 Tage. Zur Interpretation dieses Sentiments schauen wir vor allem auf die kurzfristige, also die 10-Tages-Linie. Liegt diese über der Nulllinie oder zeigt die Richtung zumindest steil nach oben, so ist dies positiv. Liegt sie unterhalb oder sinkt sie stark ab, so bedeutet dies weniger Gutes.

### 4. Die Nasdaq & NYSE New 52 weeks Highs/Lows-Ratio

ist der Quotient aus der Anzahl der Werte, die an Nasdaq und NYSE ein neues 52-Wochen-Hoch ausgebildet haben, geteilt durch die Anzahl der Aktien, welche ein neues 52-Wochen-Tief erreicht haben. Steigt die Ratio, ist dies positiv. Fällt sie, dann wird dieses Sentiment negativ. Steigt der Wert allerdings über die 1,0-Marke, so ist Vorsicht geboten: Die Märkte sind dann oft viel zu „bullish“ und überkauft. Das Gegenteil ist der Fall bei einem Wert unterhalb von 0,1: Eine Überverkauft-Situation ist dann äußerst wahrscheinlich. Ist auch noch der Spread zwischen den beiden Linien sehr groß, so kann dies ein zusätzliches Anzeichen für einen Turnaround sein.

ABB. 4: 52 WEEKS HIGHS LOWS



### 5. Die Nova/Ursa-Ratio

setzt sich aus zwei Investmentfonds zusammen, die durch die Rydex-Group emittiert werden: Rydex Nova und Rydex Ursa. Beide investieren ausschließlich in Aktienwerte des S&P 500. Der Nova Fonds investiert dabei ausschließlich „long“, wohingegen der Ursa Fonds nur „short“ anlegt. Pro 1%, um das der S&P 500 steigt, nimmt der Fonds um 1,5% an Wert zu und umgekehrt. Es handelt sich folglich um Fonds mit einer Hebelwirkung auf den S&P 500. Das Sentiment misst nun den Geldfluss zwischen diesen beiden Fonds. Umgeschichtetes Kapital in den Nova Fonds steht für ein positives Sentiment, die Linie oder der Wert der Ratio steigt daraufhin. Erwarten die Anleger vermehrt fallende Märkte, so schichten sie ihr Geld in den Ursa Fonds um: Die Linie fällt und das Sentiment wird negativ.

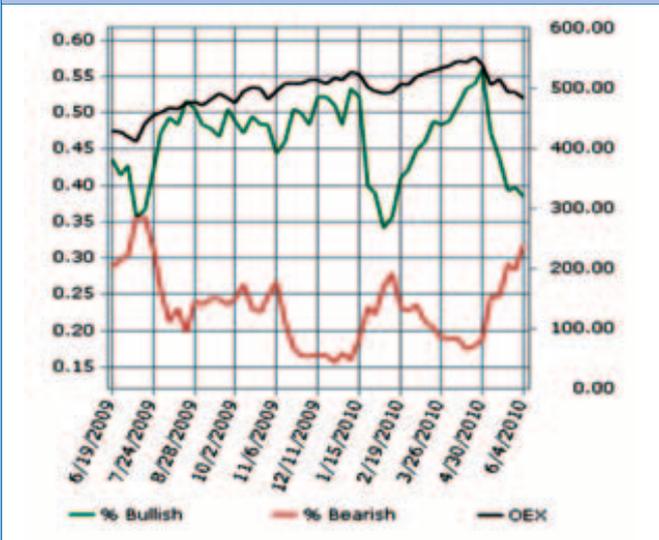
ABB. 5: NOVA/URSA 6 MONATE



### 6. Die Investor Intelligence

misst das Verhältnis von Kauf- zu Verkaufsempfehlungen der Wall-Street-Analysten. Steigt die grüne Linie der Kaufempfehlungen und sinkt gleichzeitig die rote Linie der Verkaufsempfehlungen, so ist dies sehr positiv. Verlaufen die Linien genau andersherum, so ist dies als negativ zu interpretieren. Dieses Sentiment ist oftmals ein guter Vorbote einer Börsenkorrektur. Sobald ein Markt überkauft ist, nimmt die Anzahl der Kaufempfehlungen langsam ab. In der Grafik würde man dies daran sehen, dass die bullische Linie absteigende Hochs ausbildet, während die bearische Kurve ansteigende Hochs ausbildet. Diese Divergenz kann zu einer großen Trendumkehr folgen.

ABB. 6: INVESTOR INTELLIGENCE 1 JAHR



### 7. Der Supertrend Indikator

definiert die Gesamtheit einer Bewegung. Er basiert auf einem Gleitenden Preisdurchschnitt, welcher die Volatilität des Marktes miteinkalkuliert. Somit filtert er in großem Maße volatile Kursschwankungen heraus und hält den potenziellen Anleger deutlich länger im intakten Trend. Er folgt einem Trend, solange dieser besteht. Folglich muss ein Trend also existieren, bevor man in Position geht. Bei seiner Definition setzt er Gewinne

progressiv fest und verknüpft diese mit einem nachziehenden Stopp. Den Supertrend kann man in allen Märkten verwenden, und er eignet sich zudem hervorragend für das Swing-Trading. Liegt nunmehr die rote Stopp-Linie unterhalb der Linie des Durchschnitts, ist dies positiv, es herrscht ein Aufwärtstrend. Liegt die Stopp-Linie darüber, so ist dies gleichbedeutend mit einem Abwärtstrend.

ABB. 7: SUPERTREND



### Umsetzung der Resultate in die Strategie

Es ist im Grunde genommen relativ einfach. Man errechnet aus den Aussagen der sieben verschiedenen Sentiments eine Grundstimmung, welche lautet: kaufen, verkaufen oder keine Position eingehen. Dabei werden die Sentiments der Summe ihrer Aussage nach gewichtet. Sind zum Beispiel fünf Sentiments negativ, eins positiv und eins neutral, dann ist der Wochenausblick negativ und es werden Short-Positionen eingegangen. Sind wiederum vier positiv, zwei neutral und eins negativ, dann gibt es einen bullischen Wochenausblick und die Entscheidung lautet: kaufen. Sind die Aussagen der Sentiments jedoch widersprüchlich, zum Beispiel drei positiv, drei negativ und eins neutral, dann lautet die Entscheidung, keine Position einzugehen.

### Auswahl der Indizes und Hebel

Die Auswahl der zu handelnden Indizes übernimmt dabei ein in einer Trading-Plattform integrierter Index-Scanner. Soll gekauft werden, wird sich an dem Ergebnis des Scans der größten Gewinner auf Wochenbasis orientiert. Bei Short-Positionen werden die ersten Werte auf der Liste der größten Wochenverlierer gewählt. Dabei wird mit einem maximalen Hebel von 1,8 investiert. Bei hoher Volatilität wird kein Hebel angewandt. Es werden drei verschiedene Indizes ausgewählt, um das Risiko zu streuen. Das eingesetzte Kapital wird dann zu gleichen Teilen verteilt. Abgesichert werden die Positionen mit einem Stopp, der sich an dem Wochen-ATR (Average True Range) des Basiswertes anlehnt. Am Ende der Woche, Freitag vor Handelschluss der Aktienmärkte, wird der zu Anfang der Woche getätigte Ausblick überprüft und die Positionen werden geschlossen.

# Österreicher in Hamburg

Rückblick auf die Veranstaltungen „Vermögensanlage in der Krise“ am 29./30. Mai und das erste „Libertäre Jahrestreffen“ am 12./13. Juni 2010 in Hamburg

Unter dem Motto „Freiheit leben“ fand am zweiten Juniwochenende in Hamburg ein erstes „Libertäres Jahrestreffen“ statt, mit dem die Veranstalter ein regelmäßiges Forum zur Vernetzung von Libertären im deutschsprachigen Raum schaffen wollen. 15 radikal liberale Organisationen zeichneten als Unterstützer des Projekts verantwortlich und entsandten Redner zu der begeistert aufgenommenen Tagung. Der desolote Zustand des Wohlfahrtsstaates, den die Politiker in ihrem ökonomischen Unverstand geschaffen haben, sei nicht einfach ein Engpass, sondern eine Sackgasse, brachte Robert Nef vom Liberalen Institut in Zürich die allgemeine Stimmung auf den Punkt. Entsprechend euphorisch begrüßten die rund 80 Teilnehmer den Bundestagsabgeordneten Frank Schäffler (FDP), der sich mit seinem mutigen Nein zu den „Rettungspaketen“ für Griechenland und die Eurozone gegen seine eigene Fraktion gestellt hatte. Der Trend zu immer größer werdenden Hilfsmaßnahmen sei ungebrochen, so Schäffler. Von den vier denkbaren Lösungen der Eurokrise, die er skizzierte, hält Schäffler einen Austritt der Hartwährungsländer aus dem Euro für das realistischste Szenario. Selbst die Hartwährungsländer könnten die Finanzierung der Weichwährungsländer auf Dauer nicht leisten.



MdB Frank Schäffler, der gegen das Euro-Rettungspaket der Regierungskoalition stimmte

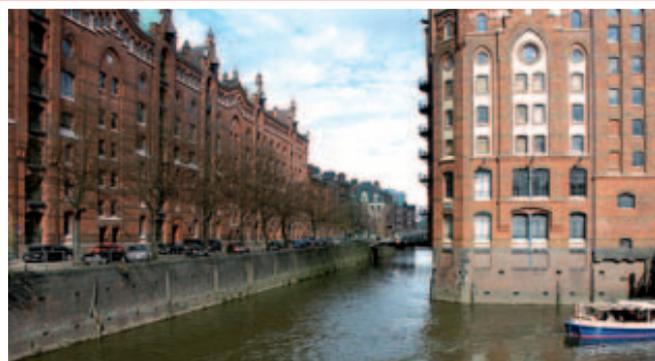
Nicht Finanzmarkt-, sondern Geldsystemkrise

Die derzeitige Krise sei auf Überschuldung zurückzuführen, erläuterte Steffen Krug vom Institut für Austrian Asset Management (IfAAM). Er könne sich gut vorstellen, dass in nächster Zeit weitere Banken verstaatlicht werden und sich vorerst ein deflationäres Umfeld etabliert. Krug findet es bedauerlich, dass im Volkswirtschaftsstudium die Österreichische Schule praktisch keine Rolle spielt. Hier sah er den Hauptansatzpunkt zur Gründung seines Instituts 2009. Über Foren wie dem von ihm und Kristof Berking veranstalteten Seminar „Vermögensanlage in der Krise“, welches zwei Wochen vorher stattfand, sollen einem breiten Publikum die Auswirkungen des Fiat-Money-Systems näher gebracht werden.



Steffen Krug, Gründer des Hamburger Instituts für Austrian Asset Management

120 Teilnehmer gewannen dort die Erkenntnis, dass trotz gigantischer Rettungsschirme und Garantiersprechen der europäischen Regierungen die kränkelnden Volkswirtschaften in Portugal, Italien, Griechenland und Spanien nicht über den Berg sind. Weder die Probleme der Überschuldung noch die fehlende Wettbewerbsfähigkeit werden von den Politikern beherzt angegangen. Lediglich die Zahlungsfähigkeit wurde nun für einige Zeit sichergestellt. Berking betonte in seinem Vortrag die politische Verantwortung für die Krise: Durch staatliche Geldpolitik wurden immense Fehlanreize geschaffen. Bei der Beurteilung der US-Subprimekrise vergessen viele, dass es politisch artikulierter Wille war, dass Hypothekenbanken JEDEM Amerikaner den Erwerb eines eigenen Hauses ermöglichen sollten. Die Refinanzierungen wurden dank „innovativer“ Finanzprodukte sichergestellt. Es war als erstes die rot-grüne Bundesregierung, die es den deutschen Banken ermöglichte, massiv in diese „innovativen“ US-Finanzprodukte zu investieren. Ohne diese politischen Vorgaben wäre die Immobilienblase wohl wesentlich früher geplatzt und die Folgen wären weniger gravierend gewesen. Doch die landläufige Deutung der Krise als „Finanzmarktcrise“, so Berking, greife viel zu kurz. Hauptursache sei die Geldpolitik der Zentralbanken und – mehr noch – die herrschende Geldordnung, die die planwirtschaftliche Geldmengensteuerung erst ermöglicht. Die Geldsystemkrise, mit der wir es also in Wahrheit in jedem Land zu tun hätten, habe durch die Dollarhegemonie, also die Tatsache, dass die USA ihr Fiat Money zur Welthandels- und -reservewährung machen konnten, auch noch eine globale Spielart, so dass man sogar von einer Weltfinanzordnungskrise sprechen könne.

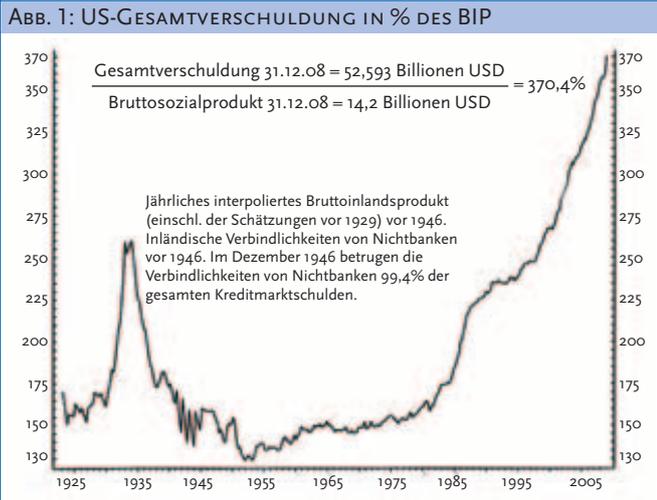


Deflation oder Inflation?

Die Überschuldung der westlichen Industrienationen (s. Abb. 1) wurde durch alle Vorträge hindurch als das eigentliche Übel der



Kristof Berking, Initiator des IfAAM-Seminars „Vermögensanlage in der Krise“



Gesamtwirtschaftliche Verschuldung der USA (Staat, Unternehmen, Privathaushalte und Finanzsektor) im Verhältnis zum BIP ist das Problem! Quelle: Ned Davis Research

München, vielerorts steigen. Erhebliche Gefahren sehe er vor allem in Japan, Griechenland, Italien, USA und Großbritannien. Die US-Neuverschuldung liegt z.B. aktuell achtmal so hoch wie die Zuwachsraten des US-Bruttoinlandsproduktes. Als einziger vertrat Smart Investor-Chefredakteur Ralf Flierl die Ansicht, dass kein weiterer deflationärer Schub mehr bevorstehe, sondern dass der inflationäre Crack-up-Boom bereits begonnen habe. Er erwartet, dass die Regierungen eher früher als später Banken einfach zwingen werden, Kredite bereitzustellen, oder aber eine totale Bankenverstaatlichung würde drohen. Wie sollen sich Anleger in einem solchen Umfeld verhalten?



Ralf Borgsmüller, Partner der PSM Vermögensverwaltung

**Bargeld lacht (nicht mehr lange)**

Solange die Inflationsrisiken noch klein und überschaubar sind, bietet sich eine Cashreserve als Überbrückung an. Die niedrigen Zinsen vereinfachen die Entscheidung, ob man sein Geld unsicheren Banken anvertraut oder doch lieber als Bargeld zu Hause hält. Alternativ zum Papiergeld bieten sich auch die offiziellen 10-Euro-Silbermünzen an. In der Deflation drohen hier keine Kursverluste, in der Inflation schützt das Silber vor der Entwertung. Der aktuelle Metallwert liegt bei ca. 8 bis 9 EUR. Leider hat sich diese Erkenntnis aber bereits unter dem Anlegervolk herumgesprochen, so dass die meisten Banken von jeder Prägung nur eine Handvoll Silbertaler pro Kunde herausrücken.

**Die Renten waren sicher!**

Investoren sollten bei Anleihen weniger auf den Zins und mehr auf die Bonität achten. Bei Unternehmensanleihen war dies schon lange Usus, nun wird klar: Selbst bei europäischen Staatsanleihen gibt es gute und weniger gute. Die Referenten bevorzugten grundsätzlich kurzfristige Laufzeiten. Staatsanleihen aus Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und Finnland erfüllen seine Bonitätsanforderungen, sagte Borgsmüller. Langfristige Anleihen und Versicherungen, da waren sich alle Redner einig, sind in jedem Fall zu meiden. Das Problem der Überschuldung werde nur durch Zahlungsausfälle bzw. durch eine inflationäre Entwertung dieser Anlageformen „gelöst“ werden.



Prof. Thorsten Polleit, Chefvolkswirt von Barclays Capital Deutschland

aktuellen Situation skizziert. Die Notenbanken werden ihre Niedrigzinspolitik fortsetzen, ist sich Prof. Thorsten Polleit, Chefvolkswirt von Barclays Capital Deutschland, sicher. Trotzdem erwartet er, dass der private Sektor (Banken, Konsumenten und Unternehmen) mit der Sanierung, d.h. Schrumpfung seiner Bilanzen weiter fortfahren werde. Dies sei sinnvoll und nachvollziehbar, werde aber in einer überschuldeten und auf zusätzlichen

Kredit angewiesenen Volkswirtschaft deflationäre Auswirkungen zeitigen. Martin Mack von der Hamburger Vermögensverwaltung Mack & Weise verwies darauf, dass der Immobilienmarkt in den USA nach seiner Meinung noch immer einen Korrekturbedarf von mindestens 15% aufweise. Auch er sah auf kurze Sicht die deflationären Kräfte überwiegen.



Martin Mack von der Hamburger Vermögensverwaltung Mack & Weise

**Staatsbankrotte werden wahrscheinlicher**

Das Risiko von Staatsbankrotten sah Ralf Borgsmüller, Partner der PSM Vermögensverwaltung in

Anzeige

**VTAD - die Plattform der Technischen Analysten in Deutschland**

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

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

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

**Sie sind eingeladen:**

Besuchen Sie einmalig kostenfrei ein Regionaltreffen Ihrer Wahl

(Preis für Nichtmitglieder: 25 Euro)

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

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

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





Claus Vogt, Chefanalyst der Quirin Bank und Chefredakteur des Börsenbriefes „Sicheres Geld“

## Auf kurze Sicht überwog die Skepsis gegenüber Aktien

Martin Mack und Claus Vogt rechnen mit einem scharfen Rücksetzer des Aktienmarktes. Vogt, Chefanalyst der Quirin Bank in Berlin, ist der Ansicht, dass wir uns in der Endphase der 2009 gestarteten Bärenmarkttrally befinden. Die Schwäche des chinesischen Aktienmarktes deutete Vogt als Warnzeichen in Bezug auf die Wirtschaftskraft der Volksrepublik. Borgsmüller sieht den fundamentalen Boden am Aktienmarkt erst zwischen Ende 2010 und Mitte 2011 kommen. Bis dahin werde sich

die Achterbahnfahrt der Kurse fortsetzen. Während Ralf Flierl auf lange Sicht viel Zustimmung für das von Smart Investor propagierte Crack-up-Boom-Szenario (CuB) erhielt, konnte sich kein Referent mit seiner Aussage anfreunden, der CuB habe schon begonnen.

## Edelmetalle sind ein Muss!

Bei einer Assetklasse waren sich alle einig: Gold und Silber werden tendenziell von den bevorstehenden Entwicklungen profitieren. Martin Siegel von Westgold deutete die zunehmenden Käufe insbesondere asiatischer Zentralbanken dahingehend, dass Gold bei kommenden Währungsreformen wieder eine herausragende Rolle spielen wird. Das wird auch von Prof. Polleit unterstrichen, der sich durchaus eine neue durch Rohstoffe gedeckte Währung vorstellen kann.



Ralf Flierl, Chefredakteur Smart Investor

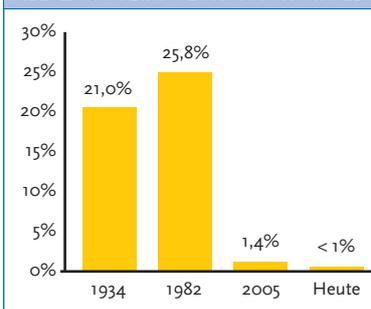
Siegel wies weiter darauf hin, dass nach wie vor die Unterinvestiertheit der Anleger in Edelmetallen mittelfristig preisstützend sein sollte. Waren in früheren Zeiten Investitionsquoten von über 20% der Portfolios in Gold und Silber die Regel, sind die Anleger derzeit nur zu unter 1% investiert (s. Abb. 2). Das Mindestkursziel, nach einer möglichen Korrektur, bezifferte er auf 1.600 USD je Feinunze



Martin Siegel, Gründer und Inhaber des Online-Edelmetallhandelshauses Westgold

Gold. Bei aller Euphorie gaben mehrere Referenten jedoch zu bedenken, dass die Geschichte auch Goldverbote kennt. Generell ging die Empfehlung dahin, lieber auf Münzen und Barren als auf Papiergold zu setzen. Da Silber billiger ist, könnte es in einer Krise als das „Gold des kleinen Mannes“ wiederentdeckt werden. Schon jetzt sorgt der hohe Goldpreis dafür, dass Gold als Tauschmittel für viele Waren des täglichen Bedarfs ungeeignet erscheint. Siegel betrachtet daher einen kleinen Vorrat an Silbermünzen als sinnvoll.

ABB. 2: UNTERINVESTITION IN GOLD



Sowohl am Ende der Weltwirtschaftskrise 1934 als auch zum Ende der in den 70er-Jahren begonnenen Inflationskrise waren die Anleger 20 bis 25 mal so stark in Gold und Goldminenaktien investiert wie heute. Trotz der Preisanstiege der zurückliegenden Jahre kann von einer Blase in Gold keine Rede sein. Quelle: DJE Kapital AG

Leuschel). Anders als Smart Investor gingen die meisten Referenten des IfAAM-Seminars jedoch davon aus, dass der Crack-up-Boom noch ein wenig auf sich warten lassen dürfte und wir zuerst nochmals einen deflationären Schock erfahren werden. In dessen Folge werden Politik und Notenbank aber erneut und schlimmer als zuvor Geld drucken und uns in die große Inflation führen. Wir sehen wohl sehr harten Zeiten entgegen. Auch die Möglichkeit von Währungsreformen wurde explizit bejaht. Für Investoren bedeutet dies, die politischen Handlungen genauer als in „normalen Zeiten“ zu verfolgen. Flexibilität ist das Gebot der Stunde. ■

Gerd Ewert

## Infos im Internet:

[www.freiheitsfreunde.net](http://www.freiheitsfreunde.net);  
[www.ifaam-institut.de](http://www.ifaam-institut.de)



Nicht einmal der liebe Gott weiß, was die Politik in Zukunft noch alles mit unserem Geld anstellen wird.





Die Küstenstriche am Kap der guten Hoffnung sind unendlich weit und schön, der Höhepunkt einer jeden Reise ist sicherlich Kapstadt (im Bild das malerisch nahe der Waterfront gelegene Greenpoint Stadium). Die weniger freundliche Seite Südafrikas sind die Townships – über die dort herrschende Armut kann auch die Fußball-Weltmeisterschaft nicht hinwegtäuschen.



# Südafrika

*Gegensätzlich, hoffnungsvoll & schön*

Jabulani und Vuvuzela sind die derzeit wohl gebräuchlichsten Worte in den Mündern deutscher Zuschauer der Fußball-Weltmeisterschaft. Jabulani wurde der WM-Ball getauft, Vuvuzela heißen die langstieligen Tröten, deren Geräusch eher an einen Bienenschwarm denn an Fußballatmosphäre erinnert. Südafrika ist eben anders, vor allem außerhalb des Fußballplatzes.

Südafrika ist etwa dreieinhalbmal so groß wie Deutschland, beherbergt mit etwa 49 Mio. Menschen aber gut ein Drittel weniger als die Bundesrepublik. Dazu liegt die Lebenserwartung der Südafrikaner bei durchschnittlich gerade einmal 43 Jahren. Die Republik am Kap gilt vielen Besuchern als Land mit traumhafter Landschaft, als Anker wirtschaftlicher Prosperität in der südlichen Hemisphäre des afrikanischen Kontinents, aber auch als Hort unübersehbarer und historisch gewachsener Gegensätze. Als Jan van Riebeeck im Jahr 1652 im Auftrag seines Arbeitgebers, der Niederländisch-Ostindischen Kompagnie, am Kap der guten Hoffnung landete, folgte eine 150jährige Herrschaft der Gesellschaft. Diese wurde 1795 von den Briten gebrochen, woraufhin die Buren, benannt nach dem niederländischen Wort für Bauer („boer“), gen Nordosten in die heutige Provinz Transvaal flüchteten. Ab 1910 beginnen die dann später unter dem Begriff der Apartheid zusammengefassten Maßnahmen zur Rassen-

trennung am Kap. Auf die Gründung der Südafrikanischen Union im Jahr 1910, die den schwarzen Mitbürgern das Stimmrecht im Parlament verweigert, folgt die Gründung des Vorläufers der heutigen Regierungspartei ANC (African National Congress). Nach dem Wahlsieg der burischen National Partei im Jahr 1948 wird der Apartheidstaat ausgebaut und die Rassentrennung zwischen Schwarzen und Weißen zementiert.

## Bildung ist Mangelware

Fortan wurden Schwarze vom öffentlichen Leben regelrecht ausgeschlossen. Die Wurzeln der heute weit verbreitet grassierenden Armut wurden damals gelegt, denn ohne Bildung und Arbeit waren die Schwarzen von vorn herein chancenlos. Da Weiße von Schwarzen keine Anweisungen entgegen nehmen durften, gab es praktisch keine farbigen Aufsteiger. Damals entstanden auch die ersten Townships mit ihren charakteristischen Wellblechhütten, den sogenannten Shacks. In den größten Townships wie Khayelitsha bei Kapstadt wohnen heute bis zu 2 Mio. Menschen. Die Rassentrennung verlangte, dass die Schwarzen zwangsumgesiedelt werden mussten, um nur ja nicht das Stadtleben der Weißen zu stören. Hierzu wurden die Townships dreierweise meist 30 bis 50 Kilometer vor den Toren der Großstädte gebaut.

### Ein Land im Kampf

Diese Unterdrückung der Schwarzafrikaner in Südafrika schürte immer wieder Unruhen, die zum Beispiel in Soweto, einer „schwarzen“ Vorstadt Johannesburgs, einen blutigen Höhepunkt fanden. Am 16. Juni 1976 protestierten junge Menschen gegen die Unterdrückung, einen Tag später hatten schwarze Gangs unter Duldung oder gar Mithilfe der weiß-dominierten Sicherheitskräfte Dutzende ANC-Mitglieder getötet. Daraufhin zog sich der ANC von der Versammlung für ein demokratisches Südafrika, einem runden Tisch, zurück. Die Hoffnungen auf einen friedlichen Umsturz erhielten einen herben Dämpfer. Ab Februar 1990 schließlich wurde vom ANC jedoch die „Leipzig-Option“ gezogen. Als Vorbild für landesweite Massenprotesten dienten die Montagsdemonstrationen in der sächsischen Metropole im Herbst 1989, die letztlich friedlich das Regime in die Knie zwangen. Vorneweg marschierte Nelson Mandela, der am 11. Februar 1990 nach 27 Jahren Haft entlassen wurde. Mandela saß die meiste Zeit auf Robben Island in einer zwei mal zwei Meter großen Zelle fest, die heute eine der meistfrequentierten Touristenattraktionen in der Bucht vor Kapstadt ist. Mandelas Gegenspieler zu dieser Zeit war Frederik Willem de Klerk, der letzte weiße Präsident Südafrikas.

### Südafrikas malerischer Zauber

Die weitere Geschichte ist bekannt: Südafrika wurde eine von der schwarzen Mehrheit regierte Republik. Südafrika gilt zu Recht als Reiseland par excellence. Lange Küstenabschnitte mit kleinen, verträumten Örtchen wie Knysna, wo es die wohl besten frischen Garnelen auf der Südhalbkugel zu kaufen gibt, frisch serviert in einem der Strandrestaurants. Alternativ reist es sich übers Land mit dem Luxus-Zug „Pride of Africa“, der von Kapstadt aus über den Kurort Matjiesfontein bis nach Pretoria, der Hauptstadt Südafrikas, bummelt. Auf den Straßen bedanken sich überholende Fahrzeuge für das Beiseitefahren mit einem doppelten Aufblinker. Unübertroffen ist sicherlich der Krügerrand Nationalpark mit seinen schick herausgeputzten Lodges, in denen es sich vortrefflich frühstücken und die Big Five (Löwe, Elefant, Nashorn, Leopard und Büffel) beim täglichen Jagen und Faulenzen beobachten lässt. Exakt diese Idylle zieht immer wieder Menschen aus Europa ans Kap der guten Hoffnung. Wirtschaftliche Gründe werden es seltener sein, denn Südafrika ist keine Steueroase, dafür ist das Steuersystem europäisch geprägt.

### Faire Steuersätze JA, Oase NEIN

Wer als Anleger in Südafrika Kapitalerträge erzielt, muss diese mit pauschal 25% versteuern. Dabei gilt ein Freibetrag von 10.000 ZAR (entspricht derzeit gut 1.064 EUR). Daneben existieren Erbschafts- und Schenkungssteuer mit Sätzen von jeweils 20%. Die Einkommensteuer ist gestaffelt und setzt ab 32.222 ZAR (aktuell knapp 3.000) mit Sätzen von 18% ein. Für höhere Einkommen gilt ein System mit Spannen: Wer 90.000 ZAR verdient, fällt also in die Spanne 80.000 bis 100.000 ZAR, muss davon pauschal 19.260 ZAR abführen. Hinzu kommen noch 37% des Betrages, der die 80.000 ZAR, also die definierte Untergrenze der Spanne, überschreitet. Durchschnittlich wird Einkommen so mit etwa 25 bis 30% besteuert. Unternehmen wiederum werden pauschal mit 28% zur Kasse gebeten. Südafrika besteuert also die unterschiedlichsten Einkommensarten annähernd gleich. Zur Unternehmensgründung braucht es auch in Südafrika Genehmigungen, die jedoch an ein paar Südafrika-spezifische Bedingungen geknüpft sind. Selbst eine GmbH, am Kap „close corporation“ genannt, benötigt im Handelsregister eingetragene Direktoren, die im Land selbst leben und mehrheitlich südafrikanische Staatsbürger sind. Zu beachten haben Unternehmer auch das Broad-Based Black Economic Empowerment.

### Schwarze Oligarchen ziehen die Fäden

Um die Missstände einer ungleichen Verteilung von Produktivkapital zu beseitigen, wurde dieses Programm ins Leben gerufen. Geschäftsgründungen schwarzer Bürger, deren Erwerb von Eigentum sowie ihr Aufstieg in Führungspositionen sollen gefördert werden. Unternehmen haben dementsprechend die Codes of Good Practice zu beachten, praktisch Wohlverhaltensregeln gegenüber schwarzen Mitarbeitern. Allerdings wird das Black Empowerment nicht selten als Blendwerk betrachtet. Schwarze Oligarchen haben sich dieser Logik folgend den Reichtum gesichert, allerdings ist dabei das eigentliche Ansinnen, die Transformation von Politik, Wirtschaft und Gesellschaft, auf der Strecke geblieben. Viele schwarze Unternehmen sind gerade nicht aufgrund, sondern trotz Black Empowerment neu entstanden. Eigentlich ein Armutszeugnis für die Politik der Präsidenten Mandela, Mbeki und jetzt auch Zuma.

### Überfordertes Gesundheitssystem

Jacob Zuma, als bekennender Polygamist mit drei Frauen verheiratet, gilt zudem als Bremser in der gesundheitlichen Auf- >>

Anzeige

**Fußball-WM 2010**

**ALBENE**

**Die Werbebotschaft auf dem Fußball**

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

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

Der Ponte Tower im Johannesburger Stadtteil Hillbrow: Symbol großer Pläne und noch größerem Scheiterns

### WER WIRD WELTMEISTER?

JPMorgan und Goldman Sachs haben es ermittelt: England oder Brasilien werden in diesem Jahr Fußball-Weltmeister. JPMorgan verwendete ein quantitatives Modell, in das neben FIFA-Ranking auch historische Daten und die Konstellationen in den Gruppen eingingen. Demnach wird England Weltmeister, als zweiter Kandidat gilt Spanien gefolgt von den Niederlanden. Bei Goldman Sachs gilt Brasilien als Champion am wahrscheinlichsten, gefolgt von Spanien. Und Deutschland? Unser Team ist bei JPMorgan chancenlos, Goldman Sachs sieht Jögis Löwen immerhin gemeinsam mit England auf dem dritten Platz der Favoritenliste.

klärung. Seine Aussage, nach ungeschütztem Geschlechtsverkehr heiß zu duschen, um sich vor dem HIV-Virus zu schützen, ist mittlerweile legendär. Seine Gesundheitsministerin legt den Südafrikanern als Prophylaxe Rote Beete ans Herz und wird dafür als „Dr. Rote Beete“ verspottet. AIDS wird verharmlost, dabei hat sogar Mandela schon einen Sohn zu Grabe tragen müssen. Das Gesundheitssystem selbst, das Grunddienste auf Staatskosten anbietet und diese durch Pauschalbeiträge finanzieren lässt, kann des Problems kaum Herr werden. Vieles muss privat beglichen werden, was die Geldbeutel der meisten Afrikaner überfordert. Entsprechend kurz kommt die Aufklärung. Dabei wäre es mehr als dringlich, die HIV-Infektionsrate in den Griff zu bekommen. Landesweit sind 5,2 Mio. Südafrikaner HIV-positiv, in manchen Townships wie rund um Durban liegt die Quote sogar teilweise bei der Hälfte. Trotz einer inzwischen eingeführten Schulpflicht für Kinder, im Zuge derer immerhin knapp 90% der Kinder und Jugendlichen von AIDS gehört haben, weiß nur etwa ein Fünftel der Bevölkerung, sich wirksam gegen AIDS zu schützen.

### Eine Frau von Format

Politiker, die dies offen anprangern, wie etwa die ehemalige Bürgermeisterin Kapstadts Helen Zille, haben es nicht leicht. Aber der Frau wird zugetraut, sogar für Zuma gefährlich zu werden und ihn beerben zu können. Sie hat den Biss, dazu einen Plan und kommt bei vielen Schwarzen gut an. Obwohl sie weiß ist. Zille könnte ein Gegenentwurf zu vielen Studien sein, die



Johannesburg – berühmt-berüchtigte Inlandsmetropole Südafrikas



Südafrika als Staat im Scheitern sehen. Denn Zille setzt weniger auf die Staatsgläubigkeit, die allein schon an der hohen Analphabetisierung scheitern muss, sondern die Kreativität und die Kraft des Einzelnen. Eine andere „Krankheit“ der Regenbogensnation ist die tagtägliche Gewalt. In Südafrika mu-tiert Car-Jacking, also das bewaffnete Überfallen von Fahrzeugen an Ampeln, zum Volkssport, geschehen gut 18.000 Morde und über 54.000 Vergewaltigungen pro Jahr. Präsident Zuma hat zu letzteren seine eigene Meinung: Ein Mann könne eine hübsche Frau kulturell bedingt nicht unbefriedigt lassen. Wofür Zuma hierzulande Kopfschütteln erntet, wird er in Südafrika gefeiert.

### Symbol des Wandels

Wie Gewalt entsteht, ließ sich im Sommer 2008 in Johannesburg beobachten: Damals richteten sich Proteste gegen geflüchtete Simbabwe, denen vorgeworfen wurde, den Südafrikanern Arbeit und Wohnraum wegzunehmen. Aus Protesten wurden Gewaltexzesse, Johannesburg brannte. Überhaupt ist die Metropole berühmt-berüchtigt, unter anderem auch für den Ponte Tower im Stadtteil Hillbrow. Dieser könnte eine Metapher für das gesamte Land sein. Südafrika wollte schnell hoch hinaus, ist damit gescheitert und entdeckt nun langsam, wie es besser gehen kann. Der Ponte Tower ist das höchste Gebäude Johannesburgs und galt als Wohnstadt der Zukunft. Hillbrow blühte anfangs regelrecht auf. Nachdem dann aber im Zuge des politischen Umsturzes Anfang der 90er Afrikaner aus anderen Ländern ihr Heil in Südafrika suchten, unter anderem auch dem Drogenmilieu zuzurechnende Nigerianer und Angolaner, kippte die Stimmung. Mit ihr verkam der Ponte Tower zum verdreckten, fäkalienverseuchten und regelrecht gefährlichen Ort, in dem Anarchie herrschte bzw. das Gesetz des Stärkeren galt. Erst ganz langsam gelingt es der Hausverwaltung, übrigens besetzt aus Schwarzen und Weißen, das Gebäude zu modernisieren und neue Mieter für das Hochhaus zu begeistern. Es ist ein mühsamer Weg, und damit steht der Ponte im Kleinen für das Land als Ganzes.

### Fazit

Südafrika ist in den letzten 50 Jahren im Kampf groß geworden, und mit ihm die heute car-jackenden Kinder. Jetzt müssen die Eliten, schwarze wie weiße, lernen, dass es andere Mittel als den Kampf geben kann und muss, um Probleme zu lösen. Die Fußball-WM setzt hierfür vielleicht erste Akzente. Südafrika hätte alle Voraussetzungen, um seine Rolle als Vorbild-Republik Afrikas auszufüllen und seinen Weg in die Moderne zu finden. Dann wäre das Land wahrscheinlich nicht nur Urlaubs-, sondern auch Auswandererparadies. ■

Tobias Karow



Foto: BP

# Die Ölpest und die Lehren

*Jahrelang hat der britische Ölkonzern BP ein grünes Image nur vorgetäuscht. Führt die Umweltkatastrophe im Golf von Mexiko nun zu einem rascheren Ausbau erneuerbarer Energien?*

Mit dem Slogan „Beyond Petroleum“, zu deutsch „über Erdöl hinaus“, warb BP für ein grünes Image. In großformatigen Anzeigen schmückte sich der drittgrößte Rohölkonzern der Welt mit Windenergie, Biosprit und Solarstromanlagen auf Tankstellen. Doch spätestens seit dem Desaster im Golf von Mexiko ist der grüne Anstrich von BP ölverschmiert. Vermutlich wird es noch Monate dauern, bis die durch die Explosion der Bohrinself „Deepwater Horizon“ hervorgerufene Ölpest unter Kontrolle ist. Der britische Energiekonzern ist nun in aller Welt unten durch. Der Kurs der BP-Aktie hat sich halbiert. Mit einem Börsenwert von nur noch 100 Mrd. USD ist der Ölmulti inzwischen deutlich kleiner als der niederländische Rivale Royal Dutch Shell mit 160 Mrd. USD. Derweil wird heftig darüber diskutiert, welche Lehren aus der Umweltkatastrophe zu ziehen sind und wer sie politisch nutzt.

Es rächt sich, dass BP kurzfristigen Gewinnen auf Kosten der Umwelt den Vorzug vor nachhaltig erwirtschafteten Erträgen gibt. Die Öl-Katastrophe dürfte den Ölmulti mindestens 50 Mrd. USD kosten. Längst wird deshalb über die Zukunft des Konzerns spekuliert. Wird BP zerschlagen? Droht eine Übernahme oder gar die Pleite? Solche Fragen können derzeit nicht seriös beantwortet werden. Sicher ist dagegen, dass BP-Chef Tony Hayward kein Freund transparenter Kommunikation ist und der Konzern trotz riskanter Offshore-Bohrungen in 1.500 Meter Tiefe auf eine mögliche Katastrophe in keiner Weise vorbereitet war.

## Steilvorlage für die „Renewables“

Das Umweltdesaster ist natürlich Wasser auf die Mühlen erneuerbarer Energien. Wenn als Lehre aus dem Unfall künftig konsequenter regenerative Energien gefördert bzw. ausgebaut wür-

den, lohnten sich waghalsige Ölfördermethoden immer weniger. Im Übrigen führen Bohrungen in extremen Tiefen zu höheren Rohölpreisen, wodurch regenerative Energien wettbewerbsfähiger werden. Auf der anderen Seite hemmt ein noch immer lediglich einen Bruchteil aller externen Kosten des Erdöls widerspiegelnder Benzinpreis die Entwicklung sauberer Energien.

Angesichts teerverseuchter Strände und verölter Vögel will Barack Obama nun das lange Zeit innenpolitisch umstrittene Gesetz zur Förderung alternativer Energien vorantreiben und die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen brechen. In einer Rede an die Nation beteuerte der erste Mann im Weißen Haus, die Energiewende sei fortan eine „nationale Mission“. Zuvor hatte Obama bereits angekündigt, Steuererleichterungen für Erdölkonzerne zu streichen und diese Mittel in erneuerbare Energien zu investieren. Zwar blieb der US-Präsident Details zur Umsetzung oder Zeitplänen schuldig. An der Börse reagierten jedoch vor allem Solaraktien schon einmal auf die Rede mit kräftigen Aufschlägen (ein ausführlicher Beitrag zur Sonnenbranche folgt in der nächsten Ausgabe des Smart Investor). Neben dem Solar- und Windenergiesektor könnte auch die Bioethanolbranche zu den wenigen Nutznießern der Ölpest zählen. Einen großen Schub erlebte der von uns aus ökologischer Sicht als kontraproduktiv eingeschätzte Alternativkraftstoff vor fünf Jahren, als in den USA ein Gesetz zur Verdoppelung der Ethanolproduktion auf rund 28 Mrd. Liter in einem Zeitraum von zehn Jahren verabschiedet wurde.

## Greenwashing in der Energiebranche

Das von BP gemalte Selbstbildnis von einem ökologisch verantwortungsvoll handelnden Unternehmen war eine bewusste Täuschung. Das Management nutzte Tricks und Methoden der Öf- >>

Ein grüner Anstrich reicht nicht aus, um ein nachhaltig-wirtschaftendes Unternehmen zu sein, denn irgendwann blättert der Putz...



### BP – DAS MÄRCHEN VOM GRÜNEN ÖLKONZERN

1997	BP-CHEF JOHN BROWNE WILL SICH DER „VERANTWORTUNG FÜR DIE ZUKUNFT UND EINE NACHHALTIGE ENTWICKLUNG“ DER ERDE STELLEN.
1999	DER BRITISCHE ÖLMULTI ÜBERNIMMT DIE PHOTOVOLTAIKFIRMA SOLAREX UND FEIERT SICH ALS „WELTGRÖSSTES SOLARUNTERNEHMEN“.
2000	DAS ALTE FIRMLOGO (RITTERSCHILD) WIRD DURCH EIN GRÜN-GELBES LOGO ERSETZT, DAS AN EINE SONNE UND EINE BLUME ERINNERT.
2005	IN TEXAS EXPLODIERT EINE BP-RAFFINERIE, 15 ARBEITER STERBEN, 180 WERDEN VERLETZT. SCHULD WAREN ORGANISATORISCHE UND SICHERHEITSTECHNISCHE DEFIZITE AUF ALLEN KONZERNEBENEN.
2006	EIN LECK IN EINER VÖLLIG VERROSTETEN BP-PIPELINE FÜHRT ZU EINER ÖLPEST IN ALASKA.
2007	BP STEIGT IN DEN SEHR KLIMASCHÄDLICHEN ÖLSANDBAU IN KANADA EIN UND GIBT DAFÜR DAS FÜNFZIGFACHE FÜR WERBUNG AUS. AUS EINEM GROSSPURIG ANGEKÜNDIGTEN PILOTPROJEKT ZUR CO <sub>2</sub> -ABSCHIEDUNG UND UNTERIRDISCHEN SPEICHERUNG IM SCHOTTISCHEN PETERHEAD STEIGT BP AUS, WEIL FÖRDERGELDER AUSBLIEBEN.
2009	DER ÖLMULTI SENKT SEINE OHNEHIN SEHR NIEDRIGEN INVESTITIONEN IN ALTERNATIVE ENERGIEN UND ANDERE „NICHTKERNGESCHÄFTE“ UM FAST 30%.
20. APRIL 2010	IM GOLF VON MEXIKO EXPLODIERT DIE BOHRINSEL „DEEPWATER HORIZON“, 11 ARBEITER STERBEN.

fentlichkeitsarbeit, Rhetorik und Manipulation, um die eigenen Aktivitäten grün zu färben. Am Ende waren die Imagekampagnen um ein Vielfaches teurer als die Investitionen in Windkraft und Sonnenenergie. Was BP bislang pro Tag an alternativen Energien erzeuge, belaufe sich im Übrigen auf weniger als 0,1% der Öl- und Gasproduktion, war im „Wall Street Journal“ zu lesen.

Der britische Ölriese ist in der Energiebranche in punkto Greenwashing kein Einzelfall. Royal Dutch Shell wollte 1995 seine Plattform Brent Spar in der Nordsee versenken und so kostengünstig entsorgen. Umweltbewusste Bürger boykottierten den Konzern, der Umsatz des Ölmultis brach dramatisch ein. Shell reagierte mit großen Anzeigen, wollte umweltbewusster wirt-

schaften und beteuerte seine Verantwortung. Doch heute fördert der Mineralölkonzern allein aus den Tiefen des Golfs von Mexiko rund 12% seines Öls. Ein weiteres Beispiel: Der Verband der Deutschen Biokraftstoffindustrie ließ monatelang einseitig formulierte Leserbriefe publizieren, welche die öffentliche Meinung zu Biokraftstoffen verbessern sollten.

### Ist eine Ölpest nachhaltig?

Die im Golf von Mexiko seit dem 20. April ablaufende Katastrophe ist ein GAU für das Ökosystem und die Wirtschaft der Region. Dennoch ist die BP-Aktie weiterhin in einigen Nachhaltigkeitsfonds enthalten. In zwei Themenfonds von Société Générale Asset Management hat sie nach Angaben der Online-Plattform nachhaltiges-investment.org mit Anteilen von 5,4 bzw. 5% sogar das höchste Gewicht. Die Berücksichtigung des Umweltzerstörers ist eng mit dem Erfolg nachhaltiger Fonds verknüpft: Die Kundengelder wachsen stetig, Portfoliomanager differenzieren daher immer breiter. Dabei wählen sie auch die (vermeintlich) Besten unter den in „grünen“ Anlegerkreisen verpönten Ölwerten aus. Tatsächlich hatte BP wegen des Engagements bei den erneuerbaren Energien und durch eine passable CO<sub>2</sub>-Bilanz viele Anlageexperten überzeugt. Der Grund für den niedrigen Kohlendioxidausstoß lag jedoch eher im hohen Anteil der Gasreserven als in einem bewusst nachhaltigen Management.

### Fazit

Der Rohstoffhunger der Welt treibt die Erschließung von Vorkommen an, bei denen die Technik in Grenzbereiche stößt und die Risiken immer schwerer zu beherrschen sind. Daher muss die Politik durch Regulierungen und Strafen sicherstellen, dass gesellschaftliche Verantwortung in Unternehmen nicht nur in Imagekampagnen vorkommt, sondern auch tatsächlich gelebt wird. Die Politik muss sich endlich aus der Fuchtel der Ölmultis und Energieriesen befreien und konsequent auf erneuerbare Energien setzen. Nur so können in Zukunft Katastrophen wie die im Golf von Mexiko vermieden werden. ■

Michael Heimrich

Anzeige

## BULLIONART

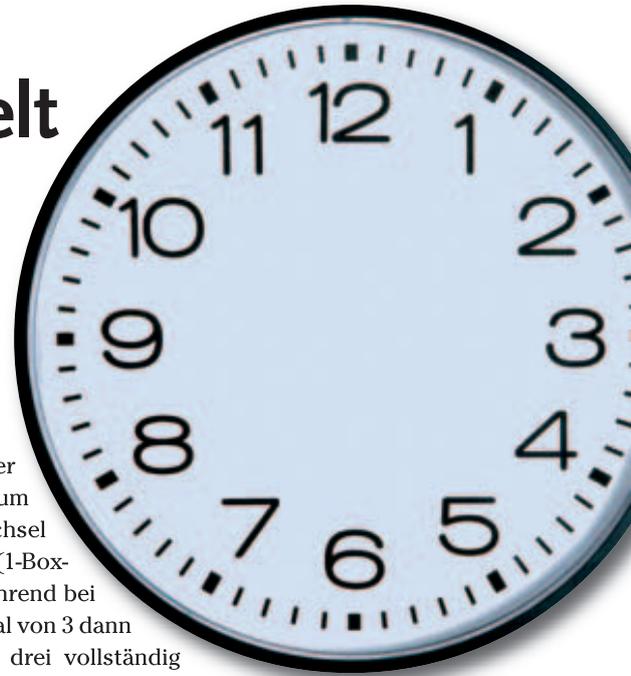
Silberkunst



Mogambo Guru Serie | "Wächter" | Silbervollguss (999)  
16 kg | Höhe 21,5 cm | www.bullion-art.de | +49.(0)89.33 55 01

# Wenn Zeit keine Rolle spielt

*Point&Figure-Charts sind dynamisch, rauscharm, fraktal und ohne Zeitachse*



Point&Figure-Charts (P&F-Charts) haben gegenüber den anderen Chartdarstellungsarten den Vorteil, dass sie sich auf das Wesentliche der Preisentwicklung konzentrieren, keine Zeitachse kennen, das Rauschen der kleineren Schwankungen herausfiltern und frei skalierbar sind – je nach Investmenthorizont und Bedürfnis. Durch ihre Darstellungsart werden Trends, Seitwärtstrends, Unterstützungs- und Widerstandszonen deutlich sichtbar. Vor allem aber spiegeln sie den Widerstreit von Angebot und Nachfrage durch die alternierenden Aufwärts- (Nachfrage) und Abwärtsspalten (Angebot) in besonders prägnanter Weise wider.

Erfunden von Charles Dow im späten 19. Jahrhundert, gelten sie heute als eine der ältesten westlichen Chartdarstellungsarten. Die erste Darstellung findet sich in dem 1898 erschienenen Buch von Hoyle „The Game in Wall Street and how to Play it Succesfully“, und bereits 1910 machte Richard D. Wyckoff regen Gebrauch von dieser Kursdarstellungsart (vgl. Abb. 1).

ABB. 1: ORIGINAL FIGURE-CHART VON RICHARD D. WYCKOFF AUS „STUDIES IN TAPE READING“ (1910)



## Point&Figure-Chart Grundlagen

Die heutigen P&F-Charts bestehen aus Säulen von Xs und Os. Eine Säule Xs beschreibt eine Aufwärts-, eine Säule Os eine Abwärtsbewegung. Säulen von Xs wechseln sich immer mit Säulen von Os ab. Eine Säule von Xs kann niemals Os enthalten und umgekehrt. Diese Säulen werden durch die beiden Parameter „Box-Größe“ (Preisspanne) und „Reversal“ (Umkehrgröße) konstruiert.

Die *Box-Größe* gibt an, welche minimale Preisbewegung notwendig ist, um eine Box mit einem X oder einem O füllen zu können. Bei einer Box-Größe von 1 EUR ist jeweils diese Bewegung von mindestens 1 EUR nötig, um ein neues X oder O zu erzeugen. Um eine Richtungsänderung bzw. einen Trendwechsel darzustellen, bedarf es einer zuvor festgelegten Mindestgröße der Kursbewegung, des *Reversal*. Als absolute Größe gibt dieser Wert an, wie viele Boxen für eine Umkehr der Kauf- oder Verkaufswellen notwendig sind. Bei einem Reversal von 1 reicht eine Gegenbewe-

gung von einer Box-Größe, um den Trendwechsel zu vollziehen (1-Box-Reversal), während bei einem Reversal von 3 dann entsprechend drei vollständig ausgefüllte Boxen für einen Trendwechsel erforderlich sind (3-Box-Reversal).

Bei der Auswahl einer geeigneten Box-Größe für den P&F-Chart wird in aller Regel empfohlen, dafür etwa 1% des aktuellen Kurses anzusetzen. Je nach Investmenthorizont oder Handelsfrequenz kann man natürlich davon abweichen und individuelle Einstellungen vornehmen (siehe Abb. 2). Je kleiner die jeweils gewählten minimalen Bewegungsgrößen gewählt werden, desto feiner lassen sich die entsprechenden Kauf- und Verkaufswellen darstellen.<sup>1</sup>

Je nach Skalierung (= Box-Größe und Reversal-Größe) ergeben sich so unterschiedliche P&F-Charts für ein und denselben Markt. Standardmäßig wird ein 3-Box-Reversal benutzt, um möglichst viel „Rauschen“ aus dem Markt zu filtern. Ein P&F-Chart mit einer Box-Größe von 1 EUR und einem 1-Box-Reversal wird auch als 1x1 Chart bezeichnet, ein 2x3 Chart bezeichnet einen P&F-Chart mit einer Kästchengröße von 2 EUR und einem 3-Box-Reversal.

ABB. 2: ABSOLUTE UND PROZENTUALE SKALIERUNG FÜR UNTERSCHIEDLICHE INVESTMENTHORIZONTE

Kurs	Box-Größe			
	Langfrist	Normal	Kurzfrist	Trader
bis 10	0,5	0,25	0,125	0,0625
20	1	0,5	0,25	0,125
100	2	1	0,5	0,25
200	4	2	1,0	0,50
500	10	5	2,5	1,25
1000	20	10	5,0	2,50
	2% Regel	1% Regel	0,5% Regel	0,25% Regel

## Anweisungen zur Erstellung eines P&F-Charts

Am linken Rand des P&F-Gitternetzes wird die gewählte Preisspanne der Box-Größe eingetragen. Als Berechnungsgrundlage für die Konstruktion eines P&F-Charts können Schlusskurse (Tages-, Wochen-, Monatskurse etc.), oder besser die Hoch- und Tiefkurse der jeweiligen Zeiteinheiten benutzt werden. Ein Schlüsselkonzept ist dabei, dass man bei der Aktualisierung >>

1) Vgl. Welcker Johannes: Technische Aktienanalyse, Zürich 1994, S. 19 ff.



ABB. 3: KONSTRUKTION EINES 1x3-P&F-CHARTS AUF DER BASIS VON HOCH-/TIEFKURSEN

Datum	Hoch	Tief							
01.06.10	51,13	<b>46,88</b>							
02.06.10	<b>55,75</b>	53,44						X	
03.06.10	55,06	52,42						X	O
04.06.10	53,81	<b>51,13</b>						X	O
07.06.10	53,50	51,13						X	O
08.06.10	<b>55,00</b>	52,75		X		X		X	O
09.06.10	55,00	54,00		X	O	X	O	X	O
10.06.10	54,75	52,13		X	O	X	O	X	O
11.06.10	55,00	<b>51,50</b>		X	O	X	O	X	O
14.06.10	<b>56,50</b>	54,13		X	O		O		O
15.06.10	56,63	54,63		X					
16.06.10	57,94	55,80		X					
17.06.10	59,25	56,25		X					
18.06.10	59,56	56,63		X					
21.06.10	57,75	<b>55,75</b>		X					
22.06.10	57,13	54,44		X					
23.06.10	55,94	52,50		X					
24.06.10	53,63	51,06		X					
25.06.10	<b>55,25</b>	52,13	O						

der P&F-Charts immer vom letzten Symbol ausgehend zunächst kontrolliert, ob es einen neuen Höchstkurs gibt, wenn man sich in einer X-Spalte befindet, oder ob es einen neuen Tiefstkurs gibt, wenn man sich in einer O-Spalte befindet. Wenn dies der Fall sein sollte, muss überprüft werden, ob diese neuen Hoch/Tiefkurse die Bedingungen für die Hinzufügung neuer Xs oder Os durch die entsprechende Kursbewegung erforderlich machen. Ist dies der Fall, werden für die jeweilige Kursbewegung die entsprechenden Symbole eingetragen – eine weitere Kontrolle, ob die Bedingung für eine Trendumkehr gegeben ist, findet dann nicht mehr statt.

Werden bei der Aktualisierung der P&F-Charts die bestehenden Trends nicht fortgesetzt, dann wird im zweiten Schritt überprüft, ob die Bedingung für eine Trendumkehr gegeben ist, die dann durch einen Spalten- und Symbolwechsel markiert wird. Mit anderen Worten, solange die Kurse steigen, werden zunächst die Hochkurse beachtet und entsprechende X-Symbole eingetragen, und erst wenn dies nicht der Fall sein sollte, wird überprüft, ob sich durch den Tiefkurs eine Trendumkehr ergeben hat. Für fallende Kurse gilt das logisch Umgekehrte. Pro Zeiteinheit wird also maximal eine Trendrichtung beachtet.

Zur Veranschaulichung dieses Konstruktionsprinzips wurde in der Kursliste für den Beispielchart (Abb. 3) der Hoch- und Tiefkurs mit Fettdruck markiert, wenn er einen Spaltenwechsel erforderlich machte. Zu beachten ist ferner, dass für das korrekte Ausfüllen der X-Spalten für das unten stehende Beispiel quasi abgerundet wird (für die X-Spalte bei 48 sind Kurse zwischen 48,00 und 48,99 EUR notwendig), während für das korrekte Ausfüllen der O-Spalten quasi aufgerundet wird (für die O-Spalte bei 48 sind Kurse zwischen 47,01 und 48,00 EUR notwendig).<sup>2</sup>

**Der Gebrauch von Point&Figure-Charts: Trendlinien und Signale**

Bei der Interpretation von P&F-Charts helfen zwei Haupttrendlinien, die „Bullish Support Line“ (blaue Linie) und die „Bearish Resistance Line“ (rote Linie). Sie zeigen virtuelle Unterstützungs- und Widerstandslinien, während sich der P&F-Chart in einer Trendphase befindet. Nach einer Bodenbildung (Seitwärtsmarkt) wird die Bullish Support Line folgendermaßen konstruiert. Die Trendlinie beginnt in der Box direkt unter dem niedrigsten O, in der am weitesten nach unten reichenden Spalte von Os, und wird dann in einem 45-Grad-Winkel nach oben gezeichnet. Die Bearish Resistance Line wird umgekehrt über dem höchsten X in der am weitesten nach oben reichenden Spalte von Xs in einem 45-Grad-Winkel nach unten eingetragen. Solange diese Trendlinien nicht unter- oder überschritten werden, ist der Trend im P&F-Chart intakt.

Durch die exakten Konstruktionsbedingungen des P&F-Charts, die wenig bis gar keinen „Interpretationsspielraum“ zulassen, ergeben sich durch die säulenartige Kursdarstellung „objektive“ Kauf- und Verkaufssignale<sup>3</sup> immer dann, wenn im Zuge einer Auf- oder Abwärtsbewegung die letzten Marken um eine Box oberhalb der Bullish Support Line über- oder unterhalb der Bearish Resistance Line unterschritten werden. Der P&F-Chart

**Jeden Dienstag: Smart Investor Weekly!**

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



2) Vgl. ausführlicher in der PnF University von Dorsey bei: <http://64.206.241.163/cgi-bin/foxweb.exe/fwuniv?email=&doc=index.html>  
 3) Ausführlichere Beschreibungen dieser Signale findet man bei: <http://vtadwiki.vtad.de/index.php/Point%26Figure-Formationen>; zur Profitabilität: Davis, Robert E.: Profit and Probability: Technical Analysis of the price fluctuations of common stocks by the point and figure method, 1965

Abb. 4: EUR/USD AUF TAGESBASIS (CLOSE-KURSE VON 1997–2010) 0,01x3 P&amp;F CHART



zeigt ein sogenanntes Doppel-Top, wenn die Preise bis zu einem bestimmten Niveau gestiegen und dann zurückgefallen sind, weil auf diesem Niveau das Angebot die Nachfrage übertraf. Steigen dann die Preise erneut auf das Niveau, von dem

komplexeren Formationen (Tripple Top, Bullish Katapult etc.) abgeleitet werden. Für Verkaufssignale gilt das logisch Umgekehrte (vgl. Abb. 4: grüne Boxen als Verkaufssignale).

*Dr. Reinhard Bauernfeind*

## WEITERFÜHRENDE LITERATUR:

**Dorsey, Thomas:** Sicher anlegen mit Point und Figure, München 2000

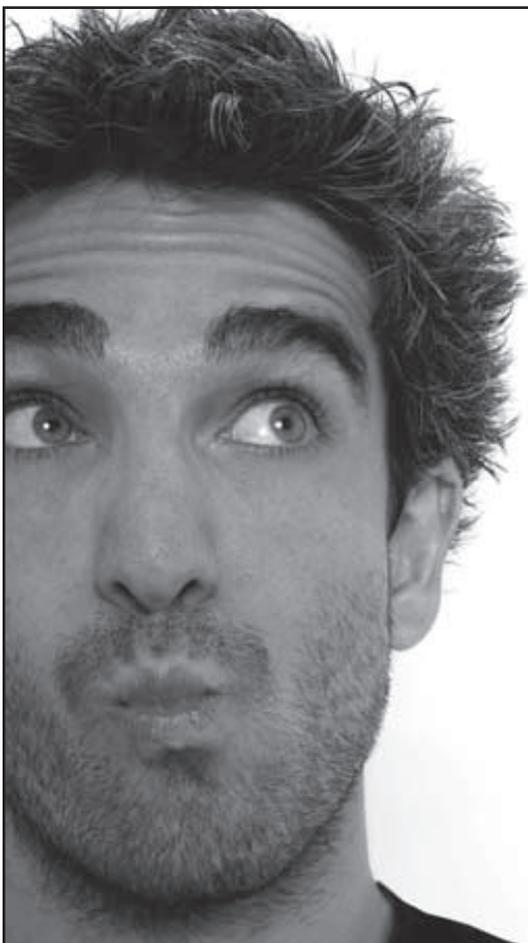
**Du Plessis, Jeremy:** The Definitive Guide to Point and Figure, Hampshire 2005

<http://book.pointandfigure.com/>

<http://pointandfigure.com/>

aus sie zuvor zurückgefallen waren, heißt diese Konstellation Doppel-Top. Steigen die Preise über dieses Doppel-Top, dann wird dies als Doppel-Top-Ausbruch bezeichnet und gilt als Kaufsignal (vgl. Abb. 4: schwarze Boxen als Kaufsignale). Diese Formation impliziert, dass nun mehr Käufer als Verkäufer am Markt sind und die Kurse deswegen steigen. Es stellt das Grundmuster einer Kaufformation in einem steigenden Markt dar, von dem alle anderen

Anzeige



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

**tradesignal®**

interactive online charting

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

# Strategische Positionierung mit langlaufenden Optionsscheinen

*Smart Investor im Gespräch mit Heiko Weyand, Head of Marketing Retail Products Team bei HSBC Trinkaus & Burkhardt, zum Thema Optionsscheine und wichtige Einflussfaktoren bei der Preisbildung der Warrants*

**Smart Investor:** HSBC Trinkaus & Burkhardt hat im Vergleich zu anderen Emittenten viele Optionsscheine mit vergleichsweise langen Laufzeiten. Aus welchen Gründen haben Sie sich dazu entschlossen, diese Laufzeiten anzubieten?

**Weyand:** Traditionell bieten Hebelprodukte nicht nur die Chance für kurzfristige Spekulation, sondern auch die Möglichkeit, langfristige Trends zu spielen, mit Hebelwirkung und entsprechend geringem Kapitaleinsatz. Hier bieten sich Open-End-Knock-outs ebenso an wie langlaufende Optionsscheine.

**Smart Investor:** Auf welche Bewertungskriterien müssen Käufer bei diesen Optionsscheinen achten?

**Weyand:** Naturgemäß ist der Zeitwert von langlaufenden Optionsscheinen sehr groß. Gerade wenn Optionsscheine „aus dem Geld“ gewählt werden, kann das Wertpapier sehr stark auf Veränderungen der impliziten Volatilität reagieren. Anleger sollten in diesem Fall sehr genau darauf achten, ob es Sinn ergibt, langlaufende Optionsscheine in Phasen hoher impliziter Volatilitäten zu kaufen. Hier kann das Timing eine entscheidende Rolle spielen. Darüber hinaus sollten Anleger das Aufgeld vergleichbarer Optionsscheine anschauen. Entscheidend bei längeren Engagements ist aber das Rating des Emittenten.

**Smart Investor:** Achten denn die Anleger nach der Lehman-Pleite nun auch verstärkt auf die Bonität des Optionsscheinemittenten?

**Weyand:** Eindeutig ja! Und gerade in längeren Laufzeiten macht das auch Sinn. Wir stehen mit unserem AA-Rating von Fitch ja auch sehr gut da. Allerdings gewinnt bei vielen Anlegern nach den jüngsten Kurserholungen wieder die Gier die Oberhand. Davor kann ich nur warnen.

**Smart Investor:** Wie reagieren langlaufende Optionsscheine auf die Veränderung preisbestimmender Parameter wie Volatilität, Änderung des Zinsniveaus und eventuell veränderte Dividendenerwartungen?

**Weyand:** Das lässt sich so allgemein natürlich nicht sagen, da alle Parameter gleichzeitig und wechselseitig aufeinander einwirken. Im Grundsatz spielt die implizite Volatilität bei vielen, wenngleich nicht bei allen Optionsscheinen die dominanteste Rolle. Steigende Volatilitäten können den

Optionsscheinpreis von Calls und Puts gleichermaßen signifikant steigen lassen, besonders wenn sie „aus dem Geld“ notieren. Obwohl kurzlaufende Optionsscheine hier noch stärker reagieren können als langlaufende, sollte der Einfluss der Volatilitäten auf die Langläufer nicht unterschätzt werden. Auch ein steigendes Zinsniveau kann bei Calls eher zu einem höheren Preis beitragen, während der Preis der Puts in der Regel abnehmen sollte. Steigt hingegen die Höhe der erwarteten Dividendenzahlungen des Basiswerts, kann sich dies bei Calls preismindernd auswirken, bei Puts eher preissteigernd.

**Smart Investor:** Muss der Käufer bei Optionsscheinen mit langen Laufzeiten höhere Spreads einkalkulieren?

**Weyand:** Grundsätzlich nicht. So handeln wir alle Optionsscheine unter normalen Marktbedingungen mit einem durchgängigen Spread von 2 Euro-Cent.

**Smart Investor:** Aus Ihrem Haus gibt es DAX-Scheine mit Laufzeiten bis Dezember 2014, was uns in Anbetracht unserer Crack-up-Boom-These sehr zupass kommt. Ist an eine Ausweitung des Angebots langlaufender Optionsscheine mit weiteren Underlyings gedacht?

**Weyand:** Lange Laufzeiten werden selten und eher von Fans gehandelt, die sich strategisch positionieren möchten. Wir werden dieses Angebot weiter intensiv pflegen, sogar für solche Laufzeiten, für die an der EUREX keine Optionen angeboten werden.

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

*Interview: Christian Bayer*



Heiko Weyand



Langlaufende Optionsscheine eignen sich für interessante Langfriststrategien.

# Absolute/Total-Return-Fonds

Mehrwert oder Marketingstrategie?

## Sicherheit und Rendite

In turbulenten Börsenzeiten steigt das Bedürfnis der Anleger, Verluste zu vermeiden, die traditionelle Aktienfonds mit Long-Only-Strategien verzeichnen. Die Zauberworte für die Alternativen heißen „Absolute Return“ und „Total Return“. Vielfach werden diese Begriffe synonym gebraucht. Dabei gibt es durchaus Unterscheidungskriterien. Total-Return-Produkte sind flexibel in der Wahl der Anlageklassen und können im Extremfall bei schlechten Marktbedingungen auch das komplette Fondsvermögen liquide halten. Streng genommen agieren sie nur auf der Long-Seite. Absolute-Return-Fonds können auch auf der Short-Seite agieren und ihre Investments mit Derivaten hebeln. Für diese Fondsarten werden Spezialisten gebraucht, mit denen nicht alle Fondshäuser aufwarten können. Gerade in schwierigen Zeiten trennt sich hier die Spreu vom Weizen.

## Absolute Return und Derivate

Der Absolute Return Plus UI (WKN: A0M 80V), der im Januar 2008 aufgelegt wurde, wird von Robert Beer gemanagt. In diesem Krisenjahr hat sich der Fonds bereits bewährt. Der Fonds konnte nicht nur das Kapital erhalten, sondern legte um über 11% zu. Auch im Jahr 2009 gelang ein Zuwachs von 8,73%. Seit Jahresanfang liegt der Fonds mit einem Verlust von 0,51% leicht im Minus. 80% des Fondsvermögens werden in kurz laufende Rentenpapiere investiert. Maximal 20% fließen in eine Optionsstrategie, die mit Index-Optionen auf den Euro-Stoxx-50 umgesetzt wird.



Für Absolute Return-Fonds gilt: Kapitalerhalt first, Rendite second.

Robert Beer (s. auch Interview auf S. 42) gilt als ausgewiesener Experte für Optionen mit jahrzehntelanger Erfahrung im Optionshandel. Bestandteil der Strategie ist auch ein konsequentes Risikomanagement. Bislang konnte der Fonds die Erwartungen beim Wertzuwachs erfüllen, auch die Volatilität liegt mit unter 10% in der angestrebten Bandbreite. In eine Kombination von Aktieninvestments mit Derivatestrategien können Anleger beim Modulor LSE 1 investieren. Auf Jahressicht liegt die Strategie allerdings mit knapp 2% im negativen Bereich.

## Total Return aus Österreich

C-Quadrat aus Wien gehört zu den wichtigen bankenunabhängigen Dachfondsanbietern in Europa. Das Unternehmen wurde 1991 gegründet und ist seit 2006 an der Börse notiert. Der C-QUADRAT ARTS Total Return Global AMI (WKN: A0F 5G9) ist auf ein mittelfristig ausgerichtetes quantitatives Trendfolgemodell >>

Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:



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



[www.c-vm.com](http://www.c-vm.com)



[www.davinci-invest.ch](http://www.davinci-invest.ch)



[www.1st-group.com](http://www.1st-group.com)



[www.markt-der-fondsideen.de](http://www.markt-der-fondsideen.de)



[www.hansen-heinrich.de](http://www.hansen-heinrich.de)



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



[www.morgen.ch](http://www.morgen.ch)



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



Administration • Insourcing • Risk Management  
[www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de)

Mit freundlicher  
Unterstützung von:



Verband unabhängiger Vermögensverwalter  
Deutschland e.V.

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

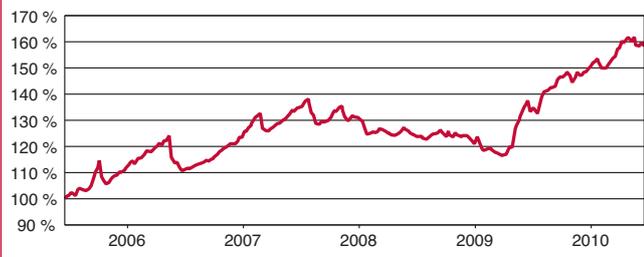
## ABSOLUTE/TOTAL RETURN-FONDS

NAME	WKN	WERTENTWICK. IN % (1 JAHR)	WERTENTWICK. IN % (3 J.) BZW. SEIT AUFLAGE	VOL. IN MIO. EUR	gebühren
ABSOLUTE RETURN PLUS UI	A0M 80V	9,74	SEIT 28.1.08: 19,95	352	TER: 1,81%
BN & P ABARIS – ABSOLUTE RETURN EQUITY	A0Q 88R	6,32	SEIT 16.12.08: 8,42	N. A.	MANAGEMENTGEBÜHR 1,88% + PERF.-FEE
C-QUADRAT ARTS TOTAL RETURN GLOBAL AMI	A0F 5G9	15,51	19,63	415	TER: 2,18% + PERFORMANCE-FEE
DA VINCI STRATEGIE UI FONDS	A0R E96	2,70	SEIT 30.4.09: 2,62	10	BERATERVERGÜTUNG 1,90% + PERF.-FEE
HAKALA FONDS ABSOLUT RETURN STRATEGY	A0N JKK	5,22	SEIT 15.4.08: - 9,91	N. A.	MANAGEMENTGEBÜHR 1,75% + PERF.-FEE
JULIUS BÄR ABSOLUT RETURN FONDS	A0C A6L	6,20	14,13	5394	TER: 1,61%
MODULOR LSE 1	A0D PKD	-1,86	5,22	43	TER: 2,07%
QBASIS FUTURES FUND	A1C T64	N.A.	SEIT 1.4.10: - 5,39	N. A.	ALL-IN-FEE: 0,75% P.A.
THAMES RIVER ABSOLUTE RETURN	A0Y JUS	N.A.	JAN. BIS APRIL 10: 0,80	75	MANAGEMENTGEBÜHR 1,50% + PERF.-FEE

Quellen: www.fondsweb.de, eigene Recherchen, Angaben der Gesellschaften

dell fokussiert, das die Trendstärke einzelner Regionen und Branchen bewertet. Durch das quantitative Modell werden an den Aktienmärkten aussichtsreiche Branchen und Länder selektiert. Der Dachfonds aus Österreich, der von Leo Willert gemanagt wird, kann eine Aktienfondsquote zwischen 0 und

### WERTENTWICKLUNG C-QUADRAT ARTS TOTAL RETURN GLOBAL AMI



Quelle: Factsheet C-QUADRAT ARTS Total Return Global AMI

100% fahren. Stehen die Zeichen an den Aktienmärkten auf Sturm, besteht die Möglichkeit, das gesamte Fondsvermögen in Renten- und Geldmarktfonds umzuschichten. 2008 machte der Fonds 7,77% Verlust, 2009 wurde ein Gewinn von über 25% erreicht, seit Jahresanfang 2010 liegt der Gewinn bei gut 5%. Vom Fondsmanagement werden etwa 6.000 Fonds kontinuierlich beobachtet. Der am stärksten gewichtete Einzelfonds mit knapp 16% ist gegenwärtig der DB Platinum IV – Dynamic Cash. Knapp 14% des Fondsvermögens werden liquide gehalten. Mittlerweile hat der Fonds ein Volumen etwa 415 Mio. EUR erreicht. Jüngst wurde er mit den Lipper Funds Awards ausgezeichnet. Bei Dachfonds ist immer zu berücksichtigen, dass Kosten sowohl auf der Zielfondsebene als auch auf der Dachfondsebene anfallen. Die Total-Expense-Ratio beim ARTS Total Return liegt bei 2,14%.



### Neuzugänge

Ein vergleichsweise junger Fonds mit über zwei Jahren Laufzeit ist der Hakala Fonds Absolute Return Equity (WKN: A0N JKK). In schwierigen Börsenzeiten kann die Aktienquote auf null herunter gefahren werden. Im April 2008 wurde der Fonds zu 100 EUR emittiert. Bis zum März 2009 kam es zu Kursverlusten bis auf etwa 82,50 EUR, von denen sich der Fonds nur schwer erholt. Mit einem aktuellen Wert pro Fondsanteil bei gut 90 EUR wurden die Einstandskurse noch nicht erreicht. Der Fonds investiert in Aktien, ETFs und Zertifikate. Zur Absicherung stehen dem Fondsmanagement in schwierigen Börsenzeiten Derivate zur Verfügung. Angestrebt wird ein jährlich positiver Ertrag in EUR. Der Da Vinci Strategie Fonds UI (WKN: A0R E96) ist erst seit etwas mehr als einem Jahr im Rennen. Der Fonds wurde zu 50 EUR im April 2009 emittiert. Mittlerweile notiert er bei 51,31 EUR. Damit wurden zwar keine Verluste eingefahren, allerdings hielten sich die Gewinne mit 2,62% in Grenzen. Das Fondsmanagement setzt unter anderem Optionsstrategien um. Gegenwärtig ist der Fonds zu 66% in liquiden Mitteln, zu 33% in Renten und nur unter einem Prozent in Derivaten investiert. Das Fondsmanagement der BN & P Abaris-Absolute Return Equity (WKN: A0Q 88R) strebt wiederum eine jährliche Zielrendite von 8 bis 10% p.a. sowie eine negative Korrelation zum Aktienmarkt an. Grundlagen für die Investmentstrategie bilden Erkenntnisse, die aus dem Marktsentiment und dem Anlegerverhalten gewonnen werden. Das Risikomanagement wird über den maximalen Kursrückgang im Fondsvermögen gesteuert. Im April 2010 schlug der bislang größte monatliche Kursrückgang bei dem im Dezember 2008 aufgelegten Fonds mit -8,2% zu Buche. Mit Stand vom 30. Mai 2010 waren 36% in Aktien investiert, 34% in Derivaten und 30% werden liquide gehalten. Der Fonds kombiniert mehrere Strategien, die sowohl direktional als auch marktneutral ausgerichtet sind (s. auch Interview auf S. 76).



Hendrik Klein, Fondsmanager des DaVinci Strategiefonds

### Managed Futures-ETF

Der Qbasis Futures Fund (WKN: A1C T64), bei dem es sich um einen Managed-Future-Fonds handelt, ist erst seit April 2010 auf dem Markt. Qbasis wurde von Florian Wagner gegründet, der das Unternehmen auch leitet. Die dem Fonds zugrunde liegende Strategie wird seit 2006 umgesetzt. Dabei werden unterschiedliche



Oberste Ziel von Absolute Return-Fonds ist es, das Anlegerkapital zusammen zu halten.

Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Devisen und Rohstoffe genutzt. Seit März 2006 wird die Strategie des Fonds bereits gehandelt. In diesem Zeitraum lag der größte monatliche Verlust bei 12,87%, der größte monatliche Gewinn bei 51,62%. Der Fonds setzt ein automatisches Handelssystem um. Trendphasen werden in einem Trendfolgesystem gehandelt. Auf einer kürzeren Zeitebene wird ergänzend eine Swing-Kontratrend-Strategie gehandelt, die bei stagnierenden Märkten und Konsolidierungs-

phasen Gewinne erzielen soll. Beide Strategien korrelieren wenig miteinander. Das Verhältnis von Trendstrategie zur Kontratrend-Strategie beträgt 70:30. Der Fonds ist der erste Managed-Futures-ETF und an der Börse handelbar.

#### Absolute-Return-Dachfonds

Neu am Markt ist auch der Thames River Absolute Return-Fonds (WKN: A0Y JUS) aus dem Hause Thames River Capital. Gemanagt wird der Fonds von Ken Kinsey-Quick, der seit sieben Jahren einen der Flaggschiff-Fonds der Gesellschaft, den Thames River Warrior Fund, betreut. Nach Aussagen des Fondsmanagers soll der Dachfonds Thames River Absolute Return von der Strategie her betont konservativ ausgerichtet werden. Angestrebt wird ein jährlicher Wertzuwachs von 5 bis 10% p.a. bei einer Volatilität von 5%. Für das Dachfonds-Portfolio sind 20 bis 40 Absolute-Return-Zielfonds vorgesehen. Zu den bevorzugten Zielfonds von Kensey-Quick gehörte der von Roger Guy und Guillaume Rambourg gemanagte Gartmore European Absolute Return-Fonds. Guillaume Rambourg wurde allerdings als Fondsmanager dieses Fonds suspendiert. Daraufhin reduzierte Kinsey-Quick das Volumen des Gartmore Absolute Return-Fonds im Thames River Absolute Return-Fonds. Aufgrund eines Verdachts eines Verstoßes gegen interne Unternehmensregeln wurden Untersuchungen gegen Rambourg durchgeführt, aus denen er allerdings weitgehend rehabilitiert hervorging, so dass er bei Gartmore weiter als Analyst, aber nicht mehr als Fondsmanager tätig ist. >>

Anzeige

RISK MANAGEMENT  
ADMINISTRATION  
INSOURCING

**Erprobte Qualität,  
einzigartig kombiniert.**

Als Partner für Investoren, KAGs, Depotbanken und Vermögensverwalter kommt Universal-Investment in neuer Aufstellung. Mit Administration, Insourcing, Risk Management und zahlreichen Zusatzleistungen bieten wir optimale Lösungen – aus einer Hand. **Improving business together**

[www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de)

**UNIVERSAL  
INVESTMENT**

Administration • Insourcing • Risk Management

# „Kontinuierlicher Wertzuwachs mit Spread-Strategien“

Interview mit Robert Beer, Geschäftsführer von *Robert Beer Investment* und Fondsmanager des *Absolute Return Plus UI*, über seine Optionsstrategie und marktneutrale Renditen

**Smart Investor:** Herr Beer, was charakterisiert Ihre Strategie, die in dem von Ihnen gemanagten Absolute-Return-Fonds umgesetzt wird?

**Beer:** Charakteristisch ist die 80:20-Aufteilung des Fondsvermögens. Maximal 20% werden in eine Optionsstrategie investiert. 80% fließen in festverzinsliche Wertpapiere mit Laufzeiten nicht über ein Jahr aus dem Euroraum, die für die Grundrendite sorgen. Die festverzinslichen Papiere sind zum großen Teil Anleihen der Landesbanken mit Gewährträgerhaftung. Dabei nutzen wir gerne Floater, deren Verzinsung an Referenzzinssätze gekoppelt ist. Unser Ziel ist es, im Fonds jedes Jahr einen Wertzuwachs zu erwirtschaften. Die angestrebte Rendite liegt etwa bei 5 Prozentpunkten über dem Euribor.

**Smart Investor:** Welche Vor- und Nachteile hat der Einsatz von Optionen im Fonds?

**Beer:** Die Kombination von Long- und Short-Positionen bei Optionen ermöglicht es, marktneutrale Renditen zu generieren. Das Computerprogramm wählt nicht die Kombination mit der höchstmöglichen Rendite, sondern Kombinationen mit attraktivem Chance-/Risiko-Profil. Mit Spread-Strategien sind zudem Gewinne, aber auch Verluste begrenzt. Wir nutzen liquide Optionen auf den Euro-Stoxx-50, der historisch betrachtet etwas weniger volatil ist als der DAX. Ein weiterer Vorteil besteht in der hohen Liquidität der Optionen, die wir an der Eurex handeln. Darüber hinaus besteht kein Kontrahentenrisiko. Das Risiko liegt für unsere Strategie darin, dass der Index



*Robert Beer ist Diplom-Ingenieur, verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung und betreut seit 1997 Fondsmandate sowohl für institutionelle als auch private Kunden. Sein Unternehmen, die Robert Beer Investment GmbH, berät drei Publikumsfonds, so auch den Absolute Return Plus UI. Beers Spezialgebiete sind u.a. Investmentstrategien mit derivativen Instrumenten.*

aus einer vorher bestimmten Range stark nach oben oder nach unten ausbricht. In diesem Fall wird die Optionsstrategie an das neue Marktniveau angepasst.

**Smart Investor:** Im Herbst 2008 und im Frühjahr 2009 kam es zu stärkeren Kursrückgängen zwischen 5 und 10% im Fonds, die vergleichsweise rasch wieder aufgeholt wurden. Wodurch sind sie entstanden?

**Beer:** In diesen Fällen gab es starke Kursbewegungen beim Euro-Stoxx-50. Der Euro-Stoxx-50 hat die von uns erwartete Range verlassen. Durch die Adjustierung der Strategie an das neue Kursniveau konnten die Verluste allerdings in beiden Fällen schnell wieder aufgeholt werden.

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

*Interview: Christian Bayer*

## Absolute Return im Bond-Segment

Einer der Flaggschiff-Fonds im Bereich der Absolute-Return-Fonds ist der Julius Bär Absolute Return Bond Fund (WKN: A0C A6L). Ziel des Fonds ist eine positive Wertentwicklung über einen Zeitraum von 12 bis 24 Monaten. Im Anleihebereich nutzt das Fondsmanagement die Chancen im Bond-Bereich weltweit. Unternehmensanleihen, Wandelanleihen und Emerging-Market-Bonds gehören zu den Investments. Im Fonds kann dabei sowohl auf steigende als auch auf fallende Märkte gesetzt werden. Das Fondsmanagement sieht in vielen Emerging Markets Potenzial bei den Aktienmärkten. Davon profitieren auch Wandelanleihen. Bei europäischen Staatsanleihen wurden die Positionen reduziert, um eventuellen Zahlungsausfällen vorzubeugen. Attraktive Währungen werden vor allem in den Schwellenländern ausgemacht. Dazu zählen beispielsweise der brasilianische Real und der koreanische Won. Währungen der Rohstoffländer – wie z.B. Australien oder die skandinavischen Länder – werden im Verhältnis zum Euro als attraktiver einge-

schätzt. Der Fonds wurde 2004 aufgelegt. Im Krisenjahr 2008 verbuchte der Fonds einen geringen Verlust von knapp 2%. 2009 wurde ein Wertzuwachs von knapp 10% eingefahren.

## Fazit

Neben Fonds, die das Versprechen absoluter Erträge in jeder Marktsituation nicht halten konnten, gibt es durchaus Perlen. Sie erwirtschaften mit speziellen Managementstrategien im Schnitt kontinuierlich per saldo positive Renditen. Andererseits gibt es auch Absolute-Return-Fonds, deren Manager aufgrund übervorsichtiger Absicherungen kaum mehr Gewinne generieren. Da Absolute-Return-Fonds von der Kostenstruktur vergleichsweise teuer sind, ist das für Investoren ein schlechtes Geschäft. Anleger sollten auch bei einem guten Absolute-Return-Fonds einen mehrjährigen Anlagehorizont ins Auge fassen, da es immer wieder Marktphasen gibt, in denen auch langfristig gute Strategien mit Verlusten zu kämpfen haben. ■

*Christian Bayer*

# 1st Group-3F Fonds

Gastbeitrag von Thomas Bayreuther,  
Absolut Asset Managers AG

## FONDS-SNAPSHOT

WKN:	AoM 6SQ
Manager:	Holger Däuble
Volumen:	2,3 Mio. EUR
Auflagedatum:	12.11.2007
Typ:	Aktienfonds, vermögensverwaltend

Der Markt bietet eine überschaubare Anzahl an Fonds, die ausschließlich in familien- oder eigentümergeführte Unternehmen investieren. Dabei erweist sich seit Langem, dass speziell diese Unternehmen wesentlich nachhaltiger wirtschaften und dies auch für den Anleger zu interessanten Renditen bei gleichzeitig geringerer Volatilität führt. Der Unterschied in der Unternehmensführung liegt auf der Hand: Eigentümer führen ihre Firma wesentlich nachhaltiger, mit Weitblick und stärkerem Engagement als Führungspersonal auf Zeit. Eigentümer kennen die wichtigsten Lieferanten und Abnehmer ihrer Produkte und wollen für ihre Firma langfristigen Erfolg statt kurzfristigem Quartalsdenken. Davon können auch Anleger profitieren. Mit dem 3F Fonds steht ein interessantes Produkt mit internationaler Ausrichtung zur Verfügung.

### Globaler Investmentansatz

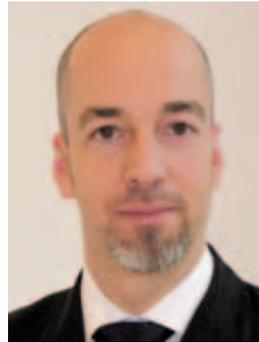
Der am 12.11.2007 aufgelegte 3F Fonds (First Global Family Unternehmer Fonds) hat in der Vergleichsgruppe das Alleinstellungsmerkmal, als einziger einen globalen Investmentansatz zu verfolgen. Deutschland ist mit Sicherheit eines der Länder, in denen das Familienunternehmen den höchsten Stellenwert hat, daher ist der Fonds zu einem großen Teil in deutsche Werte (derzeit ca. 14%) investiert. Aktuell hat der Fonds weitere 63% außerhalb Deutschlands investiert. Zudem wird eine relativ hohe Cashquote von 23% gehalten.

### Investmentprozess

Der 1st Group-3F Fonds wurde im November 2007 als erster Teilfonds von der in München ansässigen First Capital Management Group GmbH aufgelegt. Seither wird er von einem erfahrenen Team unter der Leitung von Holger Däuble beraten. Basierend auf einem Algorithmus werden zunächst die weltweiten Indizes nach eigentümergeführten Unternehmen und definierten Bilanz- und Erfolgskennzahlen gefiltert. Der dahinter stehende Analyseansatz wurde im Rahmen mehrjähriger Recherchen erstellt. Die dann auf der Shortlist verbliebenen Einzelwerte, bestehend aus Large- und Small Caps, werden anschließend fundamental und charttechnisch analysiert. Ergänzt wird dies durch ein Risikocontrolling, das u.a. Länder- und Branchenlimits sowie ein Makrohedging durch Futures als Möglichkeiten umfasst. Aufgrund des globalen Researchs sind auch Werte aus Wachstumsmärkten wie z.B. China im Portfolio enthalten.

### Wertentwicklung weitgehend überzeugend

Im Krisenjahr 2008 konnten sich auch eigentümergeführte Unternehmen dem allgemeinen Kursverfall an den Börsen nicht entziehen. Die deutsche Benchmark GEX Index, die auch viele Nebenwerte enthält, kam insoweit mit -52,5% auch stark unter



*Thomas Bayreuther ist ausgebildeter Bankkaufmann und Börsenhändler und startete seine Karriere bei der Bay. Vereinsbank. Zwischen 2001 und 2007 leitete er die Abteilung Treasury & Trading bei der DAB Bank in München, bevor er im Jahr 2007 Vorstand und Portfoliomanager bei der Absolut Asset Managers AG wurde.*

die Räder. Entsprechend verlor auch der 1st Group-3F Fonds in diesem Börsenumfeld, konnte sich jedoch mit -28,2% durch eine hohe Cashquote und die Auswahl defensiver Titel deutlich besser als die Peergroup und der GEX Index behaupten. Für das Jahr 2009 wies der Fonds ein positives Ergebnis von 14,5% aus. Damit hinkte er dem GEX etwas hinterher. Grund hierfür war vor allem die Outperformance deutscher Werte im Vergleich zu einigen anderen Börsenplätzen sowie ein Cash- und Rentenanteil von etwa 20%, der der Stabilisierung der Fondsperformance diente. Dies spiegelt den vermögensverwaltenden Ansatz wider, was sich in Bärenmärkten auch als vorteilhaft erwiesen hat.

### Risiken wird aktiv begegnet

Das Fondsmanagement verfolgt eine strikte Stop-Loss-Strategie. Der Fonds hat speziell durch diese Strategie in der extremen Bärenmarktphase 2008 eine starke Outperformance erzielt. In der aktuellen Marktphase hat dieser Ansatz aber seine Schwächen. Gerade in Phasen von starken Kursschwankungen werden viele Fondspositionen in den Abwärtsbewegungen der Märkte ausgestoppt, und der Fonds ist dann sehr stark in Cash gewichtet. Eventuelle starke Gegenbewegungen können auf diese Weise kaum mitgenommen werden.

### Fazit

Der 1st Group-3F Fonds wurde zu einem Zeitpunkt fallender Kurse am Aktienmarkt aufgelegt. Er konnte seitdem im Bärenmarkt aber überzeugen und weist auch im Bullenmarkt positive Renditen aus. Langfristig gesehen sind eigentümergeführte Unternehmen als Investment attraktiv. Der 1st Group-3F Fonds bietet als einziger global investierender Fonds eine sehr interessante Alternative für Investoren, die eine reduzierte Risikoneigung haben und gleichzeitig auch weltweit an eigentümergeführten Unternehmen partizipieren möchten. Aufgrund der Volatilität an den Kapitalmärkten sollte ein längerfristiger Investmentzeitraum angesetzt werden. ■

# Der böse Spekulant

Was geschlossene Immobilienfonds ihren offenen Pendants voraus haben

Gastbeitrag von Florian Wagner, Qbasis

Vor wenigen Tagen hat die deutsche Bundesregierung ihr Sparpaket vorgestellt. Bis 2014 sollen insgesamt 80 Mrd. EUR eingespart werden. Die Sparmaßnahmen und zusätzlichen Belastungen treffen nahezu jedes Ressort. Ausgespart von den Einschnitten sind lediglich die Ausgaben für Bildung und Forschung.

## Transaktionssteuer – das Mittel der Wahl

Ein Baustein des Pakets ist die Einführung einer Finanztransaktionssteuer. Angestrebt ist diese auf internationaler oder zumindest europäischer Ebene; zur Not nur in Deutschland. Die Steuer würde bei jedem Kauf und Verkauf von Devisen, Aktien, festverzinslichen Wertpapieren, Derivaten, Rohstoffen und Immobilieniteln fällig werden. Mit Abstand betrachtet erscheint eine solche Steuer gerecht. Schließlich wird überall auf der Welt beim Kauf von Waren und Dienstleistungen – sozusagen bei einem Real Trade – eine Umsatz- oder Mehrwertsteuer fällig. Das gibt es bei Finanzprodukten nicht. Offiziell sollen mit der Steuer die Finanzbranche und vor allem die Spekulanten an den Kosten für die Krise beteiligt werden. Es bestehen erhebliche Zweifel, ob die Steuer letztlich das bringt, was sie soll: mehr Geld für den Staat. Wieso?

## Weltweite Lösung nicht in Sicht

Würde die Steuer beispielsweise nur europaweit erhoben, würden massiv Gelder aus Europa abfließen. Neben der damit drohenden weiteren Abwertung des Euro würde die Liquidität an den europäischen Finanzmärkten sinken. Eine BMW-Aktie muss ja nicht unbedingt in Frankfurt oder London gehandelt werden. Sie könnte auch einfach in New York oder Hongkong notieren. Einzig vernünftig wäre eine weltweite Transaktionssteuer. Deren Einführung erscheint jedoch utopisch, nicht zuletzt weil sich Länder wie Australien oder Brasilien dagegen wehren. Auch andere Staaten, in denen die Finanzindustrie eine entscheidende Rolle spielt, werden diese aus wirtschaftlichen Gründen schützen. Genauso macht es Deutschland mit der Autoindustrie, siehe Beispiel Opel.

## Ursache und Wirkung

Indem sie mit dem Finger auf die bösen Spekulanten zeigt, versucht die Politik den Fokus von sich zu lenken. Parteiübergreifend wird angestrebt, der sehr populären Forderung nach Eindämmung der Spekulation nachzukommen. Äußerst interessant ist die Aussage von Otmar Issing, dem früheren Chefvolkswirt der EZB, der in einem FAZ-Beitrag meinte: „Wären es wirklich Spekulanten gewesen, welche die (Griechenland-)Krise ausgelöst haben, verdienten sie allenfalls Tadel dafür, dass



**Florian Wagner** studierte Medizin an der Universität Graz. Im Jahr 2001 entwickelte er ein Kontratrend-Handelssystem und untersuchte mit anderen über 200 Handelsstrategien weltweit. Hieraus entwickelte er zusammen mit Zihad Chahal eine Trendfolgestrategie. Die seit 2003 umgesetzten Strategien sind seit 2005 externen Investoren sowie seit April 2010 mit dem Qbasis Futures Fund (WKN: A1C T64) auch Privatinvestoren zugänglich.

sie nicht schon früher auf eine unhaltbare Situation aufmerksam gemacht haben.“ Der Schuldige an der jetzigen Situation ist also nicht der Spekulant, auch nicht die aktuelle Politik, sondern die Politik der letzten Jahrzehnte. Und nur die Griechen zu geißeln, ist ebenso falsch. Auch in Österreich, Deutschland und anderswo wurden in den letzten 40 Jahren die Schulden immer weiter aufgebaut. Ein Glück haben wir es nicht ganz so „toll getrieben“ wie die griechischen Regierungen.

## Der „halbe Keynes“

Die Fehler wurden auch nicht in den schlechten Jahren gemacht, als der Staat die Wirtschaft mit zusätzlicher Nachfrage ankurbelte. Dies wurde und wird von der Politik und besonders von den Gewerkschaften immer wieder gefordert. Sie berufen sich dabei auf die nachfrageorientierte Theorie des amerikanischen Wirtschaftsforschers John Maynard Keynes. Er hatte mit seiner Veröffentlichung 1936 u.a. gefordert, dass der Staat mit zusätzlichen Ausgaben in schwierigen Zeiten den Wirtschaftsmotor ankurbelt. Den zweiten Teil von Keynes Theorie scheint die Politik allerdings vergessen zu haben: In guten Jahren muss der Staat durch Überschüsse die Defizite der schwachen Jahre wieder ausgleichen, um handlungsfähig zu bleiben! In solchen Zeiten wurde dann lieber argumentiert, dass ja Geld da sei und verteilt werden könne. Auch jetzt ist es wieder Ziel der Politik, die Neuverschuldung zu begrenzen. Nur würden ja dennoch jedes Jahr weitere Schulden gemacht, lediglich prozentual (also nicht unbedingt in absoluten Zahlen!) wäre die Rate geringer. Angesichts dessen sollten Politikern zwei Fragen gestellt werden:

1. Würden Sie zuhause mit Ihrem eigenen Geld so umgehen wie beim Ausgeben von Steuergeldern?
2. Wieso tun Sie es dann und wie erklären Sie das Ihren Kindern?

# Wertschöpfung durch werteorientierte Unternehmensführung

Gastbeitrag von Timon Heinrich, Hansen & Heinrich AG

Das ursprüngliche Shareholder-Value-Konzept Alfred Rappaports bringt es auf den Punkt: Ein Unternehmen wird umso wertvoller, je mehr Free Cashflow es künftig erwirtschaftet. Dementsprechend sollte sich das Unternehmen auf dieses Ziel ausrichten. Wer die Musik bezahlt, bestimmt auch, was gespielt wird. Also muss sich alles den Vorgaben der Eigentümer unterordnen, das Unternehmen immer wertvoller zu machen. Völlig klar, oder?

## Unbekannte Eigentümer

Ein Beispiel. Der gescheiterte Fusionsversuch zwischen Dresdner Bank und Deutscher Bank im Frühjahr 2000 warf die Frage auf, wem letztere Bank eigentlich gehört. Vorstand und Aufsichtsrat benahmen sich zwar so (und tun es heute noch), doch der ganz überwiegende Teil des Kapitals lag und liegt nicht in den Händen der operativ und strategisch Tätigen. Die Eigentümer sind eine weitgehend unbekannt, anonyme Gruppe von Aktionären mit sehr vielfältigen Einzelinteressen. Der an der Börse handelstäglich sekundlich festgestellte Unternehmenswert dürfte dabei der kleinste gemeinsame Nenner sein. Inhaltliche Werte stehen hinter diesem alles andere verdeckenden Wert weit zurück. Hieraus resultieren weitere Fragen: Ist es sinnvoll, das Interesse der Eigentümer an Provisionsmaximierung über den Wunsch der Kunden nach niedrigen Transaktionskosten zu stellen? Verschwendet man nicht das menschliche Potenzial tausender Kundenberater, wenn durch zentrale Abteilungen bestimmt wird, welche Produkte an – den Entscheidungsträgern völlig unbekannt – Kunden verkauft werden müssen?

## Wertegerüst als Überbau

Als eine Antwort auf diese Fragen darf die Gründung einer unabhängigen, werteorientierten Vermögensverwaltung verstanden werden. Dabei muss sich das Unternehmen operativ natürlich an kaufmännische Grundsätze halten. Inhaltliche Stabilität und erfolgreiche Weiterentwicklung sollten aber zudem von einem übergeordneten Wertegerüst getragen sein. Allein die Verkündung eines wohl formulierten Unternehmensleitbildes führt aber noch nicht dazu, dass alle im Unternehmen jederzeit ihre Handlungen daran ausrichten. Das erfordert täglich Aufmerk-



Der diplomierte Betriebswirt **Timon Heinrich**, Jahrgang 1974, arbeitete zunächst zwischen 1995 und 2000 bei der Deutsche Bank AG mit Stationen in Berlin, Frankfurt/Main und Leipzig. Im Jahr 2001 gründete er mit zwei Partnern die Hansen & Heinrich AG als unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaft, deren Vorstandsvorsitzender er heute ist. Sein Team managt den Hansen & Heinrich Universal Fonds (WKN: AoL ERW) sowie den FS-KAG Strategie H&H (WKN: AoM 6MU).

samkeit und den Mut, Unvollkommenheiten unter vier Augen anzusprechen, sich mit den Inhalten auseinanderzusetzen und seine Arbeit bewusst zu gestalten. Wer sich in diese Wertegemeinschaft nicht integriert, der wird nicht zum Bleiben gezwungen.

## Vorstand und Aufsichtsrat sollen dienen

Welche Wertschöpfung darf nun erwartet werden, wenn werteorientierte Unternehmensführung betrieben wird? Wichtig ist dabei, dass Vorstand und Aufsichtsrat keine herrschende, sondern eine dienende Rolle einnehmen. In großen, börsennotierten Gesellschaften scheint dies ein Ding der Unmöglichkeit, aber ein Unternehmen überschaubarer Größe mit persönlich bekanntem Eigentümerkreis kann auf Dauer erfolgreich nur so geführt werden. Es soll der Unternehmensleitung durchaus ein Anliegen sein, das Kapital der Eigentümer zu mehren. Aber darüber hinaus müssen folgende Ziele erreicht werden:

- Kunden sollen nicht nur zufrieden sein, sondern begeistert von der Qualität erlebter Dienstleistungen und dem angenehmen Umgang der Mitarbeiter mit ihnen.
- Aufbau- und Ablauforganisation müssen so gestaltet werden, dass jeder Mitarbeiter die Chance hat, durch seine Leistung seinen Arbeitsplatz zu erhalten und sogar zu gestalten.
- Jedem Vorstand, Aufsichtsrat und Mitarbeiter muss klar sein, dass er für fremdes Kapital Verantwortung trägt, dessen Wert er zu schützen und zu mehren hat.

## Rezept gegen Gier und Maßlosigkeit

Regulatorische Rahmenbedingungen, die bereits bestehen und die noch kommen werden, sind zumindest teilweise notwendig. Ob dadurch künftige Finanzkrisen verhindert werden können, darf durchaus bezweifelt werden. Als Rezept gegen Gier und Maßlosigkeit ist eine werteorientierte Unternehmensführung insbesondere im Finanzdienstleistungssektor aus Überzeugung der Eigentümer und der handelnden Personen heraus wirkungsvoller. ■

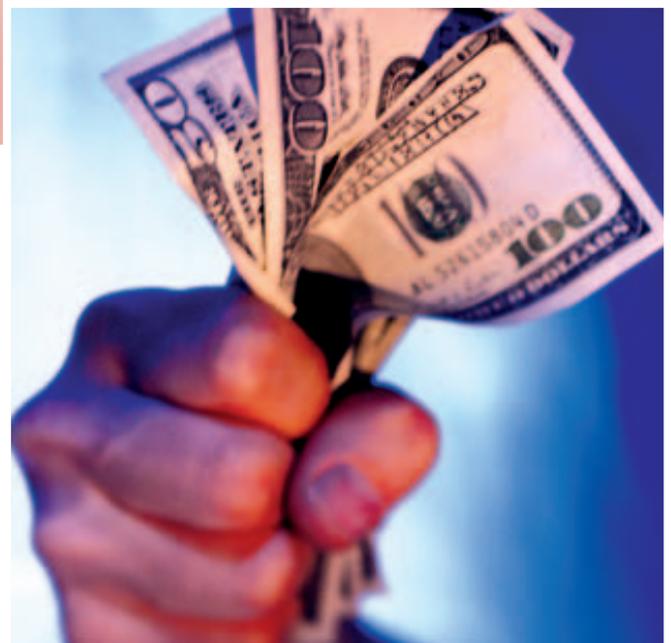


# VuV-Fachkongress diskutiert den Rettungsschirm

*Fonds-Musterdepot marginal verbessert*

## VuV Fachkongress 2010

Am 8. Juni lud der Verband unabhängiger Vermögensverwalter e.V. (VuV) in Bad Homburg zu seinem alljährlichen Fachkongress. Wie immer jagte ein Tagesordnungspunkt den nächsten. Neben dem Anlageberatungsprotokoll und richtigem Vertrieb für Vermögensverwalter kamen auch Anlagethemen nicht zu kurz. Philipp Vorndran vom Vermögensverwalter Flossbach & von Storch analysierte wie immer ganz Smart Investor-like die Krise, prangerte das Retten des Systems um jeden Preis an und spannte dann den Bogen hin zu interessanten Anlagegelegenheiten. Als seinen Favoriten unter den Fremdwährungen stellte er den Australischen Dollar heraus. In dem Maße wie Rohstoffe künftig als Ersatzwährungen herhalten dürften, würde Australien profitieren. Angesichts der Euro-Krise würden sich, dies wiederum war von anderen Teilnehmern zu hören, Fremdwährungsanlagen größerer Beliebtheit erfreuen. Weitere Produkte stün-



Für die Vermögensverwalter ist die Lage klar: mit einer Hand voll Dollar wird man künftig weniger anfangen können.

Anzeige

## Mehr Netto mit Austrian Assets: Gold und Silber statt Steuern



▼  
**Reale Werte für Ihr Betriebsvermögen nutzen**  
**Bilanzoptimierung: Verbesserung des Eigenkapitals durch Austrian Assets und BilmoG**  
**Ideal zur Umstellung der betrieblichen Altersvorsorge und insbesondere von Pensionszusagen**

2009  
**Institut für Austrian Asset Management**  
**ifaam.de – Tel.: 040 / 64 94 13 86**

den hier in den Startlöchern. Auch für Gold war Vorndran optimistisch. Peter Huber dagegen, Chef der StarCapital AG, will sich jetzt nicht prozyklisch mit Gold eindecken. Dafür favorisiert er Silber: Dies sei tatsächlich knapp, da es verbraucht wird und im Verhältnis zu Gold deutlich unterbewertet sei. Zur Schuldenkrise war der Tenor klar: Der Rettungsschirm war richtig. Dennoch hätte so mancher Vermögensverwalter mit dem Gegenvorschlag sympathisiert, der Bankenpleiten beinhaltet hätte. Es sind neue Gedanken, die in diesem Jahr diskutiert wurden, die Branche scheint ihre Lehren gezogen zu haben.

## Fonds-Musterdepot

Die Wertentwicklung seit Auflage am 1. Januar 2009 beträgt aktuell +29,7%, im Vergleich zum Vormonat ergibt sich ein Plus von 0,5%. Schwächer tendierten der DJE Agrar & Ernährung, der HWB Portfolio Plus sowie der Julius Bär High Yield. Letzter ist mit einem Zuwachs seit Auflage von 41% der drittstärkste Werttreiber. Immerhin handelt es sich hier um einen Anleihenfonds. Nach der Schwäche im April erholte sich die China-, Emerging-Markets- und Rohstoff-Positionen. Für Zukäufe stehen weiterhin knapp 9.000 EUR zur Verfügung. Wer hierbei ins Visier geraten ist, erfahren Sie in Bälde.

## Universal Investment zieht um

Unser langjähriger Partner domiziliert künftig in Frankfurt in Rufweite des Hauptbahnhofs. Die neue Adresse lautet: Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Am Hauptbahnhof 18, 60329 Frankfurt. Im Internet sind sämtliche Informationen zum Unternehmen sowie den Fonds-Produkten unter [www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de) zu finden.

■  
Tobias Karow

# Wir prüfen und hinterfragen ständig ...

... unsere Thesen, die wir Ihnen regelmäßig an dieser Stelle präsentieren

Keine Frage, die Theorien bezüglich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklungen und der daraus abgeleiteten Börsentrends, die Sie bei uns hier lesen können, sind alles andere als Mainstream. Zumindest dann nicht, wenn wir sie erstmalig vorstellen. Es liegt in der Natur der Sache, dass die Massenmedien die Beschäftigung mit den von uns aufgebraachten Thesen meiden, und zwar so lange, bis sie sozusagen gar nicht mehr umhinkommen, sich derer anzunehmen. Die kürzliche FOCUS-Titelgeschichte „Euro-Krise: Was passiert bei einer Währungsreform?“ oder die Frage des Stern „Was wird aus unserem Geld?“ sind nur zwei von vielen Beispielen dafür, wie Massenmedien derzeit allmählich auf unsere schon lange vertretene These eines absehbaren Staatsbankrotts bzw. einer Währungsreform einlenken.

Solange sich aber Zeitschriften wie der FOCUS nicht mit „unseren“ Thesen beschäftigen, sehen wir uns laufend mit Anfragen unserer Leser konfrontiert wie zum Beispiel: „Wie kommt Ihr auf diese Idee?“, „Warum seid Ihr Euch so sicher?“ oder „Warum vertreten die anderen Publikationen nicht Eure Thesen?“. Dies ist nun einmal das Schicksal der Redaktion eines kleinen politisch unkorrekten Magazins wie Smart Investor, dass wir uns laufend einem Rechtfertigungsdruck ausgesetzt sehen. Andererseits ist die kritische Haltung unserer Leser nur zu verständlich. Wer glaubt schon gerne einem Einzelnen, wenn alle anderen das Gegenteil behaupten? Und ebenso verständlich ist die Frage bzw. Bitte, regelmäßig unsere Einschätzung zu den ehemals genannten Thesen zu aktualisieren bzw. kundzutun, falls sich etwas an ihnen ändert.

Im Nachfolgenden wollen wir die wichtigsten unserer Thesen nochmals aufgreifen und kurz hinsichtlich ihrer Stimmigkeit prüfen.



„FOCUS“ Nr. 23/10 vom 7. Juni 2010



„Stern“ Nr. 21 vom 20. Mai 2010

Hier unsere Thesen und Kurzkomentare:

## 1. Unser Finanz- und Währungssystem weist existenzielle Konstruktionsfehler auf:

Wir können uns ohne Abstriche der Erklärung des FDP-Bundestagsabgeordneten Frank Schäffler (siehe Anzeige auf S. 49 unten) anschließen.

## 2. Es wird zur Verstaatlichung des Bankensektors kommen:

Die derzeitige Diskussion um die Veröffentlichung der Ergebnisse der Bankenstresstest in Deutschland deutet schon darauf hin, dass hier das wahre Ausmaß der Eigenkapitalschwäche verheimlicht werden soll. Im Zuge der Rettungsaktionen nach dem Lehman-Desaster kam es bereits zu weitläufigen Verstaatlichungen (z.B. hierzulande Commerzbank) oder aber zu Maßnahmen, die stark in das Bankenwesen eingreifen (wie z.B. jüngst die geplante Bankenabgabe); wir gehen davon aus, dass diese Tendenz weiter anhalten wird, bis hin zur völligen Bankenverstaatlichung.

## 3. Staatsinterventionismus wird zunehmen:

Steuererhöhungen, Konjunkturprogramme, Rettungsaktionen, alle diese Maßnahmen lassen uns weiter an dieser These festhalten (siehe nachfolgende Erläuterungen).

## 4. Die Tendenz zum Totalitarismus wird zunehmen:

Wir erkennen leider kein Ende des Trends zu immer mehr Überwachung, Zensur und Eingriffen in Eigentums- und Freiheitsrechte. In unserer Titelgeschichte ab S. 12 und im Artikel über Goldbesitzverbote auf S. 58 arbeiten wir die möglichen Auswirkungen für den Anleger heraus.<sup>1</sup>

## 5. Der Euro wird auseinanderbrechen:

Das Währungskonstrukt kann nur noch mit Mühe und unter größtem Aufwand aufrecht erhalten werden; auf Dauer wird dies nicht möglich sein. Im Zuge dessen wird sich die Euro-Schwäche weiter fortsetzen.

## 6. Entstehung eines Crack-up-Booms

Siehe nachfolgende Ausführungen

## 7. Hyperinflationäre Entwicklung:

Siehe nachfolgende Ausführungen

## 8. Staatsbankrott/Währungsreform:

Wir rechnen damit weiterhin bis spätestens 2015. >>

1) Ein weiteres Beispiel für totalitäre Tendenzen ist folgendes: Im US-Senat wird derzeit eine Gesetzesinitiative diskutiert, wonach das Internet (World Wide Web) als amerikanisches Gut anzusehen ist und demnach im Notstandsfall das Internet vom US-Präsidenten „abgeschaltet“ werden kann.

**Wir lassen uns nicht beirren**

Auch wenn sich einige unserer Prognosen, die wenigstens ein Jahr alt sind, inzwischen (teilweise) erfüllt haben, so liegen wir damit jedoch weiterhin fernab des Mainstreams. Und damit sind natürlich für dessen Vertreter unsern Thesen sowie die dar-

aus abgeleiteten Handlungsempfehlungen oftmals zu extrem bzw. inakzeptabel, wie das Interview mit Jürgen Schmitt vom Aktienmonitor (s. unten) verdeutlicht. Damit müssen wir leben, bzw. wir werden uns dadurch nicht beirren lassen, weiterhin unvoreingenommen (und ohne irgendwelche Befindlichkeiten

# Abstufung wegen dramatischer Formulierungen

*Gespräch mit Jürgen Schmitt, Chefredakteur des „Aktienmonitor“ und Initiator des Deutschen Börsenbrief-Awards ([www.aktienmonitor.net](http://www.aktienmonitor.net))*

**Smart Investor:** Herr Schmitt, womit genau beschäftigt sich der „Aktienmonitor“?

**Schmitt:** Es handelt sich dabei um einen Newsletter, der darauf spezialisiert ist, sämtliche deutschsprachige Börsenpublikationen auszuwerten und die wichtigsten Inhalte den eigenen Lesern weiterzugeben.

**Smart Investor:** Einmal im Jahr vergibt Ihre Redaktion einen Börsenbrief-Award. Was hat es damit auf sich?

**Schmitt:** Wir zeichnen damit Börsenbriefe, aber auch Börsenmagazine hinsichtlich ihrer Qualität aus und geben dazu eine kleine Publikation heraus. Natürlich hat der Award auch für den Aktienmonitor einen Nutzen. Was die eigene Aktienausswahl angeht, hat es sich gelohnt, sich auf Empfehlungen zu konzentrieren, die von möglichst vielen guten Börsenbriefen parallel gemacht wurden.

**Smart Investor:** Beim Award der Börsenmagazine belegte der Smart Investor im Jahre 2009 Platz 2. Was war der Grund für das positive Abschneiden des Smart Investor?

**Schmitt:** Die Auswertung mache nicht ich alleine, sondern ein ganzes Team, das Börsenpublikationen auswertet. Was Publikationen wie dem Smart Investor sehr gut bekam, war die Tatsache, dass die Qualität speziell im Börsenmagazin-Bereich in der Baisse des Jahres 2008 extrem gesunken war. Allein aufgrund der Tatsache, dass die Werbebudgets massiv gesunken sind und sich große, etablierte Magazine kaum noch eine gute Redaktion leisten können.

**Smart Investor:** Beim Award 2010 fiel der Smart Investor dann aber von Platz 2 auf Platz 10 zurück, was zugleich der letzte Platz ist. Wie lässt sich denn dieser dramatische Abfall erklären?

**Schmitt:** Wie gesagt bin ich nicht der alleinige Entscheidungsträger. Aber als Hauptgrund habe ich in Erinnerung, dass die aus unserer Sicht zu dramatisierte Darstellung der damaligen Lage und das An-die-Wand-Malen eines Weltuntergang-Szenarios den Ausschlag dafür gab.

**Smart Investor:** Wir haben keinen Weltuntergang prophezeit, sondern einen Untergang des Finanzsystems.

**Schmitt:** Aber mit sehr dramatischen Formulierungen. Nach dem Motto: „Angst verkauft sich gut.“ Durch die Empfehlungen, wie z.B. auf das Land zu ziehen und Gold zu vergraben, werden Ängste geschürt.

**Smart Investor:** Nun muss man natürlich sagen, dass Ende 2008 praktisch das gesamte Bankensystem bankrott war und dass es zuletzt in der Eurozone beinahe einen Staatsbankrott gab, hätte man sich nicht eines Zaubertricks bedient. Man zauberte nämlich Geld aus dem Nichts. Glauben Sie wirklich, dass man vor den Folgen dieser Trickserei keine Angst haben muss?

**Schmitt:** Es gibt verschiedene Meinungen, ob es richtig war, diese Länder in den Euroverbund aufzunehmen. Aber die Probleme mit Griechenland, Spanien, Italien etc. sind nahezu traditionell. Was sich hier verändert hat, ist die Tatsache, dass starke Euroländer wie z.B. Deutschland in der Pflicht sind, diese schwachen Länder zu stützen.

**Smart Investor:** ... und damit selbst irgendwann in den Abgrund gerissen zu werden.

**Schmitt:** Das sehe ich anders. Es gibt bestimmte Gefahren in einer globalisierten Welt, und wir alle befinden uns in der gleichen Situation. Man sieht, wie sich die Pressestimmung je nach Nachrichtenlage zu einzelnen Themen ändert.

**Smart Investor:** Bei uns hat sich eigentlich nichts geändert, wir thematisierten seit 2009 bereits den Staatsbankrott, Mitte 2008, also vor Lehman, bereits die Bankenkrise in Europa, und den Niedergang des Euros bzw. das Auseinanderfallen Europas seit Anfang 2009.

**Schmitt:** Da gehören Sie in dem Fall zu den wenigen Ausnahmen. Ich spreche hier mehr von der allgemeinen Medienlandschaft.

**Smart Investor:** Genau deswegen fanden wir es auch so überraschend, dass wir trotz unserer treffsicheren, wenn auch negativen Prognosen in Ihrem Rating so sehr abgestuft wurden. Aber danke für Ihre Ausführungen.



Jürgen Schmitt

Interview: Ralf Flierl

zu berücksichtigen) zu analysieren und dann die unserer Ansicht nach richtigen Schlüsse daraus zu ziehen.

### Kollaps des Finanzsystems

Dieses Finanzsystem ist zum Scheitern verurteilt (These 1). Denn es basiert auf Fiat-Money, also auf Geld-aus-dem-Nichts. Damit entsteht automatisch ein Drall im System derart, dass sich Geld- und Realwirtschaft immer weiter entkoppeln. Alles weitere dazu lesen Sie bitte in der Anzeige unten nach, welche ein Schweizer Geschäftsmann am 5. Juni 2010 in der Neuen Zürcher Zeitung (NZZ) schaltete. Der Anzeigentext besteht aus der persönlichen Erklärung des FDP-Bundestagsabgeordneten Frank Schäffler zu seiner Ablehnung des 750-Milliarden-Rettungspaketes für überschuldete Euro-Staaten im Bundestag am 21. Mai 2010. Neben Schäffler stimmten noch ein weiteres FDP-Mitglied und vier CDU-Mitglieder gegen die Verabschiedung, nur eines von der SPD, keines von den Grünen, aber alle Mitglieder der Linken (so viel Sachverstand in Sachen Marktwirtschaft und Kapitalismus hätte man der Linken gar nicht zuge- traut). Als einziger der mit NEIN stimmenden Abgeordneten gab Frank Schäffler eine ausführliche Erklärung ab. Bitte lesen Sie deren Wortlaut aufmerksam. Im Grunde genommen sagt der FDP-Mann in knapper Form damit alles über unser Finanzsystem, was man wissen muss: Es ist falsch konstruiert, und damit entstehen falsche Anreize für alle Marktteilnehmer, so dass das

gesamte System irgendwann in der Sackgasse landet (bzw. schon gelandet ist). In unserer regelmäßigen Rubrik „Österreichische Schule“ (in diesem Heft auf S. 26) gehen wir übrigens schon seit einem Jahr unter anderem auf die Fehler ein, die dem Notenbank- und im weiteren Sinne dem Teilreservesystem immanent sind. Für das kommende Heft 8/2010 planen wir eine Geschichte darüber, wie eine ideale „österreichische Welt“ aussehen könnte. Wir sind also nicht nur kritisch, sondern konstruktiv kritisch!

### Die Dummen und die Dreisten

Es ist bezeichnend für unsere Politiker, dass sie die vermutlich letzte Chance für eine Kehrtwende in der EU-Politik verstreichen ließen (von 587 abgegebenen Stimmen waren 319 JAs, 73 NEINs und 195 Enthaltungen). Letztendlich ist die EU damit zur Umverteilungsunion geworden. Aber wie konnten unsere Politiker eine solch eklatante Fehlentscheidung fällen? Die Ja- und Enthaltungsstimmen können unserer Ansicht nach nur von zwei Politikertypen stammen. Von den „Dummen“, die sich der Tragweite ihrer Zustimmung bzw. Enthaltung zu diesem Gesetz nicht bewusst waren. Oder aber von den „Dreisten“, die sich ihrer Fehlentscheidung sehr wohl bewusst waren, aber aus Machtgier oder anderen (niederem) Motiven dennoch nicht dagegen gestimmt haben. Und damit haben diese Politiker Umfragen gemäß entgegen dem mehrheitlichen Willen der Wähler abgestimmt und ihrem Land >>

Diese Text-Anzeige ließ der Schweizer Geschäftsmann Johannes Müller am 5. Juni 2010 in der „Neuen Zürcher Zeitung“ (NZZ) schalten:

## Das Finanzsystem muss nicht gerettet werden,

das Finanzsystem ist das Problem! Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat ihre Ursache in unserem planwirtschaftlichen Geldsystem. Der Versuch, die herrschende Papier- bzw. Kreditgeldordnung um jeden Preis zu retten, ist fatal und nicht alternativlos. Bitte lesen Sie diese kluge und mutige Erklärung des deutschen Bundestagsabgeordneten Frank Schäffler ([www.frank-schaeffler.de](http://www.frank-schaeffler.de)), die ins Geschichtsbuch eingetragen gehört.

Persönliche Erklärung des Bundestagsabgeordneten Frank Schäffler vom 21. Mai 2010 zur Ablehnung des Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus.

*Erklärung gemäß Paragraph 31 GO des Deutschen Bundestages.*

Wir entscheiden gleich über das sogenannte Euro-Stabilisierungsgesetz. Dieses Gesetz ist einmalig in der deutschen Geschichte. Diese Einmaligkeit veranlasst mich, von meinem parlamentarischen Recht Gebrauch zu machen, mein Abstimmungsverhalten vor dem Deutschen Bundestag zu begründen.

Ich werde dem vorliegenden Gesetzentwurf nicht zustimmen. Denn dieses Gesetz ist kein Rettungspaket für den Euro und Europa.

Das vereinte Europa ist von seinen Gründungsvätern Konrad Adenauer, Robert Schumann, Jean Monnet, Alcide De Gasperi und anderen als ein Hort der Freiheit gegen alle Formen von Diktatur, Unfreiheit und Planwirtschaft erträumt worden. Das heutige Europa ist auf dem Weg in die monetäre Planwirtschaft und den politischen Zentralismus. Die Gründungsväter Europas wollten ein Europa des Rechts und der Rechtsstaatlichkeit. Die heutigen Regierungen des Euro-Raums, die EU-Kommission und die EZB verabreden sich hingegen zum kollektiven Rechtsbruch, obwohl die EU-Kommission als Hüterin der Verträge und die nationalen Regierungen zum Schutz des Rechts verpflichtet sind.

Es gibt Alternativen zum derzeitigen planwirtschaftlichen und rechtswidrigen Handeln der europäischen

Regierungen und der EU-Kommission. Planwirtschaft und Rechtsbruch sind nicht alternativlos. Wir müssen uns jedoch trauen, die Alternativen zu bedenken, zu wählen und anschließend mutig umzusetzen. Vor allem müssen wir anfangen, die heute wieder vielfach geschürte Angst vor der Freiheit zu bekämpfen. Dieser Kampf beginnt mit einem freien Denken: Wir müssen uns trauen, die Ursachen unserer Finanz- und Überschuldungskrise zu benennen.

Die Hauptursache unserer Finanz- und Überschuldungskrise von Staaten und Banken liegt in der Geld- und Kreditschöpfung aus dem Nichts und der Möglichkeit, staatliches ungedecktes Zwangspapiergeld unbegrenzt vermehren zu können. Ohne diese Alchemie des Geldes hätte kein weltweites Schneeballsystem aus ungedeckten zukünftigen Zahlungsverpflichtungen entstehen können.

Dieses Schneeballsystem ist nur möglich, weil der Staat aus Gründen der leichteren Finanzierung von Staatsausgaben den Banken Privilegien verliehen hat, die gegen die Grundprinzipien jeder marktwirtschaftlichen Ordnung verstoßen. Zum einen handelt es sich um das Teilreserveprivileg, mit dem die Geschäftspraktik der Geld- und Kreditschöpfung legalisiert worden ist.

Zum anderen wurde durch die Gründung von Zentralbanken der Zusammenhang von Haftung und Entscheidung für den Bankensektor außer Kraft gesetzt. Zentralbanken wird die Hauptaufgabe zugewiesen, als Kreditgeber letzter Hand die Insolvenz von Banken zu verhindern. Eine Marktwirtschaft ohne Insolvenzrichter ist jedoch keine Marktwirtschaft. Zudem zerstören Zentralbanken durch ihre Zinspolitik das Preissystem von Gesellschaften. Deshalb wird diese Art der Marktwirtschaft ständig von Krisen (boom and bust) heimgesucht. Die

marktwirtschaftlichen Selbstreinigungs- und Lenkungs-kräfte sind durch staatlichen Zwang im höchst wichtigen Finanzbereich weitgehend außer Kraft gesetzt.

Die Vorschläge für neue Finanzmarktsteuern sind deshalb ein Ablenkungsmanöver, das vom eigentlichen Problem unserer Geldordnung ablenken soll.

Darüber hinaus führt dieses Geldsystem fast zwangsläufig zur Überschuldung von Staaten und Banken, die sich in diesem Prozess gegenseitig decken, stützen und erpressen. Die Erpressung lautet: Werden die Zahlungen für uns eingestellt, fällt das gesamte Finanzsystem zusammen.

Ich stimme dem vorliegenden Gesetz nicht zu.

Dieses Gesetz verstößt gegen europäisches Recht. Die Institutionen, die zum Schutz des Rechts verpflichtet sind, erfüllen ihre Aufgabe nicht.

Zweitens wird durch diesen Rechtsbruch nicht der Euro gerettet, sondern zerstört.

Und drittens wird die Überschuldungskrise von Staaten und Banken durch dieses sogenannte Rettungspaket nicht entschärft, sondern verschärft.

Durch diese Maßnahmen lösen wir unsere derzeitigen Probleme nicht. Was wir zur Lösung unserer derzeitigen Probleme in Europa brauchen, ist eine neue Geldordnung, eine marktwirtschaftliche Geldordnung und nicht Planwirtschaft.

Deshalb sage ich: Nein!

Frank Schäffler, 21. Mai 2010  
Mitglied des Deutschen Bundestages und  
Mitglied im Finanzausschuss



Meine Hochachtung, Herr Schäffler!  
Johannes Müller, Postfach 7357, CH-3001 Bern

LÖCHER IN DER MATRIX

**„Deutschland allein zu Haus: Solo-Verbot irritiert Europa“**  
(n-tv.de, 19.05.2010)

„Schäuble: ‚Die Märkte sind außer Kontrolle‘“ (bild.de, 20.05.2010)  
Prinzipiell ist zu begrüßen, dass sich die Regierung verstärkt in die Funktionsweise von Märkten einarbeiten will. Allerdings erwecken die ersten Schnellschüsse (u.a. Leerverkaufsverbot) den Eindruck, dass die Regierung derzeit weit stärker außer Kontrolle geraten ist, als das über die Märkte gerne behauptet wird.

**„Das ist extrem frustrierend‘ – Kanada lässt Merkel abblitzen“**  
(n-tv.de, 20.05.2010)

Kanada hat ein Problem: Kanadische Banken überstanden die Finanzkrise deutlich besser als die Institute anderer Länder. Weil Kanada daher keine Notwendigkeit für die Einführung der neuen Heilsinstrumente Bankenabgabe und Finanztransaktionssteuer sieht, wird das Land angefeindet. Die naheliegende Frage ist aber doch: Was hat Kanada besser gemacht und was können wir daraus lernen?

**„Brüderle: Ersparnisse sind sicher“** (bild.de, 29.05.2010)

Bei solchen Aussagen ist nicht der Inhalt das Wesentliche, sondern der Umstand, dass der zuständige Minister sich überhaupt entsprechend äußert. Selbstverständliches braucht nicht ausgesprochen zu werden. Wir kennen Vergleichbares von Norbert Blüm: „Die Rente ist sicher.“ Der Rest ist bekannt.

**„Exklusive BILD-Umfrage: Deutsche wollen von der Leyen als Bundespräsidentin“** (bild.de, 02.06.2010)

Zwar wollen „die Deutschen“ das inzwischen offensichtlich nicht mehr, dennoch ein Lehrstück darüber, wie Kandidaten „gemacht“ werden: Bild versuchte, die Merkel-Vertraute von der Leyen zu „einer der beliebtesten Politikerinnen des Landes“ schönzuschreiben. Die Kampagne wurde eingestellt, als im Internet überraschend heftiger Gegenwind aufkam: „Zensursula – not my president!“



**„Elterngeld-Streichung: Käßmann ermutigt zum Widerstand gegen Sparpaket“** (stern.de, 09.06.2010)

Gibt es überhaupt ein Thema, zu dem sich die evangelische Dauer-Vuvuzela, deren „Beruf“ mittlerweile freundlich mit „ehemalige EKD-Ratsvorsitzende“ bzw. „ehemalige Landesbischöfin“ angegeben wird, nicht kompetent fühlt?! Jetzt also Widerstandskämpferin in Sachen Haushaltspolitik.

**„Auch Haushalte ohne Fernseher zahlen künftig GEZ-Gebühren“** (welt.de, 10.06.2010)

Eine bedrückende Entwicklung für die Kollegen vom Staatsfunk. Die dort geleistete Arbeit wird offenbar derart gering geschätzt, dass deren künftige Finanzierung nur durch eine Zwangsabgabe auch des Nicht-Publikums sichergestellt werden kann. Sind Parteien-Propaganda und Volksmusik für einen freien Markt nicht kostendeckend zu produzieren?! Für Smart Investor bezahlen Sie auch künftig nur, falls Sie ihn lesen wollen und niemanden finden, der Ihnen sein Heft leiht. ■

Ralph Malisch

Die „Matrix“ ist im Wesentlichen Propaganda und weist zwangsläufig zahlreiche Widersprüche (=Löcher) sowohl in sich als auch zur Realität auf. Hier hinterfragen wir die Manipulationen von Politik, Wirtschaft und Wissenschaft anhand von deren Spuren in den Medien. Loch gefunden?! Bitte Hinweis mit Quellenangabe an: info@smartinvestor.de, Stichwort „Matrix“.

und auch der europäischen Idee keinen guten Dienst erwiesen. Was bedeutet dies für unsere eingangs erwähnten Thesen? Die Thesen 2 bis 5 und 8 werden sich unserer Ansicht nach als Folge dieses neuen EU-Kurses zwangsläufig auf absehbare Zeit erfüllen.

**Blinder Aktionismus**

Der Staat muss immer mehr ins Wirtschaftsgeschehen eingreifen, um die nun gleichzeitig auftretenden Fliehkräfte, z.B. durch Regulierung der Hedgefonds/Spekulanten, Transaktionssteuer, und Kontraktionskräfte, z.B. durch Rettung von Banken und Staaten, Abwrackprämie, Kurzarbeit usw., zu „bändigen“. Diese interventionistischen Maßnahmen haben jedoch keinen Bezug mehr zur Marktwirtschaft, weshalb sich immer neue undichte Stellen ergeben, die staatlicherseits wieder geschlossen werden müssen. Genau diesen blinden Aktionismus unserer Politiker können wir derzeit beobachten; bestes Beispiel: das Wachstumsbeschleunigungsgesetz, bei dem alleine der Name schon ALLES sagt.

**Staatsverschuldung und Wirtschaftswachstum**

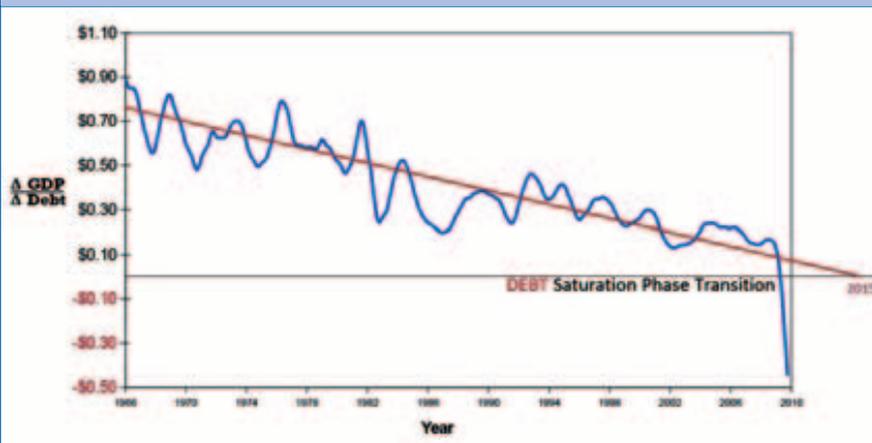
Noch vor 40, 30 oder 20 Jahren zeigten staatliche Eingriffe in die Wirtschaft große Wirkung. Dies lässt sich daran messen, welches absolute Wirtschaftswachstum infolge einer Erhöhung der

Staatsschuld entsteht. Abb. 1 verdeutlicht dies anhand der USA während der letzten 45 Jahre. So verursachte im Jahre 1966 die Ausweitung der Staatsschuld um 1 USD noch ein Wirtschaftswachstum um 0,90 USD (90% Wirkungsgrad). Während damals der „Keynes’sche Multiplikator“ also noch funktionierte und damit die Erhöhung von Staatsschulden noch „volle“ Wirkung zeigte, ließ diese im Laufe der Jahrzehnte immer mehr nach. Für den Analysten Markus Lindermayr vom Researchhaus GBC verliert der staatliche Interventionismus mit der Zeit jedoch immer mehr an Wirkung, was an der fallenden roten Regressionsgeraden zu erkennen ist. Derzeit verläuft sie bei etwa 10%, und im Jahre 2015 etwa dürfte sie die Nulllinie erreicht haben.<sup>2</sup> Lindermayr geht davon aus, dass die staatlichen Stimulierungen immer weiter ausgedehnt werden müssen, damit überhaupt noch irgendein nennenswerter Effekt in der Wirtschaft erzielt werden kann. Und genau dies lässt sich derzeit in der Realität auch beobachten. Die Haushaltsdefizite in den USA und Europa explodieren förmlich. Dies ist ein Charakteristikum des Crack-up-Booms. >>

2) Laut Lindermayr ist das kurzfristige Abtauchen der blauen Kurve (s. Abb. 1 auf S. 52) nur aufgrund einer ungünstigen Stichtagsbetrachtung zustande gekommen, im ersten Halbjahr 2010 dürfte sie bereits wieder deutlich nach oben zeigen. Somit ist nur der Verlauf der roten Regressionsgeraden entscheidend.



ABB. 1: STAATSVerschULDUNG UND WIRTSCHAFTSWACHSTUM



Die Neuverschuldung des US-Staates hat immer weniger positive Auswirkungen auf die Konjunktur. Spätestens im Jahre 2015 dürfte gar keine Wirkung mehr zu erkennen sein. Quelle: www.EconomicEdge.blogspot.com

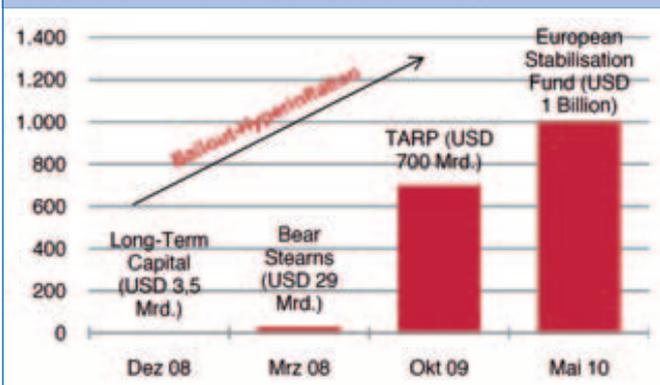
**Gedankenspiel**

Fernab der Implikationen für die Zukunft fragt sich der GBC-Analyst, ob denn die früheren Leistungsträger auch wirklich so zu motivieren gewesen wären, wenn die Finanzierung der Staatsausgaben nicht mit neuen Schulden, sondern mit höheren Steuersätzen erfolgt wäre. Letztendlich ist für Lindermayr der eingeschlagene Schuldenweg nur eine geschickte Täuschung während der letzten Jahrzehnte, welche in den kommenden Jahren durch den anstehenden Staatsbankrott auffliegen dürfte. Konkret: Das hohe Wirtschaftswachstum der letzten Jahrzehnte wäre ohne die staatliche Verschuldung nicht möglich gewesen. Das böse Erwachen wird kommen, wenn der durch das Wirtschaftswachstum angehäufte Wohlstand durch den Staatsbankrott in der Zukunft auf einen Schlag vernichtet wird.

**Inflationierung**

Abb. 1 zeigt also, dass die Staatseingriffe immer drastischer werden müssen, will man die Wirtschaft vor einem Abtauchen in eine deflationäre Depression bewahren. Dies äußert sich einerseits in enormen Rettungspaketen, im Zuge derer gigantische Garantien für die Banken (z.B. mit dem TARP-Programm in den USA) gegeben wurden und in Europa kürzlich das Programm zur Gewährleistung eines europäischen „Stabilisierungsmechanismus“ des Euro initiiert wurde. Die mittlerweile erreichte Dimension dieser vor allem aus Garantieleistungen

ABB. 2: INFLATIONIERUNG DER RETTUNGSPAKETE



Quelle: Assénagon

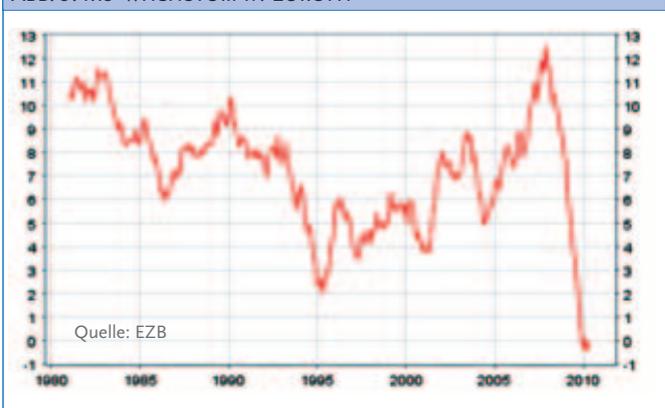
bestehenden Programme zeigt Abb. 2. Damit sind Banken und europäische Staaten weitgehend vor einem Bankrott gerettet, womit die Geldbasis nicht nachhaltig schrumpfen kann. Das europäische M3-Wachstum, welches von Werten über 12,5% im Jahre 2007 auf nunmehr Nullwachstum zurückgefallen ist, dürfte sich angesichts dieser Auffangnetze (staatliche Garantieleistungen) und der zusätzlichen staatlichen Ausgabenerhöhungen (für welche die Rekordneuverschuldungen eingegangen werden) in den kommenden Monaten wieder deutlich zulegen. Die EU-Teuerungsrate liegt nach dem deflationären Schock im Jahre 2008 inzwischen auch schon wieder bei über 1,5% und dürfte sich schnell weiter erhöhen. Schließlich wird der in den letzten

Wochen stark gefallene Euro wegen höherer Einfuhrpreise zu einer sogenannten „importierten Inflation“ führen.

**Zum Thema Teuerung**

Nach wie vor lassen sich viele Anleger vom Mainstream in die Irre führen, wonach bei der derzeitigen unterausgelasteten volkswirtschaftlichen Kapazität keine Teuerung entstehen könne. Dies muss so nicht stimmen. Erstens kommt die Teuerung vor allem über den Import (von Rohstoffen, bei gleichzeitig fallendem Euro), und zweitens entsteht sie vornehmlich im Staatssektor bzw. in vom Staat dominierten Sektoren. Außerdem scheint sich

ABB. 3: M3-WACHSTUM IN EUROPA

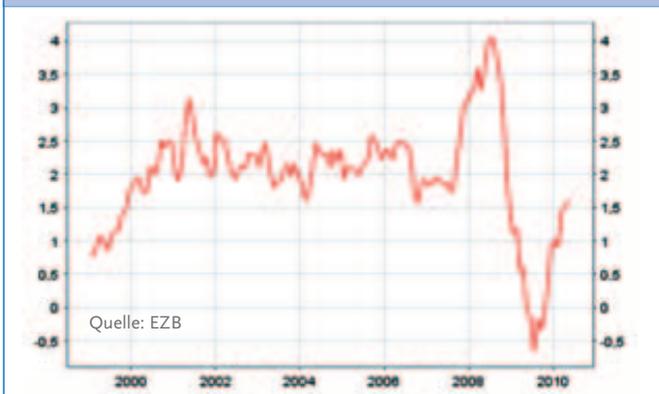


die Kapazitätsauslastung derzeit auch wieder zu verbessern, wie z.B. nach Zahlen von Industrieverbänden wie dem DIHK zu vermuten ist. Demnach ist die Stimmung unter den Unternehmen mittlerweile wieder so gut wie seit 2007 nicht mehr. Eine inflationäre Geldpolitik, wie sie derzeit gefahren wird, MUSS sich irgendwann zwangsläufig in höheren Preisen niederschlagen.

**Crack-up-Boom und Bullenmarkt**

Auch unsere Thesen zur Konjunktur und zur Börse hinterfragen wir ständig. Leider, aus Sicht unserer Zweifler, und Gott sei Dank aus Sicht unserer Befürworter können wir hier nichts Neues erzählen. Wir stehen weiterhin zu allen den von uns diesbezüglich vorgebrachten Thesen. D.h. die Konjunktur wird sich in großen Schritten erholen, wobei hier eher exportorientierte größere Unternehmen betroffen sein dürften (wegen schwa-

ABB. 4: TEUERUNG EU



chem Euro), wohingegen weite Teile des Mittelstands vom Aufschwung nur wenig mitbekommen dürften.

Auch besteht aus Bewertungsüberlegungen heraus am Aktienmarkt durchaus Kursphantasie, wie die Analyse des Fondsmangers Peter Dreide zu vor allem amerikanischen Technologietiteln zeigt (siehe S. 64). Gut positionierte Unternehmen (wie z.B. Cisco) werden heutzutage demnach mit deutlich zu tiefen Gewinn-Multiples bewertet, woraus sich gehöriges Aufwärtspotenzial ableiten lässt. Gemäß Dreides Überlegungen wäre so ein Kursanstieg für den Gesamtmarkt von bis zu 50% zu rechtfertigen. Und auch die Betrachtung zum thailändischen Aktienmarkt auf S. 6 verdeutlicht, dass in diesem Entwicklungsland trotz der jüngsten Unruhen der Bullenmarkt weitergehen dürfte.

#### Überlegungen zur WM, zum Mai und zum Dekadenzyklus

Derzeit werden viele Analysen herangereicht, die aus zyklischer Sicht ein schlechtes Abschneiden der Börsen für 2010 nahelegen. Da werden einmal Auswertungen vorgestellt, wonach Fußball-WM-Jahre speziell für den DAX eine weit unterdurchschnitt-

liche Performance brachten. Auch wird derzeit gerne darauf hingewiesen, dass mit dem Mai in der Regel die schlechtere „Börsenjahreszeit“ beginnt, und schließlich weisen einige Analysten auch darauf hin, dass zu Beginn einer Dekade oftmals die Hochs von mehrjährigen Bullenmärkten ausgebildet werden.

Alle diese Korrelationen sind tatsächlich statistisch für die Vergangenheit nachzuweisen, allerdings gehen wir davon aus, dass sie im Jahre 2010 nicht greifen werden. Dies liegt vor allem an den außerordentlichen Umständen. Denn die massiven Staatseingriffe eliminieren jedes marktinterne Zyklusmuster und überlagern es mit einem nominalen Crack-up-Bullenmarkt. Wir kommen daher nicht umhin, unsere äußerst bullische Einschätzung von Anfang des Jahres hier nochmals zu wiederholen. Demnach messen wir unserem heimischen Aktienmarkt bis Jahresende noch ein Kurspotenzial von 20 bis 30% bei. Und auch über das Jahr 2010 hinaus sehen wir für Aktien und Rohstoffe eine Fortsetzung des Aufwärtstrends. Lesen Sie hierzu auch die Charttechnik auf S. 54.

#### Fazit

Unsere Thesen bezüglich unseres Finanzsystems und zur Zukunft unserer Gesellschaft, der Wirtschaft und der Börse halten wir weiter aufrecht. Dass damit einige dramatische Entwicklungen verbunden sind, können und wollen wir an dieser Stelle nicht verschweigen. Letztendlich sind wir nicht die Gestalter, sondern allenfalls die Interpreten der Umstände bzw. die Prognostiker der Zukunft. Und dies wollen wir auf eine unvoreingenommene und aufrechte Weise tun. Unsere Intention ist es nicht, wie uns Jürgen Schmitt im Interview unterstellt, Panik zu schüren, sondern dem geneigten Leser die unserer Ansicht nach wahrscheinlichsten Entwicklungen aufzeigen. Und zwar ohne Rücksicht darauf, ob sie positiv oder negativ ausfallen. Alles andere würde den Namen „Analyse“ nicht verdienen. ■

Ralf Flierl

## SENTIMENTTECHNIK

# Der Mensch als „Herdentier“

Der Mensch ist ein „Herdentier“ und damit per se nicht dafür geeignet, an der Börse Erfolg zu haben. Darauf weist z.B. James Montier im Interview auf S. 18 hin. Aber blicken Sie selbst auf das Titelbild des Economist vom Ende Mai 2010. Wir empfinden dabei nichts Gutes, denn die aus dem Wasser ragende Haiflosse lässt uns instinktiv eine Gefahrenmeldung ins Hirn schießen. Und das geht den meisten von uns so. Wer laufend nach Bestätigungen für seine Meinung sucht, um irgendwann schließlich zur Tat zu schreiten, wird am Ende doch nur das tun, was die Masse bereits getan hat. Und damit ist man an der Börse in der Regel zu spät.

Eine Möglichkeit, dieses Dilemma zu umgehen, besteht darin, sich seine natürlichen Reflexe bewusst vor Augen zu führen, in den jeweiligen Kontext zu stellen und gegebenenfalls dann entgegen der allgemeinen Erwartungshaltung zu handeln. Nehmen wir wieder das Beispiel von der Haiflosse. Es suggeriert ein nochmal-

ges Abtauchen in die Rezession. Auch ein nochmaliger Deflationsschock wird ja derzeit von vielen Analysten erwartet (siehe S. 26). Wenn wir aber das volkswirtschaftliche Umfeld betrachten, so stellen wir überall aufwärts gerichtete Trends fest.



„The Economist“ vom 29. Mai 2010

In der Sentimenttechnik werten wir diese Konstellation als positiv. Denn alle Ängstlichen und Zauderer, die dem konjunkturellen Braten und den Börsenaufwärtstrends noch nicht trauen, sind spätere potenzielle Käufer. ■

Ralf Flierl

# Ungewöhnliche SKS-Häufung

*Viele Charts weisen große Umkehrformationen auf*

Gemäß der Crack-up-Boom-These ist Smart Investor bullish für Aktien und Rohstoffe in den kommenden zwei bis vier Jahren. Solche langen Bullenmärkte sollten sich normalerweise auch in den derzeitigen Chartbildern andeuten oder zumindest erahnen lassen. Und tatsächlich: Eine ganze Reihe von Märkten weist Formationen auf, welche auf nachhaltige Wenden nach oben schließen lassen.

## DAX

An unserem heimischen Aktienmarkt lässt sich mit etwas Phantasie eine sich fast über neun Monate erstreckende Schulter-Kopf-Schulter-Formation, kurz: SKS, erkennen (hellgrün eingezeichnet).



net). Die nahezu waagerechte Nackenlinie wurde nach dem Ausbruch noch einmal von oben her touchiert, bevor es weiter in Richtung Norden ging. Auch wenn die Entwicklung seit dem Überwinden der Nackenlinie nicht gerade sehr dynamisch verläuft, so werten wir doch das Chartbild als eine klassische Umkehrformation mit längerfristiger Indikation. Dafür spricht auch die weiter ansteigende 200-Tage-Linie sowie eine erst kürzlich ausgebildete Flaggenformation (zwischen den zwei blauen parallelen Linien).

## Gold

Auch der Inflationsschutz schlechthin, Gold, weist ein sehr bullishes Chartbild auf. Diese SKS verläuft fast lehrbuchmäßig, allerdings stellt sie hier keine Umkehr-, sondern eine Konsolidierungsformation dar, da der Goldpreis bis zur Ausbildung der SKS bereits angestiegen ist. Auch die nach der SKS dynamische nach oben gerichtete Bewegung entspricht durchaus dem Lehrbuch.

## Mais

Aber auch völlig andere Rohstoffe, welche in letzter Zeit nicht viel von sich reden machten, bilden Kursmuster aus, welche irgend-



wann einmal als Umkehrformationen gesehen werden könnten. Mais (engl.: Corn) zum Beispiel vollbrachte im selben Zeitraum wie der DAX einen großen Doppelboden (rot markiert). Während der erste Boden in Form eines schnellen Spikes stattfand, genehmigte sich der zweite deutlich mehr Zeit. Zudem könnte der zweite Boden zugleich der Kopf einer sich über eineinhalb Jahre erstreckenden SKS sein. Aber Vorsicht! Die hier gemachten Bemerkungen sind allenfalls als Ahnung zu verstehen, denn noch sind die endgültigen Signale nicht gegeben worden. Vielmehr sollte man Mais aufgrund dieses Chartbilds auf die Beobachtungsliste setzen.



## Fazit

Viele Aktienindizes wie z.B. der DAX und Rohstoffe wie Gold und Mais deuten mit ihren Kursverläufen an, dass man zukünftig vermutlich noch sehr viel höhere Kurse erwarten darf. Insofern sehen wir darin auch eine gewisse Bestätigung für unsere Crack-up-Boom-These.

Ralf Flierl

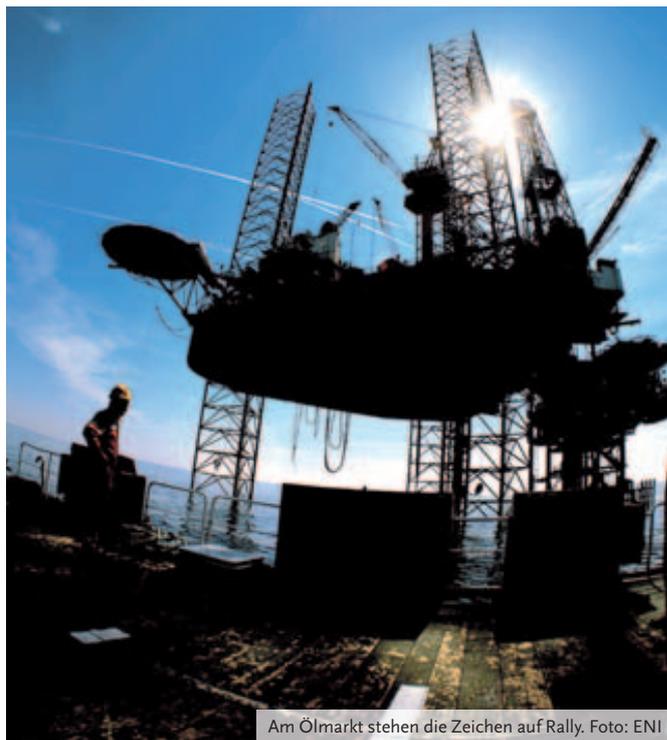
# Ölpreis in saisonal positiver Phase

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

Ein Blick in die Mainstream-Medien genügt momentan um zu erkennen, dass die Verunsicherung der Anleger groß ist, da sich die Autoren nicht zu einem eindeutigen Votum bekennen können. Am 17.06. schrieb das Handelsblatt „Wie Sie von Deflation und Inflation profitieren“, am gleichen Tag erschien die jüngste Ausgabe des Anlegermagazins Börse Online als Doppelausgabe „Gewinnen in der Inflation – Gewinnen in der Deflation“. Demnach kann man als Anleger nur gewinnen ... Mit Blick auf die Kapitalmarktentwicklung lässt sich diese unentschlossene und ratlose Haltung der Autoren erklären, da der S&P 500 eine Jahresperformance von 0% aufweist und auch Rohstoffe wie Erdöl genau dort stehen, wo sie zum Jahreswechsel auch standen. Salopp ausgedrückt: Es hat sich bis jetzt nichts geändert, und dies bedeutet im Umkehrschluss, dass die reflatorische Kapitalmarktentwicklung seit März 2009 anhält.

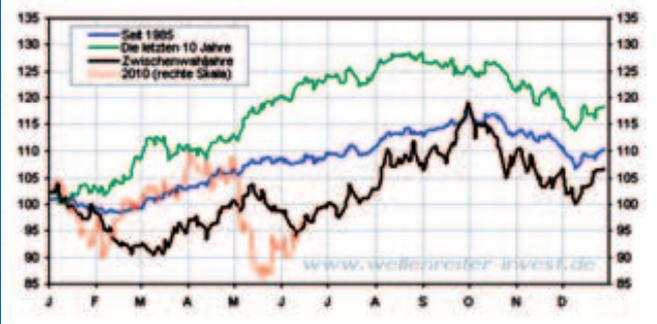
## Bereinigung der hohen spekulativen Positionierung am Terminmarkt

Nach einer dreizehnmönatigen Aufwärtsentwicklung hatte sich an den Märkten eine hohe spekulative Positionierung aufgebaut, die in den letzten Wochen deutlich korrigiert wurde. Ein Blick auf den CoT-Report vom 15.06.2010 zeigt die starke Korrekturbewegung spekulativer Positionen für den Rohstoff Erdöl exemplarisch an. Die Commercials besaßen bereits Mitte Januar und im März/April 2010 eine historisch betrachtet extrem hohe Netto-Short-Positionierung, die sie vor einem Kursrückgang schützen sollte. Die Schwächephase führte zu einer starken Korrektur in der Positionierung der Commercials, die mit einer Netto-Short-Positionierung von 27.938 Kontrakten nur noch in einem geringen Ausmaß Absicherungsbedarf sehen. Das aktuelle Niveau liegt nahezu auf demjenigen von Mitte Juli 2009 und sogar etwas niedriger als Anfang Februar 2010, so dass einem neuen Preisanstieg auf die alten Preishochs grundsätzlich nichts im Wege steht. Das Verhalten von Erdöl



Am Ölmarkt stehen die Zeichen auf Rally. Foto: ENI

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



steht symptomatisch auch für die Aktienmärkte, da der Erdölpreis in den letzten 18 Monaten wie ein Aktienderivat handelte.

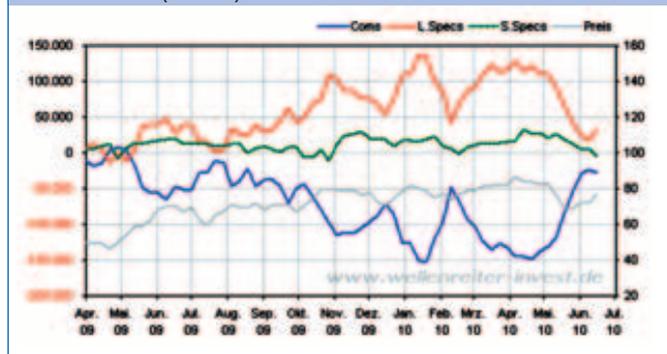
Aus saisonaler Sicht ist ohnehin ein Preisanstieg im Rahmen einer „Sommerrally“ zu erwarten, die in den Durchschnitten bis August oder Oktober anhält.

## Fazit

Der 8. Juni 2010 steht für ein wichtiges Preistief am US-Aktienmarkt, der Erdölpreis zeigte hierbei mit einem zweiten höheren Preistief relative Stärke und hat Chancen auf eine V-förmige Erholungsbewegung. Für die kommenden Wochen ist an den Kapitalmärkten Inflation, das „Aufblasen“ der Anlageklassen im Rahmen einer „Sommerrally“, zu erwarten.

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

ABB. 1: ERDÖL (CRUDE)



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

# Stabile Rangordnung

*Zwar kamen die meisten Indizes per Saldo voran, an der Rangfolge änderte sich jedoch wenig*

Die größte Bewegung war im Berichtsmonat bei Rohöl zu verzeichnen, das sich um acht Ränge verbessern konnte und damit den Einbruch des Vormonats teilweise kompensierte. Obwohl die Ereignisse im Golf von Mexiko die Schlagzeilen seit Wochen beherrschen, erfolgte der Anstieg bislang ohne große Dynamik. Im restlichen Universum ging es sogar ausgesprochen ruhig zu, zumindest was die relativen Bewegungen betrifft. Im Wesentlichen behielten also die Anleger ihre Präferenzen und die Indizes ihre Platzierungen, obwohl sich absolut bei den meisten Titeln per Saldo ein leichter Zuwachs ergab.

Angesichts der nach wie vor unübersichtlichen Lage an der Währungsfront kann es nicht verwundern, dass Edelmetallanlagen weiter als „Sichere Häfen“ wahrgenommen werden und ihre Platzierungen in der Spitzengruppe verteidigen konnten. Vielen Anlegern wurde schlagartig bewusst, dass sie in diesem Bereich nicht, oder nicht ausreichend, positioniert sind, und sie wollten das am liebsten umgehend korrigieren. Wer weniger Handlungsdruck verspürt, sollte einen der Edelmetall-typischen heftigen Kursrücksetzer für Neudispositionen abwarten.

Eine nicht ganz unerwartete Entwicklung beobachten wir in Thailand (siehe Beitrag ab. S. 6): Kaum ebten die Unruhen und(!) vor allem die Berichterstattung darüber ab, rückte der thailändische S.E.T.-Index erneut in die Me-

dailenränge vor (Rang 3). Bereits vor der Zuspitzung der innenpolitischen Lage rangierte der Index auf Rang 1, und selbst im größten Chaos stürzte er lediglich bis in das Mittelfeld ab. Nicht nur, dass politische Börsen häufig tatsächlich die sprichwörtlich kurzen Beine haben, die Relative Stärke signalisiert seit Monaten einen positiven Unterton, unabhängig von den jeweiligen Tagesaktualitäten. Apropos politische Börsen: Aktuell wurde der südkoreanische KOSPI-Index von der Kriegsrhetorik seines nördlichen Nachbarn wieder einmal in Mitleidenschaft gezogen. Dass der relative Rückgang bislang moderat blieb (Minus fünf Ränge auf Rang 10), werten wir als positives Zeichen.

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		VOILA
		18.6.	14.5.	16.4.	20.3.	19.2.	22.1.	4 Wo	6 Mo	3 JHR	STEIG.%	ABST.%	REL.
HUI *	USA	1	2	21	23	17	24	84	94	93	+0,07	+14,0	0,6
GOLD		2	3	16	14	3	13	100	100	100	+0,07	+9,9	1,0
S.E.T.	THAI	3	4	14	1	9	9	87	76	75	+0,12	+7,0	1,1
SILBER		4	1	10	16	22	12	100	81	82	+0,04	+7,2	0,9
SENSEX	INDIEN	5	7	5	3	12	8	88	79	70	+0,03	+3,0	0,9
NASDAQ 100	USA	6	6	2	2	2	10	80	55	72	+0,05	+1,6	1,5
DJIA 30	USA	7	8	9	10	5	16	87	42	51	+0,00	-0,8	1,6
MDAX	D	8	11	13	15	16	15	92	85	58	+0,12	+7,3	1,3
S&P 500	USA	9	9	7	5	7	17	84	37	48	+0,01	-1,2	1,6
KOSPI	KOREA	10	5	3	7	11	3	84	71	65	+0,03	+2,8	1,0
ROHÖL		11	19	11	8	1	19	67	36	38	+0,07	-1,4	1,1
HANG SENG	HK	12	14	19	18	24	23	97	35	44	-0,07	-2,7	0,8
H SHARES	CHINA	13	15	18	19	25	25	89	34	42	-0,10	-3,2	1,0
DAX	D	14	18	20	20	21	22	84	86	56	+0,07	+4,8	0,9
SMI	CH	15	16	15	11	8	14	74	40	50	+0,03	-0,6	1,1
NIKKEI 225	J	16	10	12	6	14	4	76	27	26	-0,01	-4,3	1,3
REXP 10 *	D	17	17	24	24	19	21	52	94	98	+0,04	+3,9	1,0
RTX	RUS	18	12	1	4	4	1	92	41	41	-0,03	-5,0	1,1
ALL ORD.	AUS	19	13	6	12	10	6	74	34	38	-0,01	-3,2	1,4
FTSE 100	GB	20	20	17	17	15	18	78	33	53	-0,01	-2,8	1,1
CAC 40	F	21	24	23	22	23	20	83	44	32	-0,03	-2,8	1,1
TECDAX	D	22	23	22	21	13	11	88	47	56	-0,04	-3,3	1,4
PTX	POLEN	23	22	4	13	18	2	55	28	39	+0,02	-4,0	1,0
SHENZHEN A	CHINA	24	21	8	9	6	5	22	11	49	-0,15	-11,8	1,1
MERVAL	ARG	25	25	25	25	20	7	82	49	88	+0,04	+0,3	0,6
IBEX 35	E	26	26	26	26	26	26	87	35	34	-0,12	-6,7	1,4

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

# Robuster Aktienmarkt!

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale, [www.boersensignale.de](http://www.boersensignale.de)

Für die Untergangspropheten überraschend, konnten sich die Aktienkurse weltweit in den letzten Wochen dem allseits prognostizierten Baisstrend widersetzen, trotz der Öl-Katastrophe im Golf von Mexiko, trotz Euro-Krisengerede, trotz Sparpaketen zur Dämpfung der Staatsschulden. Für die Leser des Smart Investor war es keine Überraschung. Denn es war schlicht keine Mehrheit an Signalen für eine Aktien-Baisse erkennbar, abgesehen vom Saisonfaktor, der von einem Sommerloch von Ende Mai bis Mitte September ausgeht. Aber dieser Indikator war bereits in den vergangenen vier Jahren unzuverlässig gewesen und wird in unserer Intermarket-Analyse auch nicht mehr sehr hoch gewichtet.

Dass die Kurse nicht mehr einbrachen, trotz Weltuntergangsstimmung bei den Anlegern, bestärkt mich in der Annahme, dass es in diesem Jahr zu keiner Aktienbaisse kommen wird. Allenfalls könnten sich die heftigen Kursschwankungen noch bis in den September hinein in einer „Seitwärtsbewegung“ fortsetzen. Unser Gesamtsystem zeigt auch weiterhin keine Gefahr an, wie Sie im Folgenden sehen. Im Gegenteil könnte der sinkende CRB-Index sogar ein zusätzliches Kaufsignal für Aktien geben.

**Das Gesamtsystem: Positiv 3:0!**

**Zinsstruktur: Positiv!** Dieser Indikator ist noch weit von einem Warnsignal für die Konjunktur entfernt. Der Abstand der Anleihezinsen zu den Geldmarktzinsen beträgt im gleitenden Durchschnitt noch immer 2,03%.



Nach dem Signal-Modell von Uwe Lang hat die Hausse derzeit Vorfahrt.



**Index-Trend-Methode (Nasdaq-DowUtility-DAX): Positiv!** Nasdaq, Dow Utility und DAX bleiben gut behauptet, daher bleibt dieser Indikator im Plus. Für eine negative Wende müsste der Nasdaq Composite unter 2.141 Punkte fallen.

**Die übrigen 5 Indikatoren melden 3:2**

**Anleihezinsen: Positiv!** Bekanntlich sind die Anleihezinsen weiter deutlich im Sinken und keine Konkurrenz für den Aktienmarkt. Zwar ist das nicht immer ein gutes Zeichen, vor allem nicht in einer Rezession. Aber solange die kurzfristigen Zinsen am Geldmarkt nicht eine gegenläufige Bewegung aufweisen, bleibt es für den Aktienmarkt günstig.

**Ölpreis: Positiv!** Der Ölpreis (Mitte Juni 75,50 USD für Brent-Öl) hat wieder angezogen, aber noch kein 6-Wochen-Hoch erreicht.

**CRB-Rohstoff-Index: Negativ!** Der CRB-Index liegt im Vorjahresvergleich im gleitenden Durchschnitt noch um 5,2% höher. Deshalb ist der Indikator noch negativ. Der Trend scheint sich aber bald umzukehren.

**US-Dollar-Euro: Positiv!** Der Euro war bereits unter 1,20 US-Dollar gesunken; derzeit 1,21 USD. Solange der Euro nicht wieder kräftig steigt, ist diese Konstellation für den Aktienmarkt günstig.

**Saisonfaktor 16 Wochen: Negativ!** Die gefährlichsten 16 Wochen im Durchschnitt der letzten zehn Jahre haben Ende Mai begonnen und enden erst am 17. September.

**Fazit**

Zinsstruktur und Index-Trend bleiben positiv, und unsere restlichen fünf Indikatoren sind ebenso mehrheitlich im Plus. Unser Gesamtsystem gibt also weiterhin keine Anzeichen eines Warnsignals. Es sind also wieder Käufe am Aktienmarkt angesagt. Freilich sollten Sie sicherheitshalber Aktien verkaufen, die ein Neun-Monats-Tief melden. Näheres dazu unter [www.boersensignale.de](http://www.boersensignale.de)

# Droht ein Goldverbot?

Zunehmende Regulierung der Kapitalmärkte und Überlegungen, bestimmte Investitionsvehikel vollständig zu verbieten (siehe Titelstory S. 12), lassen die Sorge aufkommen, dass einzelne Staaten auch den privaten Goldbesitz verbieten könnten.

Foto: Heraeus

Neu wäre dies nicht – oft genug ist es schon vorgekommen. Das bekannteste und berühmteste Besitzverbot fand am 5. April 1933 in den USA statt: Der damalige Präsident Franklin D. Roosevelt stellte den Besitz des Edelmetalls unter drakonische Strafen. Lediglich Münzen und Schmuck im Wert von max. 100 USD<sup>1</sup> durfte jeder Bürger noch besitzen. Sammlermünzen waren von dem Verbot allerdings ausgenommen.



Die berühmte Executive Order 6102 – sie ermöglichte Roosevelt die darauffolgende Abwertung des US-Dollars.

Auch die Sowjetunion, das Dritte Reich und viele andere, zu meist totalitäre Staaten erließen teilweise oder vollständige Verbote für den Besitz des Edelmetalls.

## Wiederholt sich die Geschichte?

Bevor wir diese Frage angemessen beantworten können, müssen wir uns vor Augen führen, dass wir heute eine völlig andere Situation haben als beispielsweise 1933. Gold wird heutzutage nicht mehr als Geld wahrgenommen, da es in unserer Gesellschaft nicht mehr (oder nur äußerst selten) als Zahlungsmittel verwendet wird. Für die meisten Bürger ist Gold nach wie vor einfach nur ein „barbarisches Relikt“ ohne sonderlichen Nutzen. Es wäre nur schwer zu vermitteln, warum

nun plötzlich der Besitz von Gold verboten sein soll, da dies doch nur das Hobby einiger wunderlicher Münzsammler und verwirrter Weltuntergangspropheten zu sein scheint. Hinzu kommt, dass unsere Welt kleiner geworden ist. Nur ein globales Verbot wäre wirklich effektiv, es ist aber nicht zu erwarten, dass China oder Indien bei so etwas mitspielen würden. Allerdings hat die Diskussion um die Transaktionssteuer gezeigt, dass solche Überlegungen im Denken der politischen Klasse eher selten vorkommen.

## Es müssen nicht Verbote sein

Neben richtigen Verboten existieren natürlich auch andere Mittel, den Bürgern ihre Edelmetallversicherung abzunehmen. Besonders beliebt waren patriotische Aufrufe, das Vaterland mit Gold zu unterstützen. Der Spruch „Gold gab ich für Eisen“ kam das erste Mal während der Befreiungskriege gegen Napoleon 1813 auf und wurde während des 1. Weltkriegs nur allzu gerne wiederbelebt. Dies ging so weit, dass sogar Deutschstämmige in Übersee ihr Gold für das Kaiserreich gaben (vgl. Abb. 3).



Deutschstämmige US-Amerikaner spendeten ebenfalls Gold für das deutsche Kaiserreich.

Durch den sozialen Druck, der erzeugt wurde, waren solche Aufrufe oft deutlich effektiver als die reinen Verbote. Nach der Einführung des Goldbesitzverbots in den USA wurden beispielsweise nur ca. 30% des in privatem Besitz befindlichen Goldes abgeführt. Daneben bestehen natürlich noch weitere subtile Methoden, die Bürger vom Kauf von Gold abzuhalten – beispielsweise indem es als unattraktives Anlageinstrument („Gold zahlt keine Zinsen“) dargestellt wird. Hierbei sind vor allem Banken federführend, denn die verdienen am Verkauf des Edelmetalls wenig. Ausgeklügelte Finanzprodukte, die einen dauerhaften Cashflow garantieren, sind für die Finanzindustrie schon deutlich interessanter.

## Zeichen eines drohenden Goldverbots

Gold wird sicherlich nicht – wenn überhaupt – von heute auf morgen verboten werden. Vielmehr dürfte es zahlreiche Vorwarnungen ge-



Auch Nazideutschland untersagte den Handel und Besitz von Edelmetallen.

<sup>1</sup>) Das entsprach etwas weniger als 3 Unzen Gold, da der Dollar kurz nach dem Verbot gegenüber Gold von 20,67 USD auf 35 USD pro Unze abgewertet wurde.

Im „duftenden Hafen“ Hongkong dürfte Gold wohl kaum verboten werden. © das farbam / Jo Schmaltz @ flickr.com

EDELMETALLPREISE, -INDIZES UND -RATIOS

	KURS				VERÄNDERUNG		
	18.06.10	14.05.10	04.01.10	02.01.06	ZUM VOR- MONAT	SEIT JAHRES- BEGINN	SEIT 01.01.06
GOLD IN USD	1.256,00	1.236,50	1.121,5	516,9	1,6%	12,0%	143,0%
GOLD IN EUR	1.015,61	993,97	777,5	437,3	2,2%	30,6%	132,2%
SILBER IN USD	18,77	19,64	17,2	8,9	-4,4%	9,3%	111,6%
PLATIN IN USD	1.578,00	1.721,00	1.500,0	966,5	-8,3%	5,2%	63,3%
PALLADIUM IN USD	484,00	536,00	421,0	254,0	-9,7%	15,0%	90,6%
HUI (INDEX)	493,73	487,47	444,8	298,8	1,3%	11,0%	65,3%
GOLD/SILBER-RATIO	66,92	62,96	66,8	56,5	6,3%		
DOW JONES/GOLD-RATIO	8,32	8,56	9,4	21,2	-2,8%		

ben, bevor der finale Schritt eines Besitzverbotes kommt. Der erste Schritt in diese Richtung dürfte eine Erhebung der Mehrwertsteuer auf Anlagegold sein. In der Richtlinie 98/80/EG des EU-Ministerrats wurde eine Sonderregelung für Anlagegold beschlossen, die die Erhebung der Mehrwertsteuer aufhob. Ein solcher Beschluss kann aber natürlich wieder rückgängig gemacht werden. Sollte dann plötzlich auch die Abgeltungsteuer zu entrichten sein – bisher sind angefallene Gewinne in Gold nach einer Haltefrist von einem Jahr steuerfrei –, könnte dies ein weiteres Anzeichen sein. Neben ersten Hinweisen auf ein drohendes Verbot wären dies dann ganz konkrete Maßnahmen, Goldinvestments unattraktiv zu machen. Damit einhergehen dürfte die Diffamierung von Gold als Geldwäsche- und Steuerhinterziehungsmittel, und im Zweifelsfall dient es natürlich auch dem internationalen Terrorismus als Finanzierungsmittel. Die Wiedereinführung der Vermögensteuer ließe sich als großer Schritt in Richtung eines Verbots interpretieren. Der Anleger wäre dann plötzlich gezwungen, dem Finanzamt gegenüber genauestens Rechenschaft abzulegen, wie viel Gold er wo besitzt. Andernfalls müsste er sich für die Illegalität entscheiden und die inzwischen hart sanktionierte Straftat der Steuerhinterziehung bzw. des Steuerbetrugs begehen. Mit dem Wissen um die Vermögenswerte seiner Bürger könnte der Staat dann natürlich relativ bequem das physische Gold einsammeln.

**Lassen Sie sich nicht verrückt machen!**

Gerüchte über ein baldiges Goldverbot tauchen immer wieder auf. Bemerkenswert daran ist häufig, wer diese Gerüchte verbreitet: Fondsmanager beispielsweise, die es lieber sähen, wenn das Kapital der Anleger in ihre (Gold-)Fonds fließen würde als in physisches Gold. Auch Händler von Sammlermünzen schüren gerne derartige Ängste, selbstverständlich nicht ohne den Hinweis, dass das Besitzverbot in den USA Sammlermünzen nicht betraf. Hier sollte man sich nicht verrückt machen lassen und sich mit kühlem Kopf mit der Frage der Lagerung auseinandersetzen. Der Anleger muss sich grundsätzlich darüber klar werden, wie er die Wahrscheinlichkeit für ein totales Verbot und für einen glimpflicheren Verlauf einschätzt. Die Zukunft ist ungewiss, allerdings denken wir, dass der „smarte Investor“ immer auch eine Strategie für den „worst case“ haben sollte.

**Wie kann man sich schützen?**

Das Wichtigste ist natürlich zunächst, den Kauf von physischem Gold möglichst anonym zu tätigen, d.h. als Tafelgeschäft

unterhalb der Meldesumme. Wer Gold ausschließlich als Versicherung kauft, der möchte einen absoluten Zugriff auf diese Versicherung. Das Gold wird dann also zu Hause oder an einem sicheren Ort, der 100%igen Zugriff garantiert, gelagert werden. Dass staatliche Büttel von Tür zu Tür gehen, um Gold zu konfiszieren, erscheint äußerst unwahrscheinlich. Diese Lagermethode dürfte sich jedoch als unzureichend für Investoren entpuppen, die über einen größeren Geldbeutel verfügen. Jene werden sich wohl oder übel für mehrere Lagerstätten entscheiden: ein Teil zuhause, ein Teil in einem Bankschließfach – hier wäre es dann zumindest ratsam, über ein 24h-Schließfach<sup>2</sup> zu verfügen. Bedenkenswert ist dann auch eine Lagerstätte außerhalb der EU bzw. der USA. Insbesondere Asien, hier vor allem dürften Hongkong und Singapur bevorzugte Lagerorte sein, aber auch die Schweiz sollte im Fall der Fälle ihrem Gold eine größere Sicherheit bieten können.

Wer Gold daneben auch zu Spekulationszwecken kauft, der kann es sich natürlich durch Investitionen in Papiergold leichter machen – allerdings gilt es zu bedenken, dass gerade ETFs im Verbotsfalle extrem gefährdet sind. Hier kann der Staat das von den Anlegern akkumulierte Gold einfach beschlagnahmen. Goldminenaktien hingegen könnten von einem Verbot sogar profitieren, nach dem Verbot in den USA stieg der Kurs der damals größten Goldminengesellschaft Homestake Mining noch einmal stark an. (vgl. Abb. 1)



2) Dies sind automatische Schließfächer, zu denen man via EC-Karte und PIN Zugang erhält und die sich normalerweise in einem eigenen abgeschlossenen Raum befinden.

Anzeige

# Silber: Warum so volatil?

Gastkolumne von James Turk



Silber ist das volatile Edelmetall schlechthin. Wenige Wochen vor dem Kollaps von Lehman Brothers (Sept. 08) benötigte man 51 Unzen Silber zum Kauf von einer Unze Gold. Auf dem Höhepunkt des Marktchaos einen Monat später brauchte man 84 Unzen, um eine Unze Gold zu kaufen. Was macht Silber so volatil?

Im Wirtschaftsjargon: Die Silbernachfrage ist „elastisch“, die des Goldes „unelastisch“.

Elastische Nachfrage bedeutet, die Präferenzen der Menschen sind veränderlich. Unelastisch hingegen bedeutet, dass eine Sache unabhängig vom Preis angeschafft wird. Die steigenden Benzinpreise der letzten Jahre haben z.B. die Nachfrage kaum verringert. Trotz steigender Preise sank der Verbrauch nicht. Menschen sind derzeit nicht preispfindlich, doch höhere Preise könnten die Nachfrage verändern, sprich elastischer machen.

Wenn die Nachfrage nach Gold aufgrund von monetären Problemen steigt, steigt eigentlich die Nachfrage nach Edelmetall-Geld. Auch auf Silber trifft das zu: Silber ist Edelmetall und genau wie Gold auch Geld. Funktionell ist Silber ein guter Goldersatz. Beide sind physische Anlagen, beide sind Geld ohne Kontrahentenrisiko.

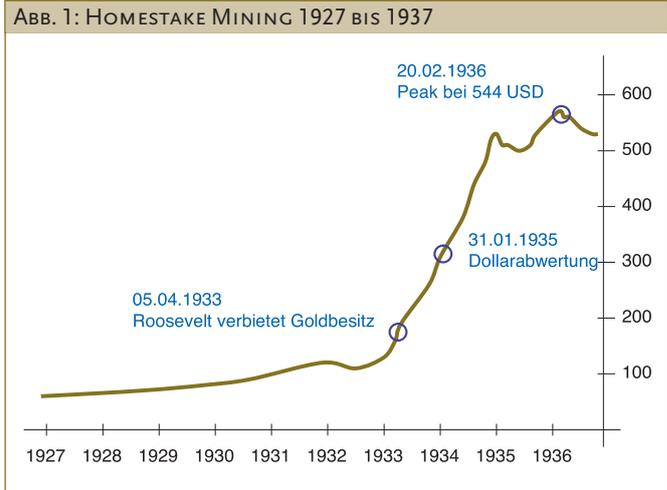
Steigende Nachfrage nach Edelmetall-Geld hat Einfluss auf beide Edelmetalle. Auf Silber in erhöhtem Maße, da die Silbernachfrage elastischer ist.

Die Nachfrage ist nicht messbar, aber Nachfrageveränderungen erkennt man am Verhältnis von Gold und Silber zueinander, dem sog. Gold-Silber-Ratio.

Wird vermehrt Edelmetall-Geld gekauft, fließt Geld in Gold und Silber – das Ratio fällt. Kehrt das Vertrauen in Landeswährungen zurück, fließt es wieder zurück, aber erst dann, wenn die eigentlichen Ursachen der Währungsflucht (z.B. steigende Inflation, Banken Krisen etc.) gelöst sind. Silber ist davon stärker betroffen als Gold, denn die Nachfrage ist elastischer – also steigt das Verhältnis.

Bin ich langfristig gesehen gegenüber Gold sehr bullish, so bin ich dies noch mehr bei Silber. Historisch betrachtet liegt das Gold-Silber-Ratio bei 1:16. Gold und Silber steigen weiter im derzeitigen Bullenmarkt, und ich gehe davon aus, dass Silber noch schneller als Gold steigt und dass das Gold-Silber-Ratio schließlich 1:16 anstrebt.

*Nach einem Wirtschaftsstudium an der George Washington Universität (Washington D.C.) arbeitete James Turk u.a. bei der Chase Manhattan Bank und für die Rohstoffabteilung der Abu Dhabi Investment Authority. Seit 1987 verfasst er den FreeGoldMoneyReport (www.fgmr.com) und gründete 2001 GoldMoney (www.goldmoney.com).*



## Fazit

Ein richtiges Goldverbot zeichnet sich (noch) nicht ab. Die breite Masse nimmt die bedrohliche Situation an den Finanzmärkten kaum wahr oder lethargisch hin. Nur die allerwenigsten versuchen sich gegen einen Zusammenbruch des Währungssystems zu schützen. Solange sich dies nicht ändert, dürfte Gold von den schlimmsten staatlichen Zugriffen verschont bleiben.

Fabian Grummes

## Cross Links

### GoingPublic Magazin 7/2010



- ◆ Life Sciences: Neue Spielregeln für Biotech-Unternehmen
- ◆ IPO-Rückblick: kurzes Aufbäumen im 1. Halbjahr
- ◆ Immobilienaktien – wieder Chancen für Betongold?
- ◆ Reporting: Standards für Small und Mid Caps

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

### VentureCapital Magazin 7-8/2010



- ◆ Appetit auf Übernahmen nimmt (langsam) zu: Stärkere M&A-Belebung im Herbst erwartet
- ◆ Vleierorts steile Lernkurven – aktueller Stimmungsbericht aus China
- ◆ E-Mobilität zwischen Förderung, Vorgaben und Verdrängung
- ◆ Investor im Portrait: Robert Bosch Venture Capital GmbH
- ◆ Fallstudie Govecs: Leise Power aus der Steckdose

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

## Buy: Centrotec

Manch einer denkt wehmütig an die Zeit zurück, als das Öl auf dem Höhepunkt der letzten Wirtschafts- und Finanzkrise bei 40 USD pro Barrel notierte. Mit den über die letzten Monate steigenden Preisen rückt auch das Thema Energieeffizienz wieder stärker in den Blick. Hiervon profitieren abseits der großen Ölmultis – wenn sie nicht gerade BP heißen – Unternehmen wie die Centrotec AG. Das SDAX-Mitglied sieht sich als Spezialist für Energiesparsysteme. Tatsächlich bieten die Sauerländer eine breite Palette an intelligenten Lösungen in diesem Bereich an. Das fängt bei Brennwertheizungen an und geht über Klimaanlagen, Lüftungssysteme und Wärmepumpen bis hin zu Solaranlagen und anderen Photovoltaikkomponenten. Das Geschäft mit der Sonne wurde in die ebenfalls börsennotierte Centrosolar AG ausgegliedert, an der Centrotec einen Anteil von 34% hält.

Selbst im Krisenjahr 2009 gelang es dem Unternehmen, klar profitabel zu arbeiten, und das obwohl die Tochter Centrosolar einen Fehlbetrag von fast 30 Mio. EUR ausweisen musste. Inzwischen hat sich die Auftragslage im Solargeschäft jedoch komplett gewandelt. Die Produktionskapazitäten für das nun zu Ende gehende zweite Quartal waren nicht zuletzt aufgrund von Vorzieheffekten schon vor Wochen ausverkauft. Auch wenn hierzulande die Einspeisevergütung ab dem dritten Quartal sinkt, ist nicht davon auszugehen, dass die Gesellschaft in ein

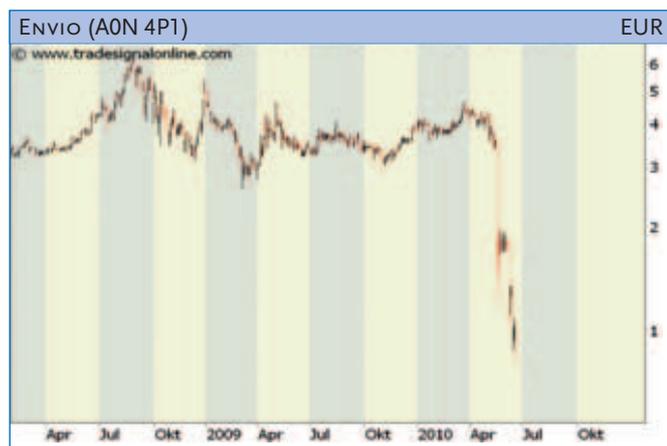
schwarzes Loch fällt. Anders als viele Wettbewerber erzielt Centrosolar nämlich über die Hälfte seiner Umsätze im Ausland. Centrotec bestätigte daher zuletzt nochmals seine Ziele für das Gesamtjahr. Diese sehen Erlöse zwischen 480 und 500 Mio. EUR (Vj.: 466 Mio.) sowie einen Gewinn je Aktie in der Spanne von 1,10 bis 1,20 EUR (Vj.: 32 Cent) vor. Das aktuelle KGV von 11 erscheint angesichts der intakten Markttrends (nationale Klimaschutzziele, öffentlich geförderte Programme zur Gebäudesanierung) deutlich ausbaufähig. ■

Marcus Wessel



## Goodbye: Envio

Es liest sich wie ein abenteuerlicher Umweltkrimi, nur leider ist das, was kürzlich im Dortmunder Hafen an Giften und auch für den Menschen gefährlichen Belastungen dokumentiert wurde, traurige Realität. Im Zentrum des Skandals: der PCB-Entsorger Envio. Nach Hinweisen ehemaliger Mitarbeiter, die dem Unternehmen schwere Versäumnisse bei Umwelt- und Betriebsauflagen vorwarfen, wurden Ende April Kehrproben genommen, die nun eine Überschreitung des zulässigen PCB-Grenzwertes auf dem Firmengelände um das Tausendfache (!) ergaben. Des Wei-



teren wurden hochtoxische Dioxine und Furane festgestellt. Die Bezirksregierung Arnsberg fackelte nicht lange und legte den Betrieb der Dortmunder Anlage Ende Mai still. Die Behörde mag zwar noch nicht ganz ausschließen, dass es neben Envio einen weiteren Verantwortlichen für die Verschmutzung mit PCB gibt, gleichwohl nennt sie das Unternehmen in offiziellen Statements als den Hauptverursacher. Allein das spricht dafür, dass sich die Behördenvertreter ihrer Sache recht sicher sind.

Und Envio? Die Firma fällt zunächst durch eine unglückliche Kommunikationspolitik auf. Da wird relativiert und verharmlost. Unsere kritischen Fragen werden zwar prompt beantwortet, die Antworten fallen indes jedoch recht unbefriedigend aus. Man gehe davon aus, dass der Grund für die Belastung aus einem „einmaligen Vorfall“ resultiert, der nichts mit dem eigentlichen Entsorgungsverfahren zu tun habe. Womöglich sei ein falsches Handling der zerlegten Transformatoren die Ursache. Angesichts des Ausmaßes der Verunreinigung fällt es jedoch schwer, das zu glauben. Ohnehin dürfte das Vertrauen in den Vorstand bei vielen Aktionären längst zerstört sein. Es empfiehlt sich, die Envio-Aktie aus dem eigenen Depot umgehend zu entsorgen. ■

Marcus Wessel



# Banpu Public Company Limited (Thailand)

*Einstieg in Australien geglückt*

Umweltschützer verdrehen schon mal die Augen, wenn es um Kohlekraftwerke geht. Doch das Wachstum vor allem in Asien wird zuvorderst mit Kohle befeuert. Banpu Public Ltd. zählt zu den großen Kohleproduzenten in Südostasien mit etwa 4% Weltmarktanteil. Vieles deutet darauf hin, dass Banpu besonders vom Boom in der Region profitiert, zumal nun mit einer Akquisition der Einstieg in Australien geglückt ist.

## Kohle aus Indonesien und China

Banpu wurde 1980 von zwei thailändischen Industriellenfamilien gegründet und betrieb zunächst drei Kohleminen in Thailand. Der Betrieb in diesen drei Minen wurde im vergangenen Jahr eingestellt. Banpu, das 1989 mit einem IPO an die thailändische Börse ging, hatte rechtzeitig eine räumliche Differenzierung vorgenommen und betreibt nun fünf Minen in Indonesien



und drei in China, wobei der Anteil an der chinesischen Bergesellschaft 75% beträgt. Im Mai 2010 gelang der jahrelange angestrebte Sprung nach Australien, indem 14,9% von Centennial Coal akquiriert werden konnten. Ohne den australischen Anteil betragen die nachgewiesenen Kohlereserven von Banpu zum Jahresanfang 600 Mio. Tonnen, die möglichen Ressourcen wurden mit 2,2 Mrd. Tonnen angegeben.

## Strom aus Thailand, China und demnächst Laos

Daneben ist Banpu als Kraftwerksbetreiber in Thailand und China aktiv. Am Ratch Power Plant (4,3 MW) ist Banpu mit 15% beteiligt, an BLCP Power (1,4 MW) beträgt der Anteil 50%. 2006 erfolgte die Expansion nach China. Über die Tochter Banpu Power Investment betreibt das Unternehmen drei Kohlekraftwerke in Nordchina, die über eine elektrische Leistung von 250 MW und eine Heizleistung von 800 tph verfügen, die an regionale Kunden vor Ort verkauft werden. Aktuell befindet sich ein 1,9 MW-Projekt in Laos im Bau, das 2015 ans Netz gehen soll.

## Gute Zahlen für 2009

Banpu erzielte im Geschäftsjahr 2009 einen Gewinn von umgerechnet 320 Mio. EUR (+54% gegenüber Vorjahr) und verkaufte dabei 21,1 Mio. Tonnen Kohle. Für das laufende Jahr strebt Banpu den Verkauf von mehr als 23 Mio. Tonnen an – ohne die chinesischen Minen. Diese Steigerung um 2 Mio. Tonnen wurde bereits im 1. Quartal realisiert, in dem das Unternehmen den Absatz von 4 auf 6 Mio. Tonnen schraubte. Der Gewinn indes brach ein, da der durchschnittliche Verkaufspreis niedriger lag und Abschreibungen auf Terminkontrakte vorgenommen werden mussten. Zudem fiel die Dividendenzahlung für

BANPU			
BRANCHE	KOHLEPRODUKTION + VERSORGUNG		
WKN	882 131	AKTIENZAHL (MIO.)	272,00
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 18.06.2010 (EUR)	15,64
MITARBEITER	CA. 4.400	MCAP (MIO. EUR)	4.254,1

	2010E	2011E	2012E
UMSATZ (MIO. EUR)	1.950,0	2.280,0	2.400,0
% GGÜ. Vj.	+9,8%	+16,9%	+5,3%
EPS (EUR)	1,50	1,77	1,85
% GGÜ. Vj.	+10,6%	+18,0%	+4,5%
KUV	2,18	1,87	1,77
KGV	10,4	8,8	8,5

Quelle: RBS, APS und eigene Schätzungen

die Energiebeteiligungen gering aus, da die Ratch-Anlage wegen Revisionsarbeiten zwei Monate lang stillgelegt worden war. Für das laufende Jahr rechnen Analysten etwa der RBS oder Asia Plus Securities mit einem Umsatzwachstum von mehr als 20%.

Wie stark das Gewinnwachstum ausfällt, hängt in erster Linie von der Entwicklung des Kohlepreises ab. Banpu hat 45% der angestrebten Jahresproduktion von 23 Mio. Tonnen zu festgelegten Preisen bereits verkauft, weitere 20% sind an Indexentwicklungen preislich gekoppelt, bei den restlichen Mengen würden Preissteigerungen gewissermaßen voll zum Tragen kommen – mit dem Risiko auch fallender Notierungen. Das US-Handelsministerium rechnet für das laufende Jahr mit einem Rückgang der Kohleförderung um 5% in den USA. Nicht zuletzt deshalb kalkuliert die Mehrheit der Analysten mit einem deutlichen Preisanstieg. Banpu hat in den vergangenen Jahren gezeigt, dass man Mengenausweitungen auf der Kostenseite sehr gut managen kann. Bei Preisen um 15 EUR pro Aktie errechnet sich bei 20%igem Gewinnwachstum ein KGVe für 2010 von 9,8. Damit wird Banpu mit einem Abschlag von 30% bis zu 80% gegenüber anderen Kohleproduzenten der Region gehandelt.

#### Wichtiger Schritt nach Australien

Banpu hat für den 14,9%-Anteil an Centennial 252 Mio. USD bezahlt, also 4,2 USD pro Tonne. Ein in den Augen der RBS-Analysten sehr guter Preis, da andere Unternehmen in der Vergangenheit teilweise mehr als 9 USD/Tonne für den Markteintritt in Down Under aufgewendet haben. Offenbar wählte das Banpu-Management den idealen Zeitpunkt, denn die Steuerpläne der australischen Regierung – die ab 2010 lieber die tatsächlichen Gewinne höher besteuern möchte statt Schürfrechte zu erheben – haben viele Investoren verunsichert, so dass überhaupt kaum Verkäufer auftraten. Centennial ist der größte konzernunabhängige Kohleproduzent in Australien mit neun Minen in New South Wales. Mit zuletzt 20 Mio. Tonnen Jahresproduktion ist Centennial nur unwesentlich kleiner als Banpu. Das Unternehmen weist Reserven von 400 Mio. und Ressourcen von 2,4 Mrd. Tonnen aus. Es ist davon auszugehen, dass Banpu den Anteil kontinuierlich aufstocken wird – so wie man es bei den chinesischen Beteiligungen gemacht hatte.

#### Wachstumsschub 2011 absehbar

Für 2011 ist ein weiterer Wachstumsschub bei Banpu zu erwarten. Zunächst sollte dann die Bharinto-Mine auf Sumatra, deren

Produktion im Frühjahr angelaufen ist, für weitere Mengensteigerungen sorgen. Für das laufende Jahr sind lediglich 200.000 Tonnen Produktion eingeplant. Ähnliches gilt für die Gaohe-Mine in China. Überhaupt sind die drei chinesischen Minen in der aktuellen Planung nicht berücksichtigt, so dass sich hier ein Upside-Potenzial von bis zu 4 Mio. Tonnen ergibt. Da es sich um drei große Vorkommen mit zusammen 300 Mio. Tonnen an nachgewiesenen Reserven handelt, verfügt Banpu hier über markante Steigerungspotenziale. Schließlich ist zu erwarten, dass der Anteil an Centennial 2011 aufgestockt wird, wie das Management ohnehin betont, stets nach geeigneten Akquisitionen Ausschau zu halten. Mit 600 Mio. USD an liquiden Mitteln (31.12.09) bei gleichzeitig geringer Verschuldung ist Banpu dabei jederzeit handlungsfähig.

#### Fazit

Wer von der weiteren Erholung der Weltwirtschaft und insbesondere hohen Steigerungsraten in Asien ausgeht, findet in Banpu einen vielfach interessanten Wert: Das Management verfügt über einen hervorragenden Track Record, die heutigen Reserven reichen selbst bei Steigerung der aktuellen Produktion um 50% noch mindestens 20 Jahre, das Unternehmen ist hoch profitabel und dennoch mit einem KGV 2010e von 9,8 deutlich preiswerter als vergleichbare Unternehmen.

Stefan Preuß

Anzeige

## Limelight setzt Sie in Szene. Mit künstlerischer Sensibilität und faszinierender Technik.



LIME  
LIGHT  
Veranstaltungstechnik

Limelight Veranstaltungstechnik GmbH Zeppelinstraße 8  
82205 Gilching Tel. 08105 - 77884 - 0 Fax 08105 - 77884 - 99  
www.limelight-veranstaltungstechnik.de info@limelight.de



# Cisco und andere US-Technologieaktien

*Aktuelle Bewertung und Realität von guten Kennzahlen klaffen zu stark auseinander*

*Gastbeitrag von Peter Dreide, Geschäftsführer TBF Global Asset Management GmbH*

„Nach Durchschreiten der Weltwirtschaftskrise sind wir wieder zurück auf den Wachstumswerten, die wir vor der Krise aufweisen konnten. Wir erwarten ein jährliches Wachstum von 12 bis 18% in den nächsten Jahren.“ So äußerte sich John Chambers, CEO von Cisco Systems, im letzten Conference Call zu den Quartalszahlen. Die Aktie von Cisco handelte per 15. Juni bei 23,33 USD und somit 31,8% unter dem Niveau, das vor der Wirtschaftskrise im Oktober 2007 erreicht worden ist. Wie kann es sein, dass ein weltweit renommierter Vorstand wie John Chambers solche Aussagen macht, dass die Ertragslage des Konzerns und die Wachstumswerten wieder das Niveau vor der Krise erreicht haben, aber der Aktienkurs nicht, sondern sogar fast ein Drittel unter dem Vorkrisenniveau notiert? Glaubt die Börse dem Vorstand und den offengelegten Zahlen nicht, oder was könnte noch der Grund sein?

## Deutliches Potenzial bei den Top-Technologiewerten

Ein genauer Blick in die Kennzahlen sowie die fundamentale Bewertung zeigt nun zweierlei: Cisco hat gerade sein viertes Quartal zum Geschäftsjahr 2010 am 30.4.2010 abgeschlossen und befindet sich somit seit sechs Wochen im neuen Geschäftsjahr 2011. Wir erwarten für 2011 einen Gewinn pro Aktie von 1,75 USD, also in der Nähe der Marktmeinung von 1,79 USD. Das würde bei einem Aktienkurs von derzeit 23,33 USD einem KGV von 13,3 bezogen auf die diesjährigen Gewinne entsprechen. Der Durchschnitt der Aktienmärkte handelt derzeit bei einem KGV von 11,8. Im ersten Augenblick erscheint die Bewertung von Cisco demnach nicht besonders günstig. Geht man jedoch eine Stufe tiefer und schaut sich bereinigte Kennzahlen an, dann sieht die Sache schon anders aus. Cisco Systems hält einen Cashbestand von 39 Mrd. USD oder 6,65 USD pro ausstehende Aktie. Wird also der momentane Aktienkurs um den

*Peter Dreide, Jahrgang 1964, begann seine Karriere in den 80er-Jahren bei der Deutschen Bank und durchlief mehrere Stationen unter anderem in London und Toronto. Im Januar 2000 nahm die von ihm gegründete TBF Global Asset Management GmbH ihren operativen Geschäftsbetrieb auf. Die von der im schwäbischen Singen ansässigen Fonds-Boutique aufgelegte 4Q-Fonds-Familie umfasst mittlerweile vier Produkte.*



Cash pro Aktie bereinigt, dann sind es bereits 16,68 USD Unternehmenswert\* je Aktie und dementsprechend ein KGV von 9,5. Vergleicht man diese Kennzahl mit dem allgemeinen Aktienmarkt, ergibt sich ein Abschlag von 20%. Um Cisco auf ein vergleichbares Bewertungsniveau wie „normale“ Firmen aus traditionellen Industrien zu bringen, die ebenfalls klassisch über einen gewissen Verschuldungsgrad verfügen, muss der Aktienkurs um den überschüssigen Cash bereinigt werden. Nur so können erste Vergleiche zu anderen Werten gezogen werden.

## Eine echte Cash-Maschine

Geht man diesen Weg weiter, kommt man zu weiteren Kennzahlen wie der operativen Marge oder dem generierten Free Cashflow. Cisco hat eine operative Marge im Bereich von 28% (+/- 3%

\*) Unternehmenswert/Enterprise-Value = Marktkapitalisierung + Finanzschulden – nicht betriebsnotwendiger Cash



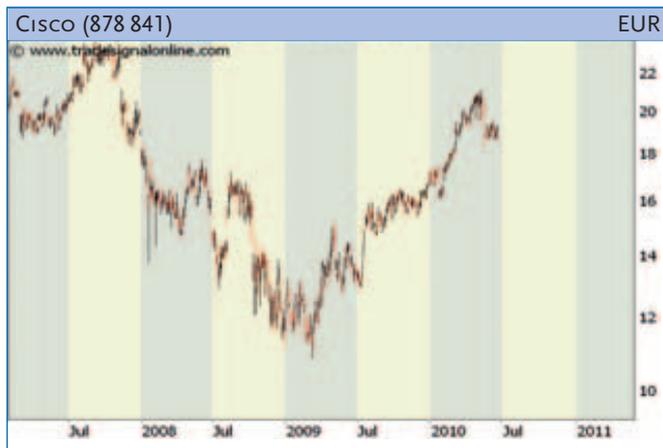
© Tonis Pan - Fotolia.com

## MENSCH VS. MASCHINE Automatisierter Handel im Vormarsch

- Die Messe für den aktiven Trader
- Zwei ganze Tage Trading-Pur
- Treffen Sie den amtierenden Tradingweltmeister
  - Vorträge
  - Handelsstrategien
  - Seminare
- Special: Automatisierter Börsenhandel
  - Futures, Optionen, CFDs
  - Größter Tradertreff Europas



Nähere Infos unter:  
**www.tradingexpo.de**



je nach Konjunkturlage). Sie ist somit dreimal so hoch wie der Durchschnitt des Allgemeinmarktes. Demnach generiert Cisco pro Quartal weitere 3 Mrd. USD freien Cashflow, also 51 Cent pro Aktie, und somit knapp über 2 USD pro Aktie im Gesamtjahr. Cisco Systems ist im Prinzip eine „Cash-Maschine“ der feinsten Art und dem Gesamtmarkt in dieser Anhäufung von Cash deutlich überlegen. Cisco handelt also mit einem Abschlag von 20% zum Gesamtmarkt, obwohl die Kennziffern wie Marge und Free Cashflow eine deutliche Prämie zum Gesamtmarkt rechtfertigen würden. Nun stellt sich die Frage, ob Cisco ein Einzelfall in der Technologiebranche ist oder ob es eher ein Sektorsymptom ist, ob also der ganze Technologie-sektor eventuell viel zu tief bewertet ist? Ein Blick auf weitere Blue Chips der Branche zeigt: Untersuchungen von Firmen wie Google, die lange als überbewertet angesehen wurden, eignen sich gut für einen kritischen Vergleich.

### Google und Oracle margenstark

Google handelt bei etwa 500 USD pro Aktie und damit deutlich unter ihrem Hoch von 747 USD im Herbst 2007. Auf dem aktuellen Niveau ergibt sich ein KGV von 17,6 auf die 2011er Gewinne, was deutlich über dem Gesamtmarktniveau liegt. Google verfügt derzeit über 26,6 Mrd. USD an Cash oder 82,60 USD Cash pro Aktie. Cashbereinigt fällt das KGV auf 14,7,

Im Gegensatz zu Cisco erzielt Google aber eine 55%ige operative Marge und generiert dadurch prozentual deutlich mehr Bares. Das Unternehmen wächst mit 19 bis 23% p.a. auch merklich stärker als Cisco. Werden diese Marge- und Wachstumswahlen mit dem KGV verglichen,

dann erscheint sogar eine Aktie wie Google recht attraktiv. Nehmen wir noch einen etablierten Wert aus dem Softwarebereich: Oracle. Mit einem aktuellen Kurs von 23,20 USD notiert Oracle nicht unweit vom 52-Wochen-Hoch entfernt. Das Unternehmen verfügt über einen Cashbestand von knapp 9 Mrd. USD oder 1,77 USD pro Aktie. Bereinigt um dieses Cash liegt das KGV bei 11,9, also ziemlich ge-



nau auf Höhe des Marktdurchschnitts. Nur im Vergleich zu diesem Gesamtmarkt hat Oracle viermal so hohe operative Margen von 40% und generiert weitere 8 Mrd. USD Free Cashflow pro Jahr. Auch damit liegt Oracle deutlich über dem Marktdurchschnitt.

### Bewertungen eröffnen enormes Kurspotenzial

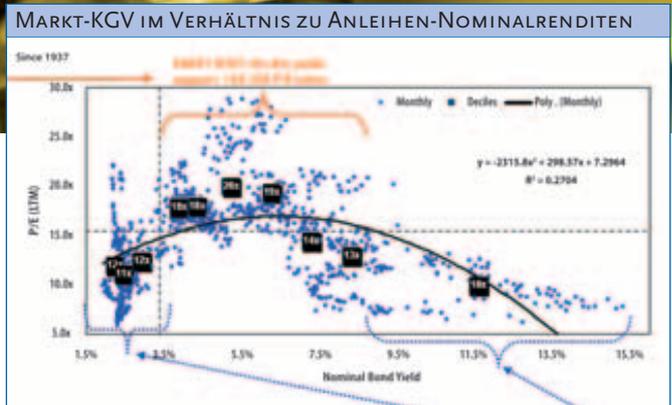
Im Prinzip erhält ein Anleger „normale“ Aktien des Gesamtmarktes zum gleichen Preis wie ausgesuchte Technologiefirmen, nur dass letztere um Längen bessere Kennzahlen aufweisen. Diese Liste ließe sich um Unternehmen wie Intel oder Microsoft, Texas Instruments oder SAP fortführen. Die Ergebnisse sind aber immer im gleichen Tenor: Für die >>

AUSGESUCHTE TECHNOLOGIEAKTIEN				
UNTERNEHMEN	WKN	KURS ZUM 15.06.2010	OPERATIVE MARGE	CASH/ AKTIE
_CISCO SYSTEMS	878 841	23,33 USD	28,90%	6,65 USD
GOOGLE	A0B 7FY	497,99 USD	55,00%	82,6 USD
INTEL	855 681	21,48 USD	33,00%	5,16 USD
MICROSOFT	870 747	26,58 USD	37,20%	2,74 USD
ORACLE	871 460	23,21 USD	42,70%	1,77 USD
SAP	716 460	36,69 EUR	22,00%	1,79 EUR
TEXAS INSTRUMENTS	852 654	25,72 USD	28,00%	3,46 USD

Kennzahlen dieser Unternehmen sind die Börsenkurse zu tief. Anstatt einer kräftigen Prämie zum Gesamtmarkt aufgrund ihrer qualitativ herausragenden Kennzahlen und der Fähigkeit, hohe Cashbestände generieren zu können – zwei Alleinstellungsmerkmale des Sektors –, sind die Werte zum Marktdurchschnitt zu bekommen. Teilweise sogar, wie im Fall Cisco, sind die Titel mit einem Abschlag zum Markt trotz deutlich besserer Kennzahlen zu haben.

### Höhere KGVs gerechtfertigt

Verstärkt wird die Attraktivität von qualitativ hochrangigen Technologiewerten, wenn die oben angesprochene Gesamtmarktbeurteilung analysiert wird. Das nebenstehende Schaubild zeigt, wie im historischen Schnitt das Markt-KGV im Verhältnis zu Nominalrenditen des Anleihemarktes aussah. Das derzeitige Markt-KGV von 11,8 liegt voll im Rahmen des historischen Bereichs von 11 bis 12 (linker Bereich). Aber eine leichte Renditerhöhung im Anleihemarkt könnte die Kurve in der Bewertung nach oben auslösen. Traditionell steigen die Bewertungen des Marktes, sobald man sich in eine gewisse Zone hineinbewegt. Und hier sind KGV-Zahlen von 15 bis 18 absolut realistisch. Das bedeutet, dass der aktuelle Aktienmarkt sich um bis zu 50% nach oben bewegen kann, nur aufgrund von Mittelbewegungen weg von Renten und hin zu Aktien, womit sich ein KGV von 18 am Markt etablieren könnte. In den 70er- und 80er-Jahren gab



Quelle: J.P. Morgan, Standard & Poor's and Shiller

es übrigens viele einzelne Jahre, in denen die großen Werte mit KGVs von deutlich mehr als dem 20-Fachen (z.B. Nifty Fifty) im Markt gehandelt wurden.

### Fazit

Etablierte Technologieaktien sind auf dem derzeitigen Niveau zu tief bewertet. In absoluter Betrachtungsweise und besonders, wenn sie im Verhältnis zum Allgemeinmarkt analysiert werden. Es besteht keinerlei Bewertungsprämie, obwohl dies aufgrund der Güte der Bilanz- und Wachstumskennzahlen gerechtfertigt wäre. Einen weiteren Schub könnten Technologiewerte durch ein allgemeines Ansteigen der Marktbewertungen über die nächsten Jahre bekommen. Somit kann sich durchaus der ein oder andere hochqualitative Technologiewert über die nächsten Jahre überdurchschnittlich entwickeln. In der Zwischenzeit generieren diese Technologiewerte weiter enormen freien Cashflow und stärken damit weiter die bereits guten Cash-Bilanzen. Übernahmen, wie sie in den letzten Monaten zu sehen waren, als beispielsweise die deutsche SAP den amerikanischen Anbieter Sybase mit einer deutlichen Prämie gegen Bezahlung von Cash übernahm oder als Cisco die skandinavische Tandberg ebenfalls gegen Cashbezahlung aufkaufte, geben dem Sektor noch eine zusätzliche Attraktivität. ■

Anzeige

**rohstoffSPIEGEL**  
DER ETWAS ANDERE NEWSLETTER FÜR ROHSTOFFE

**Jetzt kostenlos abonnieren!**

Powered by: **GOLDSEITEN.DE**  
DIE GOLDSEITEN

**WWW.ROHSTOFF-SPIEGEL.DE**

#### HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT

TBF Global Asset Management kann zum Berichtszeitpunkt Positionen in den genannten Werten besitzen oder besessen haben sowie aktiv diese Werte im Markt handeln oder gehandelt haben.

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!

# Klößner & Co.

## Eine Aktie als Konjunkturbarometer

Nach einem katastrophalen Jahr 2009 schaut der Stahlhändler Klößner & Co. wieder optimistisch in die Zukunft. Gleichwohl warnte Vorstandschef Gisbert Rühl zuletzt immer wieder vor übertriebener Euphorie. Und das ganz zu Recht. Schließlich bestehen weiterhin hohe Risiken.

### Stahlnachfrage erholt sich

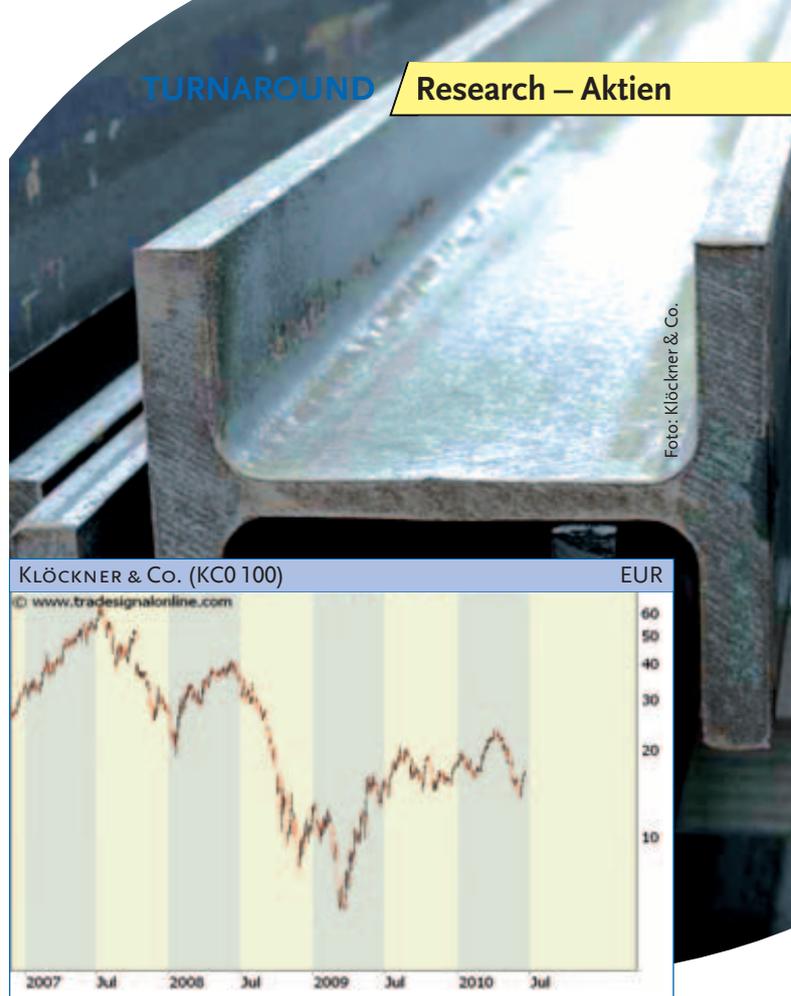
Die Stahlindustrie hat gelernt, mit zyklischen Schwankungen zu leben. Auf fette Jahre mit üppigen Margen und Gewinnen folgen regelmäßig Quartale und Jahre mit tiefroten Geschäftsbilanzen. 2009 verzeichnete die Branche bedingt durch den globalen Konjunkturabschwung einen regelrechten Nachfrageeinbruch. Auch der Duisburger Stahlhändler Klößner & Co. bildete da keine Ausnahme. Nicht zuletzt aufgrund von Abwertungen auf Lagerbestände rutschte der MDAX-Konzern vergangenes Jahr tief in die Verlustzone. Seit einigen Monaten hat sich die Lage jedoch merklich aufgehellt. Vor allem in der Automobilindustrie und im Maschinenbau zieht die Stahlnachfrage wieder an. Weiterhin schwach präsentiert sich hingegen der Bausektor, einer der Hauptabnehmer für Langstahl. Dort seien die Preise bereits wieder rückläufig, so Klößner-Chef Rühl. Bei Flachstahl rechnet der Vorstand spätestens im dritten Quartal mit sinkenden Preisen. Diese doch eher verhaltenen Aussichten schickten die Klößner-Aktie in den letzten Wochen auf Talfahrt.

### Fragiler Aufschwung

Rühl erwartet im laufenden Jahr noch kein deutliches Anziehen der realen Nachfrage. Vielmehr sei das aktuelle Mengenwachstum auf ein Auffüllen der leeren Lager zurückzuführen. Während Klößner als reiner Händler über keine eigene Produktion verfügt, sehen sich Stahlkocher wie Thyssen-Krupp und Salzgitter zudem mit steigenden Rohstoffkosten konfrontiert. Die Preise für Kohle und Eisenerz befinden sich sehr zur Freude der großen Bergbaukonzerne wie Rio Tinto, Vale und BHP Billiton seit geraumer Zeit

KLÖCKNER & CO.			
BRANCHE	STAHLHÄNDLER		
WKN	KCO 100	AKTIENZAHL (MIO.)	66,50
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 18.6.10 (EUR)	16,82
MITARBEITER	9.500	MCAP (MIO. EUR)	1.118,5

	2009	2010E	2011E
UMSATZ (MIO. EUR)	3.900,0	4.900,0	5.500,0
% GGÜ. Vj.	-41,8%	+25,6%	+12,2%
EPS (EUR)	-2,83	0,85	1,20
% GGÜ. Vj.	N.BER.	N.BER.	+41,2%
KUV	0,29	0,23	0,20
KGV	N.BER.	19,8	14,0



im Aufwind. Den Rohstoffriesen gelang es, Preiserhöhungen von bis zu 100% durchzusetzen. Diese Kosten wollen die Stahlproduzenten nun an ihre Kunden weitergeben, wobei es fraglich erscheint, inwieweit diese bereit sind, die Teuerungen ohne weiteres zu akzeptieren. So fragil wie sich der aktuelle Aufschwung darstellt, könnten auch die Nachfrage und das Marktvolumen in Gänze unter den angekündigten Preiserhöhungen leiden. Das würde wiederum auch einen Händler wie Klößner treffen und die eigenen Gewinnziele gefährden.

### Zielmarge 6%+x

Bislang kalkuliert der Vorstand mit einer EBITDA-Marge von etwas mehr als 3% für dieses und von mehr als 6% für nächstes Jahr. Die Umsatzplanung schraubte Klößner kürzlich von +20% auf +25% für 2010 herauf. Neben einem insgesamt höheren Preisniveau sollen hierzu auch die letzten Zukäufe ihren Beitrag leisten. Zu Jahresbeginn hatte das Unternehmen nach längerer Abstinenz mit dem Kauf des Schweizer Stahlhändlers Bläsi und der westfälischen Becker-Gruppe wieder zwei Übernahmen getätigt. Nach einem bereits profitablen ersten Quartal werde man das laufende Quartal mit einem im Vergleich dazu weiter verbesserten Ergebnis abschließen können, so Rühl auf der Hauptversammlung Ende Mai.

### Fazit

Die operativen Risiken sind vor dem Hintergrund einer weiterhin recht instabilen Nachfrage und den bestehenden Überkapazitäten in der Branche zuletzt gestiegen. Obwohl Klößner als reiner Händler gegenüber den von steigenden Rohstoffpreisen gebeutelten Produzenten sicherlich klar im Vorteil ist, wird man sich dem übergeordneten Zyklus nur schwer entziehen können. Wir sehen die volatile Aktie daher vornehmlich als Trading-Chance. ■

Marcus Wessel

# „Nummer 1 im Weinverkauf“

Smart Investor sprach mit **Alexander Margaritoff**, Vorstandsvorsitzender der Hawesko Holding AG, über den Trend hin zum Weingenuss, die Perspektiven im Internetgeschäft sowie die Wachstumschancen im In- und Ausland.

**Smart Investor:** Von einer Wirtschaftskrise ist in Ihrer Bilanz nicht viel zu sehen. Lassen sich die Menschen den Genuss auch in schlechten Zeiten nicht verbieten?

**Margaritoff:** Es hat sich gezeigt, dass insbesondere der höherwertige Wein ein krisenfestes Produkt ist. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten sparen die Leute lieber bei anderen Ausgaben. Da wird die Anschaffung eines neuen Autos vielleicht um ein Jahr verschoben oder eine geplante Urlaubsreise fällt kürzer aus. Auf den Tropfen am Abend verzichtet man allerdings ungern. Dieser zählt einfach zu den kleinen Freuden des Alltags. Die Krisenfestigkeit haben wir vergangenes Jahr sowohl im Versandhandel als auch bei „Jacques’ Wein-Depot“ registriert, wohingegen der Großhandel doch einen deutlichen Rückgang verkraften musste.

**Smart Investor:** Während der Bierabsatz hierzulande bereits seit Jahren zurückgeht, erfreuen sich Weine einer immer größeren Beliebtheit. Wie nachhaltig ist aus Ihrer Sicht dieser Trend?

**Margaritoff:** Diese Entwicklung, die zu einem gewissen Grad sicherlich auch normalen Zyklen unterworfen ist, hält nun bereits seit über 20 Jahren an. In den westlichen Industriestaaten wird immer weniger Bier und immer mehr Wein getrunken. Der Weinkonsum in den USA ist in den letzten zwei Jahrzehnten zwischen 5 und 6% p.a. gewachsen. Schon bald werden die USA

der größte Weinmarkt der Welt sein. Hinzu kommen Länder wie China und Japan, wo noch ein enormes Aufholpotenzial besteht. Wein dient eben nicht nur der Gesundheit, es ist darüber hinaus auch ein Kulturgut, das ein neues Lebensgefühl transportiert. Mit steigendem Wohlstand wenden sich die Menschen immer öfter auch solchen kulinarischen Genüssen zu. Dass dieser Trend anhält, daran habe ich keine Zweifel.



Alexander Margaritoff

**Smart Investor:** Wie schätzen Sie die Chancen im Internet-Versandhandel ein?

**Margaritoff:** Wir sind in Kontinentaleuropa bereits heute die Nummer 1 im Weinverkauf über das Internet. Ein Fünftel unseres Umsatzes im Versandhandelssegment entfällt auf das Online-Geschäft, wobei das Wachstum in diesem Bereich zwischen 20 und 25% p.a. beträgt. In fünf bis sechs Jahren werden wir ver-

## HAWESKO

Die Hamburger Hawesko Holding AG ist mit einem Jahresumsatz von 338 Mio. EUR Deutschlands größtes Handelshaus für Weine, Champagner und hochwertige Spirituosen. Deren Vertrieb erfolgt sowohl über den klassischen Versandhandel als auch über den stationären Einzelhandel (über die Marke „Jacques’ Wein-Depot“) und den Großhandel mit den Anbietern Wein Wolf und CWD. Innerhalb des Versandhandels kommt dem Online-Geschäft eine immer größere Bedeutung zu. Inzwischen werden bereits 20% der Bestellungen über das Internet abgewickelt. Seit der Gründung im Jahr 1974 hat sich das Marketingkonzept von Jacques’ Wein-Depot mehr als 270 Mal bewährt. So viele Filialen existieren heute verteilt über ganz Deutschland.

Für das vergangene Geschäftsjahr meldete Hawesko zuletzt einen Konzerngewinn nach Steuern und Minderheiten von 13,1 Mio. EUR. Bereinigt um einen im Finanzergebnis verbuchten Einmalaufwand wäre das starke Vorjahresergebnis von 14,6 Mio. EUR wieder erreicht worden. Vor dem Hintergrund eines Free Cashflows von 20,8 Mio. EUR beschloss die Hauptversammlung eine Dividendenanhebung auf nunmehr 1,35 EUR (Vj.: 1,20 EUR) Das war die insgesamt siebte

Erhöhung in Folge und zugleich ein deutliches Zeichen finanzieller Stärke. Vorstandschef Alexander Margaritoff hält über eine Holding rund 30% der Anteile. Der Marktwert des Unternehmens beläuft sich derzeit auf 235 Mio. EUR.

Marcus Wessel





mutlich die Hälfte dieser Erlöse über das Internet generieren. Jeder dritte Neukunde findet inzwischen über das Netz zu uns. Das Internet bietet neben dem Shopping auf Distanz auch die Möglichkeit, Weine zu erklären und vorzustellen.

**Smart Investor:** Sie schütten knapp 90% Ihres Gewinns wieder aus. Bleibt da wirklich genug für Investitionen übrig?

**Margaritoff:** Wir können unsere Investitionen aus dem laufenden Cashflow finanzieren. Das haben wir im Übrigen auch in der Vergangenheit so gemacht und gleichzeitig unsere Schulden abgebaut. Heute sind wir schuldenfrei. Dass unsere Aktie allgemein als Dividendenwert gesehen wird, wissen wir nur zu gut. Deshalb werden wir an der überaus aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik in den kommenden Jahren mit Sicherheit festhalten.

**Smart Investor:** Bislang sind Sie vor allem in Deutschland mit Jacques' Wein-Depot vertreten. Welche Wachstumschancen sehen Sie hier noch in der Zukunft, und was planen Sie im Ausland?

**Margaritoff:** Ich sehe hierzulande noch deutliches Wachstumspotenzial von jährlich 3 bis 5%. Mittelfristig erachte ich eine Umsatzverdopplung für realistisch. Der Einzelhandel und das Versandgeschäft erweisen sich dabei als der Motor bei der Neukundengewinnung. So konnten wir im letzten Jahr 200.000 neue Kunden begrüßen. Für dieses Jahr deutet zurzeit vieles auf eine nochmalige Steigerung in Richtung 220.000 hin. Mit unserem Know-how werden wir auch im Ausland expandieren können. Vor allem in der Schweiz, wo viel hochpreisiger Wein getrunken wird, bieten sich Wachstumschancen. Interessant sind überdies die Benelux-Staaten und Schweden.

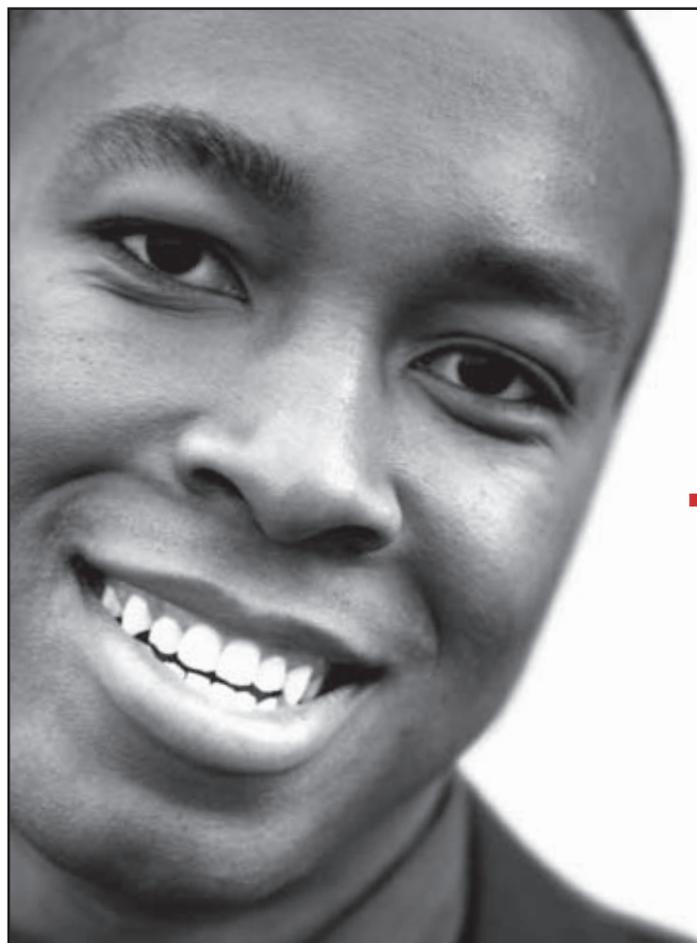
**Smart Investor:** Wo steht Hawesko in fünf Jahren?

**Margaritoff:** Grundsätzlich geben wir uns mit dem Erreichten nie zufrieden. In einigen Jahren wird sicherlich das Internet als Vertriebskanal eine noch größere Rolle spielen. Hinzu kommen neue Kooperationen, von denen ich mir viel erwarte. Ein gutes Beispiel hierfür ist der kürzlich geschlossene Kooperationsvertrag mit Lufthansa Miles & More. Weitere werden folgen. Ein Konzernumsatz von einer halben Milliarde Euro bei einer EBIT-Marge von 7% ist dabei ein durchaus realistisches Ziel.

**Smart Investor:** Vielen Dank für Ihre Ausführungen! ■

*Interview: Marcus Wessel*

Anzeige



**“Das nenne ich einfach...  
mein professionelles Chartingtool ist leicht  
zu bedienen und läuft im Browser.”**

**tradesignal®**

interactive online charting

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

# Sommerlicher Optimismus

## Teleplan (IK): Traut sich Prognose zu

Mit Vorlage der Q1-Zahlen äußerte sich der Reparaturdienstleister Teleplan erstmals zu den genauen Zielen für das Gesamtjahr. Demnach will das Unternehmen die zuletzt noch leicht rückläufigen Umsätze wieder steigern und somit nach der erfolgreich abgeschlossenen Restrukturierung auf den Wachstumspfad zurückkehren. Konkret peilt der Vorstand Erlöse zwischen 295 und 300 Mio. EUR (Vj.: 287 Mio.) an, wobei sich das Wachstum erst in der zweiten Jahreshälfte einstellen soll. Hierfür notwendige Investitionen drücken kurzfristig auf die Profitabilität. Gleichwohl erwartet der Vorstand für das Gesamtjahr eine EBIT-Marge in der Nähe des Vorjahreswertes. Dieser lag bereits bei sehr ordentlichen 10%. Im ersten Quartal verdiente Teleplan auch dank gesunkener Finanzierungskosten – ein teures Mezzanine-Darlehen wurde 2009 komplett zurückgezahlt – deutlich mehr als im Vorjahr. Der Gewinn je Aktie kletterte von 5 auf 8 Cent, was einem Überschuss von 5,1 Mio. EUR entspricht. Die Hauptversammlung stimmte Ende Mai der Auszahlung einer Dividende von 6 Cent zu. Erklärtes Ziel ist es, die Ausschüttungsquote unter Berücksichtigung der Investitionsvorhaben in den nächsten Jahren sukzessive zu erhöhen.

**SI-Kommentar:** Unser ehemaliger Musterdepotwert untermauert mit der Prognose die Stabilität und Ertragsstärke seines Geschäftsmodells. Dass die Börse der Aktie derzeit lediglich ein KGV von 7 zubilligt, erscheint trotz neuer Konjunktursorgen unverständlich. (MW)

## Charoen Pokphand Foods: Aktie ist nicht aufzuhalten

Die innenpolitischen Unruhen in Thailand, die bisweilen an einen Bürgerkrieg erinnerten, hinterließen bisher keine negativen Spuren in der Kursentwicklung vieler Thai-Aktien. Unser Altfavorit Charoen Pokphand Foods (kurz: CPF) notierte zuletzt gar auf einem neuen Allzeithoch. Thailands führender Agrarkonzern fährt unbeirrt einen strammen Expansionskurs. Dabei zielt das Management verstärkt auf Wachstum außerhalb seines Heimatmarktes – und das offenbar mit Erfolg. So verdoppelten sich die Umsätze der Auslandsaktivitäten im ersten Quartal. Für den Gesamtkonzern ergab sich immerhin noch eine erfreuliche Erlössteigerung um 25% auf 43,6 Mrd. THB (umgerechnet 1,1 Mrd. EUR). Dank eines straffen Kostenmanagements, Optimierungen der operativen Abläufe in der Aquakultursparte und eines verbesserten Finanzergebnisses schoss der Reingewinn um mehr als 300% auf 3,2 Mrd. THB (83 Mio. EUR) nach oben. Der Vorstand zeigte sich bei Vorlage des Berichts zuversichtlich, die positive Geschäftsentwicklung in den kommenden Monaten fortsetzen zu können. CPF betreibt neben der Tierzucht (Hühner,

Schweine, Enten, Fisch, Krabben) auch den Handel und die Produktion von Futtermitteln.

**SI-Kommentar:** Vor dem Hintergrund des intakten Aufwärtstrends und der konsequent verfolgten Wachstumsstrategie gibt es keinen Grund, den Titel selbst auf aktuellem Niveau zu verkaufen. Alle Indikatoren deuten vielmehr weiteres Kurspotenzial an. (MW)

## Joy Global: Freude über steigende Rohstoffpreise

Die Ausgaben der großen Minenkonzerne nehmen als Folge gestiegener Preise für die meisten Rohstoffe wieder deutlich zu. Davon profitieren zu allererst Ausrüster wie die amerikanische Joy Global. Der Hersteller von Riesenschaufeln, Bohrgeräten und anderem Minen-Equipment spürt die Belebung in seinen Auftragsbüchern. Allein im letzten Quartal kletterte der Ordereingang um 43% auf über 1 Mrd. USD. Auch bei den Umsätzen (896 Mio. USD) und Gewinnen (120 Mio. USD) übertraf der Konzern die Markterwartungen. Das Ergebnis je Aktie lag bei 1,15 USD und damit nur unwesentlich unter dem starken Vorjahreswert von 1,17 USD. Vorstandschef Mike Sutherlin hob zugleich die Prognose für das laufende, im Oktober zu Ende gehende Geschäftsjahr an. Nunmehr stellt das Unternehmen einen Gewinn je Aktie zwischen 3,85 und 4,00 USD in Aussicht (alte Vorgabe: 2,85 bis 3,05 USD). Aus China sei eine anhaltend hohe Nachfrage von Bergbaugesellschaften zu beobachten, so Sutherlin. Lediglich das Wachstumstempo deute hier eine Verlangsamung an. Im Gegenzug sei eine sich verbessernde Auftragssituation in Nordamerika zu beobachten. Dort würden Kunden speziell aus dem Kohleumfeld mehr Equipment ordern. Für die nächsten Quartale erwartet der Konzern im Trend weiter steigende Rohstoffpreise und eine robuste Nachfrage nach seinen Produkten.

**SI-Kommentar:** Die günstige Bewertung (2011er KGV von 12) sowie die exponierte Marktstellung sprechen weiterhin für den Kauf der Joy-Global-Aktie. Ein Wert für Rohstoffbullen. (MW)

## 2G Bio-Energietechnik: Zweistellige Marge fest im Blick

Weiter positiv entwickelt sich die Aktie des Kraft-Wärme-Kopplungs-Spezialisten 2G. Der Aufwärtstrend des Entry-Standard-Titels wird von steigenden Auftragseingängen untermauert. Zum Ende des ersten Quartals erreichte der Orderbestand einen Wert von 35 Mio. (Vj.: 18 Mio.) EUR. Dementsprechend zufrieden äußerte sich Vorstandschef Christian Grotholt im Gespräch mit Smart Investor zu den Perspektiven der nächsten Monate. Hierzulande wird man voraussichtlich im laufenden Jahr 400 Module und damit fast doppelt so viele wie noch im Vorjahr ausliefern können.



Die Nachfrage sowohl nach erdgas- als auch nach biogasbetriebenen Blockheizkraftwerken (BHKW) sei ungebrochen. Und auch im Ausland läuft es für 2G insgesamt rund. Allein Spanien entwickle sich vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Probleme schleppend. Mit der spanischen Vertriebsmannschaft will Grotholt daher zukünftig auch den französischen Markt angehen. Dort existieren ähnlich attraktive Einspeisevergütungen wie in Spanien und Deutschland. Um die Nachfrage bedienen zu können, wird derzeit am Standort Heek eine neue Produktionshalle errichtet. Diese soll ab November zur Verfügung stehen und eine zusätzliche Kapazität von 200 Modulen ermöglichen. Für das nächste Jahr peilt Grotholt dank Skaleneffekten in der Produktion eine deutlich höhere EBIT-Marge an. „Mittelfristig sind zwischen 10 und 15% realistisch“, so der Firmenchef. Bereits 2010 dürfte 2G bei Umsätzen von voraussichtlich 80 Mio. EUR nahe an dieses Ziel heranreichen.

**SI-Kommentar:** Die Ziele des Vorstands klingen realistisch und sind unseres Erachtens längst noch nicht eingepreist. Bei Rückschlägen bietet sich daher ein Kauf des Titels an. (MW)



**Advanced Inflight Alliance (IK)**

Eine äußerst turbulente und abwechslungsreiche Hauptversammlung brachte Advanced Inflight Alliance (AIA) hinter sich.

Nachdem der ehemalige Aufsichtsratsvorsitzende Rüdiger Berndt den sehr erfolgreichen Vorstand Otto Dauer wegen „gewichtiger“ Gründe fristlos entließ und selbst den Posten des Vorstandsvorsitzenden einnahm, durfte man bereits im Vorfeld auf die HV gespannt sein. Während der HV agierte Berndt, wohlwollend formuliert, äußerst ungeschickt: So wurde z.B. einem Großinvestor ständiger Zugang zum Backoffice gewährt und der Vorstandsvorsitzende verließ während der Sitzung den Saal und nahm seinen Platz erst nach lautstarkem Protest einiger Anleger und mehrfacher Aufforderung des Versammlungsleiters wieder ein. Auch die gewaltige Verspätung, mit der das Stimmrechte- und Teilnehmerverzeichnis den Aktionären vorgelegt wurde, entsprach gewiss nicht den üblichen Gepflogenheiten. Insgesamt wurde unser Eindruck bestätigt, dass Berndt mit der Führung des Unternehmens überfordert sein dürfte. Auf der HV wurde die Erhöhung der Dividende auf 10 Cent pro Aktie beschlossen und der Aufsichtsrat neu besetzt. Andreas Beyer wurde dabei zum neuen Aufsichtsratsvorsitzenden gewählt. Eine faustdicke Überraschung gab es, als sich die Münchner Beteiligungsgesellschaft Auctus Capital Partners bekannte, ein neuer Groß- bzw. Ankerinvestor werden zu wollen. Mit Arne Christes wurde auch ein Vertreter von Auctus in den Aufsichtsrat gewählt.

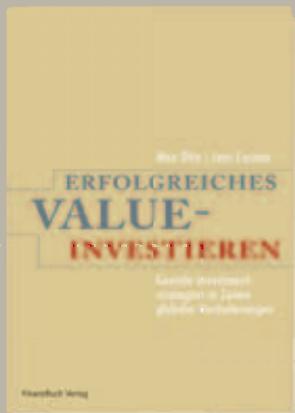
**SI-Kommentar:** Durch die Beteiligung Auctus' an AIA wird es wahrscheinlicher, dass das Unternehmen wieder zurück auf die richtige Spur finden könnte. Sollte Auctus schließlich eine vollständige Übernahme planen und anschließend das Unternehmen von der Börse nehmen wollen, dürften die Aktionäre davon profitieren. (FG) ■

**HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)**

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

Anzeige

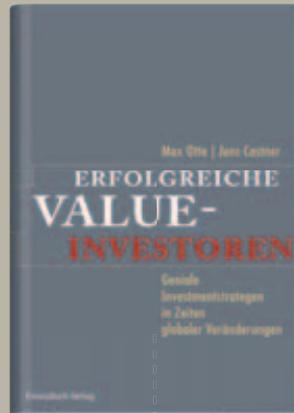
**VALUE-INVESTIEREN**



Im ersten Buch einer zweibändigen Ausgabe erläutert Max Otte die Grundlagen und Grundzüge des Value-Investierens. Im Anhang werden dann ausgewählte Grundkonzepte des Value-Investierens im Detail beleuchtet.

Wer bereit ist, sich tiefer in die Materie einzuarbeiten, wird einen hervorragenden Einstieg finden, der Theorie und Praxis der Bilanzen miteinander verbindet. Im zweiten Buch, »Erfolgreiche Value-Investoren«, porträtiert Jens Castner führende deutschsprachige Vermögensverwalter.

Prof. Dr. Max Otte | Jens Castner  
**Erfolgreiches Value-Investieren**  
 Geniale Investmentstrategien in Zeiten globaler Veränderungen  
 352 Seiten | 24,90 Euro  
 ISBN 978-3-89879-505-0



Im zweiten Buch, »Erfolgreiche Value-Investoren«, erklärt die Elite der unabhängigen deutschsprachigen Vermögensverwalter, wie der klassische Value-Ansatz in der Praxis funktioniert. Erstmals lassen sich die zehn porträtierten Investoren in die Karten schauen. Über Jahrzehnte erfolgreiche Anlagestrategen wie Dr. Jens Ehrhardt, Peter E. Huber und Frank Lingohr geben wertvolle Tipps zu Vermögensaufbau und Portfolio-gestaltung.

Prof. Dr. Max Otte | Jens Castner  
**Erfolgreiche Value-Investoren**  
 Geniale Investmentstrategien in Zeiten globaler Veränderungen  
 240 Seiten | 24,90 Euro  
 ISBN 978-3-89879-506-7

**Sparta: Aus dem Dornröschenschlaf erwacht**

Beim Namen „Sparta“ wird der eine oder andere Börsianer vermutlich hellhörig. Vor rund zehn Jahren, zu Zeiten der TMT-Blase und des Neuen Marktes, verhub sich die Gesellschaft mit ihren vorbörslichen Beteiligungen. Erfolgreicher liefen die Investments im Nebenwertebereich, die später in der Falkenstein Nebenwerte AG äußerst erfolgreich weitergeführt wurden. Selbst in den Krisenjahren 2002 und 2008 schrieb die AG schwarze Zahlen. Nun wurde die Sparta, die immer noch auf einem attraktiven Verlustvortrag von rund 100 Mio. EUR sitzt, vom ehemaligen Falkenstein-Vorstand Christoph Schäfers reaktiviert und aus ihrem operativen Dornröschenschlaf „wach geküsst“. Wie uns Schäfers im Hintergrundgespräch erläutert, will man bei Sparta das Falkenstein-Geschäft weiterführen. Hierfür stehen dem Unternehmen aktuell mehrere Mio. EUR zur



Verfügung – zum Teil als direkte Folge der von der Falkenstein beschlossenen Dividenden- und Kapitalrückzahlungen. Der Erhalt des Kapitals hat für Schäfers oberste Priorität. Neben Sondersituationen, unterbewerteten Substantiteln und Abspaltungen im Aktienbereich sehe man sich auch ausgewählte Genussscheine und Anleihen an. Zu den größten Positionen im Sparta-Portfolio zählen derzeit Aleo Solar sowie Depfa- und Drägerwerk-Genussscheine.

**SI-Kommentar:** Die schuldenfreie Gesellschaft notiert auf der Höhe ihres Eigenkapitals. Angesichts der bei Falkenstein unter Beweis gestellten Nebenwerte-Expertise lässt die Bewertung deutliches Kurspotenzial erkennen. (MW) ■

**EFFECTEN-SPIEGEL: RICHTIGSTELLUNG**

In der letzten Ausgabe widmeten wir uns ausführlich dem heimischen Beteiligungssektor. Bei der dazugehörigen, rund 60 Werte umfassenden Tabelle ist uns jedoch ein bedauerlicher Fehler unterlaufen. Dieser betraf die Düsseldorfer Effecten-Spiegel AG. Der Gewinn je Stamm- bzw. Vorzugsaktie beläuft sich für das vergangene Geschäftsjahr 2009 auf 0,56 EUR und nicht wie von uns fälschlicherweise angegeben auf 0,00 EUR. Dementsprechend wäre das KGV vor einem Monat bei 21,6 gewesen. Wir bitten unseren Fehler zu entschuldigen.

**NACHRICHTEN AUS DEN IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN**

**Magnat Real Estate: Risiko wird zurückgefahren**

Magnat-Aktionäre sind Kummer gewohnt. Nach einer im letzten Quartal verbuchten Wertberichtigung in Höhe von fast 8 Mio. EUR belaufen sich die Sonderabschreibungen inzwischen auf etwa 12 Mio. EUR. Das entspricht mehr als 30% der gesamten Marktkapitalisierung. Diese erdrutschartige Vermögensminderung erklärt sich mit dem riskanten Geschäftsmodell. Gemeint ist die Entwicklung von Immobilien in der Ukraine. Dieses und ähnliche Abenteuer werden nun jedoch sukzessive beendet. Gleichzeitig mehren sich die positiven Nachrichten im operativen Geschäft. Die Entwicklung der Objekte in Eberswalde und Rostock schreitet voran, und in Wien wurde erst kürzlich ein Objekt für ein Bauherrenmodell mit über 1.000 m<sup>2</sup> Gebäude-



fläche erworben. Bilanzseitig stehen solide 120 Mio. EUR Eigenkapital einer Bilanzsumme von 180 Mio. EUR gegenüber. Hinzu kommt, dass der Nettovermögenswert (NAV) auch nach der Sonderabschreibung mit umgerechnet ca. 7 EUR deutlich über dem jetzigen Börsenkurs von 2,50 EUR liegt.

**SI-Kommentar:** Die jüngsten Meldungen lassen vermuten, dass der Aktienkurs nach dem deutlichen Rückgang einen Boden finden könnte. Schließlich dürfte der aktuelle Discount von über 60% mutige Neuinvestoren anlocken. (AS) ■



**HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)**

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

# Ruhiges Fahrwasser

Zuletzt hatte unser Depot gegenüber dem DAX das Nachsehen. Die Gründe hierfür sind recht offensichtlich und nicht weiter beunruhigend.

Viele unserer Top-Performer der vergangenen Monate (Init, Banpu, Delticom) nehmen sich aktuell eine kleine Auszeit. Bei zumeist recht geringen Handelsvolumina notieren sie knapp unter ihren Jahreshochs. Von der Nachrichtenseite kamen ebenfalls keine neuen Impulse. Hier ist erst mit dem Beginn der Berichtssaison eine Belebung wahrscheinlich. Unsere Optionscheine auf Cisco und Amazon mussten im Monatsvergleich sogar deutliche Verluste hinnehmen. Das Minus erklärt sich zum einen mit den Verlusten der Basiswerte, zum anderen sorgte der Rückgang der Volatilität für einen generellen Verfall der

Optionspreise. Uns war bewusst, dass die Scheine auch aufgrund ihrer langen Laufzeit zu Beginn nicht so recht mitziehen werden. Dafür werden sie zum Ende hin – vorausgesetzt, unsere CuB-Spekulation geht auf – umso stärker auf die Entwicklung des Underlyings reagieren. Fondsmanager Peter Dreide teilt in seiner Gastanalyse (nachzulesen auf S. 64) zum amerikanischen Hightech-Sektor unsere bullische Sicht für die Platzhirsche der Branche. In einem Interview mit dem HSBC Trinkaus-Derivateexperten Heiko Weyand auf S. 38 wird das Thema Optionsscheine vertieft.

&gt;&gt;

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EUR) STICHTAG: 18.6.2010 (DAX: 6.217) PUNKTE  
 PERFORMANCE: +10,5% SEIT JAHRESANFANG (DAX: +4,4%); +0,6% GG. VORMONAT (DAX: +2,7%); +219,1% SEIT DEPOTSTART (DAX: +143,0%)

WKN	BRANCHE/ LAND	SIP* C/R*	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT	WERT AKT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	SEIT KAUF
BANPU [THAI]	882131 KOHLEPRODUZENT	B 7/6	2.000	04.04.07	4,72	15,60	31.200	9,8%	+1,0%	+230,5%
INIT [D] <b>IK</b>	575980 TELEMATIK	B 6/4	1.000	26.11.08	4,70	13,70	13.700	4,3%	+0,0%	+191,5%
PANORAMIC RES. [AUS]	A0Q29H NICKELPRODUZENT	C 8/8	10.000	15.10.08	0,67	1,55	15.500	4,9%	+2,0%	+131,3%
BAADER [D]	508810 MAKLER	C 8/6	5.000	08.10.08	2,05	3,60	18.000	5,6%	+10,4%	+75,6%
UNITED INTERNET [D]	508903 INTERNET	C 8/6	1.000	08.10.08	5,65	9,89	9.890	3,1%	-7,0%	+75,0%
DELTCOM [D] <b>IK</b>	514680 REIFENHANDEL	B 7/5	400	11.11.09	23,99	37,80	15.120	4,7%	-0,1%	+57,6%
SINO-Forest [CHN]	899033 HOLZPRODUZENT	C 8/6	800	09.09.08	11,20	13,24	10.592	3,3%	-4,6%	+18,2%
DAX-LONG-HZ; 5.190; ENDLOS	GS8YFB INDEX	A 9/7	1.000	12.05.10	9,45	11,00	11.000	3,4%	+11,2%	+16,4%
STRATEC BIOMEDICAL [D]	728900 MEDIZINGERÄTE	B 7/5	400	11.11.09	23,48	26,87	10.748	3,4%	-1,3%	+14,4%
NINTENDO [JPN]	864009 VIDEOSPIELE	A 6/5	50	03.03.10	221,00	251,20	12.560	3,9%	+9,2%	+13,7%
AMAZON CALL 160 USD/JAN 2013	TB7W0U INTERNETKAUFHAUS	A 9/7	3.000	10.03.10	1,85	2,09	6.270	2,0%	-9,1%	+13,0%
RATIONAL [D]	701080 KÜCHENGERÄTE	C 7/7	100	06.08.08	116,41	126,05	12.605	4,0%	+6,1%	+8,3%
BAYWA [D] <b>IK</b>	519406 AGRAR/BAU	B 7/4	400	17.02.10	27,20	29,30	11.720	3,7%	-0,5%	+7,7%
FIELMANN [D] <b>IK</b>	577220 OPTIKERKETTE	A 6/4	250	19.03.10	59,60	63,48	15.870	5,0%	+13,0%	+6,5%
SILVER STANDARD RES.** [CAN]	858840 SILBEREXPLORER	C 7/5	1.000	13.11.08	14,29	15,16	15.160	4,8%	-2,9%	+6,1%
PHOENIX SOLAR [D]	A0B VU9 SOLAR	A 7/5	300	19.04.10	29,70	30,55	9.165	2,9%	+5,9%	+2,9%
VALE [BRA]	A0R N7M BERGBAU	A 7/5	500	03.03.10	21,69	21,70	10.850	3,4%	-3,6%	+0,0%
AURELIUS [D] <b>IK</b>	A0J K2A SANIERER	A 8/6	500	19.05.10	15,90	15,80	7.900	2,5%	-	-0,6%
ORAD HI-TEC [ISR] <b>IK</b>	928634 3D-SOFTWARE	C 7/6	3.000	06.08.08	2,65	2,63	7.890	2,5%	+5,2%	-0,8%
PALFINGER [ÖST]	919964 SPEZIALKRÄNE	D 7/6	600	21.06.06	17,97	17,34	10.404	3,3%	-2,7%	-3,5%
NETEASE [CHN]	501822 INTERNET-SPIELE	B 8/6	300	15.07.09	26,06	24,54	7.362	2,3%	-8,9%	-5,8%
EQUITYSTORY [D]	549416 INVESTOR RELATIONS	C 6/5	400	06.10.08	21,30	18,65	7.460	2,3%	-0,9%	-12,4%
PFIZER CALL 20 USD/JAN 2013	TB7W5V PHARMA	A 9/7	25.000	14.04.10	0,16	0,14	3.500	1,1%	+0,0%	-12,5%
CISCO CALL 30 USD/JAN 2013	TB7W1Z NETZWERKTECHNIK	A 9/7	20.000	24.03.10	0,30	0,26	5.200	1,6%	-18,8%	-13,3%
GRIFOLS [E]	A0B 6Z3 PHARMA	D 7/6	600	17.02.10	11,20	9,20	5.520	1,7%	-1,5%	-17,9%
STRATECO RES. [CAN] <b>IK</b>	A0C AKR URAN-EXPLORER	C 9/8	10.000	08.10.08	0,67	0,45	4.500	1,4%	-15,1%	-32,8%

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

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

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

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

AKTIENBESTAND	289.686	90,8%
LIQUIDITÄT	29.374	9,2%
GESAMTWERT	319.060	100,0%

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

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE

	WKN	KURS	STÜCKZ.	KAUFWERT	DATUM
AURELIUS	A0J K2A	15,90	500	7.950,00	19.05.10

**C/R, SIP und die 2x10%-Regel**

Über das Musterdepot wollen wir vor dem Hintergrund unserer Markteinschätzung eine konsistente, jederzeit nachvollziehbare Anlagestrategie umsetzen. Da sich unsere Meinung zu einem Musterdepotwert mitunter ändert, weil wir die Kurschancen beispielsweise nach einem starken Anstieg vorübergehend geringer einschätzen, haben wir die Kennzahlen „C/R“ und „SIP“ eingeführt. Das Verhältnis von Chance zu Risiko ist zugleich ein Hinweis auf die Volatilität einer Aktie und damit auf den Charakter eines Investments. Dieser kann von ausgesprochen konservativ bis hin zu hochspekulativ – zum Beispiel bei Optionsscheinen – reichen. Wichtig ist uns zudem, auf unsere beiden 10%-Regeln hinzuweisen. So sollten alle Derivatepositionen zusammengenommen zu ihren Einstandskursen 10% des Depotvolumens nicht übersteigen. Derzeit liegen wir mit einem Wert von 7,8% klar darunter. Das zweite 10%-Limit bezieht sich auf die Größe einer einzelnen Position, die diese wiederum bezogen auf das Gesamtdepot nicht überschreiten sollte. Banpu notieren hier nur knapp unter dieser Messlatte, weshalb wir demnächst wohl gezwungen sein werden, einen Teilverkauf vorzunehmen. Mehr zu Banpu und anderen aussichtsreichen Thai-Aktien gibt es im Übrigen auch ab S. 6 nachzulesen.

**Netease-Aktie nach Ausblick unter Druck**

Mit unserem Investment in Netease, der Nummer drei auf dem chinesischen Online-Spielemarkt, hatten wir bislang wenig Glück. Zuletzt sorgte ein eher schwacher Zwischenbericht sowie vorsichtige Aussagen des Vorstands für Abgaben. Als Folge höherer Lizenzgebühren für das von Netease einlizenzierte Online-Rollenspiel „World of Warcraft“ (WoW) kamen die Margen unter Druck. Zusätzlich musste das Unternehmen einen Währungsverlust über rund 5,8 Mio. USD verbuchen. Für drei der von Netease selbstentwickelten Spiele soll es im dritten Quartal eine Erweiterung geben. Das mit Spannung erwartete WoW-„Expansion Pack“ liegt jedoch weiterhin bei den Behörden, wo es auf eine Freigabe wartet. Wann diese erfolgt, lässt sich nicht sicher voraussagen. Entsprechend zurückhaltend äußerte sich der Vorstand zu den Geschäftsperspektiven der kommenden Monate. Wenngleich die Wachstumstrends auf dem chinesischen Online-Spielemarkt mit seinen geschätzt 90 Mio. Gamern intakt bleiben, so müssen wir die operative Entwicklung im Fall Netease doch sehr genau beobachten.

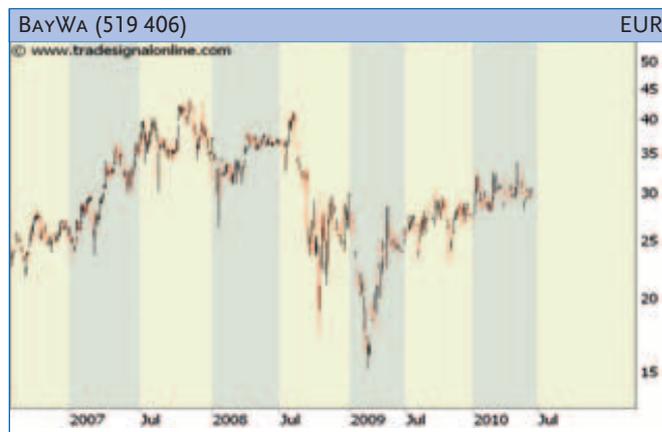
**Fielmann (IK) erreicht neues Allzeithoch**

Zu den konservativeren Titeln in unserem Musterdepot zählt mit Sicherheit die Fielmann-Aktie. Das Papier der Optikerkette steht für solide Wachstumschancen, einen starken Cashflow und eine hohe Ausschüttungsquote. Fielmann kann es sich aufgrund seiner dominanten Marktstellung erlauben, einen Großteil seiner Gewinne an die eigenen Aktionäre „weiterzureichen“. Nach einer kurzen Schwächephase zur Mitte des zweiten Quartals spurtete der Wert zuletzt auf ein neues Allzeithoch. Angesichts des nervösen Umfelds muss man eine solche Bewegung als einen klaren Indikator für die ungebro-

chene operative Stärke des Geschäftsmodells werten. Die Nachricht über verbotene Preisabsprachen der größten fünf Brillenglashersteller mag ebenfalls positiv für Fielmann sein, sollten die Preise für die oftmals teuren Gläser in Zukunft etwas zurückkommen.

**BayWa setzt auf regenerative Energien**

Auf der Mitte Juni abgehaltenen Hauptversammlung der BayWa AG äußerte sich Vorstandschef Klaus Josef Lutz näher zu den operativen Zielen des im vergangenen Jahr neu aufgebauten Geschäftsbereichs „BayWa r.e.“. Das Kürzel „r.e.“ steht hierbei für regenerative Energien. Nach drei Übernahmen in den Segmenten Biogas, Windkraft und Photovoltaik erwartet Lutz für 2010 bereits einen Spartenumsatz von 300 Mio. EUR sowie ein EBIT in Höhe von ca. 20 Mio. EUR. Mit Blick auf die



mittlere Frist hält der Vorstand zudem Erlöse von 1 Mrd. EUR bei einer entsprechenden Profitabilität für darstellbar. Die Mittel zum Aufbau des Geschäfts kamen in der Vergangenheit aus unterschiedlichen Desinvestments. So zog man sich im vergangenen Jahr aus dem Autohandel zurück und verkaufte seine Anteile an der DZ Bank. Dadurch flossen BayWa in Summe 50 Mio. EUR zu, was einmal mehr unsere Einschätzung bestätigt, dass in der Bilanz noch reichlich stille Reserven schlummern. Vor allem der Immobilienbesitz sorgt regelmäßig für (Kurs-)Fantasie. Weil auch das Energie- und Agrar-geschäft seit dem zweiten Quartal spürbar anzieht, ist Lutz zuversichtlich, Umsatz und EBIT gegenüber 2009 steigern zu können.

**Fazit**

Wir fühlen uns mit unserer Titelauswahl weiterhin wohl. Die kurzfristige Underperformance ist für uns letztlich kein Anlass zur Sorge, vielmehr lässt sie sich mit den vorausgegangenen Kursgewinnen und einer im Anschluss daran notwendigen Pause/Korrektur schlüssig erklären. Für Neuinvestments halten wir zudem eine ausreichende Liquidität vor. ■

Marcus Wessel

HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)

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

Wir stellen seit 136 Jahren hochwertige silberne Bestecke und Tafelgeräte in Handarbeit her. Im Markt für silberne Bestecke sind wir seit vielen Jahren eine der größten Manufakturen weltweit. Für unseren neuen Geschäftszweig Edelmetall Wertanlagen suchen wir den

## Leiter Edelmetallhandel m/w.

Sie sollten ein kaufmännisches Studium mit überdurchschnittlichen Ergebnissen abgeschlossen und Erfahrung im Edelmetallhandel haben. Wichtig für diese Position ist die Fähigkeit, unternehmerisch denken und handeln zu können. Ihre Bereitschaft zu großem Engagement setzen wir ebenso voraus, wie ein gutes Kommunikationsverhalten und die Fähigkeit zu strategischem und analytischem Denken.

Wenn Sie mehr über diese Aufgabe erfahren möchten, dann richten Sie Ihre Bewerbung bitte an Robbe & Berking · Zur Bleiche 47 · 24941 Flensburg  
Silke.Matthiesen@robbeberking.de

**ROBBE & BERKING**  
SEIT 1874



## Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Wir suchen ab sofort oder für später eine(n) engagierte(n)

### Volontär(in) oder Werkstudenten(in)

der (die) uns längerfristig in der Redaktion, beim Research, bei der Organisation und der Archivierung behilflich ist. Die Tätigkeit umfasst die Besuche von Kongressen, Messen und Pressekonferenzen sowie die Unterstützung der Chefredaktion.

Interessierte sollten vor allem drei Eigenschaften mitbringen:

- ◆ ein ausgeprägtes Verständnis und Interesse für das Börsen- und Wirtschaftsgeschehen
- ◆ die Freude am und die Begabung für das Schreiben
- ◆ die Fähigkeit, sich gedanklich vom „Mainstream“ abzusetzen

Zudem setzen wir eine gewisse Computer-Affinität und englische Sprachkenntnisse voraus.

Wenn Sie sich in unserem kleinen Team engagieren wollen, dann senden Sie Ihre Bewerbungsunterlagen per E-Mail an [flierl@smartinvestor.de](mailto:flierl@smartinvestor.de) oder per Post an

**Smart Investor Media GmbH, Ralf Flierl,  
Hofmannstr. 7a, 81379 München**

Gerne können Sie uns vorab auch telefonisch kontaktieren:  
**089 / 2000 339-0**

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

Der gemeinsame Stellenmarkt von GoingPublic Magazin, VentureCapital Magazin und Smart Investor in Zusammenarbeit mit eFinancial Careers, der renommierten Finanz-Jobbörse im Internet, bietet seit Herbst 2006 einen einzigartigen Service: Jede gebuchte Anzeige erscheint ohne Mehrkosten in den jeweiligen zwei Schwestertiteln sowie vier Wochen online auf der Plattform eFinancialCareers.de.

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

GoingPublic Media AG, Anzeigenabteilung  
Ansprechpartner: Johanna Wagner  
(Tel. 089-2000339-50, E-Mail: [wagner@goingpublic.de](mailto:wagner@goingpublic.de))

In Kooperation mit

**eFINANCIALCAREERS.DE**  
Die Finanz-Jobbörse

# „Ein trügerisches Gefühl der Sicherheit“

Smart Investor im Gespräch mit **Maik Komoss**, Berater des BN & P Abaris Absolute Return-Fonds, über die Merkmale herausragender Absolute-Return-Strategien und richtiges Risikomanagement.

**Smart Investor:** Herr Komoss, was hat aus Ihnen eigentlich einen Anhänger der Absolute-Return-Philosophie gemacht?

**Komoss:** Grundsätzlich haben die meisten Investoren – nicht nur ich selbst – das Bedürfnis, mittel- bis langfristig möglichst stabile Renditen zu erwirtschaften, ohne zu lange Phasen mit einem fallenden Portfoliowert erleiden zu müssen. Das bedeutet auch, dass Kapitalerhalt ein vordergründiges Ziel beim Investieren sein muss.

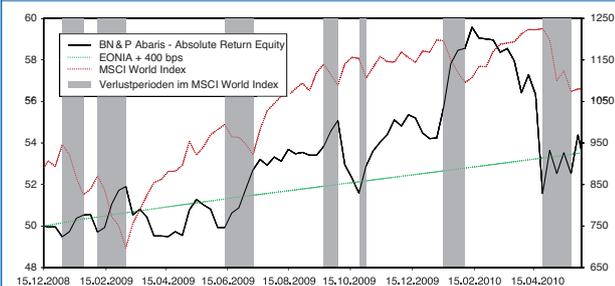
**Smart Investor:** Nun steht aber bei vielen Produkten Absolute Return drauf, ist aber gar nicht drin. Das Jahr 2008 hat das ja schonungslos offen gelegt. Woran liegt das?

**Komoss:** Bei vielen Produkten lässt sich die Wertentwicklung – ob unbewusst oder nicht – durch den Verlauf des Marktes erklären. Wirklich vom Markt unabhängige Renditen oder gar negativ mit dem Markt korrelierte Renditen finden Anleger nur in den wenigsten Produkten. So schlechte Ergebnisse wie eben 2008 sind vor diesem Hintergrund für mich keine Überraschung. Solange die Aktienmärkte steigen, wovon damit dann auch die meisten Absolute-Return-Strategien profitieren, werden die Renditequellen der Absolute-Return-Produkte nicht ausreichend kritisch beurteilt. Wenn die Aktienmärkte dann fallen, werden die Schwächen dieser Konzepte offenkundig.

## IM PORTRAIT: BN & P ABARIS ABSOLUTE RETURN-FONDS

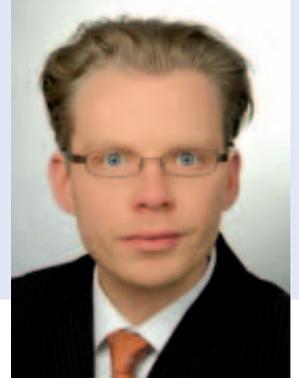
Der BN & P Abaris Absolute Return Equity setzt verschiedene Strategien über Aktien bzw. Aktienderivate um. Das Fondsmanagement greift auf diskretionale und marktneutrale Strategien zurück und geht bei der Auswahl stets antizyklisch vor, wie Maik Komoss auch im Interview beschreibt. Derzeit ist der Fonds zu je einem Drittel in Aktien, Derivaten und Liquidität investiert. Regional dominiert Europa mit etwa 54%, es folgen die USA mit 38% und Asien mit 8%. Mit einem Verlust von 8,2% im April konnte sich der ansonsten recht schwankungsarme Fonds den Schwankungen an den Kapitalmärkten nicht entziehen.

## BN & P ABARIS ABSOLUTE RETURN-FONDS



Berechnung nach BVI-Methode; Quelle: Bloomberg, UNICO Financial Services

**Maik Komoss** berät den BN & P Abaris – Absolute Return Equity und ist bei der BN & Partner-Gruppe für die Entwicklung weiterer Absolute-Return-Konzepte zuständig. Außerdem wirkt er bei BN & Partner bei der Taktischen Asset Allocation und der Auswahl von Produkten für die eigene Vermögensverwaltung mit.



**Smart Investor:** Hat denn 2008 Ihre Anlagepolitik in irgendeiner Weise verändert?

**Komoss:** Eher im Gegenteil. Das Jahr 2008 hat uns darin bestärkt, weiter auf anderen Wegen als Großteile der Konkurrenz nach Renditen zu suchen. Problematisch ist bei vielen Konzepten neben der Marktabhängigkeit der Renditen, dass deren Risikomanagement auf rückwärtsgerichteten Daten basiert. Risikokennzahlen wie die Volatilität oder der Value-at-Risk sagen nichts über das Risiko in der Zukunft aus. Außerdem hat das Jahr 2008 aufgezeigt, dass die geringe Korrelation zwischen Anlageklassen ein trügerisches Gefühl der Sicherheit vermittelt. In Extremsituationen sind viele Anlageklassen dann plötzlich deutlich positiv miteinander korreliert und fallen gemeinsam. Der ökonomische Zusammenhang zwischen den verschiedenen Wertentwicklungen wird zu stark vernachlässigt, und man verlässt sich zu oft auf die rein statistisch gemessenen Korrelationen der jüngsten Vergangenheit.

**Smart Investor:** Wie hebt sich nun Ihr Absolute-Return-Ansatz von der Masse ab?

**Komoss:** Wir haben die Zielsetzung, in jeder Marktphase negativ zum Markt korrelierte Renditen zu erwirtschaften. Wenn Sie das Jahr 2009 betrachten, das ja geprägt war von einer Erholung der riskanten Anlageklassen, dann wird erkennbar, dass wir Renditen meistens dann erwirtschaftet haben, als die Märkte zwischenzeitlich kurz korrigiert haben. Dadurch erreichen wir einen hohen Diversifikationsnutzen für das Depot des Anlegers. Diesen kann ein positiv mit den Aktienmärkten korreliertes Anlagekonzept gar nicht leisten. Aber auch unser Risikomanagement ist anders. Wir bauen auf proaktives Risikomanagement, das z.B. auf untereinander möglichst unkorrelierte Sub-Strategien setzt.

**Smart Investor:** Das klingt gut, aber wie funktioniert das?

**Komoss:** Wenn die verschiedenen Sub-Strategien vorübergehende Wertverluste erleiden, dann – so unser Kalkül – zu unterschiedlichen Zeitpunkten, und eben nicht zeitgleich. Instru-

mentell setzen wir statt Futures meist Optionen ein, weil sich mit diesen die verschiedenen Auszahlungsprofile möglichst risikominimal konstruieren lassen, die wir mit unserer jeweiligen Marktmeinung umsetzen wollen.

**Smart Investor:** Sie verwenden darwinistische und behavioristische Konzepte. Was muss sich ein Anleger darunter vorstellen?

**Komoss:** Unsere Denke ist beeinflusst dadurch, dass Kursabweichungen vom fairen Wert eines Marktes entweder auf das Anlegerverhalten oder die Konkurrenz einzelner Strategien um Kapital ausgelöst werden. Das Anlegerverhalten und die damit verbundene Behavioral Finance ist bekannt, die Evolutionary Finance dagegen, also die darwinistische Kapitalmarkttheorie, ist die eher unbekannt Disziplin. Beide sind wie eine Komposition zu sehen, Behavioral Finance allein greift zu kurz. Ich will Ihnen das Prinzip der Evolutionary Finance anhand eines Vergleichs verdeutlichen. Sie fahren auf einer Autobahn und möchten so schnell wie möglich ans Ziel kommen. Erst fahren Sie rechts, nur geht der Verkehr auf der linken Spur zügiger voran. Jetzt werden sich mehr und mehr Fahrer für die linke Spur entscheiden, wodurch es früher oder später auf der rechten Spur wieder flüssiger läuft. Rechtzeitig die Spur zu wechseln, ist das Erfolgsgeheimnis, und dieses Bild können Sie auf den Kapitalmarkt übertragen. Bezogen auf den Kapitalmarkt ist die zuletzt erzielte Rendite das Selektionskriterium, nach dem Anleger entscheiden, in welche Strategien sie investieren. So sind immer wieder andere Strategien im Fokus der Investoren und ziehen Kapital an. So werden Gelder mal in Value-Strategien, trendfolgende Strategien, Arbitrage-Strategien, strategische Absicherungsstrategien usw. allokiert. Je mehr Anleger nun diese eine jüngst „gute“ Strategie nutzen, desto weniger vorteilhafte Renditen wird sie künftig abwerfen. Finanzmarktkurse sind das Ergebnis dieses dynamischen Allokationsprozesses, in dem Kapital von wenig erfolgreichen Strategien abgezogen und in erfolgreiche Strategien investiert wird. Die Theorie hinter diesem Prozess wird Evolutionary Finance genannt. Zusammen mit der Behavioral Finance erklärt sie unserer Überzeugung nach den Verlauf von Finanzmärkten.



Maik Komoss und sein Team schauen aus verschiedenen Blickwinkeln auf die Märkte.

**Smart Investor:** Also modellieren Sie, wie sich diese Strategien wechselseitig beeinflussen?

**Komoss:** Völlig richtig. Es geht darum, ob beispielsweise ein Mittelzufluss in Absicherungsstrategien irgendeinen Einfluss auf den Gesamtmarkt hat. Und für den April dieses Jahres lässt sich auf diese Weise festhalten, dass sehr wenig strategisch im Aktienmarkt abgesichert wurde und gleichzeitig das Sentiment sehr positiv war. Beides zusammen genommen ließ auf einen fallenden Aktienmarkt schließen.

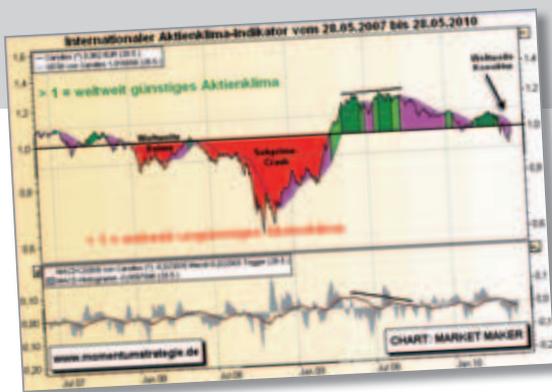
**Smart Investor:** Wie schätzen Sie die Wahrscheinlichkeit für ein Crack-up-Boom-Szenario ein?

**Komoss:** Bevor wir einen Crack-up-Boom sehen, was ich nicht ausschließen möchte, würde ich einen weiteren deflationären Schock erwarten. Der jüngste Rettungsschirm für Griechenland wirkt insofern deflationär, als dass nur alte Kredite durch neue Kredite ersetzt werden, aber tatsächlich kein frisches Geld nachfragewirksam in Umlauf kommt. Außerdem werden die Geber des Hilfspakets extrem sparen müssen, während die Empfänger wie Griechenland oder demnächst Spanien oder Italien hart sanktioniert werden, um die Hilfen überhaupt bekommen zu können. Dies alles wirkt deflationär.

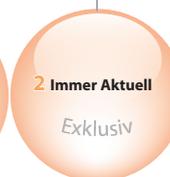
**Smart Investor:** Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Tobias Karow

Anzeige



## momentuminvestor



Mit den richtigen Indikatoren verstehen, wie die Märkte ticken!

TRADERS

„Die hier verwendeten Indikatoren zeigen in ihrer Gesamtheit, dass die Märkte am Beginn einer Konsolidierung stehen“, lautete das Fazit im „Momentum-Investor“ in der Ausgabe vom 3. Mai. Da stand der DAX noch bei 6.167 Punkten. Drei Wochen später schloss er bei 5.670 Punkten. Das sind gut 500 Punkte oder 8% weniger. Die Leser des Momentum-Investors waren also wieder einmal gewarnt und konnten sich entsprechend positionieren. Nutzen auch Sie das Arsenal moderner Analyse-Tools eines besonders innovativen technischen Analysten, um auf der richtigen Seite des Marktes zu stehen!

Jetzt kostenlose Ausgabe bestellen!  
[www.traders-mag.com](http://www.traders-mag.com)

# „Die Wahrheit und ihr Preis“



Im Oktober 2007 erlebte Fernsehdeutschland einen in der jüngeren TV-Geschichte wohl einmaligen Vorgang: „die öffentliche Hinrichtung der Eva Herman“ (so Antje Hildebrandt auf welt.de). Eva Herman, ehemals öffentlich-rechtliche Nachrichtensprecherin und Talkshowmoderatorin, wurde

von Johannes B. Kerner in seiner damaligen ZDF-Talkshow per kalkuliertem Eklat um ihren Ruf gebracht. Wie diese Sendung ab lief, beschrieben kritische Beobachter sehr gut; allein, und dadurch geriet Eva Hermans Ruf in völlig Schiefelage, eine winzig kleine Minderheit kümmerte sich wenig um Chronologie und detailierten Inhalt ihrer Aussagen und brachte so eine für Herman verheerende Lawine ins Rollen. Journalisten sind Meinungsmacher und Multiplikatoren.

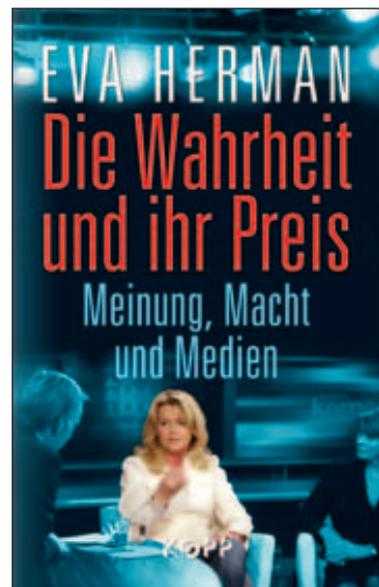
Soziologen schreiben Journalisten die weitreichende Bedeutung zu, Öffentlichkeit beziehungsweise Wirklichkeit (zuerst natürlich medial) konstruieren zu können. Die mediale Konstruktion von Wirklichkeit geht einher mit der Aufnahme respektive Internalisierung der von den jeweiligen Journalisten verbreiteten Sachverhalte. Sind diese Sachverhalte dann erst einmal beim Individuum als nicht zu hinterfragende Wahrheit abgespeichert, so orientiert sich der Einzelne bei zukünftigen Aufnahmen von Informationen (oder Wirklichkeiten) nach dem abgespeicherten Muster, das zudem – und das ist im Falle Eva Herman besonders tragisch – pauschalisiert wird. Hat also Herr XY bei sich abgespeichert, „Frau Herman findet irgendwie den Nationalsozialismus gut“, so wird er vorwiegend nur diejenigen Informationen aufnehmen, die ihn in seiner bisherigen Konstruktion von Wirklichkeit bestätigen. Eine derartige Vorgehensweise macht für das Individuum freilich Sinn, denn so wird das Individuum davon entlastet, immer wieder seine eigene Wirklichkeit neu konstruieren zu müssen.

Zwei Bücher gehen der Causa Eva Herman nach. Zum einen das Buch „Der Fall Eva Herman. Hexenjagd in den Medien“ von Arne Hoffmann aus dem Jahre 2008. Der Autor, der sich selbst nicht gerade als Anhänger der Hermanschen Thesen sieht, zeigt in seiner vielschichtigen, sehr gut recherchierten sowie chronologisch aufbereiteten Medienanalyse, wie es zu dieser „rasanten Hexenjagd“ kam. In fünf Kapiteln arbeitet er den Fall ab, und dies in einer Gründlichkeit, wie es nahezu keiner der „Inquisitoren“ aus dem

## „Der Fall Eva Herman, Hexenjagd in den Medien“

Mainstream-Lager für nötig befunden hatte. Jedem Kapitel wird eingangs ein Zitat zugeordnet, das gleich den inhaltlichen Weg vorgibt. Kapitel eins beispielsweise wird – ungeschminkt und wenig akademisch – betitelt mit „Für das, was du sagst, gehört dir die Fresse poliert“. In Kapitel vier werden dann die wichtigen Medienreaktionen nach dem Tribunal überschrieben mit „Ist Eva Herman braun oder nur doof?“. Das Fazit zu Hoffmanns Buch kann nur lauten: Er bereitet das Thema Eva Herman objektiv sehr gut auf, stellt es in den Kontext von Medien und Macht und schaut eindrucksvoll hinter die Kulissen, wie Meinungen und Wirklichkeiten geschaffen werden.

Das zweite Buch zum Fall stammt von der Betroffenen selbst: „Die Wahrheit und ihr Preis. Meinung, Macht und Medien.“ Im Kopp-Verlag, wo ihr Buch erschienen ist, hat Eva Herman gleich eine neue berufliche Heimat gefunden: Sie schreibt Kolumnen auf der Verlagswebseite und moderiert die „Kopp Nachrichten“ im Videoformat. Dieses Format orientiert sich vom Erscheinungsbild an der Tagesschau, wo sie langjährige Sprecherin war. Auch hierfür erntet sie in den Mainstream-Medien derzeit nicht gerade Lobeshymnen. Zu ihrem Buch: Hier gibt sie emotionale Einblicke in ihre Seele zur wohl schwersten Zeit ihres Lebens. Sie legt dar, was ihr von wem vorgeworfen wurde und wie es sich ihrer Meinung nach mit diesen Vorwürfen verhält. Sicherlich ist es ein Rechtfertigungsbuch, sicherlich stellt sie ausführlich ihre Sicht der Dinge dar und dass insbesondere die Vorwürfe, sie würde dem Dritten Reich nahe stehen, nicht zutreffen. Die Wahrheit und ihr Preis – Eva Herman hat für ihre eigene Wahrheit einen hohen Preis bezahlt.



Kevin Meinert

*Eva Herman, Die Wahrheit und ihr Preis, Meinung, Macht und Medien, Kopp Verlag 2010, 281 Seiten, 19,95 EUR*

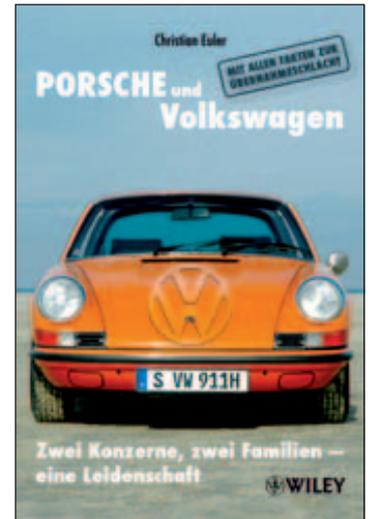
*Arne Hoffmann, Der Fall Eva Herman, Hexenjagd in den Medien, Lichtschlag 2008, 189 Seiten, 18,90 EUR*

# „Porsche und Volkswagen“

„Nichts ist spannender als die Wirtschaft“ – Der ehemalige Slogan einer deutschen Wirtschaftspublikation trifft bestens auf das Übernahmeabenteuer von Porsche und Volkswagen zu. Die Vorgänge um die Beteiligung der beiden verwandten Unternehmen könnten einem Kriminalroman entlehnt sein. Während die Motive noch verständlich waren, ist der Prozess der stetigen Anteilsanreicherung von Volkswagenaktien bei Porsche nicht einfach erklärbar. Insbesondere das Finale Grande mit der dramatischen Wendung der Besitz- und Machtverhältnisse lohnt nochmals en detail betrachtet zu werden.

Der Autor Christian Euler begibt sich weit in die Vergangenheit der Autoschmieden. Das Buch enthält in allen Kapiteln faustdicke Überraschungen, wovon eine an dieser Stelle unbedingt verraten werden muss: Weder das Konzept des Ur-Porsche noch die Entwicklung des VW Käfer geht auf die Gründer zurück! Beide Projekte waren bestenfalls „abgekupfert“. Es folgt eine Porträtierung der handelnden Personen. Zunächst wirkt es übertrieben, so viel über die Familienmitglieder zu erfahren. Es zeigt sich aber, dass es nötig ist, um die Motive und Schachzüge zu verstehen. Ein Schwerpunkt liegt auf den Produkten, sprich auf den Autos. Die Begeisterung des Autors insbesondere für die PS-starken Varianten ist unverkennbar und nur allzu menschlich, resp. männlich;

abzulesen im Rennsport-Kapitel über Porsche. Für den Leser mit geringerem Benzinanteil im Blut wären Fotos der besprochenen Fahrzeuge hilfreich. Auch die eine oder andere synoptische Darstellung hätte das Werk aufgelockert. Dem Börsianer fehlen beispielsweise Charts der beiden Unternehmen.



Die unterschiedlichen „Färbungen“ der Tagespresse haben im Zenit der Übernahmeschlacht für Verwirrung gesorgt. Der Autor hat es geschafft, die Thematik strukturiert und klar darzulegen. Wer erfahren möchte, aus welcher Leidenschaft heraus die beiden Konzerne entstanden sind und wie es zu dem Krieg zwischen ihnen kam, ist mit dem Buch sehr gut bedient. ■

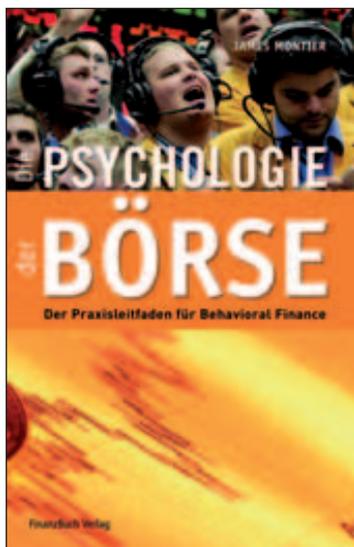
Axel Schuster

„Porsche und Volkswagen“ von Christian Euler; Wiley-VCH, Weinheim 2010, 236 Seiten, 19,90 EUR

## BUCHBESPRECHUNG III

# „Die Psychologie der Börse“

Mehr als 800 Seiten umfasst das Werk des Behavioral-Finance-Experten James Montier. Ausführlich beschreibt er die Fallstricke, die in unserer Psychologie verborgen liegen und uns



am erfolgreichen Investieren hindern. Vieles davon kennt man bereits – insbesondere die Beispiele, an denen er die Schwierigkeiten illustriert, wurden schon häufig herumgereicht. Allerdings liegt das Problem ja auch nicht so sehr in dem mangelnden Wissen als vielmehr in der erfolgreichen Übersetzung des Wissens in das tägliche Handeln. Von daher ist auch der Untertitel richtig gewählt; es handelt sich um einen Leitfaden, in dem man immer wieder nach-

schlagen kann, wenn einem die eigene Verhaltenskonditionierung einen Streich gespielt hat und man Ratschläge für eine Neukonditionierung benötigt.

Das Buch ist so konzipiert, dass es nicht in einem Schwung durchgelesen werden muss, sondern je nach Bedarf einzelne Kapitel oder auch nur einzelne Absätze gelesen werden können. Zwar sind manche Grafiken arg simpel gestaltet, worunter hin und wieder das Verständnis leidet. Aber auch wenn man vieles schon einmal gehört hat, so ist das Buch doch für jeden, der sich mit den psychologischen Aspekten des Investierens beschäftigen möchte, ein wertvoller Ratgeber und ergiebiges Nachschlagewerk. ■

Fabian Grummes

„Die Psychologie der Börse – Der Praxisleitfaden für Behavioral Finance“ von James Montier; FinanzBuch Verlag 2009, 820 Seiten, 49,90 EUR

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



# Von Transaktionssteuern und erfreulichen Widerrufen

**?** **Fragen zum Crack-up-Boom (CuB)**  
 1. Wie erkenne ich, wann ich mein Geld wieder abziehen muss?  
 2. Was mache ich dann mit meinem Geld (Immobilien, Gold etc.) angesichts möglicher politischer Verwerfungen, Enteignungsgefahr ...

*K. Riemerling*

**SI** Beide Fragen lassen sich zum heutigen Zeitpunkt nicht befriedigend beantworten, weil wir die zukünftigen Umstände nicht kennen. Es bedarf laufender Beobachtung des wirtschaftlichen und politischen Umfelds. Und natürlich werden wir versuchen, beim Timing Hilfestellung zu leisten. Ansonsten raten wir Ihnen zu etwas Geduld, denn in der Ausgabe 10/2010 setzen wir uns mit dem Thema Kapitalschutz intensiv auseinander.

**?** **Auch Aktienfonds?**  
 Sie bevorzugen ja Sachwerte vor Geldanlagen und hier vor allem Aktien (als Direktanlage). Kann man auch Aktienfonds kaufen?

*F. Hergé*

**SI** Dies schließt natürlich auch Fonds mit ein. Es handelt sich dabei ja um Sondervermögen und damit nicht um Schuldverschreibungen. Eine Anlage darin hat somit einen vergleichbaren Charakter wie die Direktanlage in Aktien.

**?** **Widerruf!**  
 Gerne gebe ich Ihnen ein Feedback zu meiner Kündigung, die ich noch mal überdacht habe. Anfang des Jahres hatte ich zu wenig Zeit, den Smart Investor zu lesen. Die Beiträge Ihrer letzten Ausgaben waren aber so packend und treffend, dass ich das Abonnement nun unverändert fortführen möchte und hiermit meine Kündigung widerrufe.

*F. Scheid*

**SI** Das freut uns natürlich sehr, dass wir Sie mit unserer Leistung überzeugen und umstimmen konnten.

**?** **Transaktionssteuer?**  
 Von der politischen Klasse wird derzeit die Einführung einer Finanztransaktionssteuer gefordert. Mittlerweile wird dies aber auch von dem renommierten Wirtschaftswissenschaftler Prof. Max Otte gefordert. Seine Einschätzungen zu den Märkten bzw. zur gesamtwirtschaftlichen Situation sind meines Erachtens denen des Smart Investor doch sehr ähnlich. Kann diese Steuer die Spekulationen in die richtigen Bahnen lenken, oder wird dadurch der CuB weiter befeuert?

*T. Bauer*

**SI** Eine nur in Deutschland erlassene Transaktionssteuer wird lediglich die Kleinanleger treffen. Zu glauben, dass „Spekulation“ mittels einer Steuer in die „richtige“ Richtung gelenkt werden kann bzw. muss, erscheint uns als ein fundamentales Missverständnis. Denn zunächst einmal ist Spekulation ja nur einfach eine auf zukünftige Ereignisse gerichtete Analyse in Verbindung mit dem entsprechenden Handeln. Problematisch wird das Ganze dann, wenn bestimmte Marktteilnehmer das Risiko, mit ihrer Analyse (und dem daraus folgenden Handeln) daneben gelegen zu haben, nicht mehr selbst tragen müssen, sondern die Allgemeinheit. Dies führt



Smart Investor 6/2010

nach der Anreizsystematik der Österreichischen Schule dazu, dass immer riskanter und aggressiver investiert wird. Dieses Problems wird man nicht durch eine Finanztransaktionssteuer Herr, auch wenn uns die Politik dies gerne glauben machen würde. Aber es ist gerade eben für diese Klasse das Bequemste, mit dem Finger auf die „bösen Spekulanten“ zu zeigen, anstatt die wirklichen Ursachen der derzeitigen Krise anzugehen.

**?** **Performanceberatung**  
 Mit großem Interesse habe ich den Artikel über unabhängige Berater gelesen (vgl. Smart Investor 3/2010), da auch ich an einen solchen geraten und mit ihm bisher sehr zufrieden bin. Im Gegensatz zum Artikel aber richtet sich sein Honorar nicht nach festen Sätzen, sondern ist ausschließlich(!) vom Erfolg der von ihm empfohlenen Anlagen abhängig. Das ist meines Erachtens die beste Motivation, die ein Berater überhaupt haben kann.

*M. Grimald*

**SI** Eine performanceabhängige Vergütung ist per se nichts Verkehrtes. Allerdings müssen Sie dann Vertrauen in Ihren Berater haben, dass er keine übermäßigen Risiken eingeht, um möglichst hohe Performance zu generieren.

*Die Redaktion behält sich vor, Leserbriefe zu kürzen. Je kürzer ein Leserbrief (bitte mit Namen und Ort), desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass er an dieser Stelle abgedruckt und beantwortet wird. Leserbriefe bitte an [info@smartinvestor.de](mailto:info@smartinvestor.de) oder an die im Impressum angegebene Postadresse senden.*

## Unternehmen von A-Z

Unternehmen	WKN	Seite
2G Bio-Energetechnik AG	AoH L8N	70
Advanced Inflight Alliance AG	126 218	71
Advanced Info Service PCL	889 577	10
Airports of Thailand PCL	AoB 9EM	10
Aurelius AG	AoJ K2A	73
Baader AG	508 810	73
Bangkok Bank PCL	883 565	10
Bank of Ayudhya PCL	879 313	10
Banpu Ltd.	882 131	8, 62, 73
BayWa AG	519406	74
BP PLC	850517	33
Centrotec AG	540750	61
Charoen Popkhand Foods PCL	885 591	8, 70
Cisco Systems Inc.	878 841	64
Electricity Generating PCL	893 183	8
Envio AG	AoN4P1	61
EquityStory AG	549 416	73
Fielmann AG	577220	74
Google Inc.	AoB 7FY	65
Grifols S.A.	AoB 6Z3	73
Hawesko Holding AG	604 270	68
Intel Corp.	855 681	66
Joy Global Inc.	779 633	70
Klößner & Co SE	KCo 100	67

Magnat Real Estate GmbH & Co	AoX FSF	72
Microsoft Corp.	870 747	66
Netease Inc.	501822	74
Nintendo Ltd.	864 009	73
Oracle Corp.	871 460	65
Orad Hi-Tec Ltd.	928 634	73
Palfinger AG	919 964	73
Phoenix Solar AG	AoB VU9	73
PTT PCL	811 962	10
Rational AG	701 080	73
SAP AG	716 460	66
Siam Cement PCL	136 003	10
Silver Standard Res. Inc.	858 840	73
Sino-Forest Corp.	899 033	73
Sparta AG	AoN K3W	72
Stratec Biomedical AG	728 900	73
Strateco Res. Inc.	AoC AKR	73
Teleplan N.V.	916 980	70
Texas Instruments Inc.	852 654	66
Thai Airways PCL	883 941	10
Thai Tap Water PCL	AoQ 245	8
Thai Union Frozen PCL	912 297	8
Thanachart Financial PCL	AoJ KRF	10
Thoresen Thai Agencies PCL	778 909	10
United Internet AG	508 903	73
Vale S.A.	AoR N7M	73

## Themenvorschau

### bis Smart Investor 11/2010

**Solarenergie:** Rück- und Ausblick auf die Branche

**Kapitalschutz:** Wissenswertes für harte Zeiten

**Kleinstwerte:** Mit fokussierten Firmen vom CuB profitieren

**Bau-Branche:** Der CuB-Profitteur schlechthin

**Agrar-Investments:** Boden, Pflanzen, Tiere

**Ackerland:** Sinnvolle Kapitalanlage?

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

**Zeit:** Sinnloser Kampf um Millisekunden

**Uhren als Kapitalanlage:** Mehr als nur Zeitmesser

*Die perfekte „österreichische Welt“*

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

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

**Börsenstrategien:** Die besten Analyseansätze

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

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

**Orwells 1984:** Fiktion oder bald schon Realität?

**Cleantech:** Saubere Investments?

**Immobilien:** Betongold als Krisenschutz?

## Impressum

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

8. Jahrgang 2010, Nr. 7 (Juli)

### Verlag:

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

### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur), Fabian Grummes (FG),  
Tobias Karow

### Redaktionsanschrift:

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

### Freie Mitarbeiter:

Christian Bayer, Michael Heimrich, Ralph Malisch,  
Kevin Meinert, Stefan Preuß, Axel Schuster (AS),  
Thilo Schmidt, Marcus Wessel (MW)

### Gast-Autoren:

Dr. Reinhard Bauernfeind, Thomas Bayreuther,  
Peter Dreide, Timon Heinrich, Alexander Hirsekorn,  
Marc Kiewitz, Uwe Lang, Dr. Ulrich Lehnert,  
Andreas Otto, James Turk, Florian Wagner

### Interviewpartner:

Robert Beer, Alexander Margaritoff, James Montier,  
Maik Komoss, Dr. Mark Mobius, Jürgen Schmitt,  
Heiko Weyand

### Gestaltung:

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

### Bilder:

bilderbox.de, flickr, 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 2010:

19.12.09 (1/10), 30.1. (2/10), 27.2. (3/10), 27.3. (4/10), 23.4.  
(5/10), 22.5. (6/10), 26.6. (7/10), 31.7. (8/10), 28.8. (9/10),  
25.9. (10/10), 30.10. (11/10), 27.11. (12/10), 18.12. (1/11)

### Redaktionsschluss:

18. Juni 2010

### 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  
E-Mail: abo@smartinvestor.de

### Charts:

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

### Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

### Haftung und Hinweise:

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

### Börsenpflichtblatt:

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

### Nachdruck:

© 2010 Smart Investor Media GmbH, München. Alle  
Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde  
Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung  
der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet,  
diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechani-  
schem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfäl-  
tigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in  
elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfäl-  
tigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479

### Interessenkonflikte:

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

# Bundes-Pappa ante portas

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Man kann über Oskar Lafontaines politisches Wirken durchaus geteilter Meinung sein. Immerhin gehört er aber zu jener Handvoll Politiker, die – zumindest kurzfristig – bedeutende Vermögenswerte geschaffen haben. Sein größtes Verdienst war die Steigerung des Marktwerts deutscher Aktien um einen zweistelligen Milliardenbetrag innerhalb nur eines einzigen Tages, dem seines Rücktritts im März 1999. Es ist wohl dieser Überraschungserfolg, der jüngst wieder vermehrt Politiker in seine Fußstapfen treten lässt. Doch manch einer, der mit Paukenschlag „den Oskar machen“ will, endet nur als traurig frühverrenteter „Pappa ante portas“, wie in Loriots gleichnamigem Klassiker. Lafontaines Doppelsalto aus Partei- und Regierungsam ist einfach die schwer zu toppende „Mutti aller Rücktritte“.

Dabei sind es nicht die schlechtesten Akteure im Politzirkus, die zu der an sich nahe liegenden Einsicht gelangen, dass sie den Bürgern den weitaus größten Dienst erweisen würden, wenn sie denselben quittierten. Selbst üppige Ruhebezüge können diese Bilanz nicht ernsthaft in Frage stellen. Würde zudem auf eine erneute Besetzung frei gewordener Stellen konsequent verzichtet, so wäre das ein erster Schritt in Richtung Verschlinkung des Apparats. Neben der vordergründigen Einsparung von Bezügen läge der eigentliche Gewinn darin, dass zahlreiche Unsinnsgesetze

dann mangels Personal weder erdacht noch ausformuliert und schon gar nicht verabschiedet und umgesetzt würden.

Im vergangenen Monat war es also Horst Köhler, der die Disziplin „Spontanrücktritt“ für sich entscheiden konnte. Roland Koch musste leider disqualifiziert werden, da sein brutalstmöglicher Rücktritt nach eigenem Bekunden nicht spontan war. Trotz anderslautender, aber voreiliger Vermutungen wurde hier kein sinkendes Schiff fluchtartig verlassen. Schließlich gilt die MS Angela aufgrund ihrer eingebauten instinktiven Machtstabilisatoren als praktisch unsinkbar. Nein, nachdem der Euro gerettet war, die Wirtschaft wieder brummte und die Staatsfinanzen rasant gesundeten, gab es für Finanzexperten vom Schlage Köhler & Koch schlicht nichts mehr zu tun. Die wenigen verbliebenen „alternativlosen“ Aufräumarbeiten kann man getrost dem Laien-Duo Merkel/Schäuble überlassen, das mit dem jüngst verabschiedeten Leerverkaufsverbot den ohnehin nicht geäußerten Verdacht einer etwaigen Expertise in Finanzdingen schon im Vorfeld überzeugend entkräften konnte.

Horst Köhler verstand sich nie als „Unterschriftenautomat“, sondern versah sein Amt bis zuletzt geradezu mustergültig kritisch und unabhängig – mit einem Wort: souverän. Als sich etwa die Regierung anschickte, die „Griechenland-Hilfe“ durchzupeitschen, da war es „Horst der Unbequeme“, der seine mahnende Stimme zu einem deutlich vernehmbaren Schweigen erhob und erst nach umfangreicher, quälend langwieriger Prüfung das rettende Gesetz unterzeichnete – am Tag der Zustellung. Zwei Wochen später, beim Euro-Ermächtigungsgesetz, legte Horst „Es wird nicht so sein, dass der Süden bei den sogenannten reichen Ländern abkassiert“-Köhler (1992) nochmal nach, überschlieft die Angelegenheit sogar eine ganze lange Nacht und beendete erst am Folgetag die Eurokrise per Unterschrift. Hätte man es besser machen können?! Wohl kaum. Da können die mittlerweile (Verfassungs-)gerichtsnotorische „Querulantentruppe“ um Professor Wilhelm Hankel, der bayerische Dauer-Querschläger Peter Gauweiler oder der Stimmverweigerer Frank Schäffler zetern wie sie wollen, nein, unser Held heißt Super-Horst! ■

