

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

US-Immobilien

Steht die Blase
vor dem Platzen?

NCV GKP CO GT KVC
Der vergessene
Kontinent

I QNF
Wissenswertes von
einem Brancheninsider

OCT MVGE J P KM
Volume goes with
the trend



Editorial

Antizyklisch handeln

Kürzlich kam ein interessanter Brief in der Redaktion an. Ein Leser brachte darin seine Befremdung über unsere „oft zum Markt sehr konträren Meinungen“ zum Ausdruck. Weiterhin schrieb er, daß ihm „einige Artikel als Abwägung zwischen echter Meinung und publizistischer Provokation“ erscheinen. Der Leser erwähnt nicht, auf welche Artikel genau sich seine Kritik bezog, wir können es uns aber denken. Vermutlich zielte er z.B. auf unsere Japan-Story aus Heft 6/03 ab, in der wir ein großes Aufwärtspotential für den dortigen Aktienmarkt prognostizierten, und zwar mit folgender zugegebenermaßen etwas ungewöhnlichen Begründung: Das mikro- und makroökonomische Umfeld scheint so schlecht, daß es eigentlich nur noch besser werden kann. Zudem leiteten wir einen bevorstehenden Bullenmarkt auch mit einer nicht ganz gängigen Methode der Charttechnik, nämlich dem Measured Move, ab.

Irgendwie kann ich diesen Leser sogar verstehen. Da wurde ihm jahrelang beigebracht, wie man zu denken und an die Dinge heranzugehen hat, nämlich kausal und logisch. Und nun kommen wir vom Smart Investor daher und erzählen vollkommen andere Dinge und geben sogar Prognosen ab, die

sich aus dem Gegenteil der Prognosen anderer Marktteilnehmer ableiten. Kein

Wunder, daß der eine oder andere Leser da irritiert ist. Daß wir teilweise so „verquer“ argumentieren und die Massenmeinung als Kontraindikator verwenden, hat wirklich nichts damit zu tun, daß wir Sie verwirren oder uns besonders wichtig machen wollen. Nein. Der schlichte und einzige Grund dafür ist der, daß diese Vorgehensweise unserer Meinung nach die einzige Möglichkeit ist, langfristig an den Märkten Geld zu verdienen. Ach übrigens: Der japanische Nikkei-Index hat seit unserer besagten Analyse weit über 20 % zugelegt, in sieben Wochen! Und erst jetzt kommen die logisch denkenden Analysten und Journalisten auf den Trichter, schön langsam wieder mal einen Blick nach Japan zu werfen.

Um es noch einmal klar zu sagen: Um die Ecke herum zu denken und gegen den Strom zu schwimmen, ist für uns kein Hobby, sondern das notwendige Handwerkszeug, um unseren Job, nämlich die treffsichere Prognoseerstellung, erfolgreich machen zu können. Nur deshalb konnten wir seit der ersten Smart Investor-Ausgabe entgegen den anderen Medien so bullish für die hiesigen Aktien sein (Stichwort „Pit Bull Market“), und auch nur deshalb werden wir jetzt, wo wieder alle Welt das „Aufflackern“ an den Märkten bemerkt hat, so vorsichtig. Sehr schön zu sehen ist dies im Übrigen an unserem Musterdepot auf Seite 38. So haben wir in den vergangenen Wochen einen Großteil der Titel abgegeben (alle bis auf Edelmetalle und Asien), während die Musterdepots der Konkurrenzblätter – wie der LQM-Indikator auf Seite 27 belegt – zuletzt mächtig aufgestockt haben. Damit tun wir übrigens nichts anderes, als wir Ihnen in unserem Mission Statement (nachzulesen im Smart Investor 5/2003 auf S. 24 oder unter www.smartinvestor.de/vision) versprochen haben, nämlich antizyklisch zu handeln.

Herzlichst



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Faszination Historische Wertpapier



www.hwph.de

Ordern
Sie Ihren
kostenfreien
Auktionskatalog
Tel.: 08106 / 24 61
Fax 08106 / 24 61 8
Email: auktion@hwph.de





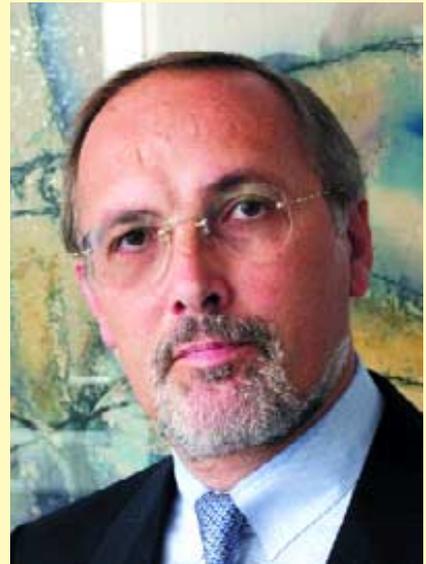
Immobilienmärkte vor dem Crash?

Nach dem Platzen der Aktienblase vor drei Jahren mehren sich nun die Stimmen, daß dem Immobilienmarkt Ähnliches bevorsteht. Es gibt viele Gründe dafür, aber auch dagegen. Wie akut die Situation wirklich ist, lesen Sie in unserer Titelstory auf den Seiten 6 bis 10.



Weltmacht auf Abwegen

Seit der Amtsübernahme von George W. Bush hat sich im mächtigsten Land der Erde vieles zum Negativen verändert. Was in Zukunft noch zu erwarten sein wird und inwieweit Anleger davon betroffen sein könnten, lesen Sie auf den Seiten 17 bis 19.



Frank Lingohr, Gründer von Lingohr & Partner Asset Management

Mit seinem „Value-Ansatz“ ist er als Perlenfischer bekannt geworden. Im Smart Investor gibt Frank Lingohr Einblicke in seine 40jährige Börsenerfahrung, redet über den Wandel der Zeit und den derzeitigen Zustand der Börsen. Seiten 40 und 41.

Märkte

- 6 Titelstory:**
Immobilienmärkte vor dem Crash?
- 9 Titelstory:**
Gefahr durch halbstaatliche Hypothekenbanken
- 11** „Die weltweiten Goldreserven reichen gerade mal noch für sechs oder sieben Jahre“
Interview mit Dr. Thomas Utter, Professor für Wirtschafts-Geologie
- 13** Spekulation mit Genuß:
Drägerwerk Genußscheine
- 14** Lateinamerika: Zuckerhut und Peitsche

Hintergrund

- 17** Weltmacht auf Abwegen:
Über die politischen Veränderungen in den USA
- 20** **Prinzipien des Marktes:**
Handelsvolumen – die Triebfeder hinter den Kursen
- 22** **Derivate:**
Von der richtigen Vorüberlegung profitieren

Research

- 24** **Das große Bild:**
Der Bär ist zurück
- 26** **Relative Stärke:**
Asien-Wochen an der Börse
- 27** **Sentimenttechnik:**
LQM und sentix
- 28** **Aktie im Blickpunkt:**
Bema Gold Corporation – Mines & More
- 30** **MoneyTalk:**
Manfred Häner, CFO von Micronas Semiconductor
- 32** **Buy & Good Bye:**
Huaneng Power, Yahoo, Charoen Pokphand und Intel
- 34** **Externe Analyse I:**
Rofin-Sinar Technologies – Führendes Unternehmen in der Fertigungstechnologie mit Lasern; Steffen Wollnik, HSH Nordbank
- 36** **Externe Analyse II:**
Tom.com Ltd. – Der neue Medienriese aus China; Rainer Hahn, asia-economy.de

- 38** **Musterdepot:**
Positionierung für die nächste Phase

Potpourri

- 40** **Interview mit einem Investor:**
„Permanent steigende Märkte machen mir Angst“
Frank Lingohr von Lingohr & Partner Asset Management
 - 42** **Kolumne:**
Ist der Lachs der feinste Börsenfisch?
von Roland Leuschel
 - 44** **Buchbesprechung:**
„Das Goldbuch“ und „Ein Imperium verfällt“
 - 46** **Zitate:**
Über unterschiedliche Ansichten bezüglich der Aktienanalyse
-
- 45** **Unternehmensindex**
Vorschau Smart Investor 9/2003
Impressum

Titelstory

Immobilienmärkte vor dem Crash?

Nach der Normalisierung an den Aktienmärkten haben viele Auguren die nächste Spekulationsblase bereits ausgemacht und prognostizieren einen unmittelbar bevorstehenden Zusammenbruch des weltweiten Immobilienmarktes.

Trotz Rezession, weltweit zunehmender Arbeitslosigkeit und äußerst verhaltener Zukunftsaussichten steigen die Immobilienpreise in verschiedenen Regionen schon seit Jahren mit zweistelligen Wachstumsraten an. Niemals zuvor verzeichneten offene und geschlossene Immobilienfonds höhere Mittelzuflüsse als 2002. Auf der anderen Seite nehmen gerade in Ballungsräumen Leerstände an Büro- und Gewerbeimmobilien kontinuierlich zu, Mieteinnahmen sinken, und lukrative Investitionsobjekte werden zunehmend knapp. Auch der auf bestimmten Teilmärkten feststellbare Anstieg privater Immobilientransaktionen wird von vielen Experten weniger auf zunehmenden Eigenbedarf zurückgeführt, sondern vielmehr als markantes Zeichen spekulativer Kaufwellen in den Ballungsräumen interpretiert.

Immobilienwert und Konsumneigung

Für besonders anfällig und damit als potentieller Auslöser eines Crashes werden die Immobilienmärkte in den USA angesehen. Nicht unerhebliche Gefahren könnten jedoch auch von einigen europäischen Ballungsräumen ausgehen. Für die betroffenen Volkswirtschaften, aber auch die Weltwirtschaft als Ganzes wären die damit verbundenen Konsequenzen um ein Vielfaches gravierender als das Platzen der Technologieblase sowie die Kursverluste an den europäischen und amerikanischen Aktienmärkten seit ihren Höchstständen im Sommer 2000. Zu nennen ist hier zunächst die hohe Reagibilität der Konsumneigung privater Haushalte auf Preisveränderungen am Markt für Wohnimmobilien. Laut einer empirischen Studie des IWF reagiert diese Nachfragekomponente mehr als doppelt so stark auf Veränderungen bei Immobilienpreisen wie auf entsprechende Bewegungen am Aktienmarkt. Zurückzuführen ist dies zunächst auf den hohen Prozentsatz, den Immobilienwerte am Gesamtvermögen privater Haushalte einnehmen. Gefährlicher sind aber die direkten Auswirkungen. So sind im Gegensatz zu Wertpapieren die meisten Häuser und Eigentumswohnungen zu einem hohen Anteil kreditfinanziert. Parallel zu rückläufigen Immobilienwerten sinkt deren Beleihungsgrenze. Hypotheken, die gerade in den USA in den letzten Jahren verstärkt auch zu Konsumzwecken aufgenommen wurden und dort trotz schwacher Wirtschaft für eine relativ stabile Inlandsnachfrage sorgten, müssten zurückgeführt werden. Möglich sein wird dies in der Regel nur über die Veräußerung von Vermögensgegenständen. Da das Immobilienvermögen dank steigender Preise sowie rückläufiger Aktienkurse bei den meisten Haushalten auch historisch betrachtet einen extrem hohen Anteil angenommen hat, wird es sich dabei in erster Linie um Wohnbesitz handeln. Viele Familien werden die Wahl allerdings erst gar nicht haben. Das Angebot wird steigen, die Preise sinken, wodurch sich die Beleihungsgrenzen erneut



reduzieren. Die Abwärtsspirale wäre erfolgreich in Gang gesetzt und könnte dem geradezu idealtypischen Verlauf des japanischen Immobilienmarktes folgen.

Nachwehen in Japan noch immer spürbar

Ende der 80er / Anfang der 90er stiegen die Preise für Wohnraum in den wichtigsten Wirtschaftsregionen Japans (Tokio, Osaka, Kioto) Jahr für Jahr um zweistellige Prozentsätze an. Teilweise legten sie sogar um über 30 % p.a. zu. In der Spitze überstieg das Verhältnis Hauspreis zu Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt den langfristigen Durchschnitt um mehr als die Hälfte. Eine ähnliche Dynamik war auch bei Grundstückspreisen und Gewerbeimmobilien zu verzeichnen. Was folgte, war das Implodieren der Blase, verbunden mit einem dramatischen Preisverfall. Gegenüber Anfang 1991 haben sich die Wohnungspreise in Tokio inzwischen halbiert, Bodenpreise reduzierten sich um über 60 %. Auch wenn die Dynamik des Preisverfalls in den letzten Jahren erheblich an Kraft verloren hat, ist immer noch keine nachhaltige Trendwende in Sicht, obwohl die vorangegangenen Gewinne lange aufgezehrt sind. Trotz massiver staatlicher Subventionen leiden japanische Banken vielmehr noch heute unter Kreditausfällen sowie horrenden Wertberichtigungen, die im Zusammenhang mit der geplatzten Immobilienblase vorgenommen werden mußten. Eine Entwicklung, wie sie anderen Immobilienmärkten vielfach pro-

gnostiziert wird, hat das Land der aufgehenden Sonne somit bereits hinter sich. Im Unterschied zu Japan würden Buchwertverluste in Höhe des zweieinhalbfachen Bruttoinlandsprodukts bei anderen Ländern aber wohl zum Systemkollaps führen.

Temporäre Abweichung versus spekulative Blase

Bevor ähnliche Horrorszenerarien allerdings auch anderen Volkswirtschaften vorhergesagt werden können, ist zu prüfen, ob die dortigen Immobilienmärkte tatsächlich als massiv überbewertet anzusehen sind und sich daraus zwangsläufig das Platzen einer möglicherweise vorhandenen Immobilienblase ableiten läßt. Somit stellt sich zunächst die Frage nach dem Unterschied zwischen immer wieder auftretenden temporären Abweichungen im Rahmen üblicher Preisschwankungen und einer spekulativen Blase. Von letzterer kann insbesondere dann gesprochen werden, wenn eine außergewöhnlich starke Preisentwicklung nicht durch nachprüfbare Fundamentaldaten untermauert ist. Da sich Aktien- und Immobilienmärkte – aber auch die Preisbildung anderer Spekulationsobjekte – in der Regel jedoch nicht an aktuellen, sondern an zukünftig zu erwartenden Veränderungen orientieren, ist dies allenfalls ex post feststellbar. Erwartungen wer-

WIE BLASEN ENTSTEHEN UND PLATZEN

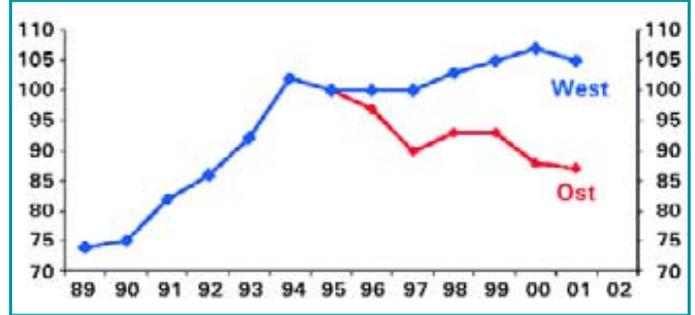
Ursprünglich als exotisches Luxusgut aus Zentralasien importiert, dienten Tulpen Anfang des 17. Jahrhunderts insbesondere dem Schmuck holländischer Vorgärten. Gartenliebhaber züchteten neue Arten, und langsam entwickelte sich die ansehnliche Pflanze zur Modeblume. Als um 1630 die Nachfrage und verbunden damit die Preise für entsprechende Zwiebeln zu steigen begannen, bildete sich eine Händlerschicht (die „Floristen“) für Tulpen heraus. Ihre anfänglich eher vorsichtigen Investitionen warfen

derart hohe Profite ab, daß immer neue Kreise versuchten, auf den fahrenden Zug aufzuspringen. Wer konnte, verschuldete sich oder belieh sein Haus. Handwerker verkauften ihre Webstühle und ihr Werkzeug. Preisverdopplungen oder -verdreifachungen innerhalb einer Woche waren



bei besonderen Exemplaren keine Seltenheit. Für die berühmteste aller Tulpen („Semper Augustus“) wurde im Januar 1637 schließlich ein Preis von 10.000 Gulden, das 30fache Jahreseinkommen eines durchschnittlich verdienenden Handwerkers, gezahlt. Was den Crash Anfang Februar auslöste, läßt sich heute nicht mehr sagen. Im wesentlichen wird es wohl der Vertrauensverlust einiger Händler in den Markt gewesen sein. Die Angebote blieben aus, der Handel kam zum Erliegen, Zahlungen aus Termingeschäften konnten nicht mehr geleistet werden, der gesamte Kreditmarkt brach schließlich zusammen. Nicht nur die einzelwirtschaftlichen Verluste waren immens, auch die niederländische Volkswirtschaft wurde erheblich in Mitleidenschaft gezogen. Die Tulpen fanden sich schließlich in den Vorgärten der Händler wieder, die sich rechtzeitig vom Markt verabschiedet hatten.

ABB 1: DEUTSCHER EIGENTUMS-IMMOBILIEN-INDEX, 1995 = 100



Quelle: Institut für Städtebau, Grafik: Bankgesellschaft Berlin

den häufig aber gerade auch durch das aktuelle Preisniveau beeinflusst, so daß sich Übertreibungen z.T. über Jahre hinweg gegenseitig stabilisieren bzw. hochschaukeln. Erkennbar wird dies erst dann, wenn die überschießenden Erwartungen zu einem derart großen Widerspruch zur Datenlage der Vergangenheit stehen, daß eine Anpassung nach unten unumgänglich ist. Wie historische Beispiele zeigen, können derartige Korrekturen zwar Jahre auf sich warten lassen, fallen dann in der Regel aber um so heftiger aus (siehe Kasten).

Dauerhafte Trendabweichungen äußerst selten

Sofern auf einem Markt jedoch keine gravierenden strukturellen Veränderungen zu erkennen sind, kann bereits ein signifikantes und anhaltendes Abweichen vom langfristigen Trend als Indikator für das Entstehen einer Blase gewertet werden. Erschien ein derartiger Strukturbruch durch den „Eintritt in das Internetzeitalter“ sowie die zunehmende Bedeutung „Neuer Technologien“ auf dem Aktienmarkt zumindest ex ante noch plausibel, muß er beim vergleichsweise etablierten Immobilienmarkt als äußerst unwahrscheinlich eingeschätzt werden. Mangels der Möglichkeit, zukünftige Erwartungen bereits heute auf ihre Validität hin zu überprüfen, besteht die Aufgabe somit darin, die aktuelle Immobilienpreisentwicklung daraufhin zu analysieren, inwiefern sie vom langfristigen Trend abweicht, ohne daß dafür Veränderungen wichtiger Preisdeterminanten verantwortlich gemacht werden könnten.

In Deutschland moderate Rückgänge erwartet

Bei der Betrachtung des deutschen Immobilienmarktes ist zwischen Ost und West zu differenzieren. So geben die Preise in den Neuen Bundesländern seit sieben Jahren kontinuierlich nach. Dennoch kann hier keineswegs vom Platzen einer Immobilienblase, sondern allenfalls vom Platzen einer Subventionsblase gesprochen werden. Als Folge der überzogenen Bau- und Investitionstätigkeiten, die ausschließlich auf Steuernachlässe und direkte Zuschüsse durch Staat und EU zurückzuführen sind, stehen bei rückläufiger Bevölkerungszahl inzwischen 1,3 Mio. Wohnungen leer.

Aber auch in Westdeutschland fiel der Preisaufrtrieb mit rund 2 % p. a. in den vergangenen Jahren alles andere als übertrieben aus. Mittelfristig läßt das derzeitige Überangebot, welches auch durch rückläufige Fertigstellungsraten im Wohnungsbau nicht vollständig abgebaut werden wird, sowie verminderte Ertragsaussichten ein Absinken der Immobilienpreise in Deutschland

als wahrscheinlich erscheinen. Hinzu kommen die Folgen der geplanten Steueränderungen, wie die Beschränkung bei der Eigenheimzulage und neue Abschreibungsquoten, die ebenfalls dämpfend auf die Nachfrage einwirken werden. Nicht unerheblicher Preisdruck läßt sich auch bei Gewerbeimmobilien ausmachen. So sind die Spitzenmieten in Ballungsräumen wie Frankfurt, Hamburg und Berlin im vergangenen Jahr zum Teil erheblich gefallen – ein deutliches Zeichen für einen zunehmenden Angebotsüberhang. Aufgrund steigender Leerstände (2002 +60 % in den fünf größten Städten Deutschlands) sowie der für die kommenden Jahre prognostizierten Bauvorhaben wird sich dieser Trend weiter verstärken. Einem Crash werden die Rückgänge allerdings keinesfalls gleichkommen. So macht allein das aktuell günstige Zinsniveau gegenüber dem langfristigen Durchschnitt einen gewissen Preiszuschlag finanzierbar.

Starke Überhitzung in europäischen Ballungsräumen

Deutlich gefährlicher stellt sich die Lage in anderen Ländern Europas dar. Beispielsweise haben sich die Hauspreise nach einer Zusammenstellung des britischen „The Economist“ in Irland seit 1995 verdreifacht und in den Niederlanden sowie Großbritannien verdoppelt. In Spanien und Schweden war immer noch ein Anstieg um zwei Drittel zu verzeichnen. Außer in Deutschland und Italien sind die inflationsbereinigten Preise in Westeuropa im genannten Zeitraum um über 25 % angestiegen, deutlich stärker als in vorangegangenen Boomphasen. Besonders hoch waren dabei die Steigerungsraten in den Ballungsräumen, allen voran Dublin und London, die mit realen Wertzuwächsen von 195 % bzw. 135 % auftrumpfen konnten.

ABB. 2: PROZENTUALE VERÄNDERUNG DER HAUSPREISE, ZUSAMMENGESTELLT VON THE ECONOMIST

LAND/STADT	1995-2002 IN %		2002 IN %	
	NOMINAL	REAL	NOMINAL	REAL
IRLAND/DUBLIN	219/273	152/195	11,1/12,1	5,0/7,0
GROSSBRITANNIEN/LONDON	125/182	89/135	24,9/21,4	21,8/18,4
NIEDERLANDE/AMSTERDAM	121/102	83/68	4,5/1,1	1,4/-1,8
SPANIEN/MADRID	95/101	58/63	17,4/25,4	13,0/20,5
SCHWEDEN/STOCKHOLM	68/115	56/99	9,2/8,8	6,9/6,6
BELGIEN/BRÜSSEL	57/50	39/32	6,9/16,0	5,6/14,6
FRANKREICH/PARIS	45/37	31/23	9,3/10,2	6,9/7,9
ITALIEN/MAILAND	29/40	8/17	10,0/11,4	7,1/8,4
DEUTSCHLAND/FRANKFURT	-5/-9	-13/-1	-3,3/0,4	-4,4/-0,8

Quelle: The Economist

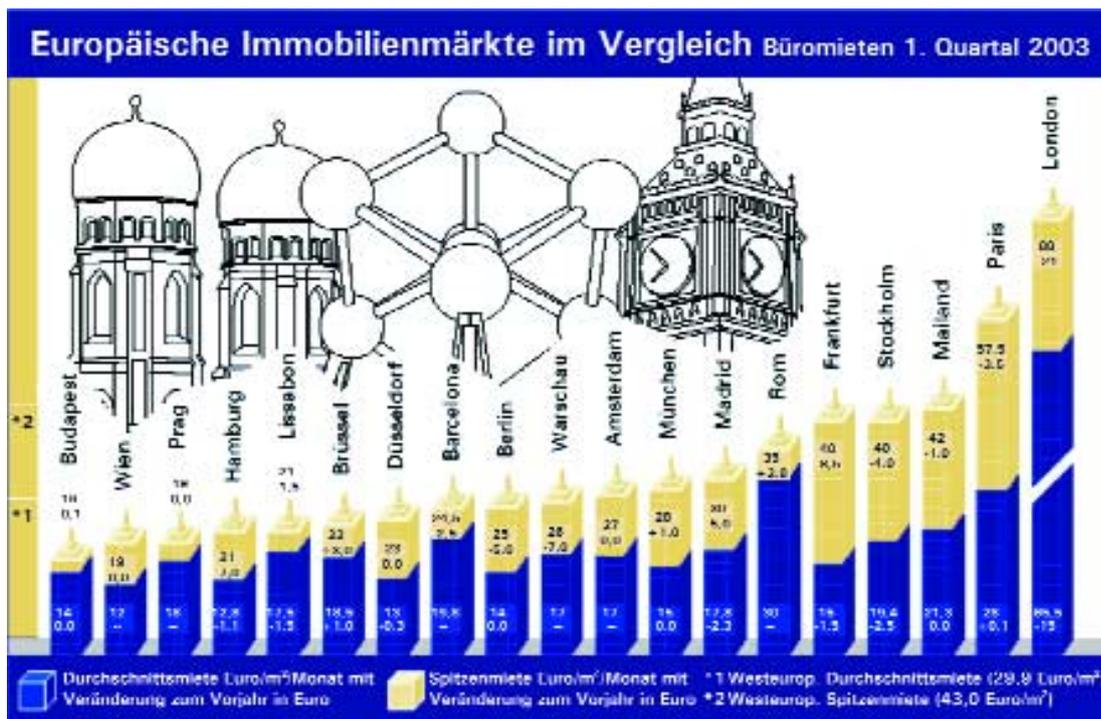


Abb. 3, Quelle: IVG Immobilien AG / Cushman & Wakefield Healey & Baker

Schere öffnet sich immer weiter

Rückgänge zeichnen sich dagegen bei den Mieterträgen ab. So sind nach einer Untersuchung des Immobilienunternehmens IVG die Durchschnittsmieten auf 19 europäischen Büromärkten bis Ende März gegenüber dem Vorjahresquartal um über 11 % gesunken. Besonders starke Nachlässe wurden in Stockholm und Madrid gewährt. Die Immobilienverwalter der „City“ mußten sogar Abschläge von 19 % verkraften. Der Leerstand stieg im Schnitt von 4,5 % auf 7,1 % an. Sollte sich die wirtschaftliche Lage nicht rapide verbessern, ist mit einem weiteren Absinken der Mieten in der britischen Metropole zu rechnen. Bei konstanten Immobilienpreisen würde sich die Schere zwischen sinkenden Erträgen und steigendem Risiko dadurch noch weiter öffnen. Bereits einen Schritt weiter ist die Entwicklung bei Wohnimmobilien, bei denen erste markante Preisrückgänge zu verzeichnen sind. Hat ihr Wert in London seit dem Hoch inzwischen um gut 10 % nachgegeben, breitet sich die beginnende Schwäche zunehmend auch auf andere Regionen des Landes aus.

Regionale Übertreibungen in den USA

Vielen „Bären“ scheint es aber am wahrscheinlichsten, daß der nach ihrer Ansicht längst fällige Crash vom US-amerikanischen Immobilienmarkt ausgehen wird. Mit einer Wachstumsrate von 6,5 % legten die Hauspreise jenseits des Atlantiks zuletzt deutlich schneller als im langfristigen Durchschnitt zu, wobei allerdings erhebliche regionale Unterschiede zu beobachten waren. Mit Werten oberhalb von 10 % fiel der Anstieg im mittleren Westen sowie im Nordosten der Vereinigten Staaten besonders stark aus. Die extremen Unterschiede zwischen den sogenannten „Hot Spots“ an den Küsten und den eher ländlichen Regionen haben sich damit noch weiter erhöht. Für gebrauchte Einfamilienhäuser reicht die Bandbreite inzwischen von 82.000 US-\$ (Texas) bis zu 516.000 US-\$ in San Francisco. Preissteigerungsraten von über 20 % p.a. in New York oder San Diego lassen sich weder durch niedrige Zinsen, den kontinuierlichen Zuzug von Beschäf-

tigten, noch die zunehmende Tendenz zu kleineren Haushalten rechtfertigen und müssen deshalb als überzogen angesehen werden. Auch die steigende Anzahl von Immobilientransaktionen (+5,5 % in 2002) kann nicht allein mit Eigenbedarf erklärt werden, sondern ist vielmehr als Zeichen spekulativer Kaufwahlen in den Ballungsräumen zu interpretieren. Die Gefahren sind deshalb groß, daß es gerade in den Küsten- und Industrieregionen zu erheblichen Preisrückgängen kommen wird. Letztendlich würden sich diese auch auf den Rest der USA auswirken und relativ schnell nach Europa überschwappen. Ausgelöst werden könnte der Immobilienpreisverfall beispielsweise durch weiter zunehmende Arbeitslosigkeit oder eine Trendwende bei Hypothekenzinsen. Beide Faktoren wirken nicht nur direkt auf Angebot und Nachfrage am Immobilienmarkt ein, sondern haben darüber hinaus einen derart hohen psychologischen Einfluß auf das

Marktsentiment, daß bereits ein kleiner Anlaß den Stimmungsumschwung einleiten und die aktuelle Entwicklung zum Kippen bringen kann.

„Softlanding“ bei Wohnimmobilien?

Trotz massiver Überhitzungssymptome rechnen wir allerdings nicht mit einem baldigen Zusammenbruch des Marktes. Begründen läßt sich diese Einschätzung zum einen mit der hohen Sensibilität, mit der einer Übertreibung momentan begegnet wird. Zum anderen wirkt aber auch das Wissen über die Folgen risikoreduzierend. So ist davon auszugehen, daß sowohl die amerikanische Notenbank als auch die Bush-Administration die bestehenden Gefahren erkannt haben und gleichzeitig gewillt sind, ihren Teil zur Entschärfung der Lage beizutragen. In erster Linie ist hier selbstverständlich die Fortführung der expansiven Geld-

Gefahr durch halbstaatliche Hypothekenbanken

Wenn Freddie und Fannie husten, kann das US-amerikanische Finanzsystem schnell eine Lungenentzündung bekommen.

Mit einem Kredit- und Bürgschaftsvolumen von rund 3.300 Mrd. US-\$ beherrschen Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) und Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Association) fast die Hälfte des Marktes für private Wohnungsbaudarlehen in den USA. Ihr Geschäft ist es, von anderen Banken Hypotheken anzukaufen, diese in neuen Wertpapieren (Asset Backed Securities) zu bündeln und sie am Kapitalmarkt zu plazieren. Auf diese Weise sorgen sie dafür, daß die Hypothekenkosten für den Durchschnittsamerikaner niedrig ausfallen und der Markt für Wohnimmobilien entsprechend gestützt wird.

Konkurrenzfähig dank Sonderprivilegien

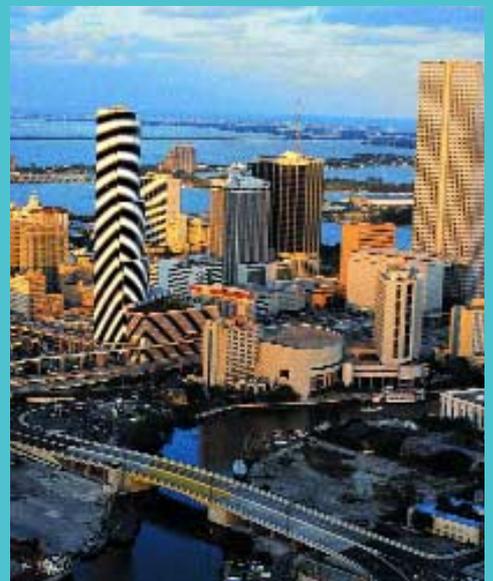
Die einst staatlich gegründeten Institute sind von zahlreichen Offenlegungsvorschriften der Börsenaufsicht SEC befreit, und beim Finanzministerium steht ihnen eine jederzeit abrufbare Kreditlinie von 2,5 Mrd. US-\$ zur Verfügung. Viele Investoren schließen daraus implizit, daß die Regierung im Notfall für offene Verbindlichkeiten eintreten wird, obwohl dies gesetzlich keineswegs fixiert ist. Dennoch beschert wohl lediglich diese Annahme ihren Anleihen eine Triple-A-Bewertung und verbunden damit extrem niedrige Refinanzierungskosten. Zudem müssen sie ihre Schulden mit weniger Eigenkapital unterlegen als andere Banken und sind von Steuern an Bundesstaaten und Gemeinden befreit.

Ausmaß bisher nicht einschätzbar

Trotz oder gerade wegen der Sonderbehandlung blieben offenkundige Risiken lange Zeit verborgen. So hat die mangelnde Aufsicht bei Freddie Mac über Jahre hinweg schwere Bilanzierungsfehler ermöglicht. Die Führungsriege wurde inzwischen ausge-

wechselt, Börsenaufsicht und Staatsanwaltschaft ermitteln. Auch bei Fannie Mae wurde daraufhin eine außerordentliche Buchprüfung angeordnet. Hinzu kommen massive Buchverluste im Derivateportfolio des Unternehmens. Ob dies nur die Spitze des Eis-

bergs oder bereits das gesamte Ausmaß der momentanen Schwierigkeiten ist, läßt sich heute noch nicht sagen. Zu unübersichtlich ist die Lage, zu komplex sind Buchungs- und Bilanzierungsvorgänge. Der Kapitalmarkt schätzt die Risiken momentan zwar als relativ gering ein, dies tat er trotz warnender Stimmen bei Enron und Worldcom allerdings auch erschreckend lange. Sollte sich der Markt hier erneut täuschen, wären die Folgen für die Finanzwirtschaft, aber auch den privaten Wohnungsbau schon allein aufgrund der gigantischen Dimension ungleich höher. Ein markanter Einbruch der genannten Sektoren wäre wohl nicht abzuwenden.



politik zu nennen. Trotz des historisch niedrigen Zinsniveaus ist der Spielraum der Notenbank dabei größer als bei vordergründiger Betrachtung vermutet. Selbst bei einem Notenbankzins von Null bieten sich der Fed weitere Möglichkeiten, die Geldbasis signifikant zu erhöhen. Dazu zählt z.B. der direkte Ankauf zinstragender Vermögenswerte wie Staatsschuldtitel und anderer staatlich garantierter Schuldverschreibungen. Besonders preisstabilisierend wird sich das Vorgehen der Fed immer dann auswirken, wenn es von fiskalpolitischen Maßnahmen, die insbesondere die privaten Haushalte entlasten, begleitet wird. Sollte es der US-Regierung zudem gelingen, das unter Berücksichtigung der schwierigen Wirtschaftslage verhältnismäßig freundliche Konsumklima aufrechtzuerhalten oder gar weiter zu stimulieren, könnte der anstehende Abbau des Preisniveaus zumindest in weiten Teilen des Landes stark gedämpft und verlangsamt werden. Die befürchtete Kettenreaktion würde unserer Ansicht nach in diesem Fall deutlich später eintreten und dann aber vermutlich sehr heftig ausfallen. Die Analysten von Crédit Suisse First Boston gehen dagegen davon aus, daß im Idealfall ein Crash durch ein langfristig angelegtes „Softlanding“ des Preisniveaus von Wohnimmobilien sogar ganz vermieden werden kann. Wir geben diesem Szenario nur eine geringe Wahrscheinlichkeit, denn die massiven „Anti-Crash-Maß-



nahmen“ werden langfristig zu hoher Inflation führen, vermutlich gar zur Hyper-Inflation und damit zum System-Kollaps.

Fazit

Die zukünftige Entwicklung der amerikanischen, insbesondere aber auch der europäischen Büro- und Gewerbeimmobilien wird neben den geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in besonderem Maße auch von der weltweiten Konjunkturentwicklung geprägt sein. Langfristig wird die steigende Diskrepanz zwischen Mieteinnahmen und Immobilienpreisen jedenfalls keinen Bestand haben können. Wann und auf welche Weise die derzeitige Überbewertung von z.T. bis zu 30 % abgebaut wird, läßt sich vorab nicht sicher prognostizieren. Zu hoffen bleibt allerdings, daß dieser Vorgang möglichst moderat vonstatten geht und nicht etwa durch einen externen Schock ausgelöst wird. Bei einem signifikanten Anstieg des internationalen Terrorismus oder länger andauernden regional nicht stark begrenzten kriegerischen Auseinandersetzungen würde sich die Frage nach dem „Ob“ und dem „Wann“ nämlich nicht mehr stellen. Interessant sind dann nur noch die Ausmaße des Preisverfalls und der Konsequenzen.

Dr. Martin Ahlers

Anzeige

Analysten- und Investorenkonferenz

10. September 2003 in Zürich, Selnastrasse 30,
ConventionPoint der SWX Swiss Exchange,
Veranstaltungsdauer: ca. 8.00 bis 18.00 Uhr



Die Analysten- und Investorenkonferenz *Small and MidCap Days* hat es sich zum Ziel gesetzt, Transparenz und Visibilität der börsenkotierten Schweizer Small- und MidCap-Werte zu erhöhen. Im Rahmen von Präsentationen werden die Betreiber der Veranstaltung die Möglichkeit haben, die Investment Story der Unternehmen kennen zu lernen. Zusätzlich kann der Dialog mit dem Management in Einzelgesprächen vertieft werden.

Teilnehmer



Weitere aktuelle Informationen zum SSMD finden Sie auch im Internet unter www.ssmd.ch

Organisatoren



Sponsoren



Medienpartner



Bei Rückfragen wenden Sie sich bitte an
Korbinian Conrad (KINCHHOFF AG)
Lindstrasse 5
CH-8008 Zürich
Tel + 41 / 41 / 375 01 20
Fax + 41 / 41 / 375 01 28
E-Mail kc@kch.ch
www.ssmd.ch

„Die weltweiten Goldreserven reichen noch für sechs oder sieben Jahre“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Thomas Utter, Professor für Wirtschafts-Geologie an der TU Darmstadt und CEO der kanadischen Goldminen-Gesellschaft Zaruma Resources Inc., über die Besonderheiten der verschiedenen Goldabbau-Regionen, die Rolle der Notenbanken bei der Goldpreisfindung und Regeln, die man als Gold-Investor beachten sollte.

Smart Investor: Herr Utter, das Gros der im Goldsektor tätigen Menschen sind Amerikaner, Australier oder Südafrikaner. Wie kamen Sie als Deutscher in dieses Business?

Utter: Nach meinem Studium der Geologie in Frankfurt vor mehr als 25 Jahren bot sich mir die Möglichkeit, in Südafrika im Goldbergbau tätig zu werden, bei der Chambers of Mines of South Africa, wo ich in der Bergbau-Technologie-Abteilung tätig war. Seitdem habe ich das Metier nicht mehr gewechselt.

Smart Investor: Sie waren ja auch schon in australischen und nordamerikanischen Minengesellschaften tätig, derzeit sind Sie Vorstand der kanadischen Explorationsgesellschaft Zaruma Resources, welche in Mittel- und Südamerika nach Gold sucht. Können Sie uns kurz die wesentlichen geologischen Unterschiede zwischen diesen Abbauregionen erläutern?

Utter: Südafrika ist mit etwa 500 Tonnen abgebautem Gold pro Jahr immer noch die Nummer eins in der Welt. Damit kommen etwa 20 % der Welt-Goldproduktion vom Kap der Guten Hoffnung. Hierbei muß man jedoch bedenken, daß dieser Anteil früher bei über 80 % lag. Fast ausnahmslos gibt es dort nur Tiefbergbau. Die Schächte dort gehen bis in eine Tiefe von 3,5 bis 4 Kilometer. Das in dieser Tiefe geförderte Erz ist sehr hart, enthält aber mit 6 bis 10 Gramm je Tonne verhältnismäßig viel Gold. Die Kosten der Goldförderung sind in Südafrika vor allem aufgrund des Tiefbergbaus vergleichsweise sehr hoch.

Smart Investor: Wie sieht es in Australien und Amerika aus?

Utter: Dort herrschen ganz andere Verhältnisse. In Australien wird das Gold überwiegend im Tagebau abgebaut. Da dies sehr kostengünstig ist, lohnt es sich für die Australier auch dort Minen zu errichten, wo der Goldgehalt vergleichsweise gering ist, durchschnittlich dürfte er weit unter 5 Gramm je Tonne liegen. Aufgrund der Kostengünstigkeit rentiert sich in Australien auch das Betreiben kleiner Minen, die es dort auch zuhauf gibt. Der zweitgrößte Goldproduzent der Welt sind mit einer Jahresproduktion von etwa 250 Tonnen die USA. Übrigens stammen über 90 % der US-Goldproduktion aus einem einzigen Staat, nämlich Nevada. Großkonzerne wie Barrick oder Newmont bauen dort in der Regel sehr niedriggradige Erze ab, deren Goldgehalt unter 2, teilweise nur bei 1,5 Gramm je Tonne liegt. Dies ist nur deshalb möglich, weil dort Tagebau betrieben wird und weiterhin das extrem kostengünstige Haufenlaugungsverfahren angewandt wird. Dabei wird das Erz auf riesige Haufen geschmissen, welche eine Ausdehnung mehrerer Fußballfelder haben, und dort mit schwachen Lösungen gelaugt. In Südamerika wird aufgrund der sehr vielfältigen Geologie sowohl Tage- als auch Tiefbergbau betrieben.

Smart Investor: Bei Goldminen ist es ja nicht unüblich, daß die zukünftige Goldproduktion schon vorab zu einem fixen Preis verkauft wird, gemeint ist hier das sogenannte Hedging. Täuscht mein Eindruck, oder hedgen die amerikanischen Gesellschaften deutlich mehr als beispielsweise die südafrikanischen?

Utter: Ihr Eindruck täuscht Sie nicht, denn insbesondere nordamerikanische Goldminen hatten in der Vergangenheit einen starken Hang zum Hedging. Zu tun hat das meiner Meinung nach damit, daß diese Gesellschaften immer noch im Kopf haben, daß der Goldpreis in Dollar über viele, viele Jahre sank, wohingegen die Kosten der Förderung gleich blieben. Südafrikaner dagegen hedgen deutlich weniger, da sich alleine aus dem Rand/Dollar-Verhältnis immer ein gewisser Hedge ergab.

Smart Investor: Es kursieren immer wieder Gerüchte, daß Notenbanken oder sonst wer versucht, den Goldpreis nach unten zu manipulieren. Wie stehen Sie dazu?

Utter: Es ist kaum von der Hand zu weisen, daß es in der Vergangenheit Interessen von Seiten der Industrie gab, den Goldpreis in gewissen Bahnen zu halten. Und es ist auch kein Geheimnis, daß es zwischen den großen Minen-Häusern und der US-Administration gewisse Verbindungen gibt. Lange Zeit galt ja ein schwacher Goldpreis als Garant für einen starken Dollar, und insofern verwundert es nicht, daß man gemeinsam daran gearbeitet hat, das Gold unten zu halten. Inwiefern diese Manipulation illegal war, wie es die GATA (= Gold Anti-Trust Action Committee, eine Gesellschaft, die sich gegen Kursbeeinflussung des Goldpreises einsetzt, Anm. d. Redaktion) behauptet, sei dahingestellt, darüber sollten sich Juristen den Kopf zerbrechen. Aber um es einmal vorsichtig auszudrücken: Meiner Ansicht nach hat es in der Vergangenheit einige Entwicklungen gegeben, die unter freien marktwirtschaftlichen Bedingungen sicherlich anders verlaufen wären.

Smart Investor: Welche Rolle messen Sie den Notenbanken bei der Goldpreisfindung zu?

Utter: Eine sehr große. Bedenken Sie bitte, daß zwischen der natürlichen Gold-Nachfrage in Höhe von jährlich etwa 3.200 Tonnen und den ca. 2.500 Tonnen Gold, welche pro Jahr gefördert



Dr. Thomas Utter

werden, eine riesige Lücke klafft, und diese wird zu großen Teilen aus den Beständen der Notenbanken aufgefüllt.

Smart Investor: Ironischerweise aber doch nicht von der US-Notenbank.

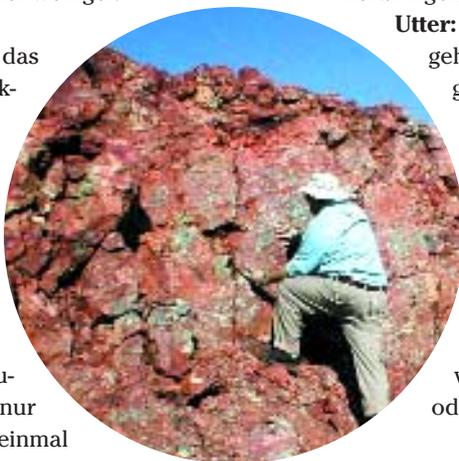
Utter: Richtig. Die Amerikaner haben erstaunlicherweise von allen Währungssystemen immer noch den höchsten prozentualen Anteil an physischem Gold.

Smart Investor: Muß der Goldpreis nicht zwangsläufig steigen, wenn den Notenbanken das Gold ausgeht?

Utter: Ja, aber den eigentlichen Grund für in naher Zukunft anziehende Goldnotierungen sehe ich woanders. So ist die Goldproduktion von 2001 auf 2002 um über 100 Tonnen gesunken, und dieser Trend hält schon seit Jahren an. Beim momentanen Goldpreis von ca. 350 US-\$ je Unze reichen die Goldreserven, die wirtschaftlich abgebaut werden können, gerade mal noch für sechs oder sieben Jahre. Das physische Angebot an Gold wird – einen gleichbleibenden Preis unterstellt – also immer weniger.

Smart Investor: Sie behaupten also, daß das Goldangebot der Minen immer mehr zurückgehen wird?

Utter: Ja, schauen Sie, in den letzten 10 Jahren wurden etwa 2.500 Tonnen pro Jahr mal 10 Jahre, also etwa 25.000 Tonnen gefördert. Während dieser 10 Jahre wurden aber nur etwa 6.000 Tonnen an neuen Goldreserven entdeckt. Da muß man ja kein mathematisches Genie sein, um zu erkennen, daß die Reserven im Vergleich zur abgebauten Menge immer geringer werden. Und daß nur so wenig Gold entdeckt wurde, hängt nun einmal mit dem schwachen Preis der letzten Jahre zusammen.



Smart Investor: Warum sucht man dann nicht nach neuen Goldquellen?

Utter: Ganz einfach, weil der Preis zu wenig hoch ist und dadurch kaum Risiko-Kapital für neue Explorations-Vorhaben zur Verfügung stand. Und selbst wenn sich heute eine Gesellschaft auf die Suche nach neuen Reserven machen würde, so dauert es doch viele Jahre, bis es schließlich zur Förderung kommt.

Smart Investor: Nun sind Sie natürlich als ein Mann des Goldes nicht ganz unbefangen, aber trotzdem: Was würden Sie einem an Gold-Anlagen interessierten Investor empfehlen, wieviel Gold sollte er halten?

Utter: Meiner Meinung nach sollte man 25 % seines Vermögens goldnah anlegen. Davon wiederum 25 % sollten in physischem Gold angelegt werden, Münzen, Barren und ähnliches. Von den verbleibenden 75 % sollten zwei Drittel in Blue Chips der Mining Industrie angelegt werden. Dabei sollte man auf die klassischen Fundamentalkennziffern achten, z.B. das Kurs/Gewinn-Verhältnis. Barrick beispielsweise, der größte Goldproduzent weltweit, ist mit einem KGV von 36 bereits sehr hoch bewertet. Auch auf die Reserven sollte man ein Auge werfen, denn diese besagen, wie lange eine Gesellschaft bei diesen Preisen noch produzieren kann. Wenn sich hier ein Zeitraum von fünf oder sechs Jahren ergibt, dann sind das schon gute Werte. Die verbleibenden 25 % schließlich sollten auf mindestens fünf bis zehn Explorationstitel gestreut werden.

Smart Investor: Was halten Sie denn von unserem Musterdepot-Titel Durban Roodepoort?

Utter: Zu den Südafrikanern habe ich eine bißchen gespaltene Meinung. Die Gesellschaften werden vor allem hier in Zentraleuropa relativ positiv bewertet und meiner Meinung nach werden die großen Gesellschaften wie Durban oder Harmony auch ganz ordentlich geführt. Allerdings vernachlässigen die europäischen Anleger meines Erachtens zu sehr die kanadischen Gesellschaften, unter denen es doch auch ganz hervorragende gibt, ich denke da an Glamis, High River Gold, Bema Gold oder auch den Blue Chip Newmont. Bei den Südafrikanern habe ich immer das Kostenproblem vor Augen. Zusätzlich gibt es noch das Problem, was die Verfügbarkeit von Arbeitskräften angeht, nämlich AIDS. Inwieweit dies irgendwann Auswirkungen auf die Produktionsfähigkeit haben wird, wage ich nicht zu beurteilen, aber ganz wohl ist mir bei dem Gedanken nicht.

Smart Investor: Goldfachleute sprechen ja gerne von Junior oder Major Companies. Können Sie uns hier etwas Licht ins Dunkel bringen?

Utter: Wenn man von der Börse in Toronto ausgeht, welche weltführend für Goldbau-Kapitalgesellschaften ist, so gibt es eine Terminologie, die vier Unterteilungen kennt. Erstens die Junior-Firmen, die noch nicht produzieren. Bei einer Produktion bis zu 500.000 Unzen pro Jahr spricht man dann von produzierenden Junior-Firmen. Zwischen 500.000 und 1.000.000 Unzen nennt man die Gesellschaften medium-sized. Und ab 1.000.000 Unzen Jahresproduktion haben wir dann die Majors, z.B. eine Gold Fields oder AngloGold.

Smart Investor: Ende der 70er Jahre kam es am Goldmarkt zu einer Blase, die während der 80er Jahre platzte. Wie groß sehen Sie die Gefahr, daß sich das gleiche nochmals wiederholt?

Utter: Die Goldminen-Industrie hat in den 90er Jahren aufgrund all dieser damaligen Skandale wie z.B. gefälschte Explorationswerte und ähnliches einen regulativen Prozeß durchlaufen, der in erster Linie von Kanada ausging. Die Aufsichtsmaßnahmen und Richtlinien haben sich seither dramatisch verschärft, z.B. bezüglich der Angabe der Gold-Reserven. Die Goldindustrie hat übrigens den gleichen Prozeß durchgemacht wie hierzulande der Neue Markt, nur mit einem wesentlichen Unterschied: Die Goldminen-Industrie wurde reguliert und hat sich dementsprechend positiv verändert, während der Neue Markt einfach zugemacht wurde.

Smart Investor: Während dieses Gold-Hypes tummelten sich doch viele Gauner-Gesellschaften am Markt. Worauf sollte denn ein Anleger achten, um solchen Schwindlern nicht auf den Leim zu gehen?

Utter: Es gibt hier keine allgemeingültigen Regeln, aber eines scheint mir doch ein gutes Ausschlußkriterium zu sein: Wenn sich ein unbedarfter Anleger nicht innerhalb zehn Minuten im Internet über eine Gesellschaft zufriedenstellend informieren kann, dann sollte er die Finger davon lassen.

Smart Investor: Herzlichen Dank für dieses Gespräch.

Interview: Ralf Flierl

Spekulation mit Genuß

Als Zwitter zwischen Eigen- und Fremdkapital finden Genußscheine häufig weder bei Aktien- noch bei Anleiheliehabern die Beachtung, die ihnen unter Chance-Risiko-Aspekten zukommen muß.

Mit dem Kauf der Drägerwerk Genußscheine (WKN 555 071) erwirbt der Investor im wesentlichen das Recht an der 10fachen Dividende der Drägerwerk Vorzugsaktie, die für das abgelaufene Geschäftsjahr bei 0,35 Euro lag und grundsätzlich am ersten Bankarbeitstag nach der Hauptversammlung zu zahlen ist. Beim aktuellen Kurs der Genuße von 50 Euro ergibt sich auf Jahresfrist somit eine Verzinsung von 7 %. Selbst in schlechten Zeiten sind für die Vorzugsaktionäre des Sicherheits- und Medizintechnikherstellers 0,13 Euro Dividende garantiert. Genußscheinbesitzer erhalten somit zumindest 1,30 Euro p. a.

Höhere Ausschüttung wahrscheinlich

Wahrscheinlicher ist allerdings der umgekehrte Fall, nämlich eine sukzessive Steigerung der Dividende in den kommenden Jahren. So hat das Unternehmen, das vor zwei Jahren noch hohe Verluste schrieb (-4,86 Euro/Aktie), nach massiven Umstrukturierungen die Gewinnzone inzwischen wieder erreicht. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurden 1,38 Euro je Aktie erwirtschaftet, für 2003 und 2004 werden 2,02 Euro bzw. 3,32 Euro erwartet. Parallel dazu sollten die Dividendenzahlungen um mindestens 15 bis 20 % pro Jahr zulegen. Eine gleichbleibende Rendite des Genußscheins unterstellt, winken hier zusätzlich zur erwarteten Verzinsung innerhalb eines Jahres somit Kurssteigerungen in eben dieser Höhe.

Ein Irrtum der Kapitalmarkttheorie?

Interessant ist allerdings auch ein weiterer Gesichtspunkt, nämlich der Aktiencharakter des Scheins. Laut Finanzierungstheorie spiegelt der Wert einer Aktie sämtliche zukünftig aus ihr zu erwartenden auf heute abdiskontierten Zahlungsströme (Dividenden und Liquidationserlös) wider. Da die Vorzugsaktien der Drägerwerk AG momentan bei ca. 38 Euro notieren und die Genußscheininhaber das 10fache an Dividende und bei Kündigung durch den Emittenten den 10fachen Wert einer Aktie erhalten, müßten die Genuße ohne Berücksichtigung weiterer Bedingungen aktuell bei rund 380 Euro notieren. Dies tun sie aus verschiedenen Gründen nicht: So ist zum einen die unterschiedliche steuerliche Behandlung zu berücksichtigen. Für ausgeschüttete Dividenden gilt nach aktueller Rechtslage das Halbeinkünfteverfahren. Genußscheinerverträge sind dagegen in voller Höhe zu versteuern. Unterstellt man rein hypothetisch, daß der Wert der Vorzugsaktien, ausgedrückt durch den aktuellen Börsenkurs, auf einen Schlag ausgezahlt würde, erhielten Aktionäre mit einem Grenzsteuersatz von 50 % somit effektiv



28,5 Euro ($38 - 38 * 0,5 * 0,5 = 28,5$) gutgeschrieben. Genußscheinbesitzer würden nach Steuern aber nur 190 Euro ($380 * 0,5$), also nicht das 10fache, sondern lediglich das 6,67fache erhalten. Hinzu kommt die geringere Liquidität der Genuße, die sie für institutionelle Anleger uninteressant macht. Auch in den Listen einschlägiger Magazine sind die Dräger-Genuße in der Regel nicht aufgeführt. Nachteilig wirkt zudem, daß die Zwitterpapiere im Falle einer freiwilligen Liquidation der Gesellschaft, wovon aus heutiger Sicht allerdings nicht im Entferntesten auszugehen ist, lediglich Anspruch auf einen „Betrag in Höhe des gewogenen Mittels der Ausgabekurse der Genußscheine“* haben (ca. 51 Euro).

Übertriebener Abschlag

Dennoch rechtfertigen die aufgeführten Nachteile (insbesondere höhere Steuer und deutlich geringere Liquidität) nicht den derzeitigen Abschlag gegenüber einem Direktinvestment in die Aktie. So lag das Verhältnis zwischen Genußschein und Aktie bei Ausgabe der Genuße und während der durchlaufenen Unternehmenskrise auch meist zwischen dem 3,7- und dem 5fachen, während er momentan gerade einmal beim 1,3fachen liegt. Langfristig sollte sich dieses Verhältnis wieder nachhaltig erhöhen. Selbst bei konstanten oder leicht rückläufigen Aktienkursen muß dem Genußschein somit erhebliches Kurspotential attestiert werden.

Dr. Martin Ahlers

* Die Genußscheinbedingungen können von der Homepage der Drägerwerk AG www.draeger.com unter „Investor Relations“ heruntergeladen werden.

Zuckerhut und Peitsche

Lateinamerika ist in Europa vollkommen in Vergessenheit geraten. Nur einige Contrarians tummelten sich in den letzten Monaten auf dem Kontinent. Im ersten Halbjahr gehörten die dortigen Börsen aber zu den weltweiten Top-Performern. Hier wollen wir untersuchen, ob es sich noch lohnt, dort Geld zu investieren.

Diktaturen, Paramilitärs, Drogenbarone, Semi-Sozialismus, Generalstreiks, Währungsturbulenzen, Kreditausfälle, Verarmung, Umwelt-Raubbau, Unruhen, Bürgerkrieg – Karneval, Samba, Gauchos und Amazonen – das ist Südamerika aus der Sicht eines Europäers. Ein Börsianer kann beim Thema Lateinamerika in blanke Schizophrenie verfallen. Gewinne von mehreren 1.000 % und Verluste von über 90 % in wenigen Jahren liegen nirgendwo so eng beieinander wie in Lateinamerika. Nachdem die Inflation angestiegen und es zu Kreditproblemen gekommen war, sind in den letzten beiden Jahren die Währungen regelrecht zusammengebrochen. Finanzgeschichtlich betrachtet sind (Hyper-)Inflationszeiten die mit Abstand besten Kaufgelegenheiten für ausländische Investoren, weil in der Regel Währungsverluste die Hyperinflation überkompensieren und der nachfolgende Anstieg sich für den Ausländer oftmals nicht nur über steigende Aktienkurse, sondern auch stark steigende Währungskurse bezahlt macht (Paradoxon der Inflation). Das beste Beispiel ist Deutschland. Zur Zeit der Weimarer Hyperinflation konnte man die ganze Firma Daimler für umgerechnet 327 Autos kaufen (ein Auto kostete damals 3 Mio. Mark, die Marktkapitalisierung von Daimler betrug 1 Mrd. Mark).

Wirtschaft und Börse in Lateinamerika

Zwischen 2001 und 2002 ist die Inflation in Lateinamerika von 5,4 % auf 12,9 % kräftig gestiegen. In Argentinien betrug sie letztes Jahr



sogar 41 % und in Brasilien 13 %. Die Folge waren massive Währungsverluste. So haben der argentinische Peso von Januar bis Juli 2002 rund 77 % und der brasilianische Real von April 2002 bis Februar 2003 immerhin knapp 50 % an Wert verloren. Hier wurde aber anscheinend viel übertrieben. Für dieses Jahr wird für diese Länder mit einer starken Erholung gerechnet. Morgan Stanley prognostiziert nach einer Wirtschaftskontraktion von 11 % im Jahr 2002 für Argentinien ein Wachstum von knapp 6 % in diesem

und noch über 4 % im nächsten Jahr. Die Inflation hat sich bereits wieder auf 7 % abgeschwächt und soll in etwa dort verharren. Für Brasilien wird für dieses Jahr von einem Wachstum von 2 % und für nächstes Jahr von 3 % ausgegangen. Auch in der größten südamerikanischen Wirtschaft stabilisierte sich die Inflation bei 7 %. Das sind wahrlich noch keine Traumzahlen, wie man sie in Asien und Osteuropa vorfinden kann. Die Börse besteht aber aus Angebot und Nachfrage – folglich lohnt sich immer ein Blick auf Regionen, in denen kurzzeitig Panik die Handlungen regierte. Die besten Performer im ersten Halbjahr 2003 waren dann auch Emerging Markets Bonds (aufgrund des meist sehr hohen Anteils an Brasilien-Anleihen), Österreich (!), Rußland, Indonesien und eben Lateinamerika – das Bild war von echtem Wachstum und Panik-Gegenreaktion geprägt.

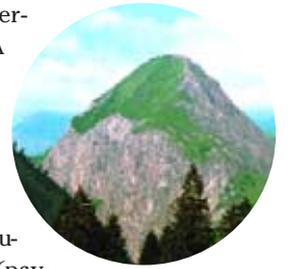
ABB. 1: PROZENTUALE VERÄNDERUNGEN DER INVESTMENTVOLUMINA IN DEUTSCHLAND ZUGELASSENER INVESTMENTFONDS IN AUSGEWÄHLTEN BEREICHEN SEIT JANUAR 2001



Eine quantitative Betrachtung anhand von Investmentvolumina

Südamerika ist vor allem aus einer quantitativen Betrachtung heraus interessant. Berechnet man das Bruttoinlandsprodukt (= BIP) von Lateinamerika in realen US-\$, so beträgt der Anteil Lateinamerikas am Welt-BIP rund 6 %. Nach Kaufkraft beträgt dieser Anteil immerhin fast 8 %. Aber 6 % der Weltbevölkerung leben in Südamerika – inklusive Mittelamerika und der Karibik beträgt der Anteil sogar fast 9 %. Betrachten wir uns nun aber das Kapital, das in Lateinamerikafonds investiert ist: Von allen in Deutschland zugelassenen Investmentfonds sind gerade einmal 29 (bereinigt um Währungs- und Anteilklassen) reine Lateinamerika-Fonds. Das Gesamtvolumen beträgt 1,55 Mrd. Euro, was etwa 0,16 % des Volumens aller in Deutschland zugelassenen Investmentfonds darstellt. Im Januar 2001 lag dieser Anteil noch bei 0,23 %, also fast 50 % höher. Damals gab es (bereinigt) noch 36 Fonds mit einem Volumen von 2,5 Mrd. Euro. Seitdem ist aber die Anzahl der zugelassenen Investmentfonds um rund ein Viertel angestiegen. Abb. 1 zeigt die Entwicklung von Investmentfonds-Volumina in verschiedenen Regionen und Sektoren. Man erkennt, daß sich seit Januar 2001 die Volumina

na in reinen US-Aktienfonds fast verdoppelt haben, obwohl der MSCI USA in Euro rund 40 % verloren hat. Diese Entwicklung ist nicht nur durch echte Mittelzuflüsse bedingt, sondern kam auch durch Neuzulassungen von bereits existierenden US-Fonds zum europäischen Vertrieb zustande. Aber es ist auf jeden Fall ein (psychologisch) wichtiges Zeichen, wenn (ausländische) Investmentbanken massiv auf den Kontinent kommen und ihre US-Fonds zulassen, um diese hier zu vertreiben – trotz Währungsabwertung und Börsenbaisse. Das Volumen der Lateinamerikafonds hat in diesem Zeitraum um 38 % abgenommen – der MSCI EMF Latin America hat aber nur 29 % verloren. Der Volumentiefpunkt wurde im März 2003 bei einem Stand von weniger als 1 Mrd. Euro erreicht. Seitdem ist das Volumen aber



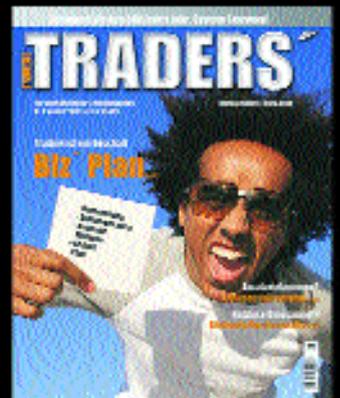
FONDS MIT SCHWERPUNKT LATEINAMERIKA

FOND	WKN	ISIN	KURS		PERFORMANCE	
			IN EURO		3 MONATE	1 JAHR
THREADNEEDLE LATIN AMERICA GROWTH FUND	987 673	GB0002769860	0,83		+15,0 %	-
GARTMORE LATIN AMERICA	974 442	GB0001742625	1,29		+12,8 %	+9,3 %
TEMPLETON LATIN AMERICA	971 660	LU0029865408	13,86		+9,7 %	+3,1 %

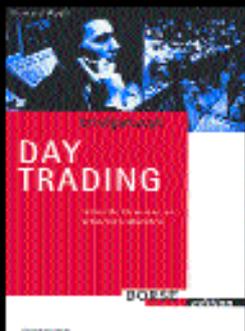
Anzeige

Abonnieren Sie heute und erhalten Sie 15 Ausgaben TRADERS´ zum Preis von 12.

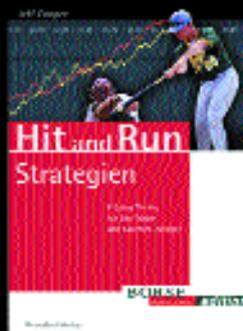
TRADERS



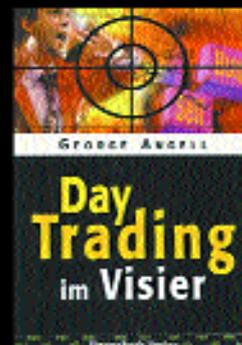
Besuchen Sie www.traders-mag.com oder rufen Sie an: 07561 6715 und wählen Sie aus diesen drei Trading Büchern Ihr Geschenk!



Zum Reichwerden per Trading gehört die richtige Finanzierung. Das entsprechende Umfeld, die Inspiration, und vor allem: die richtigen Tools. Der Tradingprofi Howard Rivkin stellt hier ein breites Spektrum an Trading-Strategien, und darüber hinaus über 20 Jahre an Erfahrung im professionellen Markt. Die komplexe Psychologie der Märkte wird durch praktische und realistische Fallstudien zum Money Management und darüber hinaus über die wichtigsten Trading-Techniken.



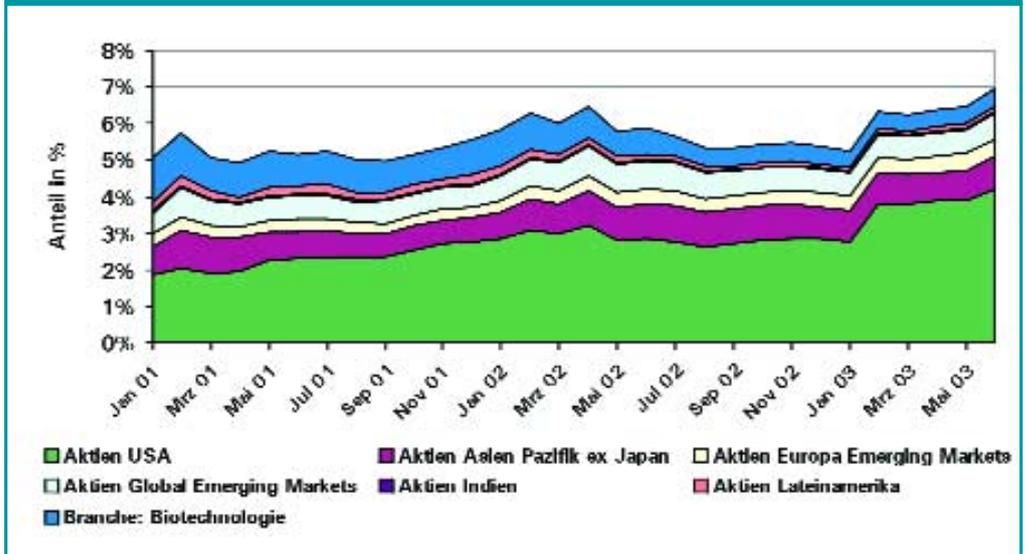
UNTERRICHTSQUALITÄT GUT STRATEGIEN, UM WIRTSCHAFTS-MARKTSTÄRKE AN DER BÜRSE ZU NUTZEN. JEFF COOPER gibt in diesem preisgekrönten Praxis-Buch erstmals die seine 7 Teststrategien an die Profis weiter. Seine hochprofitablen Trading-Systeme werden hier zum ersten Mal in deutscher Sprache. Invalide Charts und jahrelange marktwirtschaftliche Strategien helfen jedem Trader mehr zu verdienen.



Day Trading ist die Königsdisziplin der Spekulation. Strategien, Anleitungen, Tricks und Abstriche, wenn die Märkte die Richtung ändern – und dabei immer wieder losbrechen – sind wichtig. Diese Komplettanleitung, die über Day Trading handelt, erklärt, wie sich immer herausstellt, dass es nicht nur ums GELD geht, sondern ums BEWUSSTSEIN und ANFASSEN. Dieses Buch handelt von dem, was die meisten Day-Trader ignorieren, um im Day Trading langfristig zu den Gewinnen zu gelangen.

wieder um über 60 % angestiegen! Der Index verlor in der Spitze aber „nur“ 43 %. Es kam also in diesem Bereich zu echten Mittelabflüssen. Auch daß Invesco GT und Union Investment in diesem ersten Halbjahr die Lateinamerikafonds geschlossen haben, unterstützt diese Sichtweise (interessanterweise war der Fonds von Invesco GT in den ersten fünf Monaten dieses Jahres der mit weitem Abstand beste Lateinamerika-Fonds). Die Entwicklung der Volumina in den Biotechfonds (unterste Linie) war hauptsächlich durch echte Kursverluste geprägt. Und trotzdem sind heute noch fast dreimal mehr Gelder in Biotechfonds investiert als in Lateinamerikafonds.

ABB. 2: ANTEIL VERSCHIEDENER BEREICHE AM GESAMTINVESTMENTVOLUMEN IN DEUTSCHLAND ZUGELASSENER AKTIENFONDS – GESTAPELT



Die Vernachlässigung eines ganzen Kontinents in Zahlen

Abb. 2 zeigt den Anteil dieser Regionen und Branchen am Gesamt-Investmentvolumen in Deutschland. Hier erkennt man sehr schön, daß sowohl in Osteuropa wie auch in Asien ein Vielfaches der in Lateinamerika investierten Gelder investiert ist und war. Vor allem der Vergleich mit Osteuropa ist interessant. Der Anteil am Welt-BIP beträgt gerade einmal 36 % von dem Lateinamerikas – und auch nach Kaufkraft gerechnet liegt dieser Anteil nur bei 75 % – aber dennoch ist dort 174 % mehr Kapital investiert. Lateinamerika ist aktuell keine Wachstumsstory. Aber: Lateinamerika ist – investmenttechnisch – vollkommen vernachlässigt und in Vergessenheit geraten. Die Presse ist nach wie vor geprägt von größtenteils negativen Schlagzeilen. Am 11. Juli gingen Bilder von aufgebracht Menschen in Peru um die Welt, die eine TV-Station besetzen wollten, weil sie vermuteten, daß der Sender in einen Korruptionsskandal mit dem ehemaligen Präsidenten Fujimori verwickelt sei. Letztes Jahr sahen wir mehr als genug Bilder von Straßenschlachten in Argentinien, Brasilien und Kolumbien. Es gab einen Generalstreik in Venezuela und einiges anderes mehr. Es existieren viele Risiken in Lateinamerika und ebenso großes Leid. Aber die Risiken sind inzwischen zum großen Teil im Markt enthalten. Es kann daher fast nur noch positive Überraschungen geben. Und wenn dann wieder etwas mehr ausländisches Kapital in den Markt fließt, wird der Kontinent umgehend aus seiner Lethargie erwachen. Einen „Appetizer“ haben wir in diesem Jahr bereits bekommen.

In den ersten sechs Monaten dieses Jahres sind bereits 596 Mio. US-\$ ausländisches Kapital (Gesamt-Marktkapitalisierung am 30. Juni: 159 Mrd. US-\$) an den brasilianischen Bovespa geflossen. Der Index hat 2003 in Euro fast 35 % und vom Tiefpunkt letzten Herbst fast 80 % zugelegt. Nach dieser rasanten Erholung zwischen Herbst 2002 und heute sind die lateinamerikanischen Börsen vielfach schon etwas heiß gelaufen. Man sollte aber ein Auge auf Südamerika gerichtet haben und bei Schwäche kaufen. Denn die Währungen haben sich indes stabilisiert, darüber hinaus verfügt Lateinamerika über gigantische Rohstoffvorkommen sowie eine umfangreiche landwirtschaftliche Produktion. Man kann sich den Effekt von niedrigeren Wechselkursen, steigenden Rohstoffpreisen und wachsender Nachfrage vorstellen.

Lateinamerika-Fonds

Wer sich nicht mit Einzeltiteln in Lateinamerika abkämpfen will, der kann über Fonds investieren. Die meisten der sehr wenigen Lateinamerika-Fonds arbeiten indexnah. Es gibt jedoch keinen Fonds, der immer zur Spitzengruppe in Lateinamerika gehörte (was auch die Schwierigkeit und Komplexität des Marktes belegt). Der mit weitem Abstand größte Fonds ist der Threadneedle Latin America Growth Fund. Er investiert hauptsächlich in Brasilien und Mexiko und hat ein konzentriertes Portfolio. Aufgrund seines Volumens kann er aber nur in die großen Werte investieren. Immer wieder gute Leistungen brachte auch der Gartmore Latin America – allerdings ist dessen Fondsvolumen mit 6,3 Mio. Euro extrem gering. Von der Fondsallokation scheint der Templeton Latin America am interessantesten zu sein. Hier wird eben nicht nur in Brasilien und Mexiko (wie bei den meisten anderen) investiert, sondern auch in Argentinien und Chile. Mit über 17 % Lebensmittel und Tabak sowie fast 12 % Energie paßt der Fonds auch in das Portfolio eines Investors, der von steigenden Rohstoffpreisen und steigender Nachfrage – v.a. aus China – ausgeht.

AUSLÄNDISCHE MITTELZU- UND -ABFLÜSSE FÜR DEN BRASILIANISCHEN AKTIENMARKT IM JAHR 2003 IN US-\$

	Buy	Sell	Net	Year-to-date
January	829.146.227,60	759.499.313,30	69.646.914,31	69.646.914,31
February	633.671.765,13	531.286.358,72	102.385.406,41	172.032.320,72
March	818.456.919,65	684.893.714,62	133.563.205,03	305.595.525,75
April	1.331.969.865,04	1.181.804.005,23	150.165.859,81	455.761.385,55
May	1.321.638.027,81	1.371.973.488,83	-50.335.461,02	405.425.924,54
June	1.358.516.521,37	1.167.945.423,58	190.571.097,79	595.997.022,33

Quelle: BOVESPA NEWS - MONTHLY BULLETIN - JUNE 2003

Weltmacht auf Abwegen

Über die politischen Veränderungen in den USA, die möglichen mittel- und langfristigen Folgen und die sich daraus ergebenden neuen Rahmenbedingungen für Investoren.

George & George

So so, die Beschuldigung der US-Regierung gegenüber dem Irak, in Urangeschäfte mit im afrikanischen Staat Niger ansässigen Kreisen verwickelt zu sein, ist also haltlos. Gott sei Dank hat der CIA-Chef George Tenet bereits die Verantwortung für diesen Lapsus übernommen und so zumindest zunächst den allerschärfsten Verdacht von US-Präsident George Bush abgewendet. Tenet gestand den Fehler ein, daß die betreffende Passage von ihm nicht aus Bushs Rede zur Lage der Nation am 28. Januar entfernt wurde. Nun ist es natürlich keine Lappalie, mit einer falschen Begründung einen Krieg zu beginnen. Folglich hätte man doch von Herrn Bush harte Maßnahmen gegenüber seinem CIA-Chef erwarten können. Wir denken hier beispielsweise an Entlassung, wie es in einem solchen Fall schließlich in jeder Behörde oder jedem Unternehmen gang und gäbe gewesen wäre. Aber nein, der Herr Präsident läßt verkünden, daß er nach wie vor vollstes Vertrauen in Tenet hat, was doch in gewisser Weise fast einem Lob gleichkommt. Seltsam!

Die Belohnung der Versager

Dabei ist es in der jüngeren Geschichte Amerikas gar nichts besonderes, wenn offensichtliche Versager nicht nur nicht aus ihrem Amt entfernt, sondern obendrein auch noch belohnt werden. Denken wir beispielsweise an die schrecklichen Attentate vom 11. September 2001. Im Vorfeld kam es zu Hunderten von Warnungen, teilweise von höchsten Stellen wie dem ägyptischen Staatspräsidenten Hosni Mubarak, Vladimir Putin oder dem israelischen Geheimdienst Mossad. Aber auch einige Agenten der US-Geheimdienste und des FBI waren den Attentätern hart auf den Fersen und wurden teilweise in letzter Minute zurückgepfiffen. Klares Versagen der Geheimdienste! Als schließlich die Entführung der Flugzeuge am Morgen des 11. September nach dem Einschlag des ersten Fliegers in den Tower des World Trade Centers offensichtlich wurde, hätten gemäß amerikanischem Gesetz in dieser meistbewachten Zone der USA sofort Abfangjäger aufsteigen und im Extremfall die entführten Maschinen abschießen müssen. Passiert ist jedoch nichts, obwohl bis zum Absturz des letzten Flugzeuges über eine Stunde verging. Klares Versagen des Militärs! Wurde irgendjemand aus den Geheimdiensten oder dem Militär zur Rechenschaft gezogen? Nein, ganz im Gegenteil. In den nachfolgenden Monaten wurden die Budgets für beide Institutionen massiv erhöht! Mit Verlaub, eine solche Vorgehensweise würde man allenfalls von einer Bananenrepublik im tiefsten Afrika, aber eben nicht von der größten Wirtschafts- und Militärmation der Welt erwarten.

Die Verkehrung der Wahrheit

Natürlich kann so etwas wie die Uran-Affäre schon einmal passieren. Gerne würden wir hier auch ein Auge zudrücken, wenn es

sich denn um einen Einzelfall handeln würde. Es ist aber eben nur der letzte bekannt gewordene Fall einer ganzen Reihe von Falschinformationen im Vorfeld des Irak-Kriegs. Der besagte George Tenet und seine CIA sollten beispielsweise vor dem Krieg auf Geheiß der US-Regierung auch Verbindungen zwischen der terroristischen Vereinigung Al-Qaida und dem irakischen Regime ermitteln. Wie WDR-Journalisten herausfanden, teilte Tenet nach einigen Monaten dem Präsidenten mit, daß die Recherchen ergebnislos blieben, woraufhin Bush nur wenige Stunden später vor die Öffentlichkeit trat und den Irak eben dieser Verbindungen mit Al-Qaida bezichtigte. Auch die aus einer veralteten Diplomarbeit abgeschriebenen angeblichen britischen Geheimdienstpapiere, die das Vorhandensein von Massenvernichtungswaffen im Irak nahe legen sollten, passen in dieses Schema. Der Tod des britischen Regierungsberaters und Mikrobiologen David Kelly macht nun auch diesen Fall wieder ganz aktuell.



Lug und Trug

Es wäre müßig, hier noch weitere Beispiele anzuführen, denn die Sache scheint ziemlich klar zu sein: Der Irak-Krieg, wie übrigens auch der Afghanistan-Krieg, wurde mit Lügen, Fälschungen und Verstößen gegen auch von den USA anerkanntes Recht erzwungen und geführt. Jeder halbwegs informierte Mensch dürfte uns bis hierhin zustimmen, mit Ausnahme derer, die sich weitestgehend über die amerikanischen Propaganda-Kanäle wie z.B. Fox up-to-date bringen lassen. Allerdings weigern sich die meisten Menschen, das, was sie in den letzten Monaten – vor, während und nach dem Irak-Krieg – in den Medien vernommen haben, zu verarbeiten und in eine Vorhersage für die Zukunft umzumünzen. Kein Wunder, denn der Mensch hat einen starken Hang, Unangenehmes zu verdrängen. Auch wenn wir die Vorstellungswelten des einen oder anderen Lesers erschüttern werden, so möchten wir doch in diesem Artikel die prinzipiellen Mechanismen, die hinter den Geschehnissen seit der Amtsübernahme durch George W. Bush wirken, näher beleuchten und dann die wahrscheinliche zukünftige Entwicklung daraus ableiten.

Pax Americana

Daß all die obengenannten Versager nicht bestraft wurden, hat einen ganz einfachen Grund. Sie haben im Sinne der US-Regierung gehandelt und genau deshalb hat man sich bei ihnen auch bedankt, deren Budgets aufgestockt und ihnen weiterhin das Vertrauen ausgesprochen. Was also treibt die US-Regierung unter Präsident Bush an, daß offensichtliches Versagen in ihrem Sinne ist? Es ist ein Plan, der bereits vor dem Regierungswechsel im Januar 2001 beschlossen wurde, und zwar von den wichtigsten Mitgliedern der späteren US-Administration, z.B. Rumsfeld, Cheney, Wolfowitz, Libby, Armitage usw. Der Titel dieses Papers lautet: „Rebuilding America's Defences: Strategies, Forces and Resources for a New Century“ (Originaltext: www.newamerican-century.org/RebuildingAmericasDefenses.pdf). Die Idee dazu entstammt einer ultra-konservativen Gruppe, derer es in den USA seit vielen Jahren jede Menge gibt. Zum ersten Mal jedoch konnte sich eine US-Regierung für deren Umsetzung erwärmen. Das Endziel dieses Plans ist die weltweite „Pax Americana“, zu deutsch: der amerikanische Frieden. Würden viele die Namensgebung des Ziels schon als Anmaßung bezeichnen, so kann der geplante Weg dahin, der ebenfalls in obigem Dokument geschrieben steht, aus Sicht eines klar denkenden Menschen nur noch als unerhört bezeichnet werden. Der besagte Plan ist im Übrigen kein Geheimdokument, er ist der Öffentlichkeit zugänglich und wurde dementsprechend in der Presse vielfach diskutiert (z.B. unter www.spiegel.de/politik/ausland/0,1518,238643,00.html).



Der Plan

Dieser Plan basiert im wesentlichen auf dem Recht des Stärkeren. Er sieht vor, daß die USA ihre wirtschaftlich wie auch militärisch unangefochtene Machtstellung in den kommenden Jahren festigen und sogar noch ausbauen sollen. Dabei ist zur effektiven Zielerreichung eine Reihe von „Maßnahmen“ vorgesehen, z.B. eine starke militärische Präsenz in der Golf-Region zur Sicherung der dortigen Öl-Ressourcen, eine starke Präsenz in Südostasien zur Kontrolle des chinesischen Machtblocks, die faktische Entmachtung der Vereinten Nationen (UN) und damit eine Negierung des Völkerrechts, das Kleinhalten der Wirtschaftsmacht Europa usw. Ganz bewußt wird in diesem Paper auch der Krieg als Mittel zum Zweck erwähnt. Ganz knapp ausgedrückt soll damit folgendes erreicht werden: ein weltumspannendes amerikanisches Imperium. Wie es dazu kam, daß die USA nun nicht mehr nur passiv wie früher, sondern nun auch aktiv, also beispielsweise mit einem Angriffskrieg gegen den Irak, vorgehen, erläutert der US-Politologe Chalmers Johnson in seinem auf S. 44 vorgestellten Buch „Ein Imperium verfällt“. Demnach leiden die USA heute unter den Auswirkungen einer jahrzehntelangen imperialen Politik. Die mannigfaltigen Eingriffe in die Belange anderer Länder – kriegerisch, diplomatisch oder via wirtschaftlichem Druck – führen in der heutigen Zeit zu sogenannten Rückstößen, zum Beispiel zu den Attentaten vom 11. September. D.h. die Aus-

wirkungen jahrzehntelanger US-Politik schlagen nun selbst auf die USA zurück. Die Attentate vom 11. September sind dabei nur das spektakulärste einer ganzen Reihe von Beispielen.

Patriot Act

Zeitgleich mit der aggressiven außenpolitischen Vorgehensweise mit dem Ziel, die Welt zu verändern, strebt die US-Regierung auch im eigenen Land einen kompletten Umbau an. Die rechtlichen Voraussetzungen dafür wurden mit einem Gesetzesbündel namens „Patriot Act“ bereits kurz nach den 9-11-Attentaten geschaffen. Im Grunde genommen wird durch den Patriot Act die amerikanische Verfassung ausgehebelt. Fast möchte man meinen, der Science Fiction-Autor George Orwell hätte mit seinem Buch „1984“ die Vorlage für den „Patriot Act“ bzw. für die nun zur Diskussion stehende nochmals verschärfte Fassung „Patriot Act II“ abgegeben. Zukünftig muß sich das amerikanische Volk beispielsweise darauf einstellen, von der 200.000-Beamten-starken Truppe der Homeland Security-Behörde bespitzelt und bei Verdacht in „Gewahrsam“ genommen zu werden. Die deutsche Übersetzung „Heimatschutz-Behörde“ soll wohl suggerieren, daß es hier nur um die Abwehr terroristischer Aktionen gehen soll. Allerdings ließe sich Homeland Security auch mit „Staatssicherheit“ übersetzen, womit gerade uns Deutschen klar werden sollte, wohin die Sache laufen kann. Auch wenn es die meisten Menschen nicht wahrhaben wollen, am Ende des bereits begonnenen Umwandlungsprozesses in den USA könnte ein Polizei- bzw. ein Überwachungsstaat stehen. Der amerikanische Schriftsteller und Systemkritiker Gore Vidal weist in seinem Buch „Bocksgesang“

gar auf die Parallelen zwischen der heutigen Situation in den USA und den Anfängen des Dritten Reiches hin.

Der rote Faden

All das oben beschriebene ist hierzulande inzwischen zigfach diskutiert worden. Allerdings wurde dabei nur selten der rote Faden, der sich in den Entwicklungen seit Anfang 2001 (eigentlich schon seit sehr viel früher) ausmachen läßt, konsequent und vorbehaltlos aufgezeigt und beschrieben. Er ergibt sich ganz einfach, wenn man hinter den Geschehnissen 11. September, Afghanistan, Irak, Patriot Act und der US-Propaganda zu all diesen Themen, die sich eben an den oben beschriebenen und inzwischen aufgedeckten Lügen manifestiert, den großen dahinterstehenden Plan sieht. Allerdings muß man dazu schon die „Stars and Stripes“-Brille abnehmen. Tut man dies, so läßt sich dieser rote Faden „problemlos“ weiterspinnen, indem man unterstellt, daß die US-Regierung diesen Plan, der doch von ihren wichtigsten Köpfen beschlossen wurde, auch weiterhin gnadenlos und zielstrebig abarbeiten und erfüllen wird.

Ein Blick in die Zukunft

Können die Falken in der US-Administration auch weiterhin ungehindert ihr Vorhaben in die Tat umsetzen, so muß die Welt in den kommenden Jahren mit folgenden Entwicklungen rechnen:

Die totale Okkupation des Nahen Ostens durch die USA. Vor diesem Hintergrund sind die „Sticheleien“ gegen den Iran, aber auch gegen Syrien zu verstehen. Das Prinzip dahinter ist dasselbe wie bei den Vorwürfen gegen das Saddam Hussein-Regime vor dem Irak-Krieg. Die Weltöffentlichkeit soll mit einer Dauerbeschallung durch die Medien darauf vorbereitet werden, daß es sich bei diesen Ländern um Schurkenstaaten handelt, deren Regierungen abgesetzt gehören und denen man das westliche Demokratiesystem angedeihen lassen muß. Auch Nord-Korea muß mit einem Angriff rechnen.

Alle Länder des Nahen Ostens werden nach der (kriegerischen) Okkupation durch die USA keine freigewählten, eigenständigen Regierungen erhalten, sondern dauerhaft unter dem Diktat der USA stehen. Auch die Verfügungsgewalt über die dortigen Ölvorkommen werden die USA nicht aus der Hand geben.

Die Kriege gegen und die Besetzung von all diesen Ländern wird ohne die Zustimmung der Vereinten Nationen erfolgen. Die UN wird damit faktisch entmachtet, was sie seit dem Irak-Krieg ohnehin schon ist.

Zwischen den „abtrünnigen“ Staaten Europas wie z.B. Frankreich und Deutschland und den USA wird es über die Zeit zu Handelseinschränkungen kommen. Solche Bestrebungen gibt es in den USA schon länger, man denke nur an die Import-Zölle auf Stahl oder aber in der jüngeren Zeit die Boykott-Aufrufe bezüglich französischen Weines oder die Umbenennung der „French Fries“ (= Pommes Frites) in „Freedom Fries“ in den Kantinen von US-Behörden. Dies sind erst die Anfänge. Im Zuge der nächsten von den USA ausgehenden Kriege werden vermutlich noch „größere Geschütze“ aufgeföhren werden. Das Ziel: Die abtrünnigen Staaten sollen wirtschaftlich in die Knie gezwungen werden.

Die USA wird zum Überwachungsstaat, in dem das Recht auf freie Meinungsäußerung und auch viele andere Rechte immer mehr außer Kraft gesetzt werden. Nicht zuletzt aufgrund der zukünftigen politischen und kulturellen Abspaltung der USA vom Rest der Welt wird es dort unter dem Einfluß der ultra-konservativen Kräfte zu einer politischen Rechtsverschiebung kommen, welche unter Umständen auch faschistische Züge annehmen kann.

Hinweise für den Investor

Es ließe sich noch eine Reihe anderer Entwicklungen beschreiben, die sich bei der unvoreingenommenen Schau aller bisherigen Ereignisse und den konsequenten Schlüssen daraus ableiten ließen. Wir wollen es jedoch dabei belassen und vielmehr in Kürze die wesentlichen Punkte ansprechen, die sich ein europäischer Investor verinnerlichen sollte. Erstens: Die kom-

menden Jahre werden weiterhin von kriegerischen Auseinandersetzungen zwischen den USA und sogenannten „Schurkenstaaten“ geprägt sein. Wie schon am Beispiel des Irak-Krieges zu sehen war, werden dadurch die Börsen stark in Mitleidenschaft gezogen werden, im negativen (bis kurz vor Beginn des Irak-Krieges) wie auch im positiven Sinne. Aus diesem Grunde sollte in den kommenden Jahren mit einer erhöhten Volatilität an den Märkten gerechnet werden. Vor diesem Hintergrund ist übrigens auch unser hier immer wieder beschriebenes Szenario bezüglich eines über viele Jahre andauernden Sägezahnmarktes, in welchem wir die Aufwärtsbewegungen als „Pit Bull Market“ bezeichnen, zu sehen.

Vorsicht bei US-Investments

Direkten Anlagen in den USA, sei es als Immobilien- oder als US-\$-Geldanlage, stehen wir kritisch gegenüber. Vor dem Hintergrund potentieller Handelsbeschränkungen oder sogar Handelskrie-

gen halten wir es für vernünftig, den direkt in den USA angelegten Teil eines Vermögens so gering wie möglich zu halten. Übrigens beinhaltet der Patriot Act auch Gesetze, die eine Beschlagnahme ausländischen Vermögens in den USA unter gewissen Voraussetzungen erlauben. Indirekte Anlagen, also beispielsweise Investments in US-Aktien oder Immobilien-Fonds, dürften aus rechtlicher Sicht unproblematisch sein. Allerdings sind US-Anlagemöglichkeiten unter fundamentalen Gesichtspunkten deutlich zu teuer, weshalb wir unter ökonomischen Kriterien auch hiervon abraten würden. Man denke hierbei nur an die Immobilienblase (sh. S. 6), die vor allem in den USA am bedrohlichsten ist. Aber auch das Durchschnitts-KGV der US-Aktien (unter Berücksichtigung der Aktienoptio-

nen) liegt deutlich über 30 und damit mehr als doppelt so hoch wie im Rest der Welt.

Fazit

Mit der Übernahme der US-Amtgeschäfte durch die Bush-Administration weht ein anderer Wind in Amerika und im Rest der Welt. Die Attentate vom 11. September werden zwar als Grund für all die unerhörten Entwicklungen seither angeführt, unserer Meinung nach ist dies jedoch nur ein vorgeschobener Grund. Dies läßt sich schon alleine daran erkennen, daß der Plan zur Pax Americana schon lange vor den Attentaten feststand. Sollte den Falken, also dem neokonservativen Teil der US-Administration, nicht Einhalt geboten werden, so dürfte die Zukunft der Welt weiterhin bewegt bleiben, vermutlich jedoch nicht im positiven Sinne. Investoren sollten sich ebenfalls auf diese Entwicklungen einstellen. Smart Investor wird auch zukünftig die hier angesprochenen Themen behandeln.

Ralf Flierl



Prinzipien des Marktes

Handelsvolumen – die Triebfeder hinter den Kursen

„Volume goes with the trend“ lautet eine oft zitierte Börsenweisheit, die intuitiv einleuchtet und in der Praxis häufig zu beobachten ist. Dennoch erscheint die theoretische Fundierung dieser Aussage nicht gesichert und die praktische Umsetzung gestaltet sich zudem häufig schwierig.

Umsatz als Gradmesser der Aktivität

Üblicherweise wird in Aktiencharts unterhalb des eigentlichen Kursverlaufs der Umsatz in Form eines Histogramms dargestellt. Diese Zeitreihe mißt die mit der Kursentwicklung korrespondierende Aktivität der Marktteilnehmer. Ein hoher Umsatz bedeutet nichts anderes, als daß hinsichtlich einer großen Stückzahl von Papieren zwischen Käufer- und Verkäuferseite ein Konsens über den Preis erzielt wurde – ein Konsens, der freilich vor allem eines ausdrückt: Den Dissens beider Seiten hinsichtlich der erwarteten künftigen Kursentwicklung, denn was die eine Seite hoffnungsvoll erwirbt, stößt die andere gerade ab.

Das Handelsvolumen ist der bessere Umsatz

Für unsere weiteren Betrachtungen wollen wir allerdings nicht den Umsatz, sondern das wertmäßige Handelsvolumen heranziehen. Dieses ergibt sich durch einfache Multiplikation der gehandelten Stückzahl mit dem Schlußkurs bzw. einem gemittelten Tageskurs. Insbesondere längerfristige Betrachtungen zeigen, daß die Wahl zwischen Umsatz und Handelsvolumen keine rein akademische Frage ist. In Abb. 1 ist für Aixtron im mittleren Fenster der Umsatz abgebildet (grüne Säulen). Wer hier nur die gehandelten Stückzahlen betrachtet, könnte auf die Idee kommen, daß der Titel erst im Jahr 2003 richtig aktiv geworden ist. Wie sehr jedoch die Aktivität in diesem Titel seit dem ersten Halbjahr 2001 in Wirklichkeit eingebrochen ist, offenbart erst die Betrachtung des Handelsvolumens (unteres Fenster, rote Säulen). Für längerfristige Betrachtungen ist daher dem Handelsvolumen eindeutig der Vorzug zu geben, da nur dieses die Entwicklung der in Geldeinheiten gemessenen

Aktivität durch die Zeit anzeigt. Auch für vergleichende Betrachtungen, etwa die Frage nach den aktivsten Titeln, läßt sich eine Aussage nur aus dem Handelsvolumen unmittelbar ablesen.

Ursachen der Aktivitätsschwankungen

Am Beispiel eines Aufwärtstrends soll ein möglicher Erklärungsansatz für die beobachtbaren Aktivitätsschwankungen zwischen Trend und Konsolidierung skizziert werden: Marktteilnehmer, die in einer Aufwärtsbewegung keine Papiere halten, dürften mit jeder weiteren Kurssteigerung einem wachsenden Leidensdruck ausgesetzt sein. Früher oder später werden sie diesem Druck nachgeben und ihre Gebote soweit erhöhen, daß sie die begehrten Papiere erhalten. Man könnte nun annehmen, daß die Besitzer der Papiere in dieser Situation einfach nur entspannt abzuwarten brauchten, wie die Kaufinteressenten den Preis in die Höhe treiben. In der Praxis erzeugen jedoch gerade die (vielleicht unerwarteten) Kurssteigerungen bei diesen Marktteilnehmern wachsende Nervosität – die Furcht, die Gewinne könnten genauso schnell wieder verschwinden, macht sie zu bereitwilligen Verkäufern – zum Teil aus nichtigsten Anlässen. Im Ergebnis kommt es in dieser Phase tendenziell zu überhöhten Geboten und impulsiven Veräußerungen. Beides zusammen bewirkt, daß häufiger Abschlüsse stattfinden – die Aktivität ist hoch. In der Konsolidierung läßt dagegen der Druck auf beide Seiten nach: Die Käufer haben nun keine Veranlassung mehr, den Kursen „um jeden Preis“ hinterherzulaufen, und die Aktienbesitzer haben in der Konsolidierung bereits einen Teil der Buchgewinne eingebüßt. Paradoxiertweise sehen sie diese Verluste häufig wesentlich gelassener als den Gewinn. Sie haben keine Eile, sich von den Papieren zu trennen und gehen implizit von einem erneuten Erreichen der vorherigen Höchstmarken aus; erst dann wollen sie verkaufen. Da in dieser Phase beide Seiten zu deutlich weniger Zugeständnissen an die jeweilige Gegenseite bereit sind, kommen die Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern tendenziell seltener zur Deckung – die Aktivität sinkt.

Kalenderanomalien

Vor einer unkritischen Nutzung des Handelsvolumens muß jedoch gewarnt werden, da diese Zeitreihen regelmäßige Verwerfungen aufweisen: So ergeben sich beispielsweise in großen Dax-Titeln regelmäßig Umsatzspitzen, die allein auf die erhöhten Handelsaktivitäten beim Auslaufen des Dax-Futures und/oder von Optionsserien zurückzuführen sind. Andererseits führen nicht bundeseinheitliche Feiertage oder die allseits beliebten Brückentage häufig zu einem Austrocknen der

ABB. 1: ENTWICKLUNG VON UMSATZ UND HANDELSVOLUMEN AM BEISPIEL VON AIXTRON

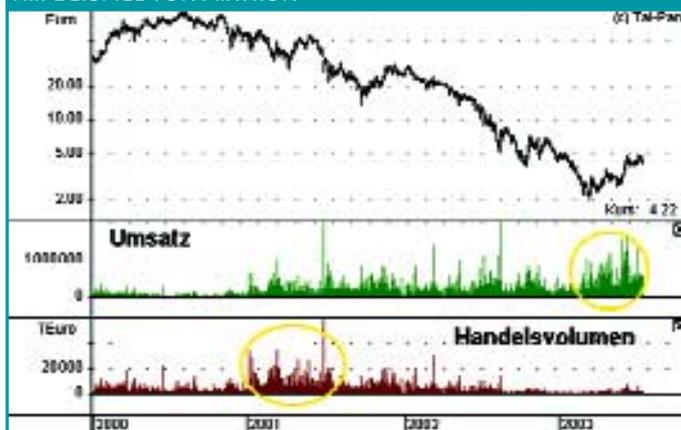
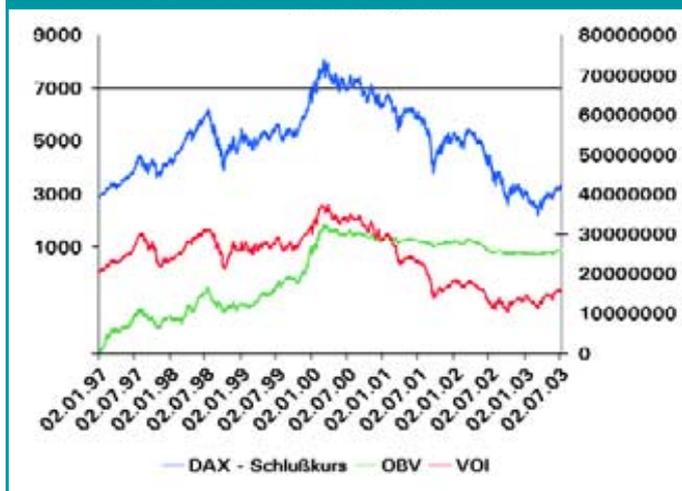


ABB. 2: DAX 1997-2003 MIT OBV UND VOI



Aktivität. Derartige Kalenderanomalien schränken den Aussagewert von Volumenanalysen an diesen Tagen ein. Aber auch ohne diese Effekte dürften Volumendaten zu den volatilsten Zeitreihen gehören. Es ist insbesondere bei kleineren Titeln nicht ungewöhnlich, daß ein Tagesvolumen das Doppelte oder die Hälfte des Vortagesvolumens beträgt. Die Verarbeitung derartiger Schwankungen stellt eine besondere Herausforderung dar, an der viele aus der Kursanalyse bekannte Instrumente scheitern.

On-Balance Volume (OBV)

Börsenlegende Joseph Granville war einer der Pioniere der Volumenanalyse, als er bereits 1976 in seinem Buch „New Strategy of Daily Stock Market Timing for Maximum Profit“ das On-Balance Volume (OBV) vorstellte. Bei diesem Indikator handelt es sich um eine laufende Kumulierung der täglichen Volumenzahlen. Ist der Schlußkurs gegenüber dem Vortag gestiegen, wird das Tagesvolumen zum aufgelaufenen OBV-Wert addiert, ist er gesunken, wird es abgezogen (vgl. Abb. 2 – grüne Linie). Problematisch ist, daß auch an Tagen mit nur marginalen Kursveränderungen immer das komplette Volumen einer der beiden Seiten zugeschlagen wird.

Volume-Only-Indikator (VOI)

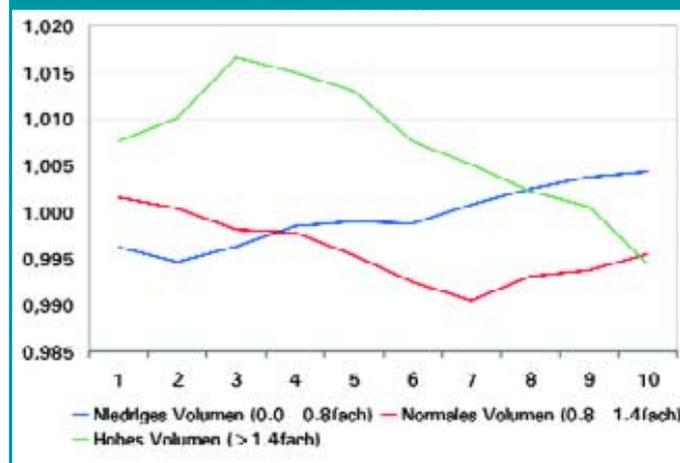
Während also Granville durch die Kursveränderung entscheiden läßt, wie das jeweilige Tagesvolumen in den Indikator einfließt, scheint der umgekehrte Weg mindestens ebenso vielversprechend: Anhand des Tagesvolumens wird entschieden, wie die Kursveränderung in den Indikator einfließt. Konkret kann das so aussehen, wie in dem hier vorgeschlagenen Volume-Only-Indikator (VOI), in den lediglich die Kursveränderungen derjenigen Tage einfließen sollen, die sich durch ein steigendes Handelsvolumen gegenüber dem Vortag auszeichnen. Es werden also entsprechend der Aussage „Volume goes with the trend“ nur die Tage mit positiver Volumenveränderung berücksichtigt, um den Trend aufzuspüren. Das Ergebnis ist ebenfalls in Abb. 2 (rote Linie) dargestellt. Insbesondere die Abwärtsbewegung seit dem Frühjahr 2000 wird vom VOI wesentlich exakter herausgearbeitet als von Granvilles OBV. Die viel zu früh gezeigten positiven Divergenzen des OBV zum Kursverlauf verleiteten mehrfach zum Fehlschluß einer nahen Trendwende; der

VOI blieb dagegen in dieser Phase unbeirrt abwärts gerichtet (vgl. Entwicklung von OBV und VOI ab dem Jahr 2000 in Abb. 2). Zudem ist der VOI weniger volatil – er wird ja aus den Kursveränderungen und nicht aus dem stark schwankenden Handelsvolumen berechnet – und eignet sich daher auch eher für die Anwendung des klassischen Instrumentariums der Kursanalyse.

Nachteile von Indikatoren

Der grundsätzliche Einwand gegen Indikatoren, die auf Glättung oder Summenbildung des volatilen Handelsvolumens zurückgreifen, ist, daß sie nur bedingt das Wesen der Volumenzahlen erfassen. Das Handelsvolumen ist zuallererst die Eigenschaft eines konkreten Tages und nur im Kontext der Kursentwicklung dieses Tages sinnvoll interpretierbar. Gerade Umkehrtage nach scharfen Bewegungen weisen häufig exzessives Volumen auf und werden von Indikatoren wie dem OBV tendenziell in ihrer herausragenden Aussagekraft verkannt. Wie durch die Berücksichtigung des Volumens in konkreten Situationen Zusatzinformationen über die Signalgüte gewonnen werden können, soll abschließend demonstriert werden.

ABB. 3: HAMMER UND VOLUMEN



Hammer mit Volumen

Im Smart Investor 7/2003 hatten wir die Kerzenformation „Hammer“ bereits für die Dax-30-Aktien untersucht und festgestellt, daß es sich hierbei insgesamt um kein besonders zuverlässiges Signal handelt. Abb. 3 zeigt nun die Ergebnisse einer etwas differenzierteren Betrachtung, wobei alle aufgetretenen Signale in eine von drei Volumenkategorien einsortiert werden. Die grüne Linie („hohes Volumen“) zeigt z.B. die Erwartungswerte derjenigen Hämmer, die mit einem Volumen, das mindestens das 1,4fache des Durchschnittsvolumens beträgt, entstanden sind. Obwohl die Ergebnisse weiterhin unspektakulär bleiben, kommt es zu deutlich unterschiedlichen Verläufen der Erwartungswerte. Insbesondere die hervorgehobenen ersten fünf Handelstage nach einem hochvolumigen Hammer ragen aus der Masse der Signale heraus. Dies läßt den Schluß zu, daß die Aussagekraft eines Hammers mit höherem Volumen zunimmt, die Reichweite dieses Signals aber tendenziell eher kurz ist.

Ralph Malisch

Derivate

Von der richtigen Vorüberlegung profitieren

Wer die Wahl hat, hat die Qual, sagt man zwar, aber das muß nicht so sein. Da im Derivatebereich die Auswahl dieser Tage größer denn je ist, hat derjenige, der sich mit der Materie hinreichend gut beschäftigt hat, die Chance auf Extragewinne. Smart Investor möchte anhand der für das Musterdepot getätigten Dispositionen deshalb noch einmal auf den Unterschied zwischen Hebelprodukten und klassischen Optionsscheinen eingehen.

Seit Launch des Smart Investor im Mai und damit dem Start des Musterdepots haben wir zwei Produkte aus der Derivatelandschaft ins Depot genommen: Zunächst einen Nikkei-Call-Optionsschein und wenig später ein Hebelzertifikat auf den Dax. Seit dem 15. Juli haben wir zudem über unsere wöchentliche Online-Publikation Smart Investor Weekly ein Kauflimit für einen Put-Optionsschein auf den deutschen Aktienindex laufen. Mal Optionsschein, mal Hebelzertifikat also. Unsere zugrundeliegenden Gedankengänge hierzu wollen wir Ihnen näherbringen, damit Sie davon bei Ihren eigenen Dispositionen profitieren oder auch nur, um unsere diesbezügliche Musterdepotstrategie vollauf nachvollziehen zu können.

Sondersituation beim japanischen Nikkei 225

Aus aktuellem Anlaß hatten wir den Nikkei-Call zwischen dem Erscheinen zweier Smart Investor-Ausgaben aufgenommen, und zwar 8.000 Stück zum damaligen Brief-Kurs von 0,44 Euro. Es handelte sich um einen Call der Commerzbank (WKN 681 453) mit 8.500er Basis. Zu der Zeit notierte der Nikkei noch bei 8.200 Zählern, also unter der Basis. Out-of-money heißt das im Optionsscheinjargon, was nichts anderes bedeutet, als daß der Schein vollständig aus seinem Zeitwert besteht und (noch) keinerlei inneren Wert besitzt. Mitte Juli, zum Zeitpunkt unserer Glattstellung, sah das allerdings ganz anders aus. Der japanische Nikkei hatte sich innerhalb weniger Wochen auf knapp 10.000 Punkte hochgeschraubt und dem Optionsschein damit einen inneren Wert von 1,11 Euro verschafft.

Mit zwei Prämissen zur Strategieentscheidung

Wir hatten in Ausgabe 6 des Smart Investor in dieser Rubrik mehrere Hebelzertifikate sowie Optionsscheine auf den Nikkei vorgestellt, auch den obigen. Ein Hebelzertifikat kann nun mal nicht out-of-the-money notieren, ansonsten wäre es ausgeknockt. Wir hätten uns daher mit einem Hebel von 6,1 im Falle eines Basispreises von 7.000 Punkten zufrieden geben müssen. Mit dem Optionsschein ließ sich dank eines Hebels von 13 also deutlich mehr Gewinn erzielen – doppelt so viel nämlich. Eine weitere Überlegung war, daß die implizite Volatilität (die erwartete

Schwankungsbreite) beim Nikkei im Zuge der langen japanischen Baisse extrem niedrig war. Diese implizite Volatilität ist aber die zweitwichtigste Einflußgröße bei einem Optionsschein. Da steigende Kurse mit tendenziell abnehmenden Volatilitäten einhergehen, müssen sich Call-Käufer regelmäßig auch mit diesem wesentlichen Einflußfaktor befassen.

Richtige Dax-Strategie, doch Timing-Probleme

Ende Mai bzw. Anfang Juni war die Volatilität im deutschen Aktienindex noch vergleichsweise hoch, im Gegensatz zu derzeit, wo sie mit 25 Punkten auffallend niedrig ist. In der Regel unterliegen die Hebelzertifikate nicht dem Einfluß der Volatilität. Des weiteren waren wir uns auch über den Ablauf des prognostizierten Dax-Anstiegs nicht vollständig im Klaren, auf jeden Fall sahen wir keinen explosiven Ausbruch wie beim Nikkei voraus. Vor diesem Hintergrund fiel die Entscheidung zugunsten eines Hebelprodukts, das immerhin noch über einen Hebel von 6 verfügte. In der Spitze lag dieses Hebelzertifikat der Bank Vontobel (Basispreis und Knock-out-Schwelle bei 2.400 Punkten) 40 % im Plus, wovon wir aber leider nur 7 % realisieren konnten.

Dax-Derivatestrategie, 2ter Teil

Inzwischen haben wir ein Kauflimit für einen Put-Optionsschein (WKN 740 229) auf den Dax lanciert (sh. Smart Investor Weekly vom 15. Juli). Aufgrund der ungewöhnlich niedrigen impliziten Volatilität im Dax werden wir über den Optionsschein zusätzliche Gewinne verbuchen können, sofern der deutsche Aktienindex – wie wir zumindest denken – seinen Rückzug von den derzeitigen Punkteständen antreten wird. Dann arbeiten nicht nur die Kursverluste im Dax, sondern auch die ansteigenden Volatilitäten für uns. Mit der Auswahl eines Optionsscheins out-of-the-money verdeutlichen wir diese Strategie. Denn da der Schein aktuell (noch) keinen inneren Wert besitzt, bewirkt ein Anziehen der impliziten Schwankungsbreite weit mehr als bei einem Schein in-the-money.

Fazit

Man muß kein Derivate-Profi sein, um sich auf diesem Feld zu bewegen und erfolgreich zu sein. Wer hier jedoch aktiv werden möchte, sollte sich vor einem Erwerb über die grundlegenden Strategien und Einflußfaktoren ausreichende Gedanken machen, nicht erst im Nachhinein. Smart Investor versucht mit dieser Derivate-Rubrik, dem Musterdepot sowie zusätzlich über den Smart Investor Weekly etwaige Dispositionen zu erläutern und so transparent wie möglich für den Leser zu machen.

Falko Bozicevic

BISHERIGE DERIVATEDISPOSITIONEN FÜR DAS MUSTERDEPOT DES SMART INVESTOR

TRANSAKTION	TYPUS	WKN	KAUF-DATUM	VERKAUF-DATUM	PERFORMANCE
NIKKEI-CALL	OPTIONSSCHEIN	681 453	27. MAI	15. JULI	+180 %
DAX-CALL	HEBELZERTIFIKAT	299 543	3. JUNI	1. JULI	+7 %
DAX-PUT	OPTIONSSCHEIN	740 229	STEHT NOCH AUS		-

Das große Bild

Der Bär ist zurück

Unsere in der letzten Ausgabe abgegebene Kurzfristprognose für den Dax, nämlich ein Hoch im Bereich von 3.500 Punkten während der ersten Juli-Hälfte, wurde nahezu erfüllt. Dies impliziert, daß sich die Aktienmärkte aus unserer Sicht nun im Abwärtsmodus befinden.

Bezüglich der von uns prognostizierten weiteren Entwicklung des deutschen Blue Chip-Barometers verweisen wir auf die Abb. 1 in der Rubrik „Das große Bild“ der letzten Ausgabe des Smart Investor. Diese Prognose, obwohl inzwischen fünf Wochen alt, haben wir per heute um keinen Deut zu korrigieren. Nochmals in Kürze für die neuen Leser: Wir rechnen für die kommenden Monate mit einer Abwärts-Korrektur an den Aktienmärkten, die im Falle des Dax deutlich unter 3.000 Punkte führen sollte. Zeitlich gesehen erwarten wir das Korrekturtief nicht vor Ende September, aber vermutlich noch vor der Jahreswende. Zumal die laufende Korrektur auch durchaus heftiger ausfallen könnte, haben wir bereits in der vergangenen Ausgabe zum Verkauf der deutschen Aktien geraten und dies in unserem Musterdepot inzwischen auch umgesetzt.

COT jetzt auch negativ

Bereits in der letzten Ausgabe hatten wir die psychologische Situation unter den Anlegern analysiert und sind zu dem Schluß gekommen, daß der Optimismus weit über das vertretbare Maß hinaus angestiegen ist, so daß man sogar von Euphorie sprechen könnte. Nicht in dieses Bild paßte die recht hohe Netto-Long-Position der Commercials im S&P 500-Future (sh. hierzu auch den COT-Artikel in SI 7/2003 auf S. 22 bis 25), da diese theoriegemäß eher kursstützend interpretiert werden sollte. Allerdings hat sich diese „Unvereinbarkeit“ inzwischen geklärt. Die Commercials haben kurz nach dem letzten Redaktionsschluß ihre Netto-Long-Position schlagartig massiv abgebaut und in eine hohe Netto-Short-Position gewechselt. Dies ist in Abb. 1 an der gelben Linie zu erkennen, welche die Netto-Positionierung der Commercials wiedergibt. Aufgrund des Nullsummen-Charakters des Future-Marktes muß natürlich irgendwer die Gegenposition der Commercials einnehmen. Wie Abb. 1 ebenfalls verdeutlicht, waren dies die Small Speculators, die von einer ausgeglichenen in eine große



ABB. 1: COMMITMENT OF TRADERS – COMMERCIALS SIND MASSIV SHORT = NEGATIV



Quelle: VTO-Report

Long-Position überwechselten. Da theoriegemäß die Commercials weitaus smarter als die Small Speculators sind, ist also auch der COT-Report (COT: Commitment of Traders) als letzter wichtiger Sentiment-Indikator nun eindeutig negativ zu interpretieren. Wer die COT-Daten laufend verfolgen will, kann dies beispielsweise unter www.vtoreport.com/sentiment/cot.htm tun.

LQM und sentix

Auch die beiden auf S. 27 vorgestellten Sentiment-Indikatoren lassen bei der Interpretation kaum Spielraum. Während der LQM eine viel zu große Zuversicht der Betreiber von Musterdepots wiedergibt, deutet der sentix an, daß die befragten Marktteilnehmer zwar eine Korrektur bei den Aktien für möglich halten, ihr aber kein großes Potential zumessen. Als inzwischen geübte „Massenpsychologen“ wissen wir, daß beide Aussagen für fallende, wenn nicht sogar stark fallende Kurse in den kommenden Wochen sprechen. In Verbindung mit den ebenfalls negativ zu wertenden COT-Daten kann damit zusammengefaßt werden: Die Sentiment-Ampel steht auf dunkelrot!

Fundamentales

Im Zuge des Kursanstieges seit den Tiefkursen im März sind auch die europäischen Aktien in eine stattliche Bewertung „hingewachsen“. So beläuft sich das für 2003 geschätzte Dax-KGV mittlerweile auf 17. Bedenkt man, daß der langfristige Durchschnittswert des Aktienmarkt-KGVs je nach Betrachtungszeitraum und Markt irgendwo zwischen 13 und 15 liegt, so müssen wir für den Dax wie auch für den Euro Stoxx (KGV 16) inzwischen

ABB. 2: KURS/GEWINN- UND KURS/DIVIDENDEN-VERHÄLTNIS FÜR DEN S&P 500 SEIT 1974



Quelle: Martin Capital Advisors

eine leichte Überbewertung konstatieren. Bei letzterer Aussage haben wir allerdings das ungewöhnlich niedrige Zinsniveau, welches theoretisch ein höheres Aktien-KGV gerechtfertigt erscheinen läßt, außer acht gelassen. So mulmig einem bei der fundamentalen Bewertung der hiesigen Aktienmärkte sein sollte, so sehr müsste einem bei Betrachtung des S&P 500-KGVs der blanke Horror überkommen. Abb. 2 verdeutlicht die Entwicklungen des S&P 500-KGV (oben, rote Linie) und des S&P 500-Kurs/Dividenden-Verhältnisses (unten, grüne Linie) seit dem Jahr 1974. Beide Kennzahlen notieren zwar deutlich unter den Höchstständen des Jahres 2000, im historischen Vergleich sind sie aber immer noch als viel zu hoch einzustufen, als daß man auch nur im Traum an eine neue Hausse denken sollte. Damit signalisiert uns auch die Fundamentalanalyse Gefahr.

Charttechnik

Neben der Sentiment- und der Fundamental-Analyse wenden wir im Smart Investor insbesondere unter Timinggesichtspunkten auch die Technische Analyse an. Sollte auch dieser Ansatz zur Vorsicht mahnen, so könnten wir uns – zumal dann alle drei Methoden negative Signale geben würden – entspannt ins Lager der Bären schlagen. Falls nicht, hätten wir ein Argumentationsproblem. Aber wir können Sie, verehrte Leserinnen und Leser, beruhigen. Die Charttechnik für den Dax und auch für alle anderen westlichen Indices ist sehr negativ zu interpretieren, aber be-

ABB. 3: DAX-STUNDENCHART



trachten wir hierzu Abb. 3. Wir erkennen einen wunderschönen Aufwärtstrend seit Mitte März 2003. Dieser wurde kurz nach Redaktionsschluß eindeutig gebrochen. An und für sich würden wir einem solchen Trendbruch keine allzu große Bedeutung beimessen. Allerdings erfolgte der jüngste Abwärtsschub aus einer charttechnischen Formation heraus, vor der wir einen Heidenrespekt haben, nämlich dem (aufwärtsgerichteten) bearishen Keil. Solchen Keilen folgen oftmals dramatische Schübe in die entgegengesetzte Richtung. Unsere in letzter Zeit geäußerte Vorsicht hat also durchaus einen Grund.

Kurszielprognose

Zumal alle unsere drei Analysemethoden nach unten zeigen, sollten wir uns auch Gedanken darüber machen, wie weit ein solcher Kursrutsch gehen könnte. Hierzu bedienen wir uns einer Faustregel aus der Elliott-Wellen-Analyse, wonach die Bewegung aus einem Keil heraus oftmals bis an den Beginn des Keils zurückführt. Im Falle des Dax hat der Keil seinen tiefsten Punkt bei etwa 2.770 Punkten. Obendrein lassen sich in Abb. 3 waagerechte blaue Linien erkennen, welche die Fibonacci-Korrektur-Level angeben. Während die Linien 1 und 5 den Beginn und das Ende der betrachteten Kursbewegung markieren, deutet die 2 das 61,8 %-Korrektur-Level an, die 3 das 50 %- und die 4 das 38,2 %-Korrektur-Level. Hat der Dax – wie von uns vermutet – nur eine Korrektur und keinen Baisseschub auf ein neues Tief vor sich, so dürfen wir annehmen, daß diese besagte Korrektur irgendwo zwischen den Linien 2 und 4 zum Halten kommt, also zwischen den Dax-Marken 2.670 und 2.960 Punkten. Dies wäre sehr gut mit dem oben herausgearbeiteten Keil-Beginn bei 2.770 Punkten vereinbar. Auch hier gilt wieder: In dieser Monatspublikation können wir nur unsere theoretischen Überlegungen in aller Ausführlichkeit wiedergeben. Das exakte Timing muß unserer wöchentlichen Online-Rubrik Smart Investor Weekly vorbehalten sein. Sie ist jeden Dienstag ab ca. 17.00 Uhr unter www.smartinvestor.de abrufbar.

Zum aktuellen Heft

Neben unserem Inflationsszenario respektive Sägezahnmarkt haben wir auch immer wieder die Möglichkeit eines Kernschmelze-Szenarios angedeutet. Darunter verstehen wir über viele Jahre nach unten tendierende Aktienmärkte. Vor diesem Hintergrund sind auch die Artikel über die Immobilienblase auf S. 6 ff und über die politischen Veränderungen in den USA auf S. 17 ff zu sehen. Sollte es hier zu dramatischen Entwicklungen kommen, so dürften sich diesen wohl auch die Aktien nicht entziehen können. Nach wie vor können wir akute diesbezügliche Gefahren zwar nicht erkennen, raten aber bei Aktien der westlichen Hemisphäre – abgesehen von Spezialsituationen – dennoch zum Totalanstieg.

Fazit

Es bleibt bei unserer Einschätzung der Aktienmärkte. Asien- und Edelmetall-Aktien befinden sich erst am Beginn von langfristigen Aufwärtstrends. Amerikanische und europäische Aktien dürften Mitte Juli ihr mittelfristiges Hoch gesehen haben, womit der Stab vom Bullen an den Bären übergeben wurde.

Ralf Flierl

Relative Stärke

Asien-Wochen an der Börse

Noch vor wenigen Monaten schienen die asiatischen Länder nicht aus den Negativschlagzeilen herauszukommen, doch mittlerweile entwickeln sie sich zu Favoriten der internationalen Anlegergemeinde.

Deutschland: „Aktien schlagen Renten“

Erinnerungen werden wach an die 1990er Jahre: Kaum ein Finanzinstitut, das damals nicht die langfristige Überlegenheit der Aktie gepriesen hätte. Die Blase am Aktienmarkt selbst lieferte das Zahlenmaterial für diese scheinbar wissenschaftlichen Betrachtungen, an deren Ende regelmäßig das Votum für eine langfristige Buy-and-Hold-Strategie stand – vorzugsweise umzusetzen über Aktienfonds des eigenen Hauses. Der Rest ist Geschichte. Interessanterweise sind im Zuge der Aktienbaisse die ersten Studien aufgetaucht, die die langfristige Überlegenheit der Rentenanlage rühmen. Aber der Markt lieferte einmal mehr eine Kostprobe seines grimmen Humors: Ausgerechnet die allgemein nicht mehr als satisfaktionsfähig geltenden Technologiewerte führten die Aufwärtsbewegung an – Rang 3 für den TecDax! Dagegen landeten die jüngst hochgelobten Renten abgeschlagen auf Rang 22 – dem Verlust der Relativen Stärke im Vormonat folgten also die realen Verluste auf dem Fuße. Aussagen zur generellen Überlegenheit einer Anlageart sollten daher stets mit Skepsis betrachtet werden – Flexibilität bleibt Trumpf.

Der russische Bär ist müde

Rußland, das für viele Monate auf den Spitzenrängen verweilte, verlor im Berichtszeitraum neun Ränge, ohne daß es hierfür besonderer Nachrichten bedurft hätte. Die Auflösung liefert ein Blick auf den Chart (nicht abgebildet). Seit April bewegte sich der Markt in einer Keilformation nach oben – ein prekäres Chartbild, das sich nach dem Bruch der Trendlinie Anfang Juli in einer dynamischen Abwärtsbewegung entlud – was häufig nach derartigen Keilen zu beobachten ist. Auch der Goldminen-Index HUI gehörte zu den Werten, die deutlich an Relativer Stärke einbüßten. Im abgelauten Monat waren Rohstoffe und rohstofflastige Indices damit erneut kein Thema. Im Bereich Edelmetalle bleiben wir jedoch bei unserer Überzeugung, daß Phasen allgemeinen Desinteresses zur Akkumulation genutzt werden sollten.

Asien wieder auf dem Siebertreppchen

Während im Gegensatz zu Deutschland einige der klassischen europäischen Aktienmärkte im Universum deutlich zurückfielen (CAC 40, FTSE 100, etc.), ging der Monatssieg erneut an Asien. Es ist beeindruckend, in welcher Geschwindigkeit hier die Stimmung dreht und die Anleger zu neuen Engagements bereit sind. Den Vogel schoß unsere Dauerempfehlung Japan ab, die sich um volle 10 Ränge verbessern konnte und den dreijährigen Abwärtstrend brach. Dicht gefolgt von Hongkong (+ 9 Ränge) und dem hier vor einem Monat herausgehobenen „vergessenen Riesen“

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors						
Index	Land	RS 18.07.	RS 04.07.	RS 20.06.	RS 06.06.	RS 23.05.
Merval	Arg	1	3	1	1	1
S.E.T.	Thai	2	2	4	7	9
TecDAX	D	3	4	3	3	6
MDAX	D	4	6	6	4	3
DAX	D	5	5	5	5	10
KOSPI	Korea	6	7	11	19	21
Sensex	Indien	7	8	15	21	24
NASDAQ 100	USA	8	10	9	8	14
Nikkei 225	J	9	9	19	18	23
PTX	Polen	10	14	16	9	5
RTX	Rus	11	1	2	2	2
Hang Seng	HK	12	21	21	20	20
S&P 500	USA	13	15	17	14	17
IBEX 35	E	14	13	7	6	8
DJIA 30	USA	15	18	18	17	19
All Ord.	Aus	16	12	10	11	7
CAC 40	F	17	16	8	10	11
SMI	CH	18	19	13	15	13
HUI	USA	19	11	12	16	16
FTSE 100	GB	20	17	14	12	15
Rohöl		21	24	25	24	25
REXP 10	D	22	20	20	13	4
Silber		23	22	24	25	22
Gold		24	23	22	22	12
Shenzen	China	25	25	23	23	18

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

Indien (+ 8 Ränge). Thailand hat sich mittlerweile bis auf Rang 2 vorgeschoben und Süd-Korea erreichte Rang 6. Wiewohl auch hier die Bäume nicht in den Himmel wachsen und vor Euphorie generell gewarnt werden muß, scheint sich doch in der Region ein neues Wachstums-Thema anzukündigen, das künftig noch Schlagzeilen machen dürfte. Einzig China liegt deutlich zurück und hält derzeit die rote Laterne.

Ralph Malisch

Der Einführungsartikel zu dieser Rubrik kann unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/ nachgelesen werden.

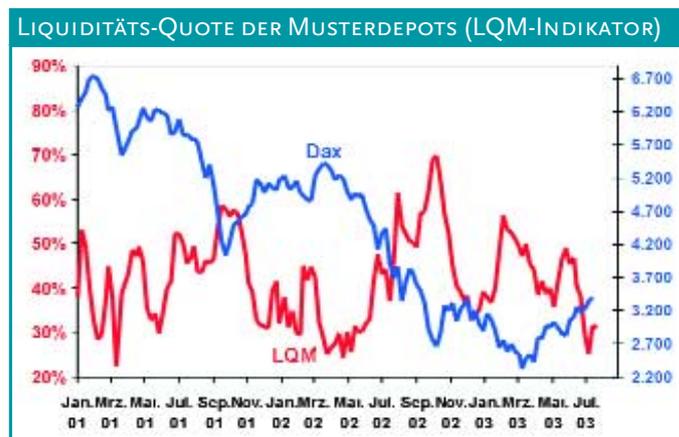
Sentimenttechnik

LQM: Zuviel Optimismus!

Seit der letzten Betrachtung des LQM-Indikators im Smart Investor 6/2003 hat sich einiges getan. Von den damals als neutral bezeichneten 46 % hat sich der LQM zuletzt auf 31 % ermäßigt. Wir erinnern uns: Tiefe LQM-Werte deuten Optimismus unter den Investoren an, und folglich kann daraus die Verletzbarkeit des Marktes bzw. die Gefahr von sinkenden Kursen abgeleitet werden. Wie der Chart verdeutlicht, ging während der letzten zweieinhalb Jahre noch jedes markante Dax-Hoch mit einem extrem tiefen, also in der Spitze unter 30 % notierenden LQM einher. Wenn wir davon ausgehen, daß der LQM-Indikator von seiner Prognosegüte nichts eingebüßt hat, so sollte man für die kommenden Wochen mit deutlich fallenden Dax-Kursen rechnen.

Zur Berechnung und Interpretation: Der LQM-Indikator (LQM steht für Liquiditäts-Quote der Musterdepots) berechnet sich als die durchschnittliche Liquiditäts-Quote von in der deutschen Presse veröffentlichten Musterdepots. Tiefe Werte wie momentan sprechen für Optimismus bzw. sogar Gier unter den Investo-

ren, was unter Contrary Opinion-Gesichtspunkten negativ gewertet werden kann. Hingegen sind hohe LQM-Werte, welche in der Regel an Markttiefs wie z.B. Mitte März 2003 festzustellen waren, positiv zu interpretieren.



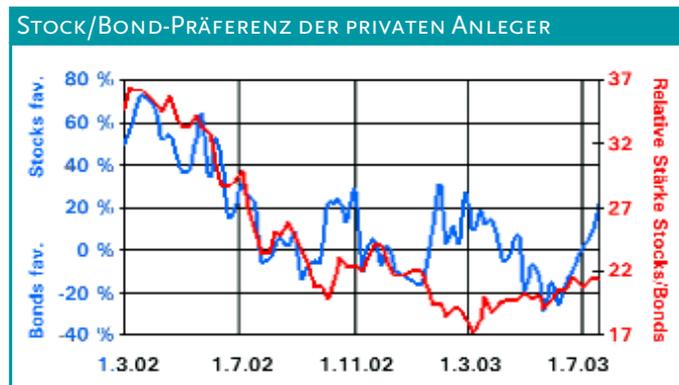
sentix: Falsche Gelassenheit?

Von Manfred Hübner (www.sentix.de)

Auf den ersten Blick scheint sentimenttechnisch die Welt in Ordnung: Der mittelfristige Optimismus ist ungebrochen, ohne Züge der Euphorie zu tragen. Dennoch dürfte die Aufwärtsentwicklung an den Aktienmärkten kurzfristig eine Pause einlegen, bevor der mittelfristige Aufwärtstrend fortgesetzt wird. Darauf deutet das relative Sentiment von Aktien zu festverzinslichen Wertpapieren hin. Hier haben die Privatanleger (sh. blaue Linie im Chart) ihre Zurückhaltung aufgegeben und beurteilen nun die Aktien deutlich positiver als die Anleihen. Vor dem Hintergrund eines kurzfristig überkauften Aktienmarktes mahnt dies zur Vorsicht.

Interessant ist, daß sich diese Änderung hin zu einer positiven mittelfristigen Aktieneinschätzung vor einem kurzfristig eingetrübten Stimmungsbild vollzieht. Die Anleger sind sich also sehr wohl der gestiegenen Rückschlagsgefahren bewußt, nehmen sie aber dennoch in Kauf. Diese Gelassenheit ist das Gegenteil der zu Jahresbeginn vorherrschenden Angst. Sie wird den Trend nicht umkehren, öffnet aber die

Tür zu einer Korrektur an den Aktienmärkten in den nächsten Wochen.



Der Einführungsartikel zu dieser Rubrik kann unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen werden.

Akte im Blickpunkt

Bema Gold Corporation

Mines & More

Gold erlebte in der letzten Dekade ein Schattendasein. Während die Aktienmärkte, besonders die Neuen Märkte, boomten, wurde das gelbe Metall kaum beachtet. Daher verwundert es kaum, wenn auch Minenwerte links liegen gelassen wurden. Doch seitdem die Baisse an den Börsen immer länger andauert und sich die konjunkturelle Lage nicht verbessert, werden Minenaktien mehr und mehr zu interessanten Anlagealternativen. Mittlerweile haben sich die Kurse seit ihren Tiefständen sogar verdoppelt. Wie schon des öfteren im Smart Investor angesprochen wurde, ist unter langfristigen Gesichtspunkten eine anziehende Inflation sehr wahrscheinlich, was heißen würde, daß Gold weiter zulegen sollte und Minenwerte erst am Anfang einer langen Hausse stünden. Ebenso verringern sich die weltweit abbaubaren Goldvorkommen mehr und mehr, was das Angebot – bei einem traditionellen Nachfrageüberhang – zusätzlich schmälert. Ein Unternehmen, das von diesem Szenario ganz besonders profitieren dürfte, ist Bema Gold.

Gute Zeiten – schlechte Zeiten

Die in Kanada ansässige Gesellschaft ging im Jahre 1988 aus dem Zusammenschluß der drei Goldminen Normine Resources Ltd., Amir Mines Ltd. und Bema International Resources Inc. zur Bema Gold Corporation hervor. Ende der 90er Jahre durchlebte die Firma vor dem Hintergrund des schwachen Goldpreises eine krisengeplagte Zeit. Das Ende schien nahe. Aber Bema nutzte die Chance zur Umstrukturierung und ging als gestärktes Unternehmen mit Niederlassungen in Rußland, Südafrika, Chile, El Salvador und Kanada aus der Krise hervor. Der „Junior Producer“ (Bezeichnung für Minengesellschaften, die weniger als 0,5 Mio. Unzen pro Jahr fördern) übernimmt mit seinen 4.000 Mitarbeitern



den kompletten Produktionsprozeß von der Exploration über das Erbauen der Minen bis hin zur Förderung. Heute betreibt Bema neben drei Minen auch vier Explorationsprojekte.

Status Quo

Die älteste produzierende Mine ist die Julietta Mine, in der seit September 2001 abgebaut wird. Bisher konnte die russische Mine jährlich 110.000 Unzen Gold fördern, für das Jahr 2003 wird mit einer Steigerung auf bis zu 116.000 Unzen gerechnet. Außerdem sollen weitere Bohrungen durchgeführt werden. Seit 1996 ist Bema an der in Chile gelegenen Refugio Mine zur Hälfte beteiligt. Wegen des niedrigen Goldpreises wurde diese im Mai 2001 geschlossen, da die weitere Förderung unrentabel gewesen wäre. Mitte 2004 soll die Mine jedoch wieder den vollen Betrieb aufnehmen und jährlich bis zu 240.000 Unzen Gold zu operativen Förderkosten von 220 US-\$ je Unze produzieren. Die dritte produzierende Mine im Bema-Portfolio, die südafrikanische Petrex Mine, wurde im Februar 2003 übernommen. Nachdem die Eingliederung nunmehr vollständig abgeschlossen ist, wird dort mit einer durchschnittlichen Jahresproduktion von 200.000 Unzen zu operativen Förderkosten von 230 US-\$/Unze gerechnet.

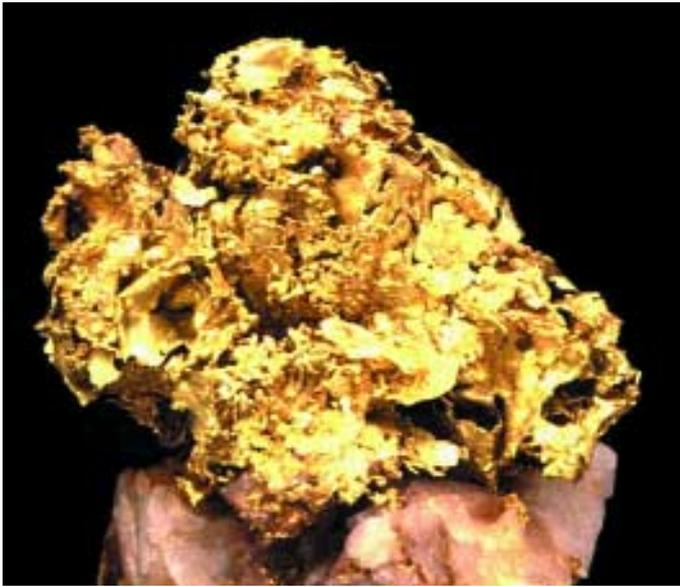
Explorationen – die wahren Goldstücke

Das größte Zukunftspotential von Bema steckt jedoch nicht in den produzierenden Minen selbst, sondern in den laufenden Explorationen. Das Unternehmen begibt sich dabei traditionell in Gegenden, die von anderen Explorationsfirmen gerne links liegen gelassen werden. Es wird darauf geachtet, daß nur dort gesucht wird, wo niedrige Förderkosten in Kombination mit einem hohen Potential, d.h. große Goldvorkommen mit hohem Karatanteil, zu erreichen sind. So hat zum Beispiel das zu einem

BEMA GOLD CORPORATION			
BRANCHE	GOLDPRODUZENT	AKTIENZAHL (MIO.)	318,20
WKN	878 626	KURS AM 18.06. (US-\$)	1,41
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 18.06. (EURO)	1,26
MITARBEITER	4.000	MCAP (MIO. US-\$)	448,7

	2001	2002	2003E	2004E
UMSATZ* (MIO. US-\$)	20	36	85	122
% GGÜ. VJ.	-32 %	+77 %	+134 %	+44 %
EPS* (US-\$)	-0,04	-0,01	0,01	0,04
% GGÜ. VJ.	N/A	N/A	N/A	+300 %
KUV	22,0	12,4	5,3	3,7
KGV	-40	-140	150	37
JAHRSPROD.* (MIO. UNZEN)	0,073	0,117	0,250	0,340
FÖRDERKOSTEN JE UNZE (US-\$)	218	121	215	205

* Die Schätzungen stammen von Smart Investor



Viertel zu Bema gehörende Cerro Casale Deposit begutachtete Reserven von 23 Mio. Unzen Gold und 6 Mrd. Pfund Kupfer. Die Förderkosten werden auf 203 US-\$ pro Unze, die Lebensdauer auf 18 Jahre geschätzt. Das kanadische Momentum Bay Project, an dem Bema erst kürzlich 51 % von Wolfden Resources Inc. übernommen hat, verfügt über 300.000 Unzen hochkarätigen Goldes. Außerdem ist man bei Bohrungen auf zusätzliche Ressourcen gestoßen. Ein weiteres Projekt ist die Exploration mit dem Namen Divsadero Project in El Salvador. In dieser Gegend sind bereits in den 70er Jahren Minen vorhanden gewesen, jedoch hat Bema die Bohrungen dort um ein Vielfaches ausgeweitet. Das derzeit spektakulärste Projekt ist aber das Joint Venture Kupol Property zwischen Bema und der russischen Regierung. Bohrungen im Mai 2003 haben bestätigt, daß es sich hierbei um einen der weltweit größten Goldfunde der letzten 10 bis 15 Jahre handeln könnte. Um wie viele Unzen es sich genau handelt, ist derzeit jedoch noch nicht abschätzbar. Bema hat die Option, sich mit 75 % am Kupol Property zu beteiligen. Insgesamt ist geplant, im Jahre 2003 ca. 15 Mio. US-\$ in Bohrungen zu investieren.

Zahlenwerk

Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte Bema den Umsatz um 77 % auf 36 Mio. US-\$ steigern und den Verlust auf 0,01 US-\$ pro Aktie senken, obwohl nur die Julietta Mine im vollen Betrieb stand. Dies soll jedoch erst der Anfang gewesen sein. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einer weiteren Umsatzsteigerung von beachtlichen 130 % auf 85 Mio. US-\$, 2004 dann mit 122 Mio. US-\$, wobei wir hier Jahresdurchschnittskurse beim Gold von 360 und 380 US-\$/Unze unterstellen. Als Gewinn sollten im laufenden Geschäftsjahr mindestens 0,01 US-\$ und im kommenden mindestens 0,04 US-\$ je Aktie verbleiben. Diese beachtliche Umsatz- und Gewinnsteigerung wird vor allem durch die Inbetriebnahme neuer bzw. bisher nicht produzierender Minen möglich. Zusammen mit der Petrex Mine könnte – nach unseren konservativen Schätzungen, die 20 % bis 25 % unter den Prognosen des Unternehmens liegen – ausgehend von 117.000 Unzen in 2002 bis 2004 nahezu eine Verdreifachung der Produktion auf 340.000 Unzen gelingen, dies insbesondere wegen der Wiederaufnahme der Arbeiten in der Refugio Mine Mitte 2004. Die drei Minen verfügen

zusammen mit dem Cerro Casale Deposit über Reserven – darunter werden von Dritten testierte Goldvorkommen verstanden, die zum Abbau bereit stehen – in Höhe von 8,4 Mio. Unzen Gold. Dabei sind die laufenden Explorationen, wie das vielversprechende Kupol Property-Projekt in Rußland, noch gar nicht eingerechnet. Auf der anderen Seite hat Bema konsequent den Schuldenabbau vorangetrieben. So konnten die Verbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2002 um 11 Mio. US-\$ auf 29 Mio. US-\$ gesenkt werden, während gleichzeitig der Cashbestand auf über 20 Mio. US-\$ anwuchs.

Strategie und Zukunft

Das erfahrene und eingespielte Management, das zum Teil schon seit den späten 80ern im Unternehmen tätig ist, fährt eine klare Strategie: Es will aus Bema einen stark wachsenden Billigproduzenten, also einen Produzenten mit niedrigen Förderkosten, machen. Neben Akquisitionen von fast abgeschlossenen Projekten will man vor allem in Nischen wachsen. Das sieht vor, aussichtsreiche Explorationen in abgelegenen Gebieten voranzutreiben. Die mannigfache Erfahrung, die Bema in den letzten Jahren bei Unternehmungen in Emerging Markets gesammelt hatte, hilft das Länderrisiko zu senken. Das ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, daß in diesen Ländern stets mit der örtlichen Regierung zusammengearbeitet wird. Nachdem im Zuge dieser Strategie einige Minen übernommen und mehrere Explorationen gestartet worden sind, plant Bema in den kommenden zwei Jahren zunächst keine neuen Übernahmen oder neue Explorationsprojekte. Der Grund dafür liegt auf der Hand: Hat man in den letzten Jahren stark investiert und neue, aussichtsreiche Explorationen vorangetrieben sowie eine solide finanzielle Ausgangsbasis geschaffen, so will man nun die Früchte dieser Vorarbeit ernten, sprich: die Goldförderung auf Hochtouren bringen.



Fazit

Trotz der Risiken der Goldpreisabhängigkeit, der Emerging Markets-Standorte und des Gelingens der laufenden Explorationen empfehlen wir Bema als einen spekulativen Kauf. Wir sehen in der kanadischen Gesellschaft ein stark wachsendes Unternehmen, das sich hervorragend im Goldminengeschäft positioniert und die besten Voraussetzungen geschaffen hat, von der zu erwartenden steigenden Nachfrage nach dem kostbaren Edelmetall überproportional zu profitieren. Obwohl die Bewertung auf den ersten Blick noch verhältnismäßig hoch erscheint, sehen wir das enorme Wachstum und das Potential der Minengesellschaft, die in Zukunft noch für einige Überraschungen gut sein könnten und daher weiter steigende Kurse rechtfertigen. Aufgrund des starken Kursanstiegs der letzten Wochen empfehlen wir Interessierten, auf einen Kursrücksetzer unter 1,15 Euro zu setzen. Die Bema-Aktie wird auch in Deutschland relativ liquide gehandelt.

Sebastian Storfner

MoneyTalk

„Größtenteils ermutigende Anzeichen“

Smart Investor sprach mit Micronas-Finanzvorstand Manfred Häner über die Krise im Halbleitermarkt und die weiteren Perspektiven für den Schweizer Nischenanbieter. Worin ist die relative Unterbewertung von Micronas im Vergleich zu seinen Peers begründet?

Smart Investor: Herr Häner, hat der Halbleiterzyklus jetzt seinen Boden erreicht?

Häner: Es ist noch zu früh, hier endgültig den Boden auszurufen. Außerdem können wir nicht von Micronas auf die gesamte Industrie schließen, dazu sind wir zu klein. Aber die Anzeichen, die zuletzt im Zuge der Geschäftszahlen in der gesamten Branche zu vernehmen waren, sind doch größtenteils ermutigend. Es sieht heute auf jeden Fall deutlich besser aus als noch vor ein paar Monaten. Wir sind kurzfristig nach wie vor nicht euphorisch und wollen uns deshalb gar nicht erst aus dem Fenster lehnen. Ein überragendes zweites Halbjahr zu prognostizieren kann ich nicht verantworten.

Smart Investor: Die Book-to-Bill-Quote von unter 1 deutet in der Tat noch nicht auf ein baldiges Anziehen der Nachfrage hin.

Häner: Diese Kennzahl wird allgemein überbewertet. Entscheidend ist, was die Kunden am Ende auch an bestellten Produkten abnehmen. Eine Book-to-Bill-Ratio von 1,3 kann auch bedeuten, daß mehr bestellt wurde als schlussendlich abgenommen wird.

Smart Investor: Die Kapazitätsauslastung läßt noch etwas zu wünschen übrig. Wie ist hier die Implikation für die Gewinnmargen?

Häner: Das ist richtig, aber in der derzeitigen Situation ist es normal, daß die Kapazitäten nicht voll ausgeschöpft sind. Im letzten Quartal ging unsere Bruttomarge von 42 auf 40 % etwas zurück, und im dritten Quartal dürfte die Marge aufgrund der nicht ausgelasteten Produktion nochmals leicht nachgeben. Im vierten Quartal sollte das Weihnachtsgeschäft für Besserung sorgen, vor allem nach der Internationalen Funkausstellung in Berlin.

Smart Investor: Die Konkurrenz in der Konsumelektronik wird dank der asiatischen Hersteller nicht gerade kleiner. Es sieht so aus, als könnten die Asiaten Marktanteile hinzugewinnen...

Häner: Daß die beiden Koreaner Samsung und LG Electronics in der Konsumelektronik ihre Stellung ausbauen, ist unser Vorteil. Denn in deren Fernseher etc. stecken auch die Chips von Micronas drin.

Smart Investor: Im Vergleich zu seinen meisten Mitbewerbern ist Micronas mit am günstigsten bewertet. Wieso ist das so Ihrer Meinung nach?

Häner: Eine allgemeine Begründung liegt sicherlich in der im Vergleich zu unseren Konkurrenten geringeren Unternehmensgröße von Micronas. Ob dieser Kursabschlag in der Höhe, wie wir ihn heutzutage sehen, wirklich gerechtfertigt ist, steht auf einem anderen Blatt Papier.

Smart Investor: In welchen Bereichen kann Micronas denn überdurchschnittliches Wachstum generieren?

Häner: Der TV-Bereich ist ganz klar unser Wachstumstreiber. Im Bildröhrengeschäft und 16:9-Fernsehern mit 100 Hz kann man in den nächsten Jahren gutes Wachstum erwarten, auch LCD und Plasma-Fernseher weisen außerordentlich hohe Wachstumsraten auf, allerdings im Verhältnis zum Gesamt-TV-Markt noch mit geringem Volumen. Durch den vermehrten Einsatz von Elektronik im Automobil kann auch in diesem Segment von einem zweistelligen Wachstum ausgegangen werden.



Manfred Häner

Smart Investor: Micronas hat zuletzt die Nettoverschuldung um 40 % auf 64 Mio. CHF zurückführen können. Wodurch kam das zustande und wie sehen Sie hier die weitere Entwicklung?

Häner: Dank unseres guten Cash Flows haben wir einen Teil unserer Verbindlichkeiten abbauen können und unsere Verschuldung wie gesagt deutlich verringert. Bis zum Jahresende sollte unsere Nettoverschuldung, also Verbindlichkeiten abzüglich der Cash-Positionen, auf Null bis 50 Mio. CHF reduziert sein – genauer kann man das im Moment leider noch nicht beziffern. Auf jeden Fall besitzt die Schuldenreduktion eine hohe Priorität in unserem Unternehmen.

Smart Investor: In der Bilanz fallen nach wie vor die Goodwill-Abschreibungen auf. Bilanziert Micronas konservativ genug oder könnten später Überraschungen drohen?

Häner: Aufgrund der internationalen Regelwerke bei der Rechnungslegung sind die Spielräume relativ eingegrenzt. Ich kann aber sagen, daß Micronas im Rahmen dieser Regelwerke eine eher konservative Rechnungslegung verfolgt. Und damit fühlen wir uns auch sehr wohl.

Smart Investor: Wo sehen Sie Micronas in einigen Jahren?

Häner: Micronas verfolgt zwei übergeordnete Ziele: Zum einen wollen wir in den von uns abgedeckten Bereichen Marktführer bleiben oder unsere Position ausbauen, andererseits aber auch ein überdurchschnittliches Wachstum an den Tag legen. In der Vergangenheit haben wir schon bewiesen, daß beides möglich ist.

Interview: Falko Bozicevic

Buy or Good Bye

Buy: Huaneng Power International



Das seit Anfang 1994 auch an der New Yorker Börse notierte chinesische Unternehmen ist einer der größten unabhängigen Energieerzeuger in China. Die gegenwärtige Kapazität beläuft sich auf fast 15 Gigawatt verteilt auf 17 Kohlekraftwerke in sieben Provinzen. Mit der Transformation Chinas vom Entwicklungsland (Status laut WTO-Abkommen) hin zur Industrienation profitieren die chinesischen Energielieferanten vom zusätzlich entstehenden Bedarf. Nicht umsonst baut das Reich der Mitte mit Hochdruck am Jahrhundertbauwerk Dreischluchtendamm. Doch dessen Betriebsaussichten sind noch ungewiß, sollte es erst einmal fertiggestellt sein. Da China aber ohnehin auf kurz oder lang eben aufgrund der angesprochenen Transformation mehr Öl importieren muß als es zur Deckung des Eigenbedarfs selbst fördern kann, werden Kohlekraftwerke, wie sie von Huaneng (WKN 892 647) entwickelt, gebaut und betrieben werden, weiterhin einen gebührenden Stellenwert in der Aufrechterhaltung der Energieversorgung besitzen.

Die Zahlen für das letzte Jahr konstatierten eine Steigerung des Umsatzes um 17 % auf 18,5 Mrd. RMB (1 RMB = 0,12 US-\$) oder 2,2 Mrd. US-\$. Der Gewinn legte dabei um 9 % auf 3,9 Mrd. RMB zu. Auf US-\$-Basis umgerechnet (bezogen auf die an der US-Börse gehandelten ADRs, Kurs aktuell: 52 US-\$) macht das einen Gewinn von 3,12 US-\$ je Anteil, womit sich ein KGV02 von 17 ergibt. Im ersten Quartal setzte sich das robuste Wachstum fort, vor allem dank zusätzlicher Kraftwerkskomplexe sowie deutlich gestiegener Nach-

frage in den von Huaneng abgedeckten Provinzen. So kletterte der Umsatz um 35 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum, der Ertrag um 42 %. Das langjährige Wachstum spiegelt sich sehr schön im Chart wider, der seit Anfang 2000 im Gleichschritt mit den Geschäftszahlen aufwärts läuft. Bei geschätzten 4 US-\$ Gewinn je ADR reduziert sich das 2003er KGV auf moderate 13, was leicht unter dem Branchendurchschnitt liegt. Mit einem wichtigen Unterschied: Im Gegensatz zur Konkurrenz in Europa oder Amerika ist Huaneng in einem Wachstumsmarkt tätig, der noch großes Entwicklungspotential besitzt.



Good Bye: Yahoo



Wir hätten es ehrlich gesagt genauso gemacht: Präsident und Vorstandsvorsitzender Terry Semel hat nach Ausübung seiner Aktienoptionen von 0,5 Mio. Stück sein Paket umgehend verkauft – und zwar zu Höchstkursen von 32 bis 33 \$. Desgleichen tat Vorstandsmitglied Gary Wilson mit seinen 20.000 Papieren nach Ausübung der seinigen Aktienoptionen. Letztere sind ein leidiges Thema beim weltweit bekanntesten Internetportal. Nur durch die permanente Verwässerung ist zu erklären, wieso Yahoo (WKN 900 103) trotz eines um 42 % gegenüber dem Vorjahresquartal angezogenen Umsatzes und im Gegenzug gedrückter Kosten die Konsensschätzungen nicht mal schlagen konnte. Dies belegt auch der freie Cash Flow, der mit +29 % (auf gerade einmal 76 Mio. US-\$) gegenüber dem Umsatz unterdurchschnittlich blieb, weil offenbar ein Teil davon für weitere Aktienrückkäufe erhalten mußte. Im Übrigen resultieren davon wiederum stattliche 40 % lediglich aus Steuergutschriften dank ausgeübter Mitarbeiteroptionen.

Und Mitarbeiter besitzen ganz offenkundig einen sehr hohen Stellenwert für Yahoo und seine Aktionäre. Denn die mittlerweile 18 Mrd. US-\$ Marktkapitalisierung bedeuten sagenhafte 5 Mio. US-\$ Börsenwert pro Mitarbeiter – solch unbezahlbares Personal wünscht sich ein jedes Unternehmen. Dank dieser hochgeschraubten Bewertung konnte Yahoo auch wieder – ganz wie in besten Zeiten – auf Akquisitionstour gehen. 1,6 Mrd. US-\$ in bar

und natürlich in kostbaren Aktien zahlt Yahoo für die Internet-Suchmaschine Overture. Damit will man Konkurrent Google direkt in die Seite fahren, was aber angesichts bereits sinkender Gewinnmargen bei Overture auf keine leichte Aufgabe hindeutet. Yahoo ist in keinem Geschäftsfeld unangreifbar positioniert, was das Geschäftsmodell wie eh und je anfällig gegen Konkurrenz und Margendruck ausweist. Wer smart ist, hält sich an das Beispiel der Vorstandsetage und nutzt die ungeahnten Kurshöhen zum rechtzeitigen Ausloggen.



Buy: Charoen Pokphand Group



Hinter diesem kaum aussprechbaren Unternehmensnamen verbirgt sich ein thailändisches Agroindustriekonglomerat mit mehr als 100.000 Beschäftigten und einem jährlichen Umsatz von 13 Mrd. US-\$. Charoen ist in Thailand Marktführer bei Aufzucht und Vertrieb von Hühnern, Enten und Schweinen (inklusive deren „Derivaten“ wie Eier und Brathähnchen) sowie weltweit einer der größten Lieferanten von Tiernahrung. Doch damit nicht genug: Charoen ist ein echter Mischkonzern, der nach und nach in zahlreiche benachbarte Geschäftsfelder expandiert ist, und teilweise sogar darüber hinaus. So gehören dem Konglomerat auch einige Autoservice-Stationen (Tankstellen, Waschservices, Drive-ins) an, wo die Produkte von Charoen zusätzliche Vertriebskanäle vorfinden. Wie allerdings hier der 1990 vollzogene Ausflug in den Telekommunikationssektor ins Bild paßt, bleibt unklar. Er muß wohl unter dem Eindruck des asiatischen Wirtschaftsbooms Anfang der 90er Jahre gesehen werden.

Unternehmens, nicht. Ausgehend von überdurchschnittlichen wirtschaftlichen Aussichten speziell Thailands, aber natürlich der gesamten asiatischen Region, dürfte der Kurs nun wieder in Richtung eines neues (Zwischen-)Hochs unterwegs sein. Die Kursentwicklung auf 0,10 Euro in den letzten vier Monaten stützt diese Vermutung sehr gut. Das Unternehmen ist auch in Deutschland notiert unter der WKN 885 591, allerdings nur mit sehr dünnem Handelsvolumen, so daß etwaige Käufe wie üblich mit einem Limit versehen sein sollten.

Wie der Chart offenbart, präsentiert sich der Kursverlauf sehr eng angelehnt an die gerade vorherrschenden Wirtschaftszyklen. Zwischen Allzeithoch im Herbst 1997 und -tief im Frühjahr 1998 liegen nur wenige Monate, aber fast 90 % Kursdifferenz. Das nächste Hoch trat dann folgerichtig im Frühjahr 2000 auf den Plan, das Tief bei 0,06 Euro schließlich im März dieses Jahres. Als Großindustriekonglomerat überrascht diese stark zyklische Kursentwicklung, noch dazu eines weltweit tätigen



Good Bye: Intel

„Die Wachstumsraten der Halbleiterindustrie werden langfristig möglicherweise etwas geringer ausfallen als die bisher im Schnitt verzeichneten 16 % p.a.“ Diese nach drei Jahren Baisse im Semiconductor-Zyklus wenig überraschende Erkenntnis hatte Intel-CEO Craig Barrett für Anleger parat. Angesichts der alten wie auch der neuen Wachstumsrate stellt sich aufs Neue die Frage, ob da ein laufendes Kurs-Gewinn-Verhältnis von 50 gerechtfertigt sein kann. Intel (WKN 885 681) bemüht sich tapfer, den Ertrag zu stabilisieren, auf niedrigem Niveau. Dazu gehörte auch die Ankündigung, das Budget für die Ausrüsterindustrie massiv zusammenzuziehen, was vor kurzem gleich die gesamte Zulieferbranche unter Druck setzte. Denn 1 Mio. US-\$, die Intel auf diese Weise „einspart“, rechnen sich die Kalifornier im Gegenzug als Nicht-Kosten, also Gewinn, gut. Das diesjährige Budget für Forschung und Entwicklung soll zudem hauptsächlich dazu verwendet werden, an Chips zu forschen, die noch einige Generationen über der derzeitigen liegen (Übergang zur 65 nm-Architektur).

tjahr oder gar darüber hinaus. In den letzten beiden Jahren hatte er sich jeweils zu weit aus dem Fenster gelehnt, indem er starke zweite Halbjahre, in denen endlich alles besser werden sollte, in Aussicht gestellt hatte und ihm dankenswerter Weise sogar geglaubt wurde. Daß er überhaupt noch keinen Erneuerungszyklus im Desktop-PC-Markt erkennen kann, spricht weder für Intel noch für Microsoft. Einen Tag nach Intel bestätigte Konkurrent AMD mit enttäuschenden Zahlen und Ausblick diese Einsicht. Speziell die notorisch überbewerteten Intel-Papiere sind jederzeit einbruchsgefährdet.



An den Mitte Juli vorgelegten Quartalszahlen selbst gab es eher wenig zu kritisieren. Im Vergleich zu einem sehr schwachen Vorjahresquartal stieg der Umsatz um 8 % auf 6,8 Mrd. US-\$, der Gewinn legte auf 0,14 US-\$ je Anteil zu. Beides lag geringfügig über den letzten Prognosen, die wohl mit Absicht niedrig gehalten waren. Nur in der asiatisch-pazifischen Region zeigten sich die Umsätze überdurchschnittlich robust. Angesichts der Aussage in der Einleitung drückte sich Barrett vorsichtshalber um konkrete Prognosen für das Gesamt-



Externe Analyse I

Rofin-Sinar Technologies Inc.

Führendes Unternehmen in der Fertigungstechnologie mit Lasern

Von Steffen Wollnik, HSH Nordbank

Die Optische Technologie zählt zu den Innovationstreibern für die Zukunftsmärkte des 21. Jahrhunderts. Das am häufigsten genannte Beispiel für die Spitzenstellung Deutschlands im internationalen Vergleich ist der Bereich der Produktionstechnologie. Von den führenden Unternehmen ist lediglich Rofin-Sinar an der Börse notiert.

Unternehmensprofil

Rofin-Sinar Technologies entwickelt, fertigt und vertreibt eine breite Produktpalette von Laserstrahlquellen und laserbasierten Systemlösungen für die industrielle Materialbearbeitung. Bei über 2.500 Kunden wurden weltweit mehr als 15.000 Laser installiert. Das in Hamburg und im amerikanischen Plymouth, Michigan, ansässige Unternehmen verfügt mit Tochterunternehmen in 10 Ländern, über 11 Produktionsstätten in Deutschland, USA, Großbritannien, Japan und Singapur sowie mit einem Vertriebs- und Service-Netzwerk in mehr als 35 Ländern über eine ausgeprägte globale Präsenz. Geographisch entfallen zur Zeit etwa 79 % der Umsätze auf Europa und Asien sowie 21 % auf Nord-Amerika.

Geschäftsfelder

Rofin-Sinar ist entsprechend der Anwendungsbereiche in der industriellen Lasermaterialbearbeitung in die Geschäftsfelder Macro, Micro und Marking unterteilt, wobei für Micro und Marking gemeinsam berichtet wird. Das Aufgabengebiet des Bereiches Macro läßt sich in die drei Hauptbereiche Lasertrennen (Schneiden, Bohren, Abtragen), Laserfügen (Schweißen, Löten) und die Oberflächenbearbeitung mittels Laserstrahlung unterteilen. Typische Bearbeitungsverfahren im Bereich Micro sind Feinschneiden, Feinschweißen und Mikrostrukturieren (Mikrobohren, Strukturieren, Perforieren). Im Geschäftsfeld Marking geht es um die Beschriftung von Bauteilen in der industriellen

Fertigung. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat der Bereich Macro etwa 53 % zum Umsatz beigetragen, während der Umsatzanteil der beiden anderen Geschäftsfelder 47 % betrug.

Produkte

Rofin-Sinar ist mit einem breiten Produktportfolio in allen Bereichen der industriellen Lasermaterialbearbeitung sehr gut aufgestellt. Mit Ausnahme des Excimer-Lasers ist das Unternehmen in den relevanten Technologien vertreten

und bietet jeweils alle verfügbaren Leistungsklassen an. Bei difusionsgekühlten CO₂-Lasern (Slab-Technologie) mit einer Leistung von über 500 Watt besitzt das Unternehmen weltweite exklusive Lizenzrechte und eigene Patente bis 2007. Bei diodengepumpten Hochleistungs-Festkörperlasern (FKL) ist Rofin-Sinar Weltmarktführer. Obwohl der Einsatz von Diodenlasern in der industriellen Fertigung noch nicht sehr verbreitet ist, verfügt man auch hier über ein umfangreiches Know-how. Neben der Technologieführerschaft bei CO₂-Slab-Lasern und diodengepumpten FKL besitzt Rofin-Sinar eine langjährige Erfahrung bei der Entwicklung von Anwendungsmöglichkeiten der Lasertechnik.

Marktumfeld

Der Markt für Laserquellen zur Materialbearbeitung hat ein Volumen von etwa 1,45 Mrd. Euro. Für Lasersysteme beträgt das Marktvolumen etwa 4,7 Mrd. Euro. In Folge der aktuellen Konjunkturschwäche sind die Märkte seit 1986 erstmals etwas geschrumpft. Aufgrund der vielfältigen Anwendungsmöglichkeiten der Lasertechnologie und ihren Vorteilen gegenüber konventionellen Fertigungsverfahren ist mittelfristig jedoch wieder mit einem erheblichen Wachstum zu rechnen. Die Beratergesellschaft Optech Consulting geht von einem Marktwachstum von durchschnittlich 10 % bis 2010 aus.

Anwendungsgebiete

Neue Anwendungsgebiete ergeben sich aus den aktuellen Trends in der Fertigung neuer Produkte, die durch die Lasertechnologie unterstützt werden. Dazu zählt insbesondere die zunehmende Automatisierung, wobei gleichzeitig ein hohes Maß



Steffen Wollnik



an Flexibilität gewährleistet werden muß. Zudem werden Produkte wie Halbleiterbauteile, aber auch Gegenstände des Alltags immer kleiner. Gleichzeitig steigen aufgrund des technischen Fortschritts die Qualitätsanforderungen der Kunden. Durch den Trend der Miniaturisierung ergeben sich weitere vielfältige neue Anwendungen, die mit konventionellen Verfahren nicht bearbeitet werden können. Darüber hinaus bietet die Lasertechnologie Bearbeitungsverfahren für eine steigende Zahl verschiedener Werkstoffe wie das Schweißen von Leichtmetallen oder Kunststoffen. Natürlich entwickelt sich auch die Lasertechnologie weiter. Höhere Leistungen bei steigender Strahlqualität mittels Hochleistungsdiodelnlasern und diodengepumpten Festkörperlasern eröffnen weitere Anwendungsmöglichkeiten.

Wettbewerb

Der Markt für Laser und Lasersysteme ist durch einen intensiven Wettbewerb gekennzeichnet. Der größte Konkurrent von Roфин-Sinar, der über eine ähnlich breite Produktpalette und geographische Präsenz verfügt, ist Trumpf/Haas. Ansonsten konkurriert Roфин-Sinar mit kleineren Unternehmen, die sich auf bestimmte Technologien konzentriert haben und in ausgewählten Regionen agieren. Roфин-Sinar hat den Vorteil, als einer der Marktführer einen festen Kundestamm mit guten Referenzen vorweisen zu können. Dazu zählen namhafte Automobilhersteller von DaimlerChrysler bis VW sowie im Segment Elektronik/Halbleiter Konzerne wie Siemens, Philips oder AMD.

Geschäftsverlauf

Da ein Großteil des Umsatzes mit Kunden aus den Branchen Automobilhersteller und -zulieferer, Maschinenbau sowie Halbleiter/Elektronik erzielt wird, führt die Zyklik dieser Sektoren auch bei Roфин-Sinar zu einer schwankenden Geschäftsentwicklung. Aufgrund des schwierigen konjunkturellen Umfelds stagnierte der Umsatz im vergangenen Geschäftsjahr. Bei genauerer Betrachtung der Quartalsumsätze zeigt sich jedoch ein eindeutiger Aufwärtstrend. Für das am 31. März 2003 beendete zweite Quartal des laufenden Geschäftsjahres betrug der Umsatz 61,1 Mio. US-\$ und lag damit leicht über unseren Erwartungen von 58,3 Mio. US-\$. Gegenüber dem entsprechenden Quartal des Vorjahres (53,4 Mio. US-\$) ist der Umsatz um 14,3 % gestiegen, gegenüber dem Vorquartal hat er um 5 % zugelegt. Anzumerken ist jedoch, daß die Entwicklung zum Teil auf den schwachen Dollar zurückzuführen ist. Das operative Ergebnis lag bei 6,2 Mio. US-\$. Während wir von einer operativen Marge von 9,2 % ausgegangen waren, belief sich diese auf 10,1 %. Ursache für diese positive Entwicklung sind im Wesentlichen die gestiegenen Umsätze bei Lasern für Markier- und Micro-Anwendungen, die höhere Margen nach sich ziehen. Hier konnte ein Anstieg von 34,4 % auf 30,1 Mio. US-\$ verzeichnet werden. Im Bereich Macro stabilisierte sich der Umsatz auf hohem Niveau bei 31,0 Mio. US-\$, wobei der margenstarke diffusionsgekühlte Slab-Laser das am häufigsten verkaufte Produkt war. Das Nettoergebnis belief sich auf 3,4 Mio. US-\$ nach 1,1 Mio. US-\$. Die Umsatzrendite lag bei 5,6 % und damit etwa 1 % über unserer Prognose.



Ausblick

Wir gehen davon aus, daß die positive Entwicklung anhalten wird. Dafür spricht zum einen der Auftragsbestand von 61,0 Mio. US-\$ zum 31. März 2003, zum anderen das zuletzt erhöhte Engagement im asiatischen Raum. Mit Wirkung zum 31. März 2003 hat Roфин-Sinar seinen Anteil am 1985 in Japan gegründeten Roфин-Marubeni-Joint Venture um 37 % auf 88 % erhöht. Im vergangenen Geschäftsjahr trug es rund 5 % zum Umsatz von Roфин-Sinar bei. Des Weiteren hat Roфин-Sinar mit Fanuc, einem weltweit agierenden Roboterhersteller aus Japan, einen exklusiven Lizenzvertrag vereinbart, der die Fertigung und Vermarktung der von Roфин-Sinar entwickelten diodengepumpten Festkörperlaser in Stabgeometrie beinhaltet.

Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir einen Umsatz von 244 Mio. US-\$. Das Macrogeschäft, insbesondere der Slab-Laser, sollte weiterhin stabile Umsatzzahlen generieren und der Aufwärtstrend im Bereich Marking/Micro sich kontinuierlich fortsetzen. Unsere mittel- und langfristige Einschätzung für Roфин-Sinar bleibt ebenfalls optimistisch. Aufgrund der guten Marktposition in Wachstumsbereichen (Slab-Laser, diodengepumpte FKL, Diodenlaser) unterstellen wir, daß Roфин-Sinar etwas schneller wachsen wird als der Markt. Für 2003 gehen wir von einer EBIT-Marge von 9 % aus. Diese sollte sich in den darauffolgenden Jahren leicht erhöhen. Ursache ist der zunehmende Anteil des Micro- und Markinggeschäfts, welches mit größeren Margen verbunden ist. Das Nettoergebnis für 2003 schätzen wir auf 11,2 Mio. US-\$.

Bewertung

Die für Bewertung herangezogenen Verfahren – Discounted Cash Flow- und Enterprise Value-Analyse – ergeben eine Indikation für einen fairen Unternehmenswert je Aktie von knapp 15 Euro. Aufgrund des aktuellen Kursniveaus stufen wir Roфин-Sinar als Kauf ein.

Disclaimer

Die HSH Nordbank gehörte einem Konsortium an, das die innerhalb von fünf Jahren zeitlich letzte Emission von Wertpapieren der analysierten Gesellschaft übernommen hat. Die in dieser Analyse veröffentlichten Informationen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die geäußerten Meinungen über Märkte und Produkte sind unverbindlich. Sie stellen keine Aufforderung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf dar. Die Lektüre dieser Publikation kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die HSH Nordbank kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesem Dokument stehen.

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

Externe Analyse II

Tom.com Ltd.

Der neue Medienriese aus China

Von Rainer Hahn, asia-economy.de

Das Unternehmen

Tom.com ist Chinas führender Medienkonzern und ist in den Bereichen Internet, Zeitschriften (Print), Vermarktung (Werbung) und Fernsehen tätig. Tom.com ging aus einem Joint Venture der Hutchison Whampoa Ltd. und Cheung Kong Hld. Ltd. hervor. Das Unternehmen wurde im Oktober 1999 gegründet. Seit 2000 wird die Tom.com-Aktie an der Hong Kong Stock Exchange gehandelt.

Geschäftsbereich Online

Tom.com begann die Geschäftstätigkeit mit dem Aufbau der Internetplattform Tom.com, die über aktuelle Nachrichten verfügte. Kurz nach dem Start des Internetauftritts begann Tom.com mit der ersten von einer Vielzahl von Übernahmen, nämlich die von 163.net. Das Unternehmen 163.net war Chinas größter eMail-Provider. Nur wenige Wochen später übernahm Tom.com auch das größte Sportportal Chinas, das unter dem Namen Sha-wei.com firmierte. Zusätzlich zählen die Internetplattformen der Shanghai Maya Online Gruppe zu den erworbenen Portalen. Hier sind weitere namhafte Portale wie AASTocks.com (Finanzinformationen) und she.com integriert.

Aktuell zählt Tom.com täglich mehrere 100 Mio. Page Impressions und betreut 5 Mio. registrierte SMS-Kunden sowie über 500.000 zahlende mobile eMail-Kunden. Strategisch von Bedeutung ist unter anderem das Joint Venture mit der China Times Group und die Übernahme der T Advertising, die eine eigene Vermarktung ermöglicht und wodurch ein weiteres lukratives Geschäftsfeld erschlossen worden ist. Tom.com ist seit dem Jahr 2001 mit der Maya Online und GreaTom einen weiteren Schritt in das Wachstumssegment mobiles Internet gegangen. Mit diesem Geschäftsfeld verfügt das Unternehmen

über Verträge mit den großen Mobilfunkanbietern China Unicom, China Telecom und Guangdong Telecom, die mit multimedialen Inhalten von Tom.com beliefert werden. Die Inhalte werden aufgrund der vielen Beteiligungen an Content-Providern selbst produziert.



Rainer Hahn

Geschäftsbereich Offline

Ende 2000 und zu Beginn 2001 begann sich Tom.com auf den Offline-Medien-Bereich zu konzentrieren. Der erste Schritt war der Kauf eines Zeitschriftenverlages mit einer wöchentlichen Auflage von 100.000 Exemplaren. Dieser Akquisition folgten weitere wie die der Zeitschriften PC Home, Cite, Sharp Point und Business Weekly. Bis zum jetzigen Zeitpunkt stieg die Anzahl verschiedener Fachzeitschriften, die durch die TomGroup betrieben werden, auf über 50 an. Mit den meisten Fachblättern hat die TomGroup die jeweilige Marktführerschaft inne.

Auch in den Bereichen Werbung und Vermarktung hat sich Tom.com positioniert. Dieses Geschäftsfeld wird von der neu gegründeten Tochter: „Tom Outdoor Media Group“ geführt. Dieser Tochter sind 12 kleinere Einheiten unterstellt, welche die Werbung in sechs verschiedenen Provinzen Chinas auf den verschiedensten Werbeflächen betreuen. Momentan verwaltet die Tom Outdoor Media Group Werbeflächen in der Größe von über 190.000 Quadratmetern. Darüber hinaus verfügt Tom.com mit der Tochter YC Sports über Chinas größten Sport-Vermarkter. Die TomGroup hält die meisten und wichtigsten Rechte für die Sportarten Fußball, Tischtennis, Volleyball, Golf, Gymnastik und Basketball. Zusätzlich verfügt die Gesellschaft bereits über eine Vielzahl von Rechten für die Olympiade 2008, die in China stattfinden wird. Seit Juni 2003 ist Tom.com durch den 64 %igen Anteilskauf der China Entertainment Television (CETV) auch ins chinesische Fernsehgeschäft eingestiegen und hat somit das dritte und letzte Medium in seine Geschäftsfelder eingebunden. Zu guter Letzt ist Tom.com durch die Übernahme der Hong Xiang zu Chinas führendem Film-, Musik- und TV-Produzenten aufgestiegen.



Unternehmenszahlen

Tom.com steigerte im dritten Quartal (bis 31.03.03) seinen Umsatz gegenüber dem Vorjahr um 55 % auf 411,4 Mio. HK-\$ (= Hong Kong Dollar; 1 Euro = 8,67 HK-\$). Diese Umsatzsteigerung ist jedoch größtenteils auf die vielen Übernahmen zurückzuführen. Der operative Verlust ging im Vergleich mit dem Vorjahresquartal um 42 % auf 31,7 Mio. HK-\$ zurück. Der Nettoverlust hat sich ebenfalls um 43 % auf 42,9 Mio. HK-\$ verringert. Beim derzeitigen Aktienkurs von 2,25 HK-\$ (etwa 0,26 Euro) beläuft sich die Marktkapitalisierung der Gesellschaft auf etwas über 8 Mrd. HK-\$.

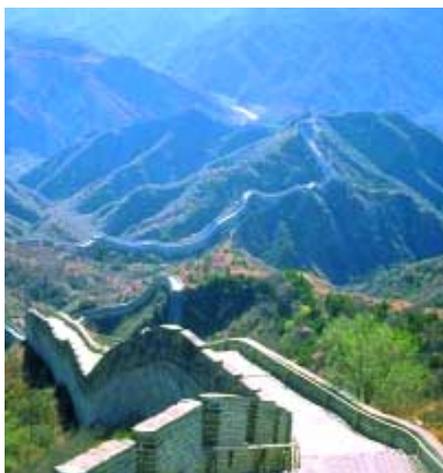
Einschätzung

Tom.com hat durch die Vielzahl seiner Übernahmen und Beteiligungen hohe Investitionen getätigt. Die Frage der Finanzierung bewegt manche Analysten dazu, die Aktie als riskantes Investment zu betrachten. So senkte S&P das Rating von „neutral“ auf „avoid“ und begründete dies mit der infolge der Akquisitionen gestiegenen Nettoverschuldung. Allerdings hat Tom.com die Finanzierungsfrage meist durch die Ausgabe neuer Aktien gelöst. Für die jüngste Akquisition des chinesischen Fernsehsenders CETV gab der Medienriese erneut 450 Mio. Aktien aus. Im Vergleich zu den bekannten Internetwerten Chinas wie z.B. Sohu.com, Netease.com oder Sina.com ist das Kurs/Umsatz-Verhältnis der Tom.com mit etwa 4 relativ niedrig. Vor dem Hintergrund des hohen Wachstumspotentials der chinesischen Medienindustrie erachten wir diese Bewertung als durchaus attraktiv. Das Erreichen der Profitabilität sehen wir frühestens für das Jahr 2005.

Marktpotential

In der chinesischen Medienlandschaft ist Tom.com bereits nach drei Jahren führend. Aufgrund der Tatsache, daß das Unternehmen in den Medienfeldern Internet, Print, Werbung und Fernsehen tätig ist, werden alle wesentlichen Bereiche abgedeckt. Da die hauseigene Werbegesellschaft Aufträge für die TomGroup akquiriert und zusätzlich ihre Dienste weiteren Unternehmen außerhalb der TomGroup anbietet, könnte das größte Potential in der Vermarktung und den dadurch erwirtschafteten Werbeeinnahmen bestehen. Die Medienbereiche Print, Internet und TV dienen darüber hinaus zur gegenseitigen Vermarktung, so daß externe Werbeaktivitäten auf einem Minimum reduziert bleiben. Im Sportbereich ist Tom.com durch die Vermarktungsrechte in den Verbänden Tischtennis, Fußball, Volleyball, Basketball, Golf

und Gymnastik Marktführer und hat diese Position durch den Erwerb der Rechte für die olympischen Spiele 2008 gestärkt. Diese Rechte könnte Tom.com durch seine Medien Print (führende Sportzeitschrift), Internet (größtes Sportportal) und TV optimal vermarkten und würde sich so



mit weitere Werbeeinnahmen sichern. Im Bereich mobiles Internet dürfte Tom.com ebenfalls zu einem führenden Anbieter aufsteigen. Die Kooperationsverträge mit den wichtigsten Mobilfunkanbietern Chinas zur Lieferung von Content dürften ein enormes Potential darstellen, da bislang über 130 Mio. Menschen in China Mobilfunk nutzen und sich die Netze für das mobile Internet (CDMA) immer noch im Ausbau befinden. Außerdem verbuchen die Mobilfunkanbieter immer noch monatlich hohe Zuwachsraten, die für weitere Phantasie sorgen. Abschließend ist zu erwähnen, daß sich der Mediensektor erst seit dem Beitritt Chinas in die Welthandelsorganisation (WTO) langsam privatisiert hat. Somit sind erst wenige Regionen mit einer entsprechenden Infrastruktur für die Sektoren Internet, Mobilfunk und Fernsehen erschlossen, was sich allerdings durch das starke Wachstum monatlich verbessert.

Fazit

Die verschiedenen Medienbereiche, in denen Tom.com tätig ist, befinden sich nach wie vor im Ausbau. Erst seit wenigen Jahren werden diese Medien auch von privaten Unternehmen geführt. Diese Entwicklung hat Tom.com genau erkannt und wird an dem ohnehin großen Wachstum Chinas überdurchschnittlich profitieren können. Wir sehen den Anstieg der Verschuldung aufgrund der hohen Investitionen nicht so negativ wie die Rating-Agentur S&P. Schließlich dürfte der Akquisitionshunger des Unternehmens zunächst erst einmal gestillt sein. Außerdem wird Tom.com noch in diesem Quartal sein Börsenlisting an der Nasdaq durchführen, wodurch weiteres Kapital in das Unternehmen fließt und das Interesse für die Aktie erhöht wird. Wir erwarten für Tom.com ein hohes Wachstumspotential für die nächsten Jahre, das jedoch auch mit leichten Risiken wie der Finanzierungsfrage behaftet ist. Unter langfristigen Gesichtspunkten halten wir das momentane Kursniveau von 2,25 HK-\$ für attraktiv. Mangels eines ausreichend liquiden Handels hierzulande sollten größere Stückzahlen direkt an der Börse Hong Kong geordert werden.

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

Musterdepot

Positionierung für die nächste Phase

Während mehr und mehr Musterdepotbetreiber nach über 50 % Kursplus im Dax noch immer versuchen, auf den Zug aufzuspringen, verhalten wir uns strikt antizyklisch und verlassen nunmehr die Party. Daß wir für den deutschen Markt eine deutliche Korrektur erwarten, haben wir in Form einer Depoträumung sämtlicher heimischer Titel ausgedrückt.

Antizyklus will richtig getimt sein

Der Begriff Antizyklus ist deshalb auch eines der Themen dieser Ausgabe des Smart Investor. Möglich, daß der Dax durchaus noch das eine oder andere Prozent zulegen kann, doch die Risiken nach unten überwiegen nunmehr, wie wir erläutert haben. Da wir speziell am heimischen Markt mit einer Korrektur rechnen, die über ein erträgliches Maß von 5 bis 10 % hinausgeht, haben wir unsere bisherigen deutschen Titel konsequent verkauft (sh. Verkaufsliste). Dies hat rein gar nichts mit der Qualität der Unternehmen zu tun, sondern ausschließlich Timing-Gründe haben uns dazu bewogen. Nach überstandener Korrektur behalten wir uns vor, einen oder mehrere der jetzt veräußerten Papiere sogar wieder zurückzuziehen – wir haben Deutschland also keinesfalls abgeschrieben. Natürlich können wir auch nicht ausschließen, daß der Pit Bull Market bereits vorüber ist und nun wieder eine längere Baisse-Phase ansteht. Wir glauben zwar, daß die fulminante Aufwärtsbewegung der letzten vier Monate nicht der letzte Biß des Pit Bulls war, aber wir wissen es nun mal nicht genau. Im Übrigen konzentrieren sich die meisten Anleger erfahrungsgemäß viel zu stark auf den Einstiegszeitpunkt und vergessen dabei, daß der Verkauf sogar die wichtigere Disposition darstellt, sei es, um Verluste zu begrenzen (zum Beispiel unter Einsatz von Stop-Losses) oder um rechtzeitig Gewinne zu sichern. Auch letzteres wollen wir mit unserer umgesetzten Depotstrategie verdeutlichen.

Die Baisse macht den Meister

Das Smart Investor-Musterdepot hat seit dem Start am 24. März um 24,4 % zugelegt, der Dax im selben Zeitraum aber etwa 35 %. Hier zeigt sich, daß auch wir in der Aufwärtsbewegung den Index im Normalfall nicht schlagen können, zumal wir auf eine breite

LISTE DER KAUFLIMITS					
TITEL	WKN	STÜCK	KAUFLIMIT	KURS AKT.*	KAUFSUMME
HUANENG POWER	892 647	150	42,00	46,50	6.300
TOM.COM	935 147	20.000	0,23	0,26	4.600
DRÄGERWERK GENUSSSCHEIN	555 071	200	49,80	51,25	9.960

* am 21.7.2003; in Euro

Depotstruktur unter anderem mit asiatischen Titeln, Edelmetall-Unternehmen und Derivaten setzen. In dieselbe Kategorie fällt die geplante Aufnahme des Drägerwerk-Genußscheins, eine Art Mischung aus Aktie und Anleihe. Wie schon Frank Lingohr im Interview hervorhob (sh. Seite 40), gilt es vielmehr, im Abwärtstrend die Verluste zu minimieren, während im Aufwärtstrend das Stock Picking in der Regel nur in wenigen Ausnahmefällen eine Überperformance bringt. Mit unserer auf über 60 % hochgefahrenen Liquiditätsquote wollen wir uns volle Handlungsfreiheit gewährleisten, wenn kurzfristig schwächere Kurse an der Tagesordnung sein werden. Viele Musterdepots sind derzeit jedoch teilweise bis zum Anschlag mit Aktien eingedeckt (sh. auch LQM-Indikator auf Seite 27), so daß wir hier folgerichtig eine antizyklische Position einnehmen.

Aufstockung im Edelmetallbereich

Unsere asiatischen Werte (Japan und Thailand) sind von dieser Depoträumung genauso ausgenommen gewesen wie die Edelmetall-Aktien. Mit dem Kauf von Harmony haben wir unseren Anteil in diesem Part unserer 3-Säulen-Depotstrategie (Asien / Edelmetalle / Trading in europäischen Aktien) sogar noch um eine Position aufgestockt. Mit den inzwischen vier Edelmetall-Titeln wollen wir vom langfristig avisierten Goldpreisanstieg profitieren, so daß diese nicht kurzfristigen Timing-Gesichtspunkten unterliegen. Harmony vertritt dabei im südafrikanischen Sektor die konservative, Durban Roodepoort die weit aggressivere Spekulation auf steigende Gold-

Notierungen. Durban hat relativ hohe Förderkosten von über 300 US-\$ je Unze Gold, so daß bei steigendem Goldpreis der Hebel weit größer ist als bei günstiger arbeitenden Produzenten wie Harmony oder auch der australischen Croesus Mining. Dieser Umstand

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)									
PERFORMANCE: +24,4 % SEIT DEPOTSTART; +2,3 % GG. VORMONAT									
TITEL	WKN	STÜCK	KAUFDATUM	KAUF ZU	KURS AKT.*	WERT*	VERÄND.**	STOP	VERK.LIMIT
CANON	853 055	300	31.03.03	32,50	42,00	12.600,00	+29,2 %	-	-
BANPU	882 131	5.000	02.06.03	0,82	1,03	5.150,00	+25,6 %	-	-
SILVER STANDARD	858 840	1.000	02.06.03	3,90	4,50	4.500,00	+15,4 %	-	-
HONDA MOTOR	853 226	200	27.03.03	33,00	36,00	7.200,00	+9,1 %	-	-
CROESUS MINING	871 679	15.000	02.06.03	0,30	0,31	4.650,00	+3,3 %	-	-
HARMONY MINING	864 439	800	15.07.03	10,00	10,00	8.000,00	+0,0 %	-	-
DURBAN ROODEPOORT DEEP	865 260	3.000	27.03.03	2,15	2,05	6.150,00	-4,7 %	-	-
LIQUIDITÄT (LIQUIDITÄTSQUOTE)						76.160,00	(61 %)		
GESAMTWERT						124.410,00			

* am 21.7.2003; in Euro, ** sortiert nach Performance

VERKÄUFE IM ZEITRAUM ZWISCHEN ERSCHEINEN VON SMART INVESTOR AUSGABE 7 /2003 UND 8/2003

TITEL	WKN	STÜCK	KAUFDATUM	KAUFKURS	VERKAUFSDATUM	VERKAUFSKURS	VERÄNDERUNG*
NIKKEI CALL	681 453	8.000	27.05.03	0,44	15.07.03	1,23	+180 %
BAADER	508 810	2.000	02.06.03	1,85	01.07.03	3,40	+84 %
HYRICAN	600 450	500	01.04.03	7,80	15.07.03	13,64	+75 %
AWD	508 590	700	25.03.03	10,80	01.07.03	16,14	+49 %
GfK	587 530	500	29.04.03	12,10	01.07.03	16,30	+35 %
DR. HÖNLE	515 710	1.500	02.06.03	3,28	15.07.03	3,85	+17 %
ZAPF CREATION	780 600	200	31.03.03	27,00	15.07.03	30,08	+11 %
DAX LONG HZ**	299 543	700	03.06.03	6,40	01.07.03	6,81	+7 %
K+S	716 200	400	29.04.03	19,00	01.07.03	17,60	-7 %
VIVA MEDIA	617 106	1.500	29.04.03	5,20	01.07.03	4,70	-10 %

*sortiert nach Performance

** HZ = Hebel-Zertifikat

sowie der ziemlich hohe Fremdkapitalanteil machen Durban zu einer der aggressivsten „Wetten“ im Goldminenbereich, nicht nur unter den südafrikanischen Gesellschaften.

Asien bleibt ein Thema

Der Verkauf unseres Nikkei-Calls wiederum mit einem Plus von 180 % erfolgte unter charttechnischen Gesichtspunkten sowie der simplen Absicht, diese beachtlichen Buchgewinne endlich in realisierte Gewinne zu transformieren, was das weiter oben Gesagte über die Wichtigkeit des richtigen Verkaufszeitpunkts unter-

streicht. Denn nur realisierte Gewinne sind echte Gewinne, wie auch wir anhand unseres Dax-Calls erfahren haben – in der Spitze lag der Call 40 % im Plus, doch konnten wir nur magere 7 % Gewinn einfahren. Auch in punkto Asien wollen wir unseren Depotanteil nicht etwa reduzieren, sondern ausbauen. Vor diesem Hintergrund haben wir für den chinesischen Kraftwerksbetreiber Huaneng (sh. Buy & Good Bye auf S. 33) sowie das chinesische Medienunternehmen Tom.com Kauflimits gelegt. Smart Investor ist mittel- und langfristig für praktisch die gesamte asiatische Region positiv eingestellt, wobei sich favorisierte Länderschwerpunkte mit Japan, Thailand und eben China herauskristallisieren. Eine anstehende Korrektur der Weltbörsen sollten die asiatischen Börsenplätze unserer Meinung nach deutlich besser wegstecken, da die Kursentwicklung alles andere als parallel verläuft. So hat der thailändische Börsenindex gerade erst ein neues Vierjahreshoch markiert.

Anzeige

GBC

Research

KOMPETENT - UNABHÄNGIG - KRITISCH

**Der neue Börsenbrief für den Privatanleger - der „Falkenbrief“ -
www.falkenbrief.de - Kontakt unter research@gbconcepts.de**

„Fundiertes Research ist wichtiger als schnelle vermeintliche „Top-Empfehlungen“ - Wir bieten Ihnen kompetente, kritische und unabhängige Analysen für Ihren Börsenerfolg“ - Unser etabliertes Produkt „Falkenbrief“ bietet dem Privatanleger die Möglichkeit zeitnah auf das Research unserer Analysen in komprimierter und kurzer verständlicher Form zuzugreifen.

- kritische Einschätzungen zum deutschen Kapitalmarkt und speziell zu Einzelaktien
- Coverage über den deutschen Markt und die Marktsegmente DAX, MDAX, TecDAX, SDAX und Prime Standard
- in unserem 14-tägig erscheinenden Börsenbrief erhalten Sie kurze Markteinschätzungen zu den Indizes und die wichtigsten Unternehmensmeldungen
- als Abonnent erhalten Sie zusätzlich Zugang zu unserem Privatkundenbereich
- Mustendepot-Performance seit Ende Sept. 2002 von 57,28 %
- Performance-Highlights: Computerlinks 126,50 %, Ad Pepper 99,20 %, Tele-Atlas 89,70 %, GPC Biotech 80,70 %, ATOSS Software 60,80 %, CTS Eventim 50,80 % (Stand 20. Mai 2003)
- Unsere Top-Verkaufsempfehlungen: Allianz, Aixtron, MLP, Senator, WECECO,...

Aber Taten sagen mehr als Worte: Machen Sie sich einfach ein Bild und werden Sie Probeabonnent für 2 Ausgaben. Völlig unverbindlich! Der „Falkenbrief“ - ein Produkt der German Business Concepts GmbH, dem führenden Researchhaus für Small- und Midcaps in Deutschland.

GBC

Research

KOMPETENT - UNABHÄNGIG - KRITISCH

Interview mit einem Investor

„Permanent steigende Märkte machen mir Angst“

Smart Investor im Gespräch mit Vermögensverwalter Frank Lingohr von Lingohr & Partner Asset Management über seine 40jährige Anlageerfahrung, den Wandel der Zeit und den derzeitigen Zustand der Börsen.

Smart Investor: Herr Lingohr, wie läuft denn das Jahr bisher für Sie und Ihre Vermögensverwaltung?

Lingohr: Ganz gut. Unser weltweit anlegender Fonds liegt in diesem Jahr 10 % im Plus und damit 4,6 % besser als unsere Benchmark, der MSCI-Weltindex. Wenn es an den Börsen runter geht, geht es bei uns natürlich auch nach unten – aber eben weniger. Das Geheimnis liegt also weniger in der Performance im Aufschwung, als vielmehr in der Vermeidung von Verlusten im Falle eines Abschwungs.

Smart Investor: Vielleicht erläutern Sie uns Ihren Ansatz. Wie gehen Sie an die Märkte heran?

Lingohr: Unser Fonds verfolgt einen Value-Ansatz mit Investitionen weltweit. Unsere Datenbank umfaßt Aktien von über 12.000 Unternehmen. Wir haben keine Daten über Südamerika und Osteuropa; das heißt, dort investieren wir deshalb auch nicht. Für jeden Markt und für jedes Land haben wir so für die letzten 20 Jahre fundamentale Modelle entwickelt. Das KGV oder die Dividendenrendite sind die simpelsten Versionen eines Modells. In jedem Land erhält jedes Unternehmen für jedes dort eingesetzte Auswahlmodell eine Rangkennziffer von 1 bis 100. Die Summe der Rangkennziffern eines Unternehmens wird anschließend wieder von 1 bis 100 gerankt. Alle Unternehmen mit einer Rangkennziffer von 1 bis 20 stehen auf unserer Kaufliste, müssen aber vor einem Kauf noch geprüft werden. Dieses Schema wenden wir auf die unterschiedlichen Länder an, so daß wir schließlich zu Kauffavoriten in jedem Land kommen. Denn die Länder sind bei uns im Portfolio gleichgewichtet.

Smart Investor: Sind denn die Daten aus den USA zuverlässig genug?

Lingohr: So zuverlässig wie eh und je, aber gegen Betrug ist man natürlich nie gefeit. Wir verwenden im Übrigen nicht die von den Unternehmen gelieferten Daten, sondern solche, die aufbereitet und bereinigt sind.

Smart Investor: Sie wurden auch schon mal als Perlenfischer bezeichnet. Was nutzt es, wenn man Perlen im Depot hat, aber niemand erkennt sie als solche?

Lingohr: In unserem Weltportfolio haben wir 130 bis 140 solcher „Perlen“ liegen. Perlen werden früher oder später doch immer entdeckt und, zum Glück, oftmals erst nachdem wir sie entdeckt haben. Einige Aktien bleiben jahrelang in unserem Portfolio, das ist überhaupt kein Problem. Wenn man langfristig erfolgreich sein will, gehört dazu erst einmal Geduld.

Smart Investor: Sie sind schon seit vielen Jahren im Geschäft. Wann und wie oft haben Sie bisher schon an Ihrem System gezweifelt?

Lingohr: Nie. Ich habe aber 1999 und Anfang 2000 am Verstand der Leute gezweifelt. Wo und bei wem etwas schief läuft, diese Frage habe ich mir anlässlich der TMT-Blase natürlich oft gestellt. Aber das Gleiche habe ich in den 60er Jahren in den USA schon einmal erlebt, von daher konnte ich den Überblick behalten. Die heutigen Gesetze an den Börsen sind die gleichen wie immer. Der Trick zur Zeit liegt teilweise darin, die von den Unternehmen gemeldeten und von den Wirtschaftsprüfungsgesellschaften abgesegneten Geschäftszahlen aufzuschlüsseln und zu verarbeiten. Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, daß die Zahlen oftmals nicht informieren, sondern im Gegenteil verschleiern sollen. Das ist die Schwierigkeit.



Frank Lingohr

Smart Investor: Was bedeutet für Sie persönlich Mißerfolg bei der Vermögensanlage?

Lingohr: Es existieren für mich zwei Formen des Mißerfolgs. Zum einen, die Benchmark nicht zu schlagen, und zum zweiten, wenn Kunden nicht begreifen, was eine gute Vermögensanlage ausmacht. 1987 beispielsweise bin ich mehrere Monate vor dem Crash aus dem Markt gegangen, was bei einigen auf Unverständnis stieß. Doch diese Kunden sind dann später nie wieder zurückgekommen...

Smart Investor: Wie gehen Sie persönlich mit Fehlern oder Fehlentscheidungen um?

Lingohr: An seinen persönlichen Fehlern arbeitet man ja im Prinzip sein ganzes Leben lang. Ziel ist es also nur, mit der Zeit immer weniger Fehler zu machen. Im Portfoliomanagement lernt man doch praktisch täglich hinzu. Wenn man sich in diesem Geschäft nicht permanent weiterbildet, ist man verloren. Natürlich darf man seinen Horizont nicht eingrenzen, sondern muß sich in vielen verschiedenen Bereichen weiterbilden, quasi ein Spalier von Modellen aufbauen.

Smart Investor: Wo oder bei welchem Titel haben Sie sich komplett getäuscht, wurden auf dem völlig falschen Fuß erwischt?

Lingohr: Bei Ahold. Als herauskam, daß die Zahlen von Ahold gefälscht waren, haben wir gleich ohne große Umschweife verkauft, weil wir nicht der Hoffnung unterliegen wollten, daß es vielleicht nicht so schlimm ist wie es aussieht. Interessanterweise hatten wir im vorletzten Jahr auch Enron als eine der am stärksten unterbewerteten Aktien auf der Watchlist. Wir haben aber nicht gekauft, weil wir das Unternehmen einfach nicht verstanden haben. Deshalb zahlt es sich aus, die Kaufentscheidung nicht einer Black Box zu überlassen, sondern sie immer noch mal zu überprüfen, ganz nach Buffetts „Circle of Competence“.

Smart Investor: Und welcher Chance, die Sie nicht wahrgenommen haben, trauern Sie heute am meisten nach?

Lingohr: Natürlich Berkshire Hathaway. Ich hatte das Glück, Warren Buffett schon Ende der 60er Jahre zu entdecken. Das Studium seines Verhaltens und seiner Geschäftsberichte war wohl der wichtigste Faktor meines beruflichen Erfolges. Ich bin aber nie auf die Idee gekommen, mein Geld jemand anderem anzuvertrauen, selbst nicht Warren Buffett. Erst in den 90er Jahren ist dann der Groschen gefallen, und ich habe Berkshire Hathaway gekauft.

Smart Investor: Was haben Sie gedacht, als der Dax im Frühjahr unter 2.200 Punkte einbrach?

Lingohr: Das war sehr zwiespältig. Einerseits war da eine gewisse Freude, daß man irgendwie recht behalten hat, andererseits aber auch die Sorge, daß das eigene Geschäft vielleicht bald nicht mehr existiert, wenn das so weitergeht über viele Monate oder länger. Der Crash von 1987 war ja dagegen kurz und kräftig und mit dem hier gar nicht zu vergleichen. Ich fühle mich persönlich in solchen Märkten aber dennoch viel wohler als in Märkten, die steigen. Permanent steigende Märkte machen mir Angst.

Smart Investor: Welches sind die aktuellen Themen für Anleger in punkto Länderallokation oder Branchen?

Lingohr: Das ist eine reine Makro-Frage, und dafür bin ich der falsche Ansprechpartner aufgrund meines Fundamentalansatzes. Durch unser Ranking ergibt sich hier und dort eine Häufung von unterbewerteten Unternehmen, so viel läßt sich sagen. In den USA beispielsweise bei Financial Services, Banken und Versicherungen, auch etwas im Pharmabereich; im Technologiesektor allenfalls Oracle, wenn man das Management zu tolerieren bereit ist. In Deutschland zeigt sich eine Häufung bei Automobilherstellern und generell den Zyklikern. Dasselbe gilt für Frankreich, aber das Bild ist weitestgehend indifferent.

Smart Investor: Hat sich der Berufsstand der Vermögensverwalter im Laufe der Zeit verändert?

Lingohr: Speziell in Deutschland, das in der Vergangenheit im Prinzip ein Entwicklungsland auf diesem Gebiet war, sind die Anlageberater und Vermögensverwalter heute viel besser ausgebil-

det. Was sie daraus machen, das steht auf einem anderen Blatt, viele sind zu theoretisch ausgebildet.

Smart Investor: Was sind für Sie die größten Risiken, auf die sich Anleger in den nächsten Jahren gefaßt machen müssen?

Lingohr: Wie immer: Inflation und Deflation. Alan Greenspan hat ja schon mehrere Spekulationsblasen aufgepumpt, und er ist zur Zeit schon wieder dabei mit seiner Reflationierung. Bei seinem brachialen Vorgehen gegen deflationäre Tendenzen ist die Gefahr gegeben, daß er Inflationspotentiale heraufbeschwört. Er hat vielleicht mehrmals die Märkte gerettet, aber das hat auch seine Kehrseite.

Smart Investor: Wie groß sehen Sie das Risiko und wie verhalten Sie sich, wenn Sie erkennen würden, daß sich eine nachhaltige Deflation oder eine rasante Inflation nicht vermeiden ließe?

Lingohr: Das Beunruhigende ist doch, daß diese sogenannten Kernschmelze-Szenarien öfter auftreten, als dies anhand der Gaußschen Normalverteilungskurve zu erwarten wäre. Die große Gefahr besteht darin, in seinen Überzeugungen einmal „eingefroren“ zu sein, dann ist es sehr schwer, da wieder heraus-

zukommen. Deshalb hüte ich mich davor, mich in einem Bärenkäfig gefangen nehmen zu lassen. Auf apokalyptischen Visionen, wie sie durch immerwährende Vergleiche mit z.B. der Weltwirtschaftskrise 1930 heraufbeschworen werden, kann man dummerweise keine Anlagestrategie aufbauen. Das Problem bei Ihrer Frage besteht deshalb darin, daß wir mit sehr geringen Eintrittswahrscheinlichkeiten arbeiten müssen – nur daß diese dann doch ab und zu eintreten, und zwar öfter als prognostiziert. 1987, am Dienstag nach dem ominösen Schwarzen Montag, war die Situation eines Systembruchs weit größer. Nur nicht einfrieren – es muß ständig neu bewertet werden, was da auch kommt.



Smart Investor: Sind Sie für die Zukunft nun positiv oder eher negativ eingestellt? Irgendwie haben Sie sich bisher um eine konkrete Aussage etwas gedrückt...

Lingohr: Seit Mitte März sind die Börsen doch schon sehr stark gelaufen, so daß wir mit einer Konsolidierung rechnen müssen. Es geht mir jetzt aber sehr viel besser als 1999 oder Anfang 2000, deshalb sage ich: ganz moderat positiv.

Smart Investor: Also sehen Sie die Finanzmärkte in den nächsten Jahren doch wieder steigen?

Lingohr: Ich sehe eine Tradingrange, vergleichbar mit der Zeit von 1974 bis 1982. Und ich bin sogar optimistisch, wenn ich das sage, denn die einfachste Möglichkeit, Überbewertungen, wie wir sie hatten, abzubauen, ist nun mal ein Crash. Und den hatten wir nicht. Schmerzfreier ist es aber, wenn die Märkte seitwärts gehen und Wasser treten, und danach sieht es im Moment wohl aus. Für gute Stockpicker ist das das Paradies.

Interview: Falko Bozicevic

Kolumne

Ist der Lachs der feinste Börsenfisch?

Von Roland Leuschel

Die Aktienwelt scheint wieder in Ordnung. Aktienemissionen und Kapitalerhöhungen finden wieder statt, und auch die Aktienfonds haben beim Anleger wieder Zulauf. Seit dem Märztief dieses Jahres hat der Dax um die Hälfte zulegen können, auch der Standard & Poor's hat rund 30 % gewonnen. Einige Börsenbriefe überschlagen sich in Optimismus und finden zurück in die Tonlage vor dem großen Aktiencrash im März 2000. Da alle wichtigen Aktienindices auf dieser Welt über ihren 200-Tagesdurchschnittslinien liegen, haben „diese Aufwärtstrends eine Breite, die es seit ewigen Zeiten nicht mehr gegeben hat ... Es bestehen gute Chancen, daß die aktuellen Kaufsignale den Grundstein für sehr langfristige Aufwärtstrends bedeuten.“

Da auch der inzwischen zum „Double Bubble Man“ (Zitat aus der Financial Times) avancierte US-Notenbankchef Alan Greenspan wieder Konjunkturoptimismus ausstrahlt und von realen Wachstumsraten der amerikanischen Wirtschaft von 2,5 bis 2,75 % in diesem Jahr ausgeht und im nächsten Wahljahr 2004 ein beschleunigtes Wachstum von 3,75 bis 4,75 % für möglich hält, wobei er als Notenbankchef die Fed-Zinsen solange wie nötig auf dem jetzigen niedrigen Niveau (1 %) zu halten verspricht, brauchen wir uns in Deutschland um die Konjunktur und die Unternehmensgewinne keine Sorgen zu machen, zumal der Dollar sich wieder kräftig erholt hat und damit eine Exportwirtschaft wie die deutsche voll und ganz von diesem Wachstum profitieren sollte. So betrachtet, ist der Optimismus des stark gebeutelten Anlegers verständlich, und so scheint er auch bereit, die nächste Korrektur an den Börsen als günstige Kaufgelegenheit zu nutzen. Alles also wieder in Butter?

Erlauben wir uns einen Blick in die Vergangenheit. Nach dem Börsencrash vom Oktober 1929 kam es zwischen April 1930 und Juli 1932 zu einer Periode, in der die Luft aus der Blase auf Raten



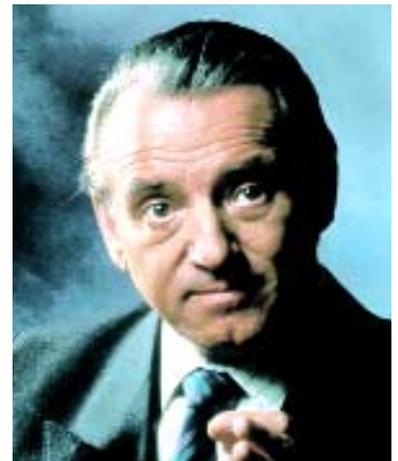
entweichen mußte, und gleichzeitig gab es in dieser Zeit sieben satte Erholungen. Diese sogenannten Rallies hatten eine Durchschnittsdauer von 40 Tagen und einen durchschnittlichen Anstieg von 24 %. Dies hinderte jedoch den Dow

Jones nicht daran, zwischen April 1930 und Juli 1932 insgesamt 86 % an Wert zu verlieren.

Als Greenspan Mitte Juli dieses Jahres seinen Optimismus vor dem Kongreß ausstrahlte, fügte er seltsamerweise hinzu, er könne die Zinsen weiterhin senken. „Nicht alle der ökonomischen Unsicherheiten sind überwunden.“ Er nahm sogar das Wort Deflation in den Mund, hielt sie für unwahrscheinlich, aber immerhin

erwähnenswert. Am Tag seiner Rede erhöhte das Weiße Haus das geschätzte Etatdefizit dieses Jahres auf rund 450 Mrd. US-\$, das wären 4,6 % des amerikanischen Bruttoinlandsproduktes (im vergangenen Jahr hatte das Defizit 157 Mrd. US-\$ betragen, und zwischen 1998 und 2001 hatten die USA sogar Haushaltsüberschüsse erwirtschaftet). Und so ist es nicht verwunderlich, daß die Renditen auf den Kapitalmärkten kräftig anzogen, doch genau da liegt die große Gefahr. Die Kreditaufnahme der amerikanischen Regierung droht die Kapitalmarktinzinsen in die Höhe zu treiben, und diese Tatsache könnte das angepeilte Wachstum gefährden. Immerhin ist die Arbeitslosenquote (6,4 %) so hoch wie seit neun Jahren nicht mehr, das Leistungsbilanzdefizit erreicht mit rund 5 % des BIP ebenfalls alle Rekorde, und die Sparquote nähert sich in Amerika der Nullgrenze. Und in diesem Zustand soll ein gesundes, kräftiges Wirtschaftswachstum möglich sein? Jedenfalls scheint es die Börse zu glauben, denn das KGV des US-Marktes hat wieder Höhen erreicht, die an die Zeit von vor dem Crash 2000 erinnern.

Ich jedoch traue dem Frieden nicht. Es handelt sich um die dritte Rallye nach dem Crash, und wer rechtzeitig eingestiegen ist, der sollte seine Gewinne glattstellen. Der nächste Crash kommt bestimmt, und dann wird es wieder viele Kaufgelegenheiten geben. Seien Sie darauf vorbereitet, und haben Sie den Mut, gegen den Strom zu schwimmen. Der Lachs ist der einzige Fisch, der das tut. Auch er weiß: Nur tote Fische haben kein Problem, mit dem Strom zu schwimmen.



Roland Leuschel

Buchbesprechung

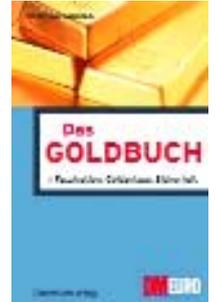
Das Goldbuch

Faszination, Geldanlage, Sicherheit

Der Finanzjournalist Manfred Gburek schreibt selbst, daß ein Trend in der Regel dann vorbei ist, wenn die breite Masse darauf aufmerksam wird, zum Beispiel durch das verstärkte Erscheinen von Büchern zu einem Thema. Vor diesem Hintergrund läßt sich die starke Prozyklik des vorliegenden Buches nicht ganz von der Hand weisen. Dennoch kommt es für interessierte Anleger gerade richtig: Die Schilderung der Mechanismen zwischen Angebot und Nachfrage, des historischen Hintergrunds und seiner Verknüpfung mit der Gegenwart sowie die Bereitstellung zahlreicher hilfreicher Tips kommen nicht zu kurz. Und natürlich dürfen auch die bekannten „Verschwörungstheorien“ nicht fehlen, werden von Gburek aber beständig auch als solche ausdrücklich gekennzeichnet. Zahlreiche Zitate von sogenannten Wirtschaftsexperten (inklusive der Politiker) erscheinen retrospektiv betrachtet als vorzügliche Kontraindikatoren, die den Kursanstieg des Goldes der letzten Jahre begleitet haben. Das historische Exposé fällt vielleicht etwas umfangreicher aus als erforderlich, aber weitestgehend informativ und aufschlußreich. Umgekehrt hätte man sich zu Minenaktien einen ausführlicheren Aufriß ge-

wünscht, in dem nicht nur die bekannten Werte aus der ersten Reihe Beachtung finden. Das „Goldbuch“ liest sich dank einer verständlich gehaltenen Ausdrucksweise schnell, flüssig und immer kurzweilig. Unter dem Strich – wie aber sicher nicht anders zu erwarten – fällt eine deutliche Lastigkeit zugunsten des gelben Edelmetalls auf, obwohl Gburek nicht ganz das Argument ausräumen kann, daß der Goldpreis auch auf mittlere Sicht von den genannten Adressen erfolgreich gedrückt werden könnte. Als Zeichen der Seriosität kann daher gewertet werden, daß der Autor auf jegliche Kursziele für das Edelmetall verzichtet. Daß Gburek bullish für den weiteren Kursverlauf ist, macht er im vorliegenden Buch schließlich ausreichend deutlich.

„Das Goldbuch“ von Manfred Gburek; 2003 FinanzBuch Verlag, 240 Seiten, 34,90 Euro



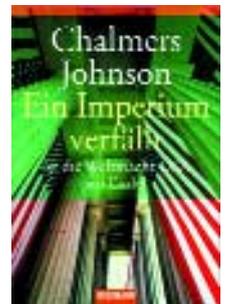
Ein Imperium verfällt

Ist die Weltmacht USA am Ende?

Der Politikwissenschaftler Chalmers Johnson, eloquenter Kritiker des imperialen Auftretens der USA, zeichnet ein in dieser Deutlichkeit selten gesehenes Bild von seinem Heimatland. Das zentrale Schlagwort der Studie lautet „Rückstoß“: Eben jener Rückstoß, den die Vereinigten Staaten als Folge ihrer seit dem Zweiten Weltkrieg an den Tag gelegten Außenpolitik ernten, und dies nicht erst seit dem 11. September, wie die breite Öffentlichkeit zu meinen scheint. Das Motiv für die Globalisierung enttarnt Johnson als simplen Versuch der Amerikaner, die gesamte Welt in ein Korsett ihres Kapitalismusmodells einzuzwängen. Dabei zeigt er immer wieder Parallelen zwischen dem zunächst funktionierenden sowjetischen Herrschaftsgebaren der ersten drei Nachkriegsjahrzehnte und dem späteren Zusammenbruch des Sowjetreichs auf. Der imperialen Überdehnung würden sich auch die USA nicht entziehen können. Dem Autor gebührt Anerkennung für die Ankündigung völlig unberechenbarer Gegenreaktionen auf den globalen US-Herrschaftsanspruch als einziger Weltpolizist sowie die getarnte Satellitenstaatenpolitik der USA, denn das vorliegende Taschenbuch wurde noch vor den Anschlägen des 11. Septem-

ber verfaßt. Das größtenteils als historisches Exposé gehaltene Werk bietet einen hervorragenden Einblick vor allem in die Geschichte Asiens seit dem Zweiten Weltkrieg – ein Gebiet, auf dem sich Johnson u.a. als Leiter des Japan Policy Research Institute exzellent auskennt. Okinawa und Südkorea erhalten von ihm den Status von US-abhängigen Satellitenstaaten. Sein Fazit: „Auch wenn die Amerikaner größtenteils kaum wissen, was in ihrem Namen alles getan wurde und wird, werden sie [...] als Einzelpersonen und als Nation einen hohen Preis bezahlen müssen“. Das Buch verbindet in kurzweiliger Weise geschichtliches Hintergrundwissen mit scharfsichtiger Systemkritik – eine absolute Pflichtlektüre für Leser ohne Denkscheuklappen.

„Ein Imperium verfällt“ von Chalmers Johnson; 2001 Goldmann Verlag, 320 Seiten, 10 Euro (Taschenbuchausgabe)



UNTERNEHMEN VON A-Z

AHOLD	851 287	41
AIXTRON	506 620	20
AMD	863 186	33
ANHEUSER BUSH	865 178	18
BAMPU	882 131	18
BARRICK	870 450	11
BEMA GOLD	878 626	12, 28
BERKSHIRE HATHAWAY	900 567	41
CHAROEN POKPHAND	885 591	33
CHINA VENTURE CAPITAL	-	18
DRÄGERWERK	555 063	13
DURBAN ROODEPOORT	865 260	12
ENRON	851 914	6, 30
FANNIE MAE	856 099	9
FREDDIE MAC	876 872	9
GLAMIS	865 279	12
GOOGLE	-	32
HANG SENG BANK	862 271	18
HARMONY	851 267	12
HUANENG POWER INT.	911 541	32
INTEL	855 681	33
MICRONAS	910 354	30
MERCHANTS HOLDING	-	18
NETEASE.COM	501 822	37
NEWMONT	853 823	12
ORACLE	871 460	41
PETRO CHINA	936 537	18
ROFIN-SINAR	902 757	34
SINA.COM	-	37
SINOPEC	887 167	19
SOHU.COM	502 687	37
TOM.COM	935 147	36
TSINGTAO BREWERY	887 044	18
WORLDCOM	881 477	7
YAHOO	900 103	32
ZARUMA RESOURCES	886 597	11

Vorschau

auf Smart Investor 9/2003

Manipulation an den Märkten:
Goldpreisbeeinflussung und
Plunge Protection Team (PPT)

Chinesischer Aktienmarkt:
Undurchsichtige Zockerbude oder
aussichtsreiche Investitionsmöglichkeit?

Prinzipien des Marktes:
Trend und Korrektur

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

1. Jahrgang 2003, Nr. 8 (August)

Verlag:

GoingPublic Media AG
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656,
eMail: info@goingpublic.de
Internet: www.goingpublic.de

Preise:

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

Abonnementverwaltung:

GoingPublic Media AG
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656
eMail:
abo@smartinvestor.de

Redaktion:

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

Bildredaktion:

Andreas Potthoff

Mitarbeit an dieser

Ausgabe:

Magdalena Brud, Rainer
Hahn, Manfred Hübner,
Tobias Kunkel, Roland
Leuschel, Kevin Sternkopf,
Sebastian Storfner, Steffen
Wollnik

Redaktionsanschrift:

sh. Verlag,
Fax: 08171-419641,
eMail:
redaktion@smartinvestor.de

Titel, Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist Preis-
liste Nr. 1 vom
1. April 2003

Anzeigenleitung:

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

Erscheinungs- termine 2003:

26.7. (8/03), 30.8. (9/03), 27.9.
(10/03), 25.10. (11/03), 22.11.
(12/03), 20.12. (1/04)

Charts

Die Charts wurden erstellt mit
TradeSignal von
www.technical-investor.de und
mit Tai-Pan von Lenz + Partner
AG

Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und
Tabellen liegen Quellen
zugrunde, welche die Redak-
tion für verlässlich hält. Eine
Garantie für die Richtigkeit
kann allerdings nicht übernom-
men werden. Bei unaufgefor-
dert eingesandten Beiträgen be-
hält sich die Redaktion Kürzungen
oder Nichtabdruck vor.

Nachdruck:

© 2003 GoingPublic Media AG,
Wolfratshausen. Alle Rechte,
insbesondere das der Überset-
zung in fremde Sprachen, vor-
behalten. Ohne schriftliche Ge-
nehmigung der GoingPublic
Media AG ist es nicht gestattet,
diese Zeitschrift oder Teile dar-
aus auf photomechanischem
Wege (Photokopie, Mikrokopie)
zu vervielfältigen. Unter dieses
Verbot fallen auch die Aufnah-
me in elektronische Datenban-
ken, Internet und die Vervielfäl-
tigung auf CD-ROM.

VKZ B 61978

Zitate

Über unterschiedliche Ansichten bezüglich der Aktienanalyse

„Die Fundamental-Analyse ist vergleichbar einer kaputten Uhr. Sie zeigt zweimal am Tag die richtige, aber ansonsten immer die falsche Uhrzeit an.“

unbekannt

„In einem Bärenmarkt will man sie nicht und in einem Bullenmarkt braucht man sie nicht.“

Wall Street-Veteran Gerald Loeb über die Analysten-Zunft

„Ich habe noch niemanden kennengelernt, der mit Technischer Analyse richtig reich geworden ist.“

Jim Rogers, US-Investorenlegende

„Ich bin ganz froh, daß so viele Leute so wenig von Technischer Analyse halten. So kann ich noch lange sehr viel Geld mit diesem Ansatz verdienen.“

Marty Schwartz, ehemals größter Händler am Chicago Board of Trade (CBoT)

„Wir können in Amerika derzeit nicht viele unterbewertete Aktien finden.“

Warren Buffett

„Wenn die Flut zurückgeht, sieht man, wer unter den Badenden nackt ist.“

Warren Buffett über die erhellenden Effekte einer Baisse

„Es existiert keine Beziehung zwischen dem KGV und Aktienkursen.“

US-Vermögensverwalter Ken Fisher im Interview gegenüber Smart Investor

„Man kann keine überdurchschnittlichen Renditen erreichen, wenn man nicht anders handelt als die Mehrheit.“

Sir John Templeton

Es ist so eine Crux mit der Bewertung von Börsen im Allgemeinen und Aktien im Speziellen. Die Lager der Chartisten einerseits und der Fundamentalisten andererseits stehen sich scheinbar unerbittlich gegenüber, so daß keine gemeinsame Schnittmenge auszumachen ist. Immer wieder mal lassen sich die erfolgreichsten Vertreter – meistens die Alpha-Männchen ihrer Gruppe – auch zu der einen oder anderen Spitze gegenüber dem Gegenlager hinreißen. Auf Retourkutschen muß dann meist nicht lange gewartet werden.

Braucht man die Zunft der Analysten, gleich welcher Couleur, überhaupt? Wenn es an den Börsen über längere Zeit stark nach unten geht, so daß die Anleger am liebsten nur noch wegschauen möchten, interessiert sich niemand mehr für „Strong Buy“, eine Erdestufung vom Bankhaus XY oder den erfolgten Ausbruch aus einer Flaggenkorrektur. Im Bullenmarkt 1997 bis 2000 wiederum war es de facto gleichgültig, welchen „Fehler“ man als Anleger gerade übte, da letztlich doch praktisch jede Aktie in der allgemeinen Aufbruchstimmung wieder nach oben gezogen wurde. Der größte Fehler wäre gewesen, nicht mit von der Partie zu sein oder zu früh auf die Mahner zu hören.

Einer dieser damaligen Mahner, der sich im Übrigen von Modetrends überhaupt nicht beeindruckt ließ und läßt, ist Investment-Urgestein Warren Buffett, Gründer und Manager von Berkshire Hathaway. Charttechnik ist seine Sache sicher nicht, denn ihn interessiert nur der Buchwert eines Unternehmens. Von daher überrascht auch seine gegenwärtige Haltung zum Bewertungsstand des US-Marktes nicht. Auch Jim Rogers, eine andere Vermögensanlage-Größe desselben Schlages, scheint mit technischer Analyse nichts anfangen zu können. Beiden muß man zugute halten, daß sie ausschließlich auf langfristige Buy-and-hold-Strategien setzen, während ein Trader von fundamentalen Daten nur abgelenkt würde, so wie „Market Wizard“ Marty Schwartz zum Beispiel.

Da weder der eine noch der andere Ansatz in der Vergangenheit für alle Zeitskalen einen Erfolg zeitigte und mal die einen, dann wieder die anderen enttäuscht zurückließ, mußte die lateinische Weisheit „Tertium non datur“ (etwas Drittes gibt es nicht) auf Börsenbedürfnisse umgeschrieben werden. So existiert inzwischen auch noch mindestens eine dritte Fraktion, die eine weitere Fahrspur eröffnet hat: Sentimenttechniker, so etwa US-Vermögensverwalter Ken Fisher (sh. Smart Investor 06/2003). Er hält sowohl die fundamentale wie auch die charttechnische Herangehensweise an die Märkte für nicht aussichtsreich, sondern stützt sich auf die Contrary Opinion-Theorie.

Letztlich wird jedes System von zutreffenden Prognosen und harten Rückschlägen begleitet. Wie beim Boxen mit seinen drei Weltverbänden muß sich auch die Börse damit abfinden, daß man ihr mit mehreren von Grund auf verschiedenen und sich widersprechenden finanztheoretischen, empirischen oder heuristischen Analysemethoden beizukommen versucht.