

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

A photograph of two men in business suits playing chess. The man on the left is a Black man with glasses, looking down at the board. The man on the right is a white man with glasses, looking at the board with his hand on his chin in a thoughtful pose. The chessboard is in the foreground, and the background is a warm, orange-brown gradient.

Börsenstrategien

IMMOBILIENAKTIEN:
Ein Sektor profitiert von
der „Generalmobilmachung“

GESELLSCHAFT & BÖRSE:
Sozio-kulturelle Trends und
ihre Bedeutung für die Börse

BULLENMARKT:
Über Dauer und Ausmaß
der Aktienhaussa

EDITORIAL

Gute Strategien sind gefragt

Überall dort, wo Menschen gegeneinander antreten – sei es beim Kampf, beim Sport, beim Schachspiel oder in der Politik – werden Strategien ausgetüftelt und angewandt. Bei einer Strategie handelt es sich also um ein zielgerichtetes Vorgehen, wobei der Weg zum Ziel aufgrund der Aktionen der anderen „Mitspieler“ im Vorhinein noch nicht fixiert werden kann. Wenn man es so betrachtet, ist die Börse das ideale Anwendungsgebiet für Strategien. Schließlich setzt man sich als Investor ein Ziel, jedoch wird der Weg dahin laufend von anderen Marktteilnehmern gekreuzt, deren Zielerreichung mit der unsrigen kollidiert. Mit diesen immer wieder anders gearteten Unwägbarkeiten umzugehen, so daß man am Ende am Ziel angelangt, das nennt man eine Börsenstrategie.

DIE Investmentstrategie gibt es nicht. Es existieren unzählige Arten, an der Börse Geld zu verdienen und auch zu verlieren. Wie gut eine Methode funktioniert, hängt neben ihrer Güte von vielerlei anderen Einflußgrößen ab, z.B. vom gewählten Markt, vom Zeitraum und schließlich und vor allem von der handelnden Person. In unserer diesmaligen Titelgeschichte präsentieren wir Ihnen einige Beiträge zum Thema „Strategie“, welche die verschiedenen Facetten dieses Themenkomplexes beleuchten. So stellen wir Ihnen den Pfarer Uwe Lang vor, der schon seit den 70er Jahren einfache und damit leicht nachvollziehbare Systeme für Otto Normalinvestor entwickelt. Weiterhin finden Sie einen Beitrag zum „Aktienbarometer“, eine Methode zur Bestimmung der optimalen Investitionsquote sowie einen Testbericht zu unterschiedlichen Handelsstrategien.

Apropos Testbericht. Kanzler Schröders vehementer Drang zu Bundestagsneuwahlen muß aus seiner Sicht als miserable Strategie bezeichnet werden. Selbst bei einem Sieg von Rot-Grün im September würde sich an der augenblicklich verfahrenen Situation – gemeint ist die Blockadesituation zwischen Bundesrat und Bundestag – nichts ändern. Es konnte seinerzeit also aus rot-



Ralf Flierl,
Chefredakteur

grüner Sicht von vorne herein nur schlechter kommen. Daß sich nun auf der ganz linken Seite auch noch ein mächtiger Konkurrent auftut, macht den baldigen Regierungswechsel nur um so sicherer. Ganz unter uns gesagt: Meiner Meinung nach hat Schröder „hingeschmissen“, weil er die ewigen Grabenkämpfe in seiner eigenen Partei satt hatte und Deutschland nicht noch weitere 1,5 Jahre darunter leiden lassen wollte. Wenn das tatsächlich seine Strategie gewesen sein sollte, dann: Chapeau, Herr Kanzler! Sie dürfte nämlich aufgehen, und das rechne ich ihm hoch an. Denn der Regierungswechsel wird positive Folgen für die Wirtschaft und die Börse haben. Mehr dazu auf Seite 31 ff.

Viele neue Erkenntnisse wünscht Ihnen

Hinweis:
Die Rubriken „Kolumne“ und „Relative Stärke“ entfallen ab dieser Ausgabe. Die Relative-Stärke-Tabelle finden Sie nun in der Rubrik „Das große Bild“.

RENDITE & MEHR

MIC Rohstoffe Plus Depot

Profitieren Sie von den positiven Entwicklungen des Rohstoffsektors und investieren Sie jetzt in das MIC Rohstoffe Plus Depot. Ab einer Anlagesumme von 2.500 Euro können Sie am Aufwärtstrend partizipieren.



Mit ihren flexiblen Anlagestrategien erschließen die MIC-Gemeinschaftsdepots die Chancen der internationalen Kapitalpapiermärkte.

- MIC Aktien Plus Depot
- MIC Anleihen Plus Depot
- MIC Rohstoffe Plus Depot

Ihre Vorteile im MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC)

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Kein Ausgabeaufschlag
- Kostenfreier MIC-Depotwechsel
- Niedrige Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept

Fordern Sie unsere Infobroschüre an oder besuchen Sie als Gast eine unserer Veranstaltungen.

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB
Herterichstraße 101
81477 München

Telefon 0 89 - 79 08 63-50
E-Mail info@mic-online.de
Internet www.mic-online.de





*Titelstory:
Strategisches Vorgehen an der Börse*

Obwohl die Börse von unzähligen Einflußfaktoren abhängig ist, lassen sich anhand einfacher und vor allem leicht nachvollziehbarer Strategien langfristig Überrenditen erwirtschaften. Wie dies genau funktioniert, lesen Sie in unserer Titelstory ab Seite 12.



*Medienaktien:
Wie im Rausch nach oben*

Die Medienbranche ist in den vergangenen Jahren durch eine ihrer tiefsten Krisen gegangen. Jenen Unternehmen aber, denen eine erfolgreiche Restrukturierung gelang, ist mittlerweile wieder viel zuzutrauen. Welche dies sind, erfahren Sie ab Seite 9.



*Interview:
Aktienstrategie Uwe Wagner*

Aktienstrategie Uwe Wagner erläutert im Interview, weshalb effiziente Märkte kein Widerspruch zur charttechnischen Analyse sein müssen bzw. warum gerade systematische Tradingansätze die Märkte sogar erst effizient machen. Zu konfus? – dann lesen Sie Seite 49/50.

Märkte

- 6** Die Mobilisierung der deutschen Immobilien: Investoren entdecken den deutschen Markt – endlich
- 9** Baisse aus, Sport an! – Medientitel zurück im Rampenlicht

Hintergrund

- 12** **Titelstory:**
Der Weise von Dinkelscherben: Uwe Lang
- 15** **Titelstory:**
„Wir wollen ja nicht nur für ein paar Monate anlegen“; Interview mit Uwe Lang, vielfacher Buchautor und Herausgeber des Börsenbriefs „Börsensignale“
- 17** **Titelstory:**
Gewinnern auf der Spur – Über die empirische Ermittlung der besten Anlagestrategien
- 20** **Titelstory:**
Auf der Suche nach dem Heiligen Gral – Das „Aktienbarometer“; von Heiko Aschoff
- 23** Gesellschaft und Börse – Wie sozio-kulturelle Trendphänomene wirtschaftliche Entwicklungen begleiten und beeinflussen

- 28** Nachhaltiges Investieren/Derivate: CO₂-Emissionszertifikate – Ökonomie meets Ökologie
- 30** **Prinzipien des Marktes:**
„Der Markt macht die Nachrichten“

Research – Märkte

- 31** **Das große Bild:**
Die Treibsätze für den Bullenmarkt
- 35** **Sentimenttechnik:**
Der Titelblatt-Indikator
- 36** **Commitment of Traders (CoT):**
US-Anleihen – Korrekturphase statt Trendumkehr
- 37** **Edelmetalle:**
Unentschlossenheit bei Gold

Research – Aktien

- 38** **Buy or Good Bye:**
Kontron und Gilead Sciences
- 39** **MoneyTalk:**
Dr. Benedikt Ortmann, S.A.G. Solarstrom
- 40** **Aktie im Blickpunkt:**
CeWe Color AG – Bitte lächeln
- 42** **Gastanalyse:**
Balda; von Burkhard Weiss, HSBC Trinkaus & Burkhardt

- 44** **Emerging Markets-Aktie:**
Orascom Telecom – Pharaos Erben telefonieren mobil
- 45** **Turnaround:**
TA Triumph Adler – TA wie Turn Around
- 46** **Musterdepot:**
Aufholjagd setzt sich fort

Potpourri

- 49** **Interview mit einem Investor:**
„Selbst in sich völlig schlüssige Handelsansätze scheitern manchmal“; Uwe Wagner, Aktienstrategie und Fondsmanager
- 51** **Leserbriefe:**
Kritik zuhauf
- 52** **Buchbesprechung:**
„Die besten Anlagestrategien der Welt“, von Volker Gelfarth
- 50** **Zu guter Letzt:**
Von Bären, Mäusen und anderen (Wahlkampf-)Strategen...

- 53** **Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 12/2005**



Riverside House, London; Quelle: IVG Immobilien AG

Die Mobilisierung der deutschen Immobilien

Investoren entdecken den deutschen Markt – endlich

Wenn sich Regierungs- wie auch Oppositionsparteien in Deutschland ausnahmsweise mal einig sind, sollte eigentlich etwas Wichtiges zustande kommen. Ausgerechnet das von den Finanzmärkten begrüßte Vorziehen der Bundestagswahlen könnte der Einführung von steuerbegünstigten Immobilienaktiengesellschaften (Real Estate Investment Trusts, kurz: REITs) mal wieder einen – zeitlichen – Strich durch die Rechnung machen. Und so ist die Gesetzesvorlage dort anzutreffen, wo so vieles hier in Deutschland oftmals sogar endet: in der Schwebe.

Gut gemeint, aber...

Das Datum für die Einführung der REITs verschiebt sich inzwischen realistischerweise auf Mitte 2006. Vor der Sommerpause und unter der „alten“ Regierung geschieht nichts mehr. Dabei war Anfang dieses Jahres noch Durchatmen angesagt, als sich Regierung und Opposition auf einen entsprechenden Gesetzesentwurf verständigen konnten, der den Finanzplatz Deutschland stärken und ausländisches Kapital anziehen könnte. REITs sind von der Gewerbe- und Körperschaftsteuer befreit, müssen aber im Gegenzug mindestens 90 % ihrer Gewinne als Dividende ausschütten. Problematisch sind jedoch die noch offenen Steuerschlupflöcher – mal wieder. Diese ergeben sich u.a. daraus, daß ausländische Gesellschaften auf die Dividende einer deutschen AG eine Quellensteuer von ca. 20 % zahlen, diese mit Hilfe der REIT-Regelung aber auf Null gedrückt werden

könnte. Schon versucht man, mittels sogenanntem „Trennmödel“ bzw. „Dividenden-Umwidmungsvorschlag“ die sich auftuenden Schlupflöcher zu kitten.

Vorteil schon verschlafen?

Dabei täte ein gestraffter Zeitplan Not. Speziell da der Finanzplatz Deutschland seit jeher mit London konkurriert, nun auch bei der Einführung der REITs. Welchen Effekt dies haben könnte, zeigt das Beispiel Frankreich. Als dort im vorletzten Jahr REIT-Strukturen zugelassen wurden, existierten gerade einmal fünf Immobilienunternehmen nennenswerter Größe und Liquidität. Drei dieser fünf avancierten umgehend zu Übernahmeob-

VARIANTEN EINES IMMOBILIENINVESTMENTS

Es gibt viele Möglichkeiten, sich auf dem Immobiliensektor zu engagieren. Neben einem Direktinvestment in Baueigentum erfreuten sich geschlossene, vor allem aber offene Immobilienfonds lange Zeit großer Beliebtheit. Als dritte Säule kamen nach und nach börsennotierte Immobilienaktien hinzu, deren größter Vorteil die jederzeit vorhandene Handelbarkeit darstellt. Säule vier sollen nun die REITs werden, mit denen Deutschland dann international gleichziehen würde mit Ländern, die diese Innovation schon vor vielen Jahren einführten (z.B. Frankreich, USA).

AUSWAHL DEUTSCHER IMMOBILIENAKTIEN

UNTERNEHMEN	GESCHÄFTSMODELL	KURS AKT.	MARKTKAP. (MIO.)	PERFORMANCE*	VOTUM SB**	KURS / NAV***
IVG IMMOBILIEN	GEWERBEIMMOBILIEN	16,35	1.896,6	+66,0 %	NEUTRAL	1,0
DEUTSCHE WOHNEN	WOHNUNGSPRIVATISIERUNG	193,00	772,0	+51,7 %	KAUF	1,0
DEUTSCHE EUROSHOP	SHOPPING-CENTER	48,70	759,7	+39,6 %	KAUF	1,1
VIVACON	WOHNANLAGEN IM ERBBAURECHT	14,80	257,5	+178,2 %	KAUF	N.A.
DT. BV IMMOB.HOLDG.	GEMISCHTE IMMOBILIEN	8,45	80,3	+9,5 %	NEUTRAL	N.A.
TAG TEGERNSEE	IMMOBILIENVERWALTUNG	7,20	44,9	+9,4 %	KAUF	0,5

*) seit Erscheinen der Sonderbeilage 11/2004

**) SB: Sonderbeilage

***) Bei Nicht-Bestandshaltern kein NAV ausgewiesen bzw. ermittelbar
Alle Angaben in Euro

jekten mit konkreten Angeboten. Unibail, bislang noch ohne Übernahmeofferte geblieben, ist heute eines der teuersten Immobilienunternehmen im gesamten europäischen Sektor (auf Basis des Kurses im Verhältnis zum Net Asset Value oder Nettosubstanzwert, kurz: NAV). Zusätzlich traten zahlreiche kleinere Immobiliengesellschaften auf den Plan. Länder wie Australien, Italien und natürlich erst recht die USA verfügen schon über langjährige Erfahrungen mit Trusts. Speziell US-Investoren sehen sich inzwischen auf dem moderat bewerteten deutschen Immobilienmarkt um, da in Spanien, Großbritannien, Frankreich und natürlich den USA selbst sicherlich keine Schnäppchen mehr zu machen sind. Die Kaufpreise je übernommener Einheit steigen bereits.

Riesiges Potential

Wo genau läge nun aber der Vorteil von REITs? Da ist zum einen der Umstand, daß bei einem Verkauf von realisierten stillen Reserven bislang die volle Besteuerung fällig wird, so auch bei einer Ausgliederung des Immobilienbesitzes aus den Bilanzen. Potential wäre vorhanden: Während in den USA nur ein Viertel der Unternehmen ihre Immobilien selbst besitzt, sind es hierzulande fast drei Viertel – und dies bindet erhebliches Kapital, das im Kerngeschäft besser aufgehoben wäre. So schätzt M.M. Warburg Investment Research in einer neuen Studie, daß die 65 größten börsennotierten deutschen Unternehmen über mindestens 80 Mrd. Euro stille Reserven im Immobilienvermögen verfügen. Auch die Öffentliche Hand besitzt große Bestände, die effizienter eingesetzt werden könnten. Die Summen, um die es geht, sind erheblich: 50 bis 130 Mrd. Euro an Immobilienvermögen könnten bis 2010 hierzulande in REITs eingebracht werden.

Einige Punkte sind wurd

Einige Fragen bleiben indes offen. Woher, wenn nicht aus den bisher schon gemanagten Immobilienfonds – mit ihren fraglichen Erfolgen –, sollen eigentlich die REIT-Profis stammen? Ferner könnten REITs zur Entsorgungsstelle für Immobilienfonds-Reste mutieren, womit niemandem geholfen wäre. Und natürlich nicht zuletzt: die deutsche Reglementierungswut. Ausländische Investoren müssen sich mit einer „Big Brother“-BaFin-Aufsicht erst noch anfreunden, auch der Ausschüttungszwang von mindestens 90 % ist eigentlich überflüssig. Der Immobilienspezialist und Bayreuther Professor Karl-Georg Loritz wies in einem Platow-Interview daher zu Recht darauf hin, daß einzig steuerfrei bleibende Veräußerungsgewinne bzw. Wertsteigerungen eine echte Innovation für den Finanzplatz Deutschland bedeuten würden. Bis das aber schlußendlich in die Tat

umgesetzt sein wird, dürfte noch viel Wasser die Spree heruntergeflossen sein und sich bereits verteilte Vorschußlorbeeren – u. a. in Form teils kräftiger Kursgewinne bei den deutschen Immobiliengesellschaften – hoffentlich nicht als Dörrobst herausstellen. Den Wettlauf gegen London hat Frankfurt jedenfalls einmal mehr schon wieder verschlafen.

Rückblick auf Titel der Sonderbeilage Immobilienaktien

Im Zuge einer Art Update möchten wir an dieser Stelle auf die Entwicklung einiger in unserer Sonderbeilage Immobilienaktien (siehe Smart Investor 11/2004*) besprochenen Titel eingehen. Bei AGIV zeichnete sich bereits damals ab, daß das Geschäft nicht fortgeführt würde, während POLIS weiterhin noch nicht börsennotiert ist. Bleiben also sechs damals besprochene Unternehmen (siehe Tabelle). Wie sich zeigt, hätte sich vor allem ein Engagement in die großen, „investierbaren“ deutschen Immobiliengesellschaften sowie in Vivacon gelohnt. Unser Researchpartner Independent Research lag mit den ausgesprochenen Kaufempfehlungen also beachtlich gut. Das Plus von über 60 % bei IVG Immobilien erklärt sich unserer Meinung nach vor allem aus dem Umstand der bereits angedeuteten „Investierbarkeit“: Große Fondsadressen brauchen liquide Titel: je größer, desto besser. Und davon gibt es in Deutschland nicht wirklich viele.



Deutsche EuroShop: Rendite nachgefragt

Mit der Aufnahme der Deutschen EuroShop in den MDax ist erst seit letztem Jahr ein zweites Immobilienunternehmen (neben IVG) im zweitwichtigsten deutschen Index enthalten, was der öffentlichen Aufmerksamkeit stark zugute kam und sich entsprechend im Kurs niederschlug. Prompt erreichte die Bewertung des Hamburger Shopping-Center-Betreibers erstmals

*) Neue Smart Investor-Abonnenten können die Sonderbeilage Immobilienaktien kostenlos beim Verlag anfordern.

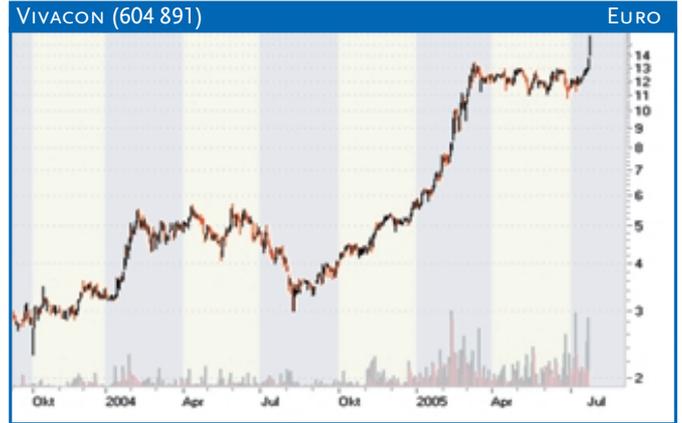
überhaupt den Nettosubstanzwert und überschritt diesen sogar, während er zuvor seit der Erstnotiz – also über drei Jahre lang – nicht annähernd hatte touchiert werden können. Eines der Hauptziele des Unternehmens ist es, aus Mieten bzw. Verkäufen einen ausschüttungsfähigen Cash Flow von mindestens rund 30 Mio. Euro p.a. zu erreichen, um eine Dividende von derzeit 1,92 Euro je Anteil zu gewährleisten. Diese erfolgt für den Anleger aufgrund der Konstruktion des Geschäftsmodells steuerfrei. Ein Umfeld fallender Anleihezinsen hat in den letzten Monaten ebenfalls ganz erheblich dazu beigetragen, daß der Kurs der Deutschen EuroShop weit über das seinerzeit formulierte Kursziel von 37,31 Euro hinausschoß. Die Renditedifferenz wurde schlichtweg zu groß (ca. 5 % Dividendenrendite gegenüber ca. 3 % von Bundesanleihen). Auf dem aktuellen Kursniveau von über 45 Euro ist die Dividendenrendite auf 4,2 % zusammengeschnitten, dies aber eben steuerfrei. Und die Aussicht auf eine Anhebung für 2005 liegt nicht ganz aus der Welt.

IVG Immobilien: Branchenprimus

Mit betreuten rund 16 Mrd. Euro in den Geschäftsfeldern Portfoliomanagement, Projektentwicklung und Fonds gehört IVG zu den größten börsennotierten Immobiliengesellschaften Europas. Im Focus stehen Büro- und Logistikimmobilien sowie Businessparks in bedeutenden europäischen Metropolen und Wachstumszentren. Bei der Besprechung in unserer Immobilienbeilage notierte IVG fast 50 % unterhalb seines NAV, inzwischen hat der Kurs diese Bewertungslücke geschlossen (siehe Tabelle: Kurs/NAV = 0,9). Die Aktie wäre demnach fair bewertet. Die letzten Geschäftszahlen (für Q1/2005) waren gewohnt solide: Das Ergebnis vor Ertragsteuern legte im Jahresvergleich um 26 % auf 3,9 Mio. Euro zu, der Nachsteuergewinn um etwa 17 %. Das Gesamtjahr soll nach Angaben von Vorstandschef Dr. Eckard John von Freyend von der fortschreitenden Erholung der europäischen Aktienmärkte, dem Verkaufsprogramm von IVG (Ausnutzung von Marktzyklen) und nicht zuletzt durch das wachsende Fondsgeschäft gekennzeichnet sein. Als latenter Störfaktor für den Kurs war bislang einzig die Aktionärsstruktur zu nennen, in der sich einige Großaktionäre mit möglichen Verkaufsambitionen befanden, so etwa DZ und auch WGZ Bank. Allerdings: Die in den letzten Monaten erfolgten Paketverkäufe



schiene dem Kurs nicht wirklich etwas anhaben zu können. Bei inzwischen fast 60 % Streubesitz ist der allergrößte Teil der Bereinigung inzwischen über die Bühne.



Vivacon: starker Wachstumspfad

Mit einem Plus von über 100 % seit Jahresbeginn schob sich Vivacon nicht nur zwischenzeitlich an die Spitze des SDax, sondern auch an die der in der Immobilien-Sonderbeilage besprochenen Titel. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ist der Erwerb, die Sanierung und schließlich Veräußerung von großen und oftmals denkmalgeschützten Wohnanlagen. Diese werden vorzugsweise im sogenannten Erbbaurecht verkauft, d.h. die Grundstücke verbleiben bei Vivacon, während die Käufer sie quasi pachten, in der Regel für 99 Jahre. Zwei Faktoren hielten den Kurs seit März wie unter einem Deckel: Zum einen plazierte Konzernchef Marc Leffin 1,25 Mio. Aktien und damit fast die Hälfte seines Aktienbesitzes bei institutionellen Investoren, was man je nachdem positiv oder negativ bewerten könnte. Zum anderen führte Vivacon im Juni eine umfangreiche Kapitalerhöhung im Verhältnis 5,2 zu 1 durch. Zu den positiven News der letzten Wochen gehörte demgegenüber, daß Vivacon vier Gebäude mit 306 Wohnungen auf einem über 10.000 qm großen Areal in Köln-Junkersdorf akquirieren konnte, in einer der Bestlagen der Stadt also. Entsprechend hoch ist das Mietniveau, das Schätzungen zufolge bei beachtlichen 10 Euro/qm liegen dürfte. Verkaufserlöse bis zu 20 Mio. Euro könnte Vivacon zu einem späteren Zeitpunkt daraus realisieren. Der im ersten Quartal ausgewiesene Auftragsbestand von 32,3 Mio. Euro (+17 % gegenüber Q1/2004) untermauert die Vorstandsprognosen, wonach man Umsatz und Ertrag im Gesamtjahr 2005 deutlich steigern wolle. Und solange Vivacon derart stark wachse, sei auch zunächst noch keine Dividende vorgesehen, so Investor Relations-Manager Lars Schriewer gegenüber Smart Investor. Eine Avance in Richtung MDax halte man in den nächsten 24 Monaten für durchaus realistisch.

Fazit

Am deutschen Immobilienmarkt tut sich was. Angelsächsische Investoren sind seit einiger Zeit mangels Alternativen in eigenen Ländern auf der verstärkten Suche nach langfristigen Wertsteigerungen, die sie in Deutschland zu finden hoffen. Wenn sich die REIT-Konstruktion jedoch sehr stark verzögert, könnte schnell auch wieder Unlust aufkommen, nicht zum ersten Mal. Die deutschen Immobilienaktien erscheinen aus Privatanlegersicht vor diesem Hintergrund zwar nicht krisensicher, so doch aber als eine mehr als vollwertige Initiative zu Immobilienfonds.

Falko Bozicevic

Baisse aus,

Medientitel zurück im Rampenlicht



Spot an!

Mit Aktien von Medienunternehmen wollten Anleger lange Zeit nichts zu tun haben. Zu schlecht gestaltete sich das Umfeld für die gesamte Branche. Inzwischen mehren sich aber die Anzeigen, als sei das lange Tal der Tränen, zumindest partiell, durchschritten worden.

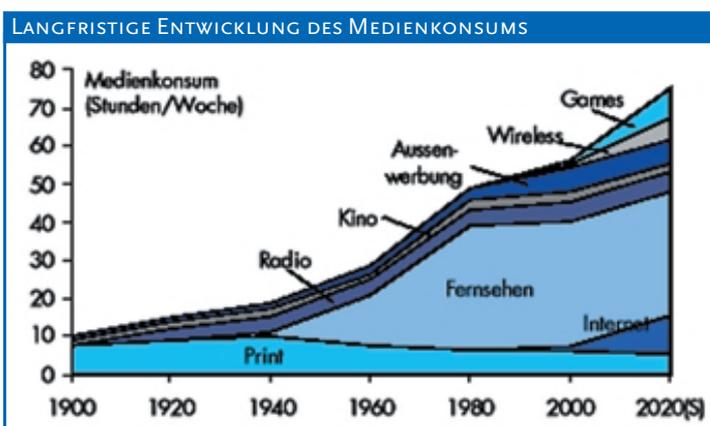
Raus aus dem Blitzlicht, rein in die Tristesse

Bis kurz nach der Jahrtausendwende war die Medienwelt in Ordnung. Noch im Jahr 2001 hatten fabelhafte Wachstumsraten, immense Einnahmen aus Börsengängen und schier ungebremste Euphorie das Bild geprägt. Hinzu kam das Internet, das vielen Unternehmen, vor allem aber deren „visionären“ Chefs, wie das Manna vom Himmel vorgekommen sein muß. Praktisch über Nacht aber geriet diese heile Welt aus den Fugen. Die konjunkturelle Eintrübung zu Beginn des neuen Jahrtausends und die daraus resultierende Eindampfung der Marketingetats versetzten den von Werbegeldern abhängigen Verlagen und Fernsehsendern einen echten Nackenschlag. Die nach ihren erfolgreichen Börsengängen im Geld schwimmenden deutschen Filmrechtehändler konnten ihre völlig überteuert in Hollywood eingekauften Filmpakete nicht mehr an den Mann bringen. Und wenn doch, dann zu deutlich niedrigeren Preisen als angenommen. Schließlich brach das Kirch-Imperium zusammen, das praktisch eine völlige Neuordnung des deutschen Medienmarktes notwendig machte.

Verzettelt und zerborsten

Zahlreiche Unternehmen des Segments hatten sich regelrecht verzettelt. Kostenstrukturen wurden aufgebläht, die Konzentration auf das Wesentliche aufgegeben und die eigentliche, inhaltliche Stärke der Gesellschaften durch Geld verbrennende Aktivitäten überlagert. EM.TV zum Beispiel kaufte sich in die Formel eins ein und wollte durch diesen Schritt zu einer Art deutschem Walt Disney mutieren. Leider ging der Schuß nach hinten los, und die Haffas führten den Konzern in ihrem Größenwahn nahe an die Pleite. Der Ausweg aus dieser tiefen Krise konnte nichts anderes sein als die Rückbesinnung auf die Ursprünge und das Kochen auf erheblich kleinerer Flamme. Inzwischen hat sich die Lage dementsprechend leicht aufgehellt. Bessert sich nun noch die Stimmung, wäre eigentlich das Fundament für eine zweite Aufwärtswelle der Aktienkurse bereitet. Vielleicht tragen Veranstaltungen wie die Medienkonferenz der Münchner Baader Wertpapierhandelsbank oder jene der in Frankfurt ansässigen Seydler AG genau zu diesem Stimmungsumschwung bei. Den optimistischeren Verlautbarungen der auf der Veranstaltung anwesenden Unternehmen zufolge wäre es

hierfür zumindest Zeit. Smart Investor seinerseits hatte bereits vor gut einem Jahr in seiner Sonderbeilage „Medienaktien nach dem Shake-Out“ auf die zahlreichen Investmentchancen im Mediensektor hingewiesen.



Anhand der Abbildung wird deutlich, wie der Medienkonsum vor allem durch immer neue mediale Formate im Volumen zugenommen hat und künftig weiter zunehmen wird.

Quelle: Carat International

Denn eines ist sicher: der wachsende Medienkonsum

Langfristig legt der Medienkonsum sukzessive zu. Gab ein Konsument vor 100 Jahren nur knapp 1 % seines Einkommens für Mediendienste aus, sind es heute bereits 5 % mit steigender Tendenz. Daneben eröffnet das Internet immer neue Möglichkeiten. In Europa, vor allem aber in Deutschland sind die Entertainment-Märkte insgesamt noch ausbaufähig, allerdings nicht nur die rein operative Seite betreffend. Lernen könnte die Branche hierzulande von den sich auch im Medienbereich tummelnden „Heuschrecken“. So kaufte der amerikanische Medienmogul Haim Saban, als man hierzulande Heuschrecken noch eindeutig als Insekten identifizierte, 88 % der stimmberechtigten Stammaktien des Fernsehsenders ProSieben. Heute hat er seinen Einsatz verdoppelt. Natürlich könnte man fragen, warum die deutschen Bertelsmänner und Springers nicht zugegriffen haben, als die ProSieben-Aktie in der Nähe ihrer Allzeittiefs notierte. Offenbar fehlte ihnen der Mut. Soviel zum Thema Heuschrecken.

Und sie rühren sich doch

Jetzt aber, gut zwei Jahre nach dem Shake-out, gibt es Spekulationen darüber, ob nicht Springer die Mehrheit an ProSieben von Saban erwerben möchte. Dieser hatte sich verkaufswillig gezeigt und prompt Spekulationen über die künftige Beteili-

AUSGESUCHTE MEDIENUNTERNEHMEN IM ZAHLEN-CHECK

UNTERNEHMEN	ADVANCED MEDIEN	E-M-S NEW MEDIA	EM.TV	HIGHLIGHT COMMUNICATIONS***	JACK WHITE
SEGMENT	INFLIGHT ENTERTAINMENT	DVD-DISTRIBUTION	SPORT, UNTERHALTUNG	FILM, SPORT, EVENTS	MUSIK
WKN	126 218	521 280	914 720	920 299	508 750
KURS 21.07.05	2,20	1,59	5,74	5,25	9,98
KURS 17.06.04	1,52	1,90	2,38	3,88	4,11
VERÄNDERUNG**	+44,7 %	-16,3 %	+141,2 %	+35,3 %	+142,8 %
MCAP*	20,5	39,1	293,8	248,3	69,9
UMSATZ 04*	14,9	18,3	206,6	323,9	27,9
UMSATZ 05E*	32,0	21,0	219,5	265,6	30,0
KUV 05E	0,64	1,86	1,34	0,93	2,33
KGV 05E	7,3	10,6	58,3	19,4	16,9
PRO	STARK UNTERBWERETET	DVD=WACHSTUM	RESTRUKTURIERUNGSERFOLG	BREIT AUFGESTELLT	REGGAETON-WELLE
CONTRA	HISTORIE BELASTET	NICHT BILLIG	HISTORIE BELASTET	UMSATZVISIBILITÄT	UMSATZBEWERTUNG

*) in Mio.; alle Angaben in Euro

**) Aktienkursveränderung seit Veröffentlichung der Sonderbeilage „Medienaktien nach dem Shake-Out“

***) Umsatzrückgang resultiert aus Mangel an Blockbustern wie etwa „Der Untergang“

gungskonstellation beim Münchner Fernsehkonzern ausgelöst. Geschehen würde dies in einem für die Fernsehstationen schwierigen Umfeld. So geht ProSieben in diesem Jahr von einem weiteren Rückgang der Werbeeinnahmen von etwa 2 % aus. RTL, deutschlandweiter Branchenprimus, rechnet gar mit 5 %. Auffangen will ProSieben dies verstärkt mit Eigenproduktionen, die vor allem die teuer eingekauften US-Spielfilme ersetzen sollen. Auch der Ausbau von Interaktionskanälen wie zum Beispiel das boomende Home Shopping soll weiter forciert werden. Dem Kalkül des Senders nach ließen sich dann die Marktanteile, wie im ersten Halbjahr 2005 geschehen, weiter ausbauen oder zumindest konservieren. Den ProSieben-Anteilsscheinen haben die Gerüchte über eine Umschichtung der Mehrheiten sichtlich gut getan, schickt sich das Papier doch mittlerweile an, die jetzt schon 18 Monate dauernde Konsolidierung zu beenden und nach oben zu drehen.

gibt es in Deutschland via GEZ bereits ein Quasi-Bezahlfernsehen. Darüber hinaus ist die Zahl der für den Konsumenten frei empfangbaren Sender im Vergleich zum Ausland wesentlich höher. Dennoch hat Premiere einige Trümpfe im Ärmel, wie zum Beispiel das exklusive Rechteportfolio mit Bundesliga, Formel 1 sowie der Fußball-WM im eigenen Land im nächsten Jahr. Außerdem gibt es Gespräche mit dem amerikanischen Pferderennbahnbetreiber MEC über den Aufbau eines Wettkanals. Wachstumsaffine Anleger greifen vielleicht gerade nach dem kürzlichen Kursrückschlag zu.

Depot-„Highlight“

Für die Schweizer Highlight Communications hat mit der Vollkonsolidierung der Constantin Film praktisch eine neue Zeitrechnung begonnen. Durch den Deal konnten beachtliche Umsatzzuwächse und Gewinnsteigerungen erzielt werden. Der Umsatzanteil der Filmsparte beträgt mittlerweile knapp drei Viertel. Nebenbei profitierten die Schweizer somit von dem „kleinen“ Comeback des deutschen Films. Daneben ist Highlight in den Segmenten Home Entertainment sowie dem Sport- und Event-Marketing tätig. Beiden Standbeinen wird ein enormes Wachstumspotential vorausgesagt, wiederum vor allem in Deutschland. Durch den Einstieg der UEFA bei der für die Champions League zuständigen Highlight-Tochter TEAM wurde zudem die Vermarktung der Königsklasse bis über die Saison 2011/2012 hinaus gesichert. Als eines der größten, konzernunabhängigen Medienunternehmen im deutschsprachigen Raum konnte Highlight, auch begünstigt durch eine geschickte Managementleistung, seine Marktanteile während der Medienkrise massiv ausbauen. Hat die Aktie ihre Verschnaufpause erst einmal beendet, wird sie dies auch wieder honorieren.



Es „koffert“

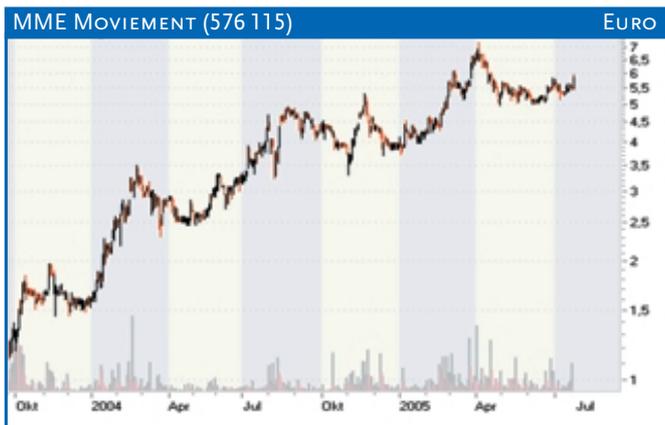
Was ProSieben und den seit März börsennotierten Bezahlsender Premiere vereint, ist vor allem ein Name: Georg Kofler. Kofler steht bei Premiere für die Sanierung eines ehemaligen, aus der Kirch-Gruppe herausgelösten „Geldvernichters“. Während bei ProSieben die Medienkonjunktur aber noch brummt, mußte sich Premiere in weitaus schwierigerem Fahrwasser beweisen. Allerdings konnten Kofler und seine Mannen bis heute dem Aktienmarkt nicht den Glauben abluken, bei Premiere handle es sich um einen Wachstumstitel. Schließlich

Fernsehen, eine Nummer kleiner

Mit der MME Moviement ist es der größte unabhängige TV-Produzent, der von einem möglichen, oben skizzierten Trend zu mehr Eigenproduktionen profitieren dürfte. Mit Sendungen wie „Top of the Pops“ oder Klassikern wie dem „Tatort“ ist der Konzern bereits gut repräsentiert, neue Daily- oder Reality-Formate könnten das Wachstum wieder anschieben. Diese Auftragsproduktionen begrenzen zudem das finanzielle Risiko für MME. Besonderheit der Branche ist die starke Fragmentierung. Gut

MME MOVIEMENT	PROSIEBEN	PREMIERE	UNITED LABELS
FERNSEHPRODUKTIONEN	TV-SENDER	BEZAHLFERNSEHEN	COMICVERMARKTUNG
576 115	777 117	PRE M11	548 956
5,73	15,18	28,66	7,00
3,00	14,38	-	3,70
+91,0 %	+5,6 %	-	+89,2 %
63,6	3321,4	2350,1	28,0
80,9	1.834,6	984,8	39,2
86,4	1.850,0	1.132,5	40,5
0,74	1,80	2,08	0,69
15,1	22,0	69,9	21,2
STABILES KERNGESCHÄFT	SABAN-SPEKULATIONEN	1A MARKTPOSITION	GUTE NISCHENPOSITION
GEDECKELTES WACHSTUM	SCHWACHER WERBEMARKT	KEIN SCHNÄPPCHEN	GEDECKELTES WACHSTUM

2.000 Anbieter wetteifern um neue Aufträge, MME könnte somit sowohl organisch als auch durch Übernahmen wachsen. Da die Ergebnisentwicklung nicht ganz mit der rasanten Kursentwicklung mithalten konnte, ging es mit dem Aktienkurs zuletzt bergab. Auf dem gedrückten Niveau bei 5,60 Euro bieten sich aber wieder mehr Chancen als Risiken, da die spekulative Luft aus dem Papier entwichen sein sollte.



Von der Schippe gesprungen

Das Kapitel EM.TV und Neuer Markt ist ein ganz besonderes und bedarf keiner weiteren Erläuterung. Jedoch ist die im SDax notierte und neu aufgestellte EM.TV mehr als nur einen Blick wert. Konzentriert auf die beiden Säulen Unterhaltung und Sport kehrte das einstmals schwer angeschlagene Unternehmen wieder in die Gewinnzone zurück. Der neue Vorstand um Werner Klatten hat ganze Arbeit geleistet und dem Konzern das Überleben gesichert. Auch bei EM.TV hat eine starke Managementleistung die Wende herbeigeführt. Im Segment Sport, das 90 % der Umsätze beisteuert, sind es vor allem die Lizenzrechte für die Fußball-WM in Deutschland, die die Ergebnisse nach oben treiben. Dies dürfte sich auch wieder positiv im Aktienkurs niederschlagen, wenngleich Schadensersatzklagen von Kleinaktionären für die Sünden der Vergangenheit und ein möglicher Einstieg in den Sportwettenmarkt vorübergehend immer wieder für Verunsicherung sorgen dürften.

Zwei aussichtsreiche Nischen

Die Lizenzierung von Comicprodukten ist das Stammgeschäft von United Labels. Obwohl die Umsätze in diesem Segment

weltweit in den vergangenen fünf Jahren um etwa 10 % nachgaben, konnte das Unternehmen seine Erlöse stetig im einstelligen Bereich steigern. Weil nicht jede Woche ein Blockbuster à la „Shrek“ in die Kinos kommt, gilt das Geschäft insgesamt als sehr volatil. Dennoch erzielte die Gesellschaft im vergangenen Fiskaljahr erstmals seit dem Börsengang im Mai 2000 einen Gewinn. Aktuell läuft der Tiertrickfilm „Madagaskar“ in den Kinos an. Mit ihm werden dank der sympathischen Figuren wie dem Löwen „Alex“ Hoffnungen auf weitere Ergebnisverbesserungen verbunden. Ein KGV von über 20 hatte aber offenbar zahl-

reiche Anleger abgeschreckt, vor dem Hintergrund weitaus geringerer Wachstumsraten ist dies nachvollziehbar. Ebenfalls in einer Nische, dem Inflight Entertainment, ist unser bereits mehrmals besprochener Musterdepotwert Advanced Medien aktiv. Wie viele Medienaktien erholt sich das Papier gerade von seinem Gipfelsturm zu Beginn des Jahres. Anschließend spricht vieles für einen fortgesetzten Abbau der offensichtlichen Unterbewertung.

Schwappt die Reggaeton-Welle nach Europa?

Um genau diese Frage dreht es sich beim Musikproduzenten Jack White. Die Mischung aus Reggae und lateinamerikanischer Musik sorgt rund um den Globus für Furore. Durch den Verkauf von 25 % der US-Beteiligung VI-Music an den Medienriesen Universal wurde die Basis für die weltweite Vermarktung der Reggaeton-Künstler gelegt. Der Verkauf einer Aktie an der Vertriebstochter Vidal Investments ermöglicht zudem deren Entkonsolidierung und damit die Konzentration auf die Musikproduktion und die Auswertung des sehr umfangreichen Back Katalogs. Sollte der Reggaeton-Boom weitergehen, und es spricht wenig dagegen, sind überproportionale Umsatz- und Gewinnsteigerungen möglich. Die Anteilsscheine haben indes ihre Tiefs ebenso hinter sich gelassen wie die Musikbranche ihre Krise der Inhalte. Vom Geschmack des breiten Publikums abhängig ist auch der DVD-Distributor e-m-s new media. Die Dortmunder besitzen ein Rechteportfolio von annähernd 1.000 Titeln, die verwertet werden können. Weiteren Schub für die Aktie könnten mögliche Marktanteilsgewinne sein, da der deutsche DVD-Markt im europäischen Vergleich noch in den Kinderschuhen steckt.

Fazit

Je dunkler ein Tunnel ist, desto heller wird ein Hoffnungsschimmer wahrgenommen. Diese Binsenweisheit scheint sich in der Anlegergemeinde lange nicht herumgesprochen zu haben. Mit den teils massiven Kursaufschlägen werden jedoch Gedanken an die guten alten Zeiten wach, als mit Medienaktien praktisch über Nacht ein Vermögen zu machen war. Doch Vorsicht: Nicht jedes Medieninvestment, obige Ideen eingeschlossen, wird todsichere Kursgewinne abwerfen. Als Beimischung eignen sich die Titel der Branche dessen ungeachtet recht gut, weil sie wahrscheinlich in nur noch wenigen Portfolios enthalten sind und im nächsten Jahr mit der Fußball-WM ein Medienspektakel der Sonderklasse auf der Agenda steht. Spot an!

Tobias Karow

TITELSTORY

Der Weise von Dinkelscherben

Der Erfolgsautor Uwe Lang konzentriert sich mit seinen Strategien und daraus abgeleiteten Empfehlungen vor allem auf Privatanleger, die mit geringem Aufwand ihr Geld selbst verwalten wollen.

Notizen aus der Provinz

Wir mögen mittlerweile schon nicht mehr an einen Zufall glauben, daß mit Uwe Lang ein weiterer erfolgreicher Börsenstrategie seinen Wirkungskreis fernab des hektischen Getriebes der Finanzmetropolen gefunden hat. Warren Buffett ist vielleicht der prominenteste „Börsenprovinzler“, aber dem Klischee eines Provinzlers entsprechen weder er noch Lang. Beide schaffen die für den langfristigen Erfolg notwendige Distanz zum Börsengeschehen – und dies nicht nur räumlich. Vom maleisch-idyllischen Ort Dinkelscherben im bayerischen Schwaben aus denkt Lang über die Börse nach. Das schrille Gekackere der Massenmedien und deren ständige Reizüberflutung sind seine Sache nicht. Nach seiner Auffassung wären Kleinanleger mit weniger „Information“ ohnehin erfolgreicher. Die meisten bemerken ja noch nicht einmal, wie abhängig sie von der vorherrschenden Stimmung und den jeweils neuesten Nachrichten seien.

Strategie und Tüftler

Lang, ein passionierter Schachspieler, der es immerhin bis zum schwäbischen und Augsburgener Vizemeister gebracht hat, ist mehr Strategie als Taktiker, vor allem aber ist er Tüftler, der auf sympathische Weise bodenständig und bescheiden geblieben ist. Vielleicht auch Folge seines Hintergrunds, denn im Hauptberuf war er evangelischer Pastor, was ihm den Beinamen „Börsenpfarrer“ einbrachte. In seinem neuen Buch „Die besten Aktienstrategien“ wird man jedenfalls nach unnötigen Anglizismen vergeblich suchen. Auch das unterscheidet ihn wohlthuend von den vielen, die gerade im Börsenumfeld ihre dürre Gedankenwelt mit hochtrabenden, vorzugsweise angloamerikanischen Worthülsen aufplustern. Der „Börsenpfarrer“ hat eben Substanz, genau wie die Aktien, die er bevorzugt. Sein Herz schlägt für Titel, die mehr sind, als sie scheinen, auch wenn der Zeitgeist häufig die umgekehrte Variante bevorzugt.

Fragwürdige Helden

Sein Verhältnis zu den Heroen der Finanzwelt, Konzernlenkern und Fondsmanagern ist reserviert. Während er einigen der erstgenannten einen Hang zur Cliquenwirtschaft und übermäßigen Bereicherung auf Kosten der Unternehmenseigner vorwirft (sh. auch Interview auf Seite 15) und sich darüber ärgert, zeigt er für die schwierige Situation der Fondsmanager durchaus Verständnis: Sie sind in ihrem Handeln ein Spielball der jeweiligen Mittelzu- und -abflüsse des Publikums. Auf eine sehr hintergründige Weise stellt er damit aber zugleich die Frage nach der grundsätzlichen Existenzberechtigung dieses Berufsstands, der in seiner überwiegenden Mehrheit regelmäßig

nicht einmal die Wertentwicklung des jeweiligen Index zu erreichen im Stande ist. Diese Frage verschärft sich noch vor dem Hintergrund der Ergebnisse seiner Methoden. So erbrachte seine sogenannte „Saison+Öl+Dollar-Methode“ im Zeitraum von 1973 bis 2004 im Durchschnitt eine jährliche Rendite von rund 13,5 %, im Vergleich dazu kam der Dax nur auf knapp 6,5 % p.a.

Die Entdeckung der Einfachheit

Dabei ist es die Klarheit und Einfachheit seiner Regeln, die den besonderen Charme seiner Methoden ausmacht. Sonderregeln, Ausnahmen, Ausnahmen von der Ausnahme? – Fehlanzeige. Betriebsamkeit, Laufbänder, surrende Rechner? – nicht bei Lang. Sein Ansatz ist auch Philosophie. Genüßlich beschreibt er, daß es genüge, sich quartalsweise eine gute Tageszeitung zu archivieren, und die entsprechenden Kurse in eine Tabelle einzutragen. Eine halbe Stunde am Wochenende sollte für die Umsetzung seiner Methoden genügen. Lang zelebriert die Einfachheit, die Reduktion auf das Wesentliche und Nützliche. Ganz offensichtlich genießt er es, den allzu naßforschenden Hightech-Adepten, die sich mehr auf die Gigahertz ihrer Rechenzentren als auf ihren eigenen Verstand verlassen, mit einem spitzbübischen Lächeln den Spiegel vorzuhalten. Wer mehr über seine aktuelle Einschätzungen insbesondere auch des wirtschaftlichen und politischen Geschehens wissen möchte, dem sei sein vierzehntäglich erscheinender Börsenbrief „Börsensignale“ (www.boersensignale.de) empfohlen, den er zusammen mit dem Schweizer Vermögensverwalter Klaus Haidorfer herausgibt.



Strategie Uwe Lang

Die Methoden des Uwe Lang

Um es gleich vorweg zu nehmen, auch die Methoden von Uwe Lang sind nicht unfehlbar. Aber unfehlbare Ansätze gibt es an der Börse ohnehin nicht, und es wird sie auch nie geben. Seine Methoden können sich in einzelnen Marktphasen durchaus irren, aber er läßt sich davon nicht beirren. Als im Jahr 1999/2000 die Welt um ihn herum verrückt zu werden drohte, behielt er dank seiner Methoden einen kühlen Kopf. Lang blies zum Ausstieg – zu früh –, was ihm einige erboste Anrufe von Abonnenten eintrug. Letztlich erwies es sich jedoch als richtig, seinem getesteten und bewährten System treu zu bleiben und sich dem Konformitätsdruck der vorherrschenden Stimmung nicht zu beugen. Der Maßstab, auf den es ankommt, ist das langfristige Ergebnis, und das kann sich auch nach vielen Jahren allemal sehen lassen. Nach der hier näher zu besprechenden „Saison+Dollar+Öl-Methode“ wären aus einer Anfangsanlage von 100 Euro in knapp 30 Jahren ca. 5.900 Euro geworden, während sich ein Daueranleger im Dax mit rund 750 Euro hätte begnügen müssen.

Saison, Dollar und Öl

Wie der Name dieser Methode schon nahelegt, besteht sie aus einer Kombination von drei Einflußfaktoren: einer saisonalen Komponente, der Kursentwicklung des US-Dollar und der Entwicklung des Ölpreises. Damit hat Lang neben der Zinsentwicklung („Zinsmethode“), die er für den zentralen Einflußfaktor

hält, drei weitere Faktoren identifiziert, die Einfluß auf die Kursentwicklung des Dax haben. Am Anfang steht dabei stets die genaue Beobachtung des Marktgeschehens. So wird der Umstand, daß es saisonal bessere und schlechtere Börsenphasen gibt, durch mehrere Untersuchungen bestätigt. Auch der inverse Zusammenhang zwischen Ölpreis- und Aktienkursentwicklung ist ebenso nachvollziehbar wie die Auswirkungen der Dollar- und Kursentwicklung auf die exportlastige deutsche

Wirtschaft. Entscheidend ist die Frage, welche Zeitverzögerung zwischen den einzelnen Signalen und den entsprechenden Kursreaktionen durchschnittlich vorherrscht. Lang bildet dies vorzugsweise über X-Wochen-Hochs oder -Tiefs des Indikators ab. Erreicht



Uwe Lang: „Die besten Aktienstrategien“; FinanzBuch Verlag 2005, 194 Seiten, 24,90 Euro

Anzeige



1999



2000



2001



2002



2003



2004

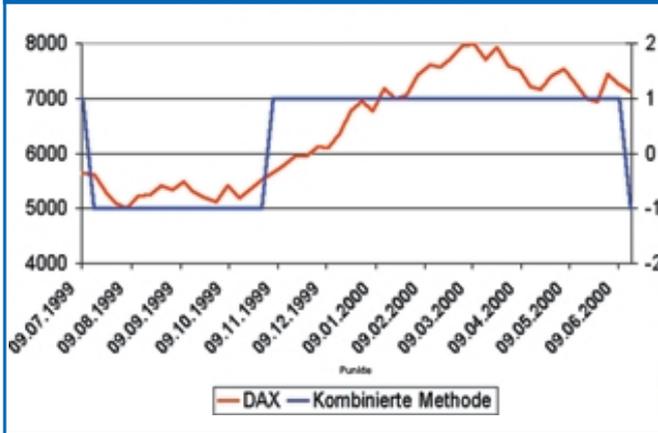
+++ Die Sonderausgabe „Biotechnologie 2005“ erscheint am 17. September.+++

+++ Anzeigenschluß 5. September +++ Druckunterlagen schluß 9. September +++

+++ Ansprechpartner Karin Hofelich +++ Tel. (0)8171-419636 +++

+++ eMail karin.hofelich@goingpublic.de +++

ABB. 1: DAX UND „KOMBINIERTE METHODE“



Den großen Trend erwischt und rechtzeitig ausgestiegen. (Blaue Linie über Null = Kauf, unter Null = Verkauf)

beispielsweise der Ölpreis ein 6-Wochen-Tief, springt dieser Indikator für den Dax auf „Kaufen“. Wie die einzelnen Indikatoren eingestellt werden müssen, ermittelt der Tüftler aus dem Schwäbischen durch „Probieren“. Aufgrund der sehr langen Zeiträume, für die er diese Tests vornimmt, ist die Gefahr einer Überoptimierung gering.

Markttiming per demokratischer Abstimmung

Die entscheidende Herausforderung bei der Verwendung verschiedener Einflußfaktoren besteht allerdings darin, diese sinnvoll zu kombinieren. Sinnvoll ist, was im Ergebnis entweder in einer Erhöhung des Ertrages und/oder Verminderung des Risikos gegenüber den Einzelindikatoren resultiert. Lang wählt hier den Weg der Komitee-Entscheidung: Jeder einzelne, für sich bereits profitable Indikator hat hierbei eine Stimme – die Mehrheit entscheidet. Sobald in diesem Fall also mindestens zwei der drei Indikatoren auf „Kaufen“ oder „Verkaufen“ schalten, gibt die Methode ein entsprechendes Signal für den Dax. Die Signale werden dabei auf Wochenschlußkursbasis betrachtet. Neben rein arbeitsökonomischen Erwägungen wird dadurch die Signalhäufigkeit reduziert, was durchaus erwünscht ist. Allerdings wäre Uwe Lang nicht der Tüftler, der er ist, wenn er sich mit dem Ergebnis dieser Methode schon zufrieden gegeben hätte. Die relativ häufige(!) Umschichtung des Depots – im Schnitt alle 2,6 Monate – ist ihm einfach zuviel. Wer zwei weitere seiner Methoden – die schon erwähnte „Zinsmethode“ und die „Dow Utility+Nasdaq-Methode“ (eine Methode die auf dem Kursverhalten der US-Aktienindices beruht) – wiederum nach dem gleichen Prinzip der Komitee-Entscheidung zur „Saison+Dollar+Öl-Methode“ dazupackt, erhält die sogenannte „Kombinierte Methode“ (vgl. Abb. 1). Die jährliche Rendite erhöht sich im Betrachtungszeitraum auf nahezu 14,9 %, und neue Signale treten im Durchschnitt nur etwa alle sieben Monate auf.

Hybride Titelauswahl

Daneben widmet sich Lang ausführlich der Auswahl von Einzeltiteln. Die grundsätzliche Frage lautet für ihn, ob ein Aktien-

markt und/oder ein Einzeltitel unterbewertet ist. Wesentliche Kriterien für die Beantwortung dieser Fragen sind das Kurs/Umsatz-Verhältnis (KUV) und das Kurs/Buchwert-Verhältnis (KBV). Das allgemein beliebte Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) gehört dagegen nicht zu seinen Favoriten, weil es erstens zu sehr schwankt und zweitens die Gewinngröße viel leichter manipuliert werden kann als etwa der Umsatz. So hilfreich die Suche nach derartigen Bewertungsschnäppchen auch sein mag, Geld ist damit alleine noch nicht verdient, denn ein Schnäppchen, das ein Schnäppchen bleibt, ist eben kein Schnäppchen. Daher führt Lang neben dem fundamentalen Preiswürdigkeitskriterium eine Momentumkomponente in Form der Relativen Stärke ein. Erst wenn eine preiswerte Aktie auch Relative Stärke entwickelt, ist sie demnach kaufenswert (vgl. Abb.2). Die künstlichen Grenzen zwischen Technischer Analyse und Fundamentalanalyse interessieren Lang dabei nicht, er kombiniert aus jeder der beiden Disziplinen die besten Elemente. Erlaubt ist, was funktioniert. Die Strategie, preiswerte Momentumaktien zu kaufen, bestätigt auch der amerikanische Autor James P. O’Shaughnessy (Buchtitel „Die besten Anlagestrategien aller Zeiten“, Verlag mi-Börse) über einen äußerst langen Untersuchungszeitraum von mehr als 40 Jahren für den US-Markt. Ein einfaches System, das durch die Zeitläufe und an verschiedenen Märkten Überrenditen erwirtschaftet, das dürfte nicht nur nach dem Geschmack des „Börsenpfarrers“ sein.



Zug um Zug zur richtigen Vermögensstrategie

Fazit

Langs Credo besteht darin, an getesteten und bewährten Methoden diszipliniert festzuhalten, auch und gerade in schwierigen Marktphasen. Dies bedeutet, daß man einmal „liebgewonnene“ Positionen verkaufen muß, wenn es die Signale der Methoden nahelegen. Mit einem solchermaßen mechanischen Ansatz sollte es möglich sein, den Markt zu schlagen –

und dies bei überschaubarem Arbeitsaufwand und Zeiteinsatz. Wer näheres über die besprochenen und weitere Strategien erfahren will, dem sei Uwe Langs neues Buch „Die besten Aktienstrategien“ (FinanzBuch Verlag) empfohlen.

Ralph Malisch

ABB. 2: PREISWERTE MÄRKTE MIT RELATIVER STÄRKE

Region/Land	KUV	Rel.Stärke
D Nebenwerte ✓	0,50	116,92 ✓
MDAX-Werte ✓	0,66	125,37 ✓
Japan	0,72	102,90
DAX-Werte ✓	0,73	115,06 ✓
Frankreich	0,93	115,47
Skandinavien	0,96	115,10
Österreich	1,09	122,15
Italien	1,25	110,48
Niederlande/Belgien/Lux	1,30	114,55
Schweiz	1,37	113,75

Deutsche Aktien analytisch am attraktivsten
Quelle: „Börsensignale“ Ausgabe 15/2005

TITELSTORY

„Wir wollen ja nicht nur für ein paar Monate anlegen“

Smart Investor im Gespräch mit Uwe Lang, vielfacher Buchautor und Herausgeber des Börsenbriefs „Börsensignale“.

Smart Investor: Was hat eigentlich Ihr Interesse an der Börse geweckt?

Lang: Es war das Strategische, das mich als Schachspieler reizt hat. Der Versuch, Gesetzmäßigkeiten zu erkennen, die nach meiner Überzeugung vorhanden waren, die man nur gründlich genug erforschen mußte.

Smart Investor: Denken Sie, daß Ihr Hintergrund von Vorteil war?

Lang: Ich kann mir vorstellen, daß es nicht unvorteilhaft war, ein ganz anderes Studium (Theologie, Anm. d. Red.) gehabt zu haben, wobei ich natürlich im nachhinein schwer sagen kann, wie meine Entwicklung verlaufen wäre, wenn ich eine rein betriebs- oder volkswirtschaftliche Ausbildung absolviert hätte.

Smart Investor: Auch räumlich und inhaltlich pflegen Sie eine gewisse Distanz zu den Finanzmärkten ...

Lang: Also ich denke, daß es ganz günstig ist, wenn man alles aus einer gewissen Distanz betrachtet – gerade die Wirtschaft, denn dann wird der Blick eigentlich weiter. Je näher man dran ist, desto verengter ist auch sehr oft das Blickfeld.

Smart Investor: Sie äußern ja auch deutliche Kritik an Fehlentwicklungen in Politik und Wirtschaft ...

Lang: Ja, es gibt immer wieder Einzelbeobachtungen, die mich sehr ärgern, beispielsweise, die hohen Gehälter, die sich Topmanager gegenseitig zuschustern, weil sie gegenseitig in den Aufsichtsräten sitzen. Ich hätte nichts dagegen, wenn jemand mit seinen eigenen Unternehmen und Ideen Milliarden verdient. Aber was einige Topmanager derzeit tun, läuft auf eine Ausplünderung der Unternehmen hinaus, die eigentlich uns, den Aktionären, gehören. Schrempf ist ein Musterbeispiel dafür,

wie man ein Unternehmen runterwirtschaften kann und trotzdem sein Gehalt im Lauf seiner Amtszeit vervielfacht.

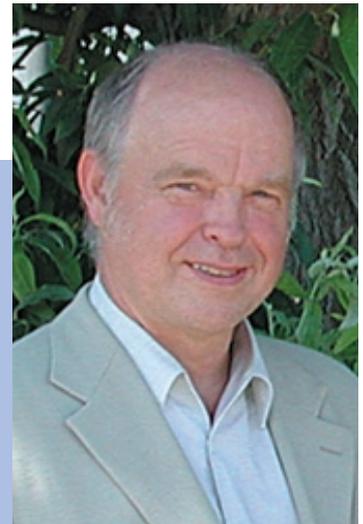
Smart Investor: Zu Ihren Methoden: In Ihrem neuen Buch „Die besten Aktienstrategien“ betonen Sie, daß gute Regeln einfach sind. Warum?

Lang: Einfache Regeln legen für mich nahe, daß sie glaubhafter sind. Zu komplizierte Regeln wecken dagegen in mir den Verdacht, daß diese Regeln auf bestimmte historische Situationen hingetrimmt wurden. Wirklich gute Regeln haben sich über Jahrzehnte bewährt.

Smart Investor: Wie ist es eigentlich möglich, daß Ihre einfachen Methoden in einem so wettbewerbsintensiven Umfeld wie der Börse regelmäßig den Index schlagen, während das Gros der Fonds schon daran scheitert?

Lang: Man muß natürlich sagen, daß es die Finanzstrategen, die z.B. Fonds verwalten, auch schwerer haben als ich. Die müssen immer dann handeln, wenn entweder zusätzliches Anlagekapital vorhanden ist oder abgezogen wird. Ein Anlagestratege möchte eigentlich gerne kaufen, wenn die Kurse unten sind, aber genau dann bekommt er kein Geld vom Publikum.

Smart Investor: Dennoch scheinen Sie gegenüber der Fondsinindustrie eine gewisse Abneigung zu hegen ...



Uwe Lang, Jahrgang 1943, stammt aus einer Augsburger Kaufmannsfamilie. Der evangelische Pfarrer und passionierte Schachspieler entdeckte bereits in den 1970er Jahren sein Interesse am Börsengeschehen, das er seither intensiv beobachtet und analysiert. 1993 ließ sich Lang vom Kirchendienst beurlauben und widmet sich seither ganz seiner publizistischen Tätigkeit. Er ist Herausgeber des Börsenbriefs „Börsensignale“ und hat mittlerweile acht Bücher zum Thema Börse veröffentlicht.

Anzeige

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Smart Investor Weekly: jeden Dienstag nachmittag

www.smartinvestor.de



Uwe Lang im Gespräch mit Redakteur Ralph Malisch

Lang: Ja, die Abneigung beruht darauf, daß unverhältnismäßig hohe Aufschläge und Gebühren von dem Anleger abgefordert werden, für die keine entsprechende Gegenleistung vorliegt, um es vorsichtig auszudrücken.

Smart Investor: Gibt es einen zentralen Baustein in ihren Methoden?

Lang: Ich glaube, das ist immer noch die Zinsentwicklung – zwar nicht unfehlbar, aber seit Jahrhunderten bewährt. Steigende Zinsen führen nach einigen Monaten zu fallenden Aktienkursen und umgekehrt, mal mit mehr, mal mit weniger Zeitverzögerung.

Smart Investor: Apropos Zeitverzögerung, sind Sie der Meinung, daß dem Faktor „Zeit“ zu geringe Beachtung geschenkt wird?

Lang: Das meine ich tatsächlich. Es wird unterschätzt, daß alles seine Zeit braucht, wobei es im Einzelfall sehr schwer zu sagen ist, wie lange es dauert, bis bestimmte Ereignisse an der Börse durchschlagen.

Smart Investor: Die Medien erzeugen aber häufig unmittelbaren Handlungsdruck beim Publikum ...

Lang: Die Medien leben von den neuesten Nachrichten, die sich zunächst überproportional in den Aktienkursen niederschlagen, um dann durch andere „neueste“ Nachrichten abgelöst zu werden. Daher sollte man immer eine gewisse Distanz zu den Tagesereignissen behalten und nicht meinen, dadurch sei alles andere, was in den vergangenen Wochen und Monaten wichtig war, jetzt restlos überholt.

Smart Investor: Ihre Methode der Aktienausswahl berücksichtigt sowohl technische als auch fundamentale Konzepte. Ist dies die Versöhnung beider Schulen?

Lang: Ich denke ja. Der Trend muß auf jeden Fall positiv sein, bevor ich mich in einen solchen Markt hineinbegebe, aber ich muß das ja nicht mit überbewerteten Aktien machen, sondern kann Aktien wählen, die fundamental noch preiswert sind.

Smart Investor: Wie verhalten Sie sich in einem Markt wie dem der Jahre 1999/2000 – Momentum im Überfluß, aber keine preiswerten Aktien?

Lang: Die Technologieaktien waren wahnsinnig überbeurteilt. Von denen habe ich damals stark abgeraten. Aber es hat sich erst nach einiger Zeit herausgestellt, daß diese Warnung berechtigt war. Die meisten waren ja damals der Meinung, es hätte eine neue Zeit begonnen und das Börsengeschehen müßte nach ganz anderen Kriterien beurteilt werden. Das meint fast jede Anlagergeneration, aber man täuscht sich, es kommt immer wieder.

Smart Investor: Sie lehnen langfristige Prognosen eher ab. Muß ein erfolgreicher Anleger sich überhaupt Gedanken über die Zukunft machen?

Lang: Ich würde sagen, ein Mensch sollte sich langfristige Gedanken über sein weiteres Leben oder seine Familie machen, nicht über seine Geldanlage. Dort sollte er einfach nur mittelfristig, d.h. auf Sicht der nächsten 6 bis 18 Monate handeln.

Smart Investor: Welches sind aus dem Blickwinkel ihrer Methoden derzeit die aussichtsreichsten Märkte?

Lang: Am aussichtsreichsten ist der deutsche Markt, was für viele Ihrer Leser sicher überraschend sein dürfte. Aber die deutschen Aktien sind im Moment weltweit am stärksten unterbewertet, wobei die Nebenwerte und die Dax-Werte etwa gleichauf liegen.

Smart Investor: Gibt es Branchen oder Einzelaktien, die Sie unseren Lesern besonders ans Herz legen wollen?

Lang: Grundsätzlich sollte man die Branchen gut gemischt halten, weil alle paar Monate eine Branchenrotation auftritt, und wir wollen ja nicht nur für ein paar Monate anlegen. Aber die Leser sollten sich jetzt mal die Luftfahrtunternehmen etwas näher anschauen. Wenn der Ölpreis wieder runtergeht, dann sind da die Chancen überproportional.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Ralph Malisch



TITELSTORY

Gewinnern auf der Spur

Über die empirische Ermittlung der besten Anlagestrategien

Seit 1998 veröffentlicht die American Association of Individual Investors (AAII), also die Amerikanische Vereinigung der Kleinanleger, jährlich die Ergebnisse verschiedenster Anlagestrategien. Die Ergebnisse sind wegweisend und deuten auf die wichtigsten Prinzipien, die für Erfolg oder Mißerfolg an der Börse verantwortlich sind.

Das AAIL-Ranking

Insgesamt untersucht die AAIL Monat für Monat mehr als 60 Investmentansätze. Für jeden Ansatz, angefangen von einfachen (z.B. Dogs of the Dow, höchste Dividende oder niedrigstes KGV) bis hin zu komplexen Methoden bekannter Börsenexperten (Zweig, O'Neil, Neff, Lynch, Buffett usw.), ist ein Portfolio angelegt, das kontinuierlich angeglichen und ausgewertet wird. Die Ergebnisse werden im nächsten Schritt je nach verfolgter Strategie in vier Kategorien unterteilt: Value-, Growth & Value-, Growth- und Sector/Speciality-Strategie (siehe Tabelle S. 19). Hierbei werden aber nicht nur die jährliche Performance, sondern auch die monatliche Volatilität, die größten monatlichen Zuwächse bzw. Verluste sowie die Fünfjahres-Performance berücksichtigt.

2004 voller Überraschungen

Wie die Tabelle zeigt, wies der Murphy Technology-Ansatz im Jahr 2004 mit einem Plus von 87,7 % die beste Performance auf. Die Idee dafür basiert auf einem „low-price-to-growth-flow“-Ansatz für Technologiewerte. Um ins Portfolio zu gelangen, müssen Technologieunternehmen hohe Investitionen in die Forschung tätigen, konstante Gewinnmargen, einen hohen Return-on-Equity (ROC) sowie ein steigendes Gewinnwachstum aufweisen. Letztlich muß das Unternehmen noch vergleichsweise moderat bewertet sein. Doch Vorsicht! Trotz der außergewöhnlichen Performance im vergangenen Jahr sollten Anleger nicht verfrüht in Euphorie verfallen und in Murphy einen Guru sehen, denn mit einem Verlust von 79,6 % im Jahre 2003 und einer Gesamtleistung (seit 1998) von -52,2 % liegt der Ansatz immer noch an letzter Stelle der Auswertung. Mit einer Standardabweichung von 16,8 (Nasdaq100 hat nur 11) und einem maximalen Monatsverlust von fast 45 % weist der Ansatz das höchste Risiko von allen untersuchten Portfolios auf.



Planung, Strategie und Taktik: wie im Schachspiel, so auch bei Aktieninvestments

Zweigs Value & Growth

Konstante Gewinne und ein moderates Risiko konnte hingegen Martin Zweigs Value & Growth-Ansatz erwirtschaften. Die Zusammensetzung dieses Portfolios basiert auf einer Kombination verschiedener Ansätze, welche Zweig in seinem Buchklassiker „Winning on Wall Street“ (der deutsche Titel lautet: „Die Börse im Griff“, Börsenmedien Verlag, 1990) beschrieben hat. Seit 1998 beeindruckt er mit einer Performance von 1.183,2 % und vertritt damit die erfolgreichste der untersuchten Strategien. So konnten 2004 mit dieser Methode immerhin 39,4 % erzielt werden. Mit einer Standardabweichung von 8,7 liegt sie beim Risiko zwar über der des S&P 500 (4,9), doch dieser konnte seit 1998 nur um 21,6 % zulegen. Für Zweig liegt der Schlüssel zum Erfolg in moderat bewerteten Unternehmen (niedriges KGV) mit hohem Gewinn- und Umsatzwachstum, großen Insiderkäufen und hoher Relativer Stärke. Wenn ein Unternehmen ein niedriges KGV auf-

O'NEIL'S CANSLIM-ANSATZ

1. **C** = Current earnings; aktueller Gewinn sollte mindestens 25 % über dem des vorherigen Quartals liegen, mit steigender Tendenz
2. **A** = Annual earnings; der Jahresgewinn sollte in den letzten drei Jahren um jeweils mindestens 25 % gestiegen sein. Die Eigenkapitalrendite (ROE) muß über 17 % liegen.
3. **N** = New products/service; ein neues Produkt/Service sollte Grund für den Gewinnanstieg sein. Dazu muß die Aktie aus einer Chartformation auf ein neues Hoch ausbrechen.
4. **S** = Supply and Demand; die Aktie sollte unter hohem Handelsvolumen steigen.
5. **L** = Leader or laggard; die Aktie muß aus einem starken Sektor kommen und mindestens eine Relative Stärke von 1,8 aufweisen.
6. **I** = Institutional sponsorship; die Aktie muß kontinuierlich von institutionellen Investoren gekauft werden.
7. **M** = Market index; sowohl Dow Jones als auch S&P 500 und Nasdaq müssen sich in einem Aufwärtstrend befinden, denn drei von fünf Aktien folgen erfahrungsgemäß der Marktbewegung.

weist, kann dies laut Zweig zwei Gründe haben: Entweder steckt es in finanziellen Schwierigkeiten, oder die Aktie wurde vom Markt „vergessen“. Letzteres kann vermutet werden, wenn auch die anderen von Zweigs Kriterien erfüllt sind. Und genau mit diesen vergessenen Value-Werten erzielt der ehemalige Vermögensverwalter und Börsenbriefherausgeber (Zweig Forecast) seine außergewöhnliche Performance.

O'Neil's CANSLIM

Eine reine Wachstumsstrategie hingegen fährt William O'Neil mit seinem CANSLIM-Ansatz. Ausgehend von seinen Studien aus den 70er Jahren entwickelte O'Neil ein System, das sowohl die Stärken der fundamentalen als auch der technischen Analyse verbindet. Mit einer Performance von 680 % seit 1998 und einer Standardabweichung von nur 7 ist das die erfolgreichste reinrassige Growth-Strategie der AAIL-Studie. Der Ansatz besteht aus sieben Kriterien, die erfüllt sein müssen, damit eine Aktie gekauft wird (siehe Kasten).

Die Schlußlichter

Nachdem man die Gemeinsamkeiten der Gewinner eruiert hat, so ist es im letzten Schritt wichtig, die Eigenschaften der Verlierer herauszufinden, denn deren Fehler sollten im eigenen Handeln möglichst vermieden werden. Neben dem bereits angesprochenen Murphy Technology-Ansatz sind auch die beiden „Dogs of the Dow“- und „Estimate Revisions Down“-Ansätze ganz unten zu finden. Während deren Risiko meist unterhalb dem der Gewinner liegt und sie kleinere monatliche Maximalverluste erleiden, so liegen die monatlichen Maximalgewinne aber ebenfalls unter denen der Gewinner. Ebenso – und das ist entscheidend – weisen diese Ansätze meistens nur Kontinuität im schlechteren Abschneiden auf. Der konträre „Dogs of the

Dow“-Ansatz investiert zu Beginn eines jeden Jahres in diejenigen 10 Dow Jones-Werte, die die höchste Dividendenrendite aufweisen. Doch seit Dividenden historisch niedrig sind, hat der seit 1972 praktizierte Ansatz seine Probleme. Der ebenso konträr ausgerichtete „Revisions Down“-Ansatz investiert in Werte, die ihre Zielvorgaben verfehlen. Mit einem Zuwachs von gerade mal 1,2 % p.a. bzw. 13,1 % (seit 1998) unterbietet er sogar die Performance einzelner Aktienindices. Der genau umgekehrte Ansatz, nämlich Werte zu kaufen, die ihre Zielvorgaben übertreffen, hat im gleichen Zeitraum 240 % bzw. 598 % erwirtschaftet. Das beweist eindrucksvoll, wie gefährlich es ist, Schwäche zu kaufen.

Marketocracy – realitätsnah üben

Bestätigung finden die Ergebnisse der AAIL-Studie bei Marketocracy (www.Marketocracy.com), einem Internetdienst, bei dem jeder Anleger in einem virtuellen Portfolio seinen eigenen Fonds zusammenstellen kann (in einer Grundversion geschieht dies sogar kostenlos). 54.000 Mitglieder aus 130 Ländern wetteifern hier um die beste Performance, denn aus den Aktien der 100 besten Strategien wird der m100-Index gebildet. Seit seiner

DIE GEMEINSAMKEITEN DER GEWINNERSTRATEGIEN

Das Beispiel des Murphy Technology-Ansatzes zeigt, daß Anleger stark zwischen wirklichen Gewinnern und „Eintagsfliegen“ unterscheiden müssen. Neben der konstanten Performance ist vor allem auch auf das Risiko (Standardabweichung) und den größten monatlichen Kursverlust zu achten. Aus den Analysen der AAIL konnten in den letzten Jahren fünf prinzipielle Beobachtungen abgeleitet werden:

1. Seit dem Jahr 2000 schneiden Small Caps besser ab als Large Caps, was Ansätze basierend auf kleineren Werten automatisch profitabler macht (vgl. dazu Smart Investor 10/2003 und 7/2005). So sind Ansätze wie „Dogs of the Dow“, die auf große Werte abzielen, permanent auf den letzten Plätzen des AAIL-Rankings zu finden.
2. Reine Growth-Ansätze sind Value- oder Growth&Value-Ansätzen im Durchschnitt unterlegen. Lediglich O'Neils CANSLIM ist hier eine Ausnahme. Bei Value-Ansätzen ist besonders auf ein niedriges Kurs/Umsatz- und/oder Kurs/Buchwert-Verhältnis zu achten.
3. Eine Vielzahl von erfolgreichen Strategien innerhalb des Growth-Segments setzt auf konstantes Gewinn- und Umsatzwachstum. Allgemein ist zu beachten, daß sich die Outperformance von Growth- und Value-Strategien abwechselt, aber Value per Saldo vorne liegt.
4. Zum ersten Mal seit 1998 waren 2004 wieder einige der besten Strategien solche, die überwiegend auf Relative Stärke setzten. In sehr langfristigen Vergleichen gehört die Relative Stärke dennoch mit zu den besten Erfolgsgaranten.
5. Unternehmen, deren Gewinne öfter über den Analystenerwartungen liegen, finden sich sehr häufig in den erfolgreichen Portfolios. Zu beachten ist, daß fundamental unsichere Titel, deren Gewinnentwicklung eher unstetig ist, langfristig tendenziell schlechter abschneiden.

DIE BESTEN UND SCHLECHTESTEN HANDELSSTRATEGIEN DER AAI-StUDIE

GEWINNER	KATEGORIE	PERFORMANCE %		MONATLICHE VERÄNDERUNG		
		2004	SEIT 1998	STD DEV*	MAX. GEWINN	MAX. VERLUST
ZWEIG	GROWTH/ VALUE	39,4	1.183,2	8,7	32,7	-24,2
PIOTROSKI	VALUE	62,3	933,2	9,1	34,3	-17,2
NEFF	VALUE	23,1	662,9	7,4	26,8	-20,2
O'NEIL'S CANSLIM	GROWTH	-8,0	640,5	7,0	23,6	-23,1
EST REV UP 5 %	SPECIAL	25,2	598,8	9,8	30,8	-21,7

VERLIERER

MURPHY TECHNOLOGY	SECTOR	87,7	-52,2	16,8	58,8	-44,9
EST REV DOWN 5 %	SPECIAL	1,9	1,2	9,8	23,6	-23,2
EST REV DOWN	SPECIAL	8,7	13,1	7,9	17,6	-23,3
DOGS OF THE DOW	VALUE	-4,9	23,2	6,7	19,4	-15,8
DOGS OF THE DOW – LOW PRICED 5	VALUE	2,1	51,6	5,7	16,1	-15,5

Egal ob Value oder Growth, Strategien, die die Relative Stärke berücksichtigen, schneiden statistisch besser ab als andere Ansätze. * Std Dev = Standardabweichung

Auflage im Jahre 2001 schlägt er kontinuierlich den S&P 500 sowohl in der Performance (+70 % vs. +15 %) als auch im Risiko (Beta: 0,79 vs. 1,00). Die verschiedensten Strategien können hier unter markttechnen Bedingungen ausprobiert und getestet werden. Besonders gut schneiden neben bestimmten Themen wie derzeit Immobilien- oder Öl-Aktien besonders Titel aus dem Value- und Small Cap-Bereich ab.

Fazit

Die Ergebnisse der AAI-Studie verdeutlichen in „Echtzeit“, was andere grundlegende Untersuchungen wie z.B. O'Shaughnessy in seinem Buch „What works on Wall Street“ (Smart Investor 12/2003 „Anlagestrategien im Vergleich“) ebenfalls bestätigen. Bestimmte Faktoren wie eine niedrige Bewertung, konstantes Gewinn- und Umsatzwachstum, eine hohe Relative Stärke und übertroffene Gewinnerwartungen versprechen langfristig deutlich bessere Investmenterfolge als andere, populäre Ansätze. Genauso wie Value-Werte im Durchschnitt einen höheren Ertrag als Growth-Werte erwirtschaften, verzeichnen auch Small Caps einen höheren Renditezuwachs als Large Caps. Letztlich

bezieht sich keine Gewinner-Strategie auf den von vielen Anlegern geliebten „Bottom-Fishing“-Ansatz. Vielmehr wird Stärke gekauft und Schwäche verkauft. Zwar führen auch die Ergebnisse der AAI-Studie nicht zum Heiligen Gral des Investierens, aber dennoch können damit die Erfolgchancen maßgeblich auf die eigene Seite gebracht werden.

Sebastian Storfner

Sebastian Storfner ist Herausgeber und Autor des VTAD Trading-Manuals, Deutschlands erstem multimedialen Lehrgang zur Technischen Analyse. Weitere Informationen finden Sie unter www.vtad.de.

Literatur & Quellen:

- American Association of Individual Investors: www.aaii.com
- Zweig, Martin; „Winning on Wall Street“ (1998) bzw. „Die Börse im Griff“, Börsenmedien (1990)
- O'Neil, William; „How to make money in stocks“ (1999), www.investors.com
- O' Shaughnessy; „What works on Wall Street“ (1999)

Anzeige

Rohstoffe – im Trend

LIGNUM *nobilis*
Investition in physisches Edelholz

LIGNUM Edelholz
Investitionen AG

Lynarstraße 1
14193 Berlin

Tel.: 030 89065330
Fax: 030 89065340

mail@lignumag.de
www.lignumag.de

TITELSTORY

Auf der Suche nach dem Heiligen Gral

Das „Aktienbarometer“ zur Bestimmung der optimalen Investitionsquote

Von Heiko Aschoff (www.value-stocks.com)

Träumt nicht jeder Anleger davon, immer rechtzeitig an den Märkten einzusteigen und bei Gefahr diese unbeschadet zu verlassen? Gibt es einen Superindikator, der uns diesen Wunsch erfüllen kann? Leider ist mir keiner bekannt. An der Börse wird eben nicht geklingelt. Aber dennoch gibt es versteckte Hinweise, die ein aufmerksamer Anleger zu seinem Vorteil nutzen kann. Das „Aktienbarometer“ hilft dabei.

Navigator durch die Börsenwelt

Wir neigen alle dazu, einfachen Dingen weniger Glauben zu schenken als phantasievoll klingenden Erklärungen. Je komplizierter, desto besser. Meine tägliche Börsenpraxis legt jedoch eher das Gegenteil nahe. Auch das „Aktienbarometer“ ist verblüffend einfach in der Anwendung. Sie werden enttäuscht sein, wenn Sie eine geheime Börsenformel erwarten. Alle Bestandteile sind seit Jahrzehnten bekannt. Es besteht aus sechs Primär- und drei Sekundärindikatoren, die zu einem Gesamtergebnis verdichtet werden. Dabei handelt es sich nicht um ein Handelssystem mit mathematisch exakten Regeln. Das „Aktienbarometer“ gibt nur den groben Rahmen vor, der durch die Erfahrung des jeweiligen Investors letztendlich ausgefüllt wird. Erst eine ganzheitliche Betrachtung führt zu überzeugenden Ergebnissen – wenn der Anleger über eine eiserne Disziplin verfügt.

Das Ziel: Zur richtigen Zeit in den richtigen Assets

Jeder Anleger möchte sein Kapital vermehren und das Vermögen vor finanziellem Schaden bewahren. In guten Zeiten soll das Kapital rentierlich an der Börse investiert sein, während es in negativen Phasen sicher geparkt wird, bis der Sturm vorüber

ist. Es geht um die zentrale Frage, wann man der Börse möglichst fern bleibt und sein Geld sicher in Termingeldern parkt. Das „Aktienbarometer“ beschreibt den sinnvollen Investitionsgrad in Aktien. Es bezieht sich auf den für Aktien insgesamt vorgesehenen maximalen Kapitaleinsatz. Zunächst muß jeder Anleger für sich entscheiden, welchen Teil seines Gesamtvermögens er überhaupt am Aktienmarkt maximal riskieren will. Die optimale Investitionsquote überprüft man am besten einmal wöchentlich auf Basis der Freitagsschlusskurse, da nur wenige Spekulanten Positionen über das Wochenende halten. Die Kurse sind dann klarer, und das irrelevante Getöse der Märkte ist leiser.

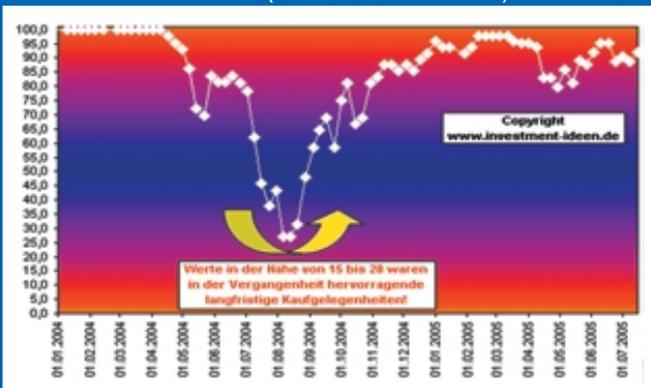
Neun Indikatoren plus Cashreserve für manch günstige Gelegenheiten

Wer nun kurzfristige Schwankungen nicht nutzen will, braucht nur die sechs Primärindikatoren zu beachten. Grundsätzlich gilt: Je mehr Einzelfaktoren negativ sind, desto geringer sollte die Aktienquote sein. Für jeden negativen Faktor kann die Aktienquote pauschal um 10 % reduziert werden. Sind vier oder mehr Primärfaktoren ne-



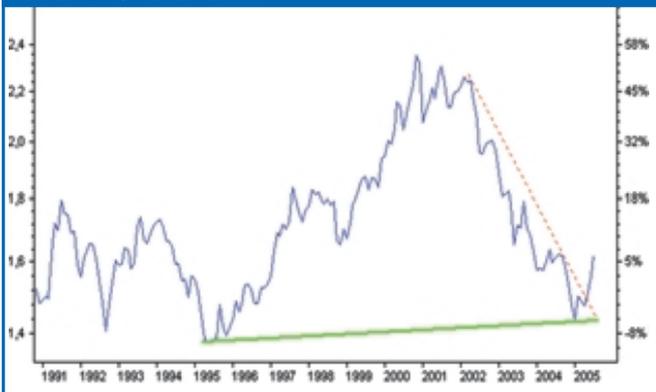
Der Diplom-Kaufmann **Heiko Aschoff** verfügt über 20 Jahre Börsenerfahrung. Er betreut mitverantwortlich als institutioneller Vermögensverwalter bei einem berufsständischen Versorgungswerk rund 7 Mrd. Euro und ist der Gründer des unabhängigen Finanzportals Value Stocks (www.value-stocks.com). In seinem Börsendienst www.investment-ideen.de stellt er seine persönlichen Empfehlungen und Handelsstrategien vor und führt Musterdepots. Aschoff verfolgt diszipliniert einen einfachen Investmentstil, der die Vorzüge fundamentaler und technischer Analysemethoden miteinander kombiniert. In seinem aktuellen Buch „Aktienanalyse für jedermann“, erschienen als Beck-Wirtschaftsberater, vermittelt er praktische Ratschläge und Erkenntnisse für eine erfolgreiche Anlagestrategie.

ABB. 1: GD 200-METHODE (LANGFRISTIGE SIGNALE)



Im Jahr 2004 hat die langfristige Index-Methode bereits im April vor der heftigen Konsolidierung in den Sommermonaten gewarnt und rechtzeitig Ende August 2004 wieder zum Einstieg geklingelt!

ABB. 2: US-\$ GEGEN EURO



Nach mehrjähriger Talfahrt läßt der US-Dollar wieder die Muskeln spielen – zur Überraschung vieler Anleger.

gativ, ist das ein K.O.-Kriterium für Aktien! Dann ist nicht die ideale Zeit, um Aktien zu halten. Dennoch ist es nicht immer ratsam, bei einem extremen Signalwechsel sofort alles zu verkaufen: Besser ist es, zunächst die schwachen und nicht zielkonformen Titel zu veräußern, auf Neuengagements zu verzichten und enge Stop Losses zu setzen. Entspannt sich die Situation schon nach kurzer Zeit, ist man mit den verbliebenen Aktien bestens positioniert. Eskaliert die Situation dagegen weiter, bewahren die Limite jeden Anleger vor größerem finanziellen Schaden. Erfahrungsgemäß kommen die Signalwechsel nicht sprunghaft, sondern schrittweise, so daß die Investitionsquote kontinuierlich angepaßt werden kann. Grundsätzlich sollten immer mindestens 10 % Cash (10 %-Regel) als Reserve bereitstehen, um bei einmaligen Gelegenheiten sofort zugreifen zu können. Wer anschließend zu 100 % investiert ist, reduziert die schwächsten Positionen, bis die Cashreserve wieder aufgefüllt ist.

Primärindikatoren als Wegweiser

Der Titelseiten-Indikator:

Wenn populäre Zeitungen oder Nachrichtenmagazine, deren Themen üblicherweise nicht ausschließlich die Börsen sind, in großen Schlagzeilen an exponierter Stelle den „Tod der Aktien“

ABB. 3: ROHÖL BRENT (US-\$/BRL.) / ROTTERDAM SPOT MARKET



Der unentbehrliche Rohstoff Öl befindet sich seit Jahren in einem starken Aufwärtstrend. Dauerhaft hohe Notierungen hinterlassen unweigerlich Bremsspuren im Wirtschaftswachstum und bereiten inflationären Impulsen ein solides Fundament.

(= positiv) oder „Reich mit Aktien“ (= negativ) verkünden, hat die Stimmung ein kritisches Niveau (Panik bzw. Euphorie) erreicht.

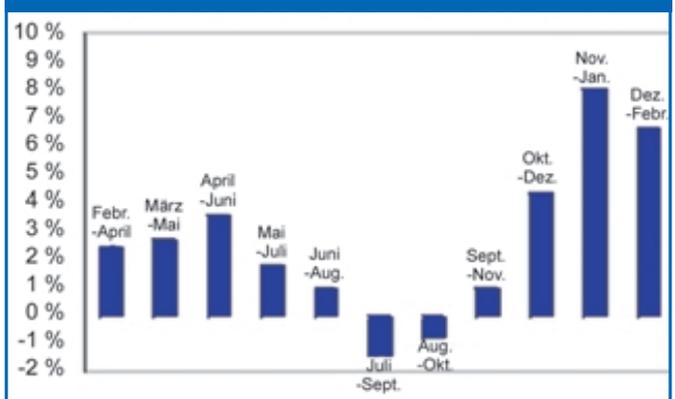
Die langfristige Index-Methode:

Die Märkte neigen zu Übertreibungen mit der Tendenz, zu ihren Durchschnitten zurückzukehren. Je mehr Börsen sich über ihrem langfristigen 200-Tage-Durchschnitt befinden, desto stärker ist ein weltweiter Aufwärtstrend. Wenn fast alle Märkte darüber liegen, besteht die Gefahr einer Korrektur mit einer zeitlichen Verzögerung von mehreren Monaten. Entscheidend ist eine obere bzw. untere Trendwende im Extrembereich (über 90 % bzw. unter 25 %, siehe Abb. 1).

Der Zinstitrend:

Aktien laufen besser, wenn die Zinsen niedrig sind. Ein Blick auf die Rendite der kurz- und langfristigen Anleihen verrät, wohin der Trend geht. Steigen die Zinsen, dann werden Anleihen attraktiver im Verhältnis zu Aktien und umgekehrt. Zinsveränderungen wirken sich heute mit einer größeren Zeitverzögerung als früher auf die Aktienmärkte aus. Eine Ursache liegt in dem

ABB. 4: DURCHSCHNITTLICH BESTE BZW. SCHLECHTESTE DREI-MONATSABSCHNITTE



Quelle: „Aktienanalyse für jedermann“, erschienen als Beck-Wirtschaftsberater

Verhalten der jungen und unerfahrenen Fondsmanager, die sich mehr an den Zu- und Abflüssen ihrer Fondsmittel orientieren als an wirtschaftlichen Gegebenheiten. So führen letztendlich prozyklische Aktivitäten zu Übertreibungen im Trend, bis Zinsveränderungen nach sechs bis achtzehn Monaten ihre Wirkung entfalten.

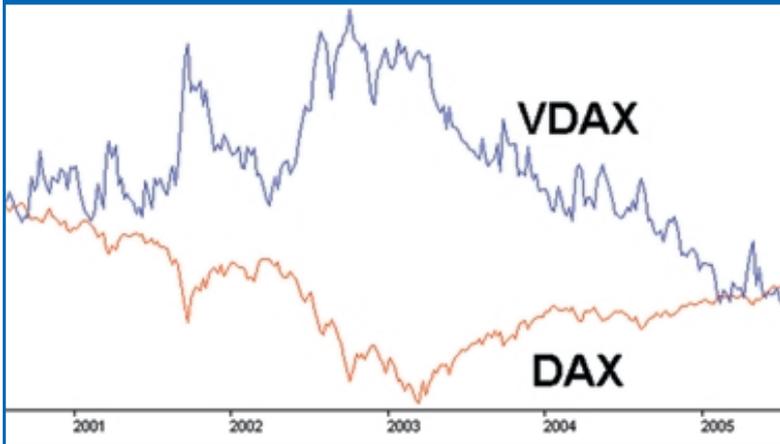
Die Währung:

Aus Investorensicht haben Wechselkursentwicklungen einen bedeutenden Einfluß auf die Attraktivität einer Vermögensanlage. Neben dem US-Dollar sind der Japanische Yen, der Euro und der Schweizer Franken von Bedeutung. Ein stabiler US-Dollar begünstigt die Aktienmärkte, ein schwacher Greenback birgt Gefahren in einer US-Dollar-dominierten Finanzwelt (siehe Abb. 2)

Der Ölpreis:

Das schwarze Gold ist ein unentbehrlicher Grundstoff für unsere Weltwirtschaft. Preissteigerungen wirken sich negativ auf die Konjunktur aus und fressen sich langsam durch die einzel-

ABB. 5: VDAX UND DAX



Volatilität versus Dax: Eine hohe Volatilität geht meist einher mit Angst und fallenden Kursen, während eine niedrige Volatilität als Zeichen der Sorglosigkeit gilt. Erst eine Trendumkehr gibt ein Warnsignal. In dem Chart erkennt man die negative Korrelation zwischen Dax und seinem Volatilitätsmaß VDax.

nen Produktionsstufen – bis wir die Auswirkungen mit zeitlicher Verzögerung spüren. An der Zapfsäule bekommen wir Autofahrer allerdings sofort die Quittung (Abb. 3).

Saisonalitäten:

Es gibt eine ganze Reihe von zyklischen Schwankungen an den Märkten. So belegen statistische Untersuchungen, daß von Mitte November bis April gute Börsenmonate sind. Besonders kritisch ist das „Sommerloch“ von Juli bis September (= negativ) (Abb. 4).

Sekundärindikatoren zum Feintuning

Die Stimmung:

Wenn sich alle Experten einig sind, ist Vorsicht geboten. Eine zu euphorische oder extrem negative Stimmung der Börsenteilnehmer gilt als Warnsignal. Auch die Volatilität gibt Hinweise. Sie mißt die Schwankungsbreite der Märkte (siehe Abb. 5).



Heiko Aschoff: „Aktienanalyse für jedermann“; dtv, 304 Seiten, 12,50 Euro

Die kurzfristige Index-Methode:

Sie mißt die Anzahl ausgewählter Indices in der Nähe ihrer Hochs bzw. Tiefs. Befinden sich deutlich mehr Indices in der Nähe der Hochs, so liegt ein mittelfristiger Aufwärtstrend vor. Ein Trendwechsel wird erst bestätigt bei zwei gleichen Signalen hintereinander.

Der Goldpreis:

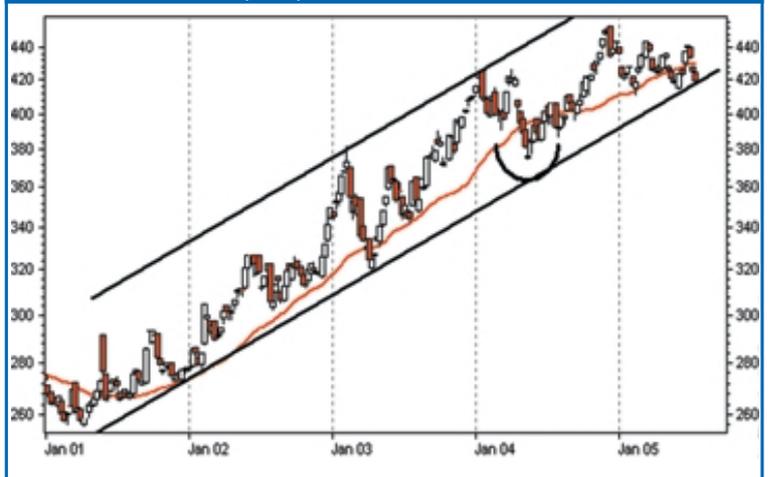
Das gelbe Metall gilt als „Fluchtwährung“. Es ist nicht nur ein Gradmesser der

Angst, sondern auch ein guter Inflationsindikator. Somit kann es den Zinstrend und die Ölpreisentwicklung bestätigen (Abb. 6).

Aktuelle Einschätzung

Trotz der kritischen Jahreszeit und der beachtlichen Kurssteigerungen empfiehlt das „Aktienbarometer“ per Mitte Juli eine Investitionsquote von 70 % (inklusive der 10 %-Regel). Darin enthalten sind 10 % Goldminenwerte bzw. Futures. Vier Primärindikatoren sind positiv. Nur die Ölpreisentwicklung und die Saison-Methode bereiten Sorgen (20 % Abzug von der Investitionsquote). Insgesamt stehen die Zeichen mit 4:2 auf eine Fortsetzung der Hausse. Auch die Sekundärmarktindikatoren vermitteln mit 2:1 ein positives Bild. Die Stimmung ist nicht euphorisch, und die kurzfristige Index-Methode signalisiert steigende Kurse. Der sekuläre Hausstrend beim Gold ist intakt und wird bei der Allokation berücksichtigt

ABB. 6: GOLD LONDON (US-\$)



Das gelbe Metall befindet sich wie die meisten anderen Rohstoffe in einem sekulären Hausstrend. In den letzten Wochen hat der Goldpreis erstmals auch auf Euro- und Yen-Basis neue Hochs erklommen. Damit gelangt Gold stärker in den Focus der Rest der Welt und bekommt gleichzeitig mehr und mehr den Status einer harten Währung als Alternative zu dem inflationären Papiergeldsystem.

(10 % innerhalb der Investitionsquote). Während Goldminen-Aktien kaum mit klassischen Aktien korrelieren, sind als Hedgeposition direkte oder Future-Investments besser, da diese sogar negativ zu Aktien korrelieren. (Hinweis: Darüber hinausgehende Überlegungen zum Engagement in Commodities und andere Assets sind eine Frage der strategischen Allokation, die nicht das Thema des aktuellen Beitrags sind).

Fazit

Bei dem vorgestellten „Aktienbarometer“ handelt es sich um eine nachvollziehbare Methode zur generellen Ermittlung des Investitionsgrades in Aktien. Sie gibt den großen Rahmen vor und läßt Platz für kreative Interpretationen. Gerade weil die vorgestellte Methode so unglaublich einfach ist, wird sie anscheinend in der Börsenwelt kaum beachtet. Probieren Sie es einfach mal aus und berichten Sie uns von Ihren Erfahrungen.

Gesellschaft und Börse

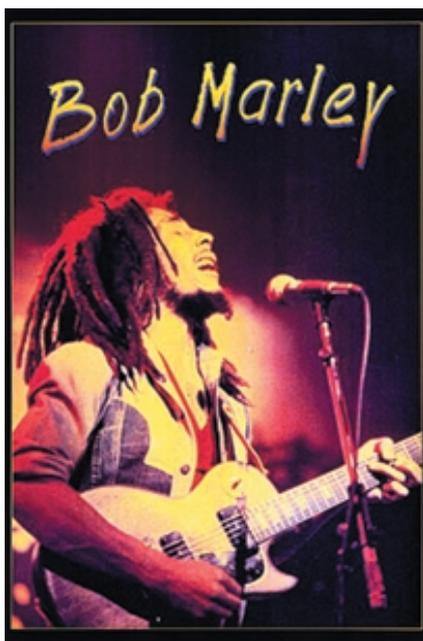
Wie sozio-kulturelle Trendphänomene wirtschaftliche Entwicklungen begleiten und beeinflussen

Gesellschaftliche Trends entstehen durch Kommunikation in der Bevölkerung. Auch in der pluralistischen Gesellschaft verspüren die Menschen einen starken Drang, sich in Gruppen zusammenzutun und Konsensmeinungen zu bilden. Dieses Verhalten hat der „moderne“ Mensch von seinen Vorfahren geerbt, deren Überleben in einer großen Gruppe wahrscheinlicher war. Das Lebensgefühl gesellschaftlicher Gruppen spiegelt sich in populären kulturellen Phänomenen wider. Da die Wirtschaft auch nichts anderes als gesellschaftliche Interaktion ist, könnte man vermuten, daß gesellschaftliche und kulturelle Trends ein klarer Indikator oder sogar Wegweiser für wirtschaftliche Entwicklungen sein könnten. Der interessierte Beobachter stellt häufig fest, daß fundamentale Schieflagen lange ignoriert oder sogar noch gesteigert werden können. Es sind meist erst Umschwünge in der kollektiven Wahrnehmung, die gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Wandel auslösen. Es stellt sich sogar die Frage, ob nun die fundamentalen Umstände einen neuen Trend schufen oder dieser autonom entstand und dann seine Umwelt beeinflusste. Die Preisfindung in Märkten hat nicht nur mit dem vorhandenen Angebot in Relation zur Nachfrage, sondern auch mit der subjektiven und kollektiven Wahrnehmung der „Marktrealität“ der teilnehmenden Personen und ihrer Reaktionen zu tun. Es fällt ins Auge, daß es auch

zyklisch auftretende gesellschaftliche „Megatrends“ gibt, die die Wirtschaft maßgeblich beeinflussen.

Der Trendwechsel in den 60er Jahren

Nach ungefähr 20 Jahren eines langen Aufschwungzyklus im westlichen Wirtschaftsraum deutete sich Mitte der 60er Jahre ein umfassender Trendwechsel an. In inflationsbereinigten Dollar gemessen begann der übergeordnete Bärenmarkt im Jahr 1966. Die 50er Jahre erlebten das „Wirt-



„Chant Down Babylon“: Bob Marley wollte als Ikone der 70er Jahre die „materialistische Welt“ niedersingen

ERFOLGREICHSTE MUSIKTITEL USA IM JAHR 1970

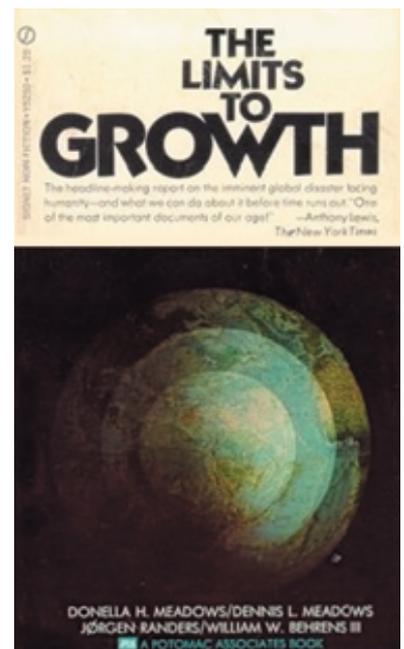
1	BRIDGE OVER TROUBLED WATER	SIMON & GARFUNKEL
2	(THEY LONG TO BE) CLOSE TO YOU	THE CARPENTERS
3	AMERICAN WOMAN/NO SUGAR TONIGHT	THE GUESS WHO
4	RAINDROPS KEEP FALLIN' ON MY HEAD	B.J. THOMAS
5	WAR	EDWIN STARR

Ruhige Folk-Titel oder Protestsongs paßten in die Charts der 70er Jahre, in den „Bullenjahren“ der 90er fehlten sie.

schaftswunder“, die „Freßwelle“ und den Aufstieg einer neuen Tanzmusik („Rock 'n' Roll“). Gesellschaftliche Konflikte traten im Alltag eher in den Hintergrund, von neuer Technologie (z.B. Raumfahrt) war die Mehrheit begeistert. Dies änderte sich ab Mitte der 60er Jahre. Anstatt anhaltender Begeisterung für Konsum und neue Technologie brachen nun gesellschaftliche Konflikte auf. Verteilungskämpfe wurden wichtiger als gemeinschaftliches Vorankommen. Studenten begannen gegen das konservative „Establishment“ zu rebellieren. Der Vietnamkrieg der USA löste weltweite Proteste aus. Die Feministenbewegung wandte sich gegen die „klassische“ Rolle der Frau, und die schwarze Minderheit in den USA forderte inspiriert von neuen Ikonen wie Martin Luther King oder Mohammed Ali mehr Gleichberechtigung. Auch die Umweltbewegung hatte in dieser Zeit ihren Ursprung. Während bis Mitte der 60er Jahre viele Zukunftsrisiken kaum beachtet wurden, nahmen diese nun eine mediale Hauptrolle ein. Filme und Bücher, die apokalyptische Zukunftsvisionen darstellten, wurden zu riesigen Erfolgen.

Verstärkung der Trends Anfang der 70er Jahre

Die gesellschaftlichen Grabenkämpfe wurden immer verbissener. Sie gingen in den terroristischen Exzess (z.B. „RAF“ in Deutschland) über. In die Popmusik flossen gesellschaftskritische Texte und psychedelische Klänge ein. In den USA



Das Buch „The Limits to Growth“ wurde in den 70ern über 9 Mio. mal verkauft. Seitdem wird es andauernd falsch zitiert.

Ölkrise mit Sonntagsfahrverbot und erste Proteste gegen Atomkraft prägten vor allem die 70er Jahre



wurden Fernsehshows zu Quotenrennern, in denen Amateure ihre oft peinlichen Darbietungen aufführten. Die „Trash“- und „Rebellen“- Kultur steigerte sich Mitte der 70er Jahre in den „Punk“. Desse Motto lautete „No Future“. Übermäßiges Konsumverhalten sowie Marken- oder Modebewußtsein waren in großen Gesellschaftsteilen verpönt. Der Profisport erlebte Krisen wie den Bundesligaskandal 1971 und Fast-Pleiten mehrerer amerikanischer Profi-Ligen. Die Raumfahrt, technologische Ikone der 60er Jahre, hatte ihre Faszination in der Bevölkerung verloren. Angesehene Ökonomen waren sich sicher, daß die „Limits to Growth“ („Die Grenzen des Wachstums“) bald erreicht wären. Während dieser Zeit formierten sich auch die Anti-Atomkraft- und die „grüne“ Bewegung in Deutschland.

Großer Trendwechsel Anfang der 80er Jahre

Während in Deutschland der gesellschaftliche Konflikt um den NATO-Doppelbeschuß zur größten Friedensdemonstration aller Zeiten führte, näherte sich an den US-Börsen der Bärenmarkt

ERFOLGREICHSTE KINOFILME USA 1981

1	INDIANA JONES: RAIDERS OF THE LOST ARK
2	SUPERMAN II
3	NINE TO FIVE

Hart anpackende Männer wurden Anfang der 80er Jahre zu den neuen Kinohelden: Deuteten sie die neue Einstellung der Bevölkerung an?

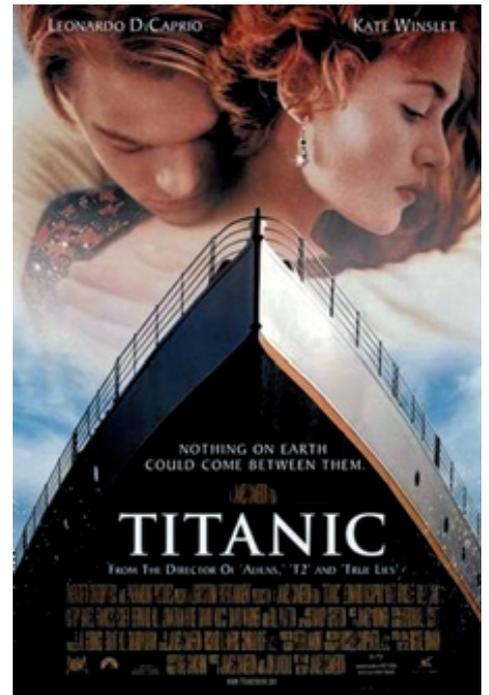
seinem Finale (1982). Neue knallbunte Modetrends schienen Vorboten eines neuen Lebensgefühls zu sein. Düstere Filmproduktionen floppten, Katastrophenfilme waren plötzlich „out“. Statt dessen standen seit Beginn der 80er besonders „anpackende“ Filmcharaktere im Mittelpunkt. In der Popmusik wurden langhaarige Rock-Rebellen und Punker von absoluten Perfektio-

ERFOLGREICHSTE KINOFILME USA 1998

1	TITANIC
2.	ARMAGEDDON
3.	SAVING PRIVATE RYAN

Untergang, Armageddon und Krieg bestimmten Ende der 90er Jahre das Geschehen auf den Kinoleinwänden

nisten verdrängt. In der deutschsprachigen Popmusik löste die „Neue Deutsche Welle“ singende Bedenkenträger und „trashige“ Schlagerstars ab. Schon Ende der 70er Jahre schaffte eine neue Tanzmusik („Disco“) den Durchbruch in den Mainstream. Die musikalischen Kinder der Disco-Welle („Techno“ und andere elektronische Musikstile) sollten später den Soundtrack zum Technologieboom der 90er Jahre bilden. Anfang der 80er Jahre waren zudem „Aerobic“ oder „Bodybuild-

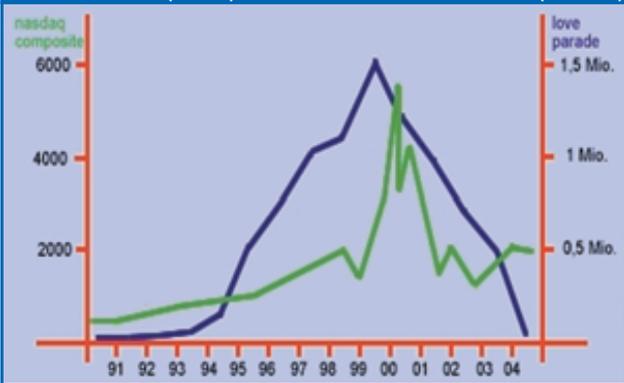


Einer der erfolgreichsten Filme aller Zeiten (1998)

DIE ÖFFENTLICHE WAHRNEHMUNG DER „REALITÄT“ AM BEISPIEL ROHÖL

Banker und Energieexperte Matthew Simmons veröffentlichte zwischen 1995 und 1999 mehrere Analysen, in denen er belegte, daß sich die Überkapazitäten in der Öl- und Gasbranche während der 90er Jahre in Luft aufgelöst hatten. Doch trotz abgebauter Überkapazitäten und in Relation zum Verbrauch niedriger Lagerbestände blieben die Öl- und Gaspreise tief im Keller. Populäre Marktbeobachter sprachen vom „Ende der OPEC“. Tony Blair erklärte in einer Rede, daß die „Information“ das Erdöl als wichtigsten Rohstoff abgelöst hätte. Hedgefonds zelebrierten den Exzeß des alten Trends, indem sie Rohöl 1998 in Grund und Boden shorteten. Erst als gehäuft unerwartet „Überraschungen“ auftraten (Reservenherabstufungen, OPEC-Kapazitätsprobleme), begann die Öffentlichkeit widerwillig, „die neue Realität“ wahrzunehmen. Dadurch und nicht durch eine akute Verknappung wurde eine Neubewertung des „Schwarzen Goldes“ ausgelöst. Smarte Anleger können davon profitieren, indem sie versuchen, diese „kollektiven Überraschungen“ zu antizipieren. Überraschungen, die ungläubig aufgenommen werden, stehen fast immer am Anfang neuer Trends. Der längerfristige Trend zu höheren Energiepreisen wird sich wohl solange fortsetzen, bis sich die „Erkenntnis“ durchsetzt, dem Energiesektor eine deutlich höhere Kapitalausstattung ermöglichen zu müssen. Am Top der Energiepreise wird das Energiesparen weltweit zum Thema Nr.1 werden. Formel 1-Rennen dürften zu diesem Zeitpunkt schon in der Versenkung verschwunden sein.

NASDAQ-INDEX (LINKS) & LOVE-PARADE-TEILNEHMER (RECHTS)



Die Begeisterung für Techno-Musik hatte einen leichten Vorlauf zur „Tech-Bubble“

ding“ Anzeichen für einen neu aufkommenden Körperkult. Bedrohliche Katastrophen wie Tschernobyl wurden relativ schnell weggesteckt und notorische Terroristenunterstützer wie „Revolutionsführer“ Gaddafi eher belächelt. Derweil blickten die wenigen verbliebenen Börsianer ungläubig auf die steigenden Kurse.

Die 90er Jahre

Nach einer kurzen Verschnaufpause setzten auch die gesellschaftlichen Trends zu einem spektakulären „Blow-off“ an. Die Berliner Love-Parade stieg zur weltweit größten Tanzveranstaltung aller Zeiten auf. Der Konsumrausch, besonders bei der amerikanischen Baby-Boom-Generation, die Profisportbegeisterung und der Körperkult nahmen exzessive Ausmaße an. Die „Spaßgesellschaft“ war geboren. Die in den 60er Jahren erfolgreichen „künstlich“ zusammengestellten kommerziellen Popgruppen wurden von neuen künstlichen Popprodukten (z.B. „Take That“) erfolgreich imitiert. Doch in den Kinosälen schien sich schon 1998 das Ende der Spaßgesellschaft anzukündigen.

Trendwendsignale um das Jahr 2000?

Im Jahr 2000 sprachen „berauschte“ Ökonomen bereits vom „endlosen Boom. Zukunftsrisiken wurden vollständig ausgeblendet. So mancher Historiker sah „The End of History“ („Das Ende der fortschreitenden Geschichte“) gekommen und konnte sich neue geopolitische Spannungen kaum vorstellen. Der Körperkult näherte sich durch die gesellschaftliche Akzeptanz von Schönheitsoperationen und dem „Jugendwahn“ einem Extrem. Doch ab dem Jahr 2000 büßte die elektronische Tanzmusik abrupt an Popularität ein. Abstruse Katastrophenszenarien geisterten durch die Medien, der „Y2K-Bug“ sollte angeblich am 1.1.2000 die Computer der Welt lahmlegen. Die Entschlüsselung des menschlichen Genoms wurde mit gemischten Gefühlen aufgenommen. Während über zwei Jahrzehnte hinweg Lebensmittelskandale weitgehend ignoriert wurden, lösten wenige BSE-Fälle in Deutschland um das Jahr 2000 herum eine regelrechte Massenhysterie aus (die „Bullen“ wurden verrückt und verendet). Im Frühjahr desselben Jahres nahm die „Trash-Kultur“ im großen Stil Einzug in die deutsche Medienlandschaft. Die „Big Brother“-„Stars“ dilettierten sich auf die Bildschirme und in die Hitparaden. In den USA wurde ein

BUSINESS AND NATURE IN HARMONY

Der Holzmarkt boomt.

Investieren Sie in Edelholz - ökologisch sinnvoll für die Umwelt, renditeoptimiert für Ihr Investment.

Die Prime Forestry Group ist mit dem klaren Ziel gegründet worden, eine führende Position im Bereich der tropischen Forstwirtschaft zu übernehmen. Von dem professionellen und nachhaltigen Anbau von Teak profitiert nicht nur der Regenwald und die Umwelt, sondern auch Investoren, die sich durch den Kauf von Bäumen aus den gewinnorientierten Plantagen der Prime Forestry Group einen langfristigen Kapitalertrag sichern wollen.

Werden Sie Baumbesitzer bei der Prime Forestry!

Ihre Vorteile im Überblick:

- Attraktive Rendite von bis zu 14% und mehr - ökologisch sinnvoll!
- Vererbbarkeit und Übertragbarkeit des Investments.
- Überzeugendes Sicherheitskonzept durch einen ausgezeichneten Versicherungsschutz gegen Feuer und andere Naturkatastrophen.
- Investition schon ab EUR 3'200 möglich.

Ja, bitte informieren Sie mich näher über das Investment im Bereich nachhaltiger Forstwirtschaft.

Name: _____

Adresse: _____

Telefonnr.: _____

Handynr.: _____

Email: _____

Prime Forestry Group, Uetlibergstr. 132, CH-8045 Zürich
 info@primeforestry.com, www.primforestry.com



Trend zu mehr Regionalisierung: Während der Umsatz des US-Markenriesen Coca-Cola in vielen arabischen Ländern einbrach, feierte die arabische „Mecca-Cola“ einen Überraschungserfolg

neuer Präsident ins Amt berufen, zu dessen Hauptunterstützern neokonservative und evangelikale („christliche Fundamentalisten“) Gruppen gehören, die am rechten Rand des politischen Spektrums anzusiedeln sind. Romane über Verschwörungstheorien und Katastrophenszenarien begannen wieder in die Bestsellerlisten zu klettern.

Auffällige Trenddynamiken

An großen Wendepunkten treten kaum noch steigerbare Exzesse bei den genannten Trends auf. Ignoranz von Risiken oder deren Überdramatisierung haben dort Hochkonjunktur. Neu auftretende Phänomene, die dem in den vorangegangenen Jahren übergeordneten Trend und damit der etablierten Konsensmeinung widersprechen, lösen in der Bevölkerung große Überraschung aus. So schockierten das unerwartete Aufflammen der palästinensischen Intifada im Jahr 2000 und besonders die Anschläge des 11.9.2001 die Weltöffentlichkeit. Am Tiefpunkt des großen Bärenzyklus 1966-1982 konnte die islamische Revolution im Iran (1979) mit anschließendem Krieg (Irak-Iran) und

TYPISCHE PHÄNOMENE IN LANGEN WIRTSCHAFTLICHEN EXPANSIONSPHASEN

- ◆ Abnehmende Polarisierung zwischen gesellschaftlichen und politischen Gruppen
- ◆ Tanzbare Musikstile werden beliebter und schneller
- ◆ Politik neigt zu pragmatischer Strategie und Konsenspolitik
- ◆ Sich verstärkendes Modebewußtsein in großen Teilen der Bevölkerung
- ◆ zunehmender Körperkult, Perfektion ist „in“
- ◆ Die Risikobereitschaft steigt, sie drückt sich sowohl in der Kreditwirtschaft als auch in Modestilen und Freizeitgestaltung aus
- ◆ steigendes Konsuminteresse
- ◆ mehr Begeisterung für Neues (z.B. neue Technologien)
- ◆ Steigende Bewunderung von „perfekten“ Stars in Popkultur und Sport
- ◆ Katastrophen und Skandale werden schnell abgeschüttelt und können den Trend zu positiverem Sentiment nicht stoppen
- ◆ sich verstärkende Betonung von positiven Zukunftsszenarien

zweitem Ölpreisschock die schon „abgestumpfte“ Öffentlichkeit (und die Börsen) kaum noch beeindrucken. Geopolitische Konflikte, Hungerkatastrophen, Kalter Krieg und Terrorismus erschienen damals vielen schon als „Normalzustand“. Die wenige Jahre später beginnende Perestroika des neuen sowjetischen Generalsekretärs Gorbatschow wurde jedoch als kaum noch erhoffte politische Wende nur ungläubig aufgenommen. Ein typisches Phänomen eines beginnenden großen Trendwechsels ist die graduell eintretende und für viele überraschende Erkenntnis, daß die alten Trends nicht mehr die Zukunft bestimmen werden. Diese „Überraschungen“ sind auch Antrieb für sich verändernde Kapitalströme an den Finanzmärkten und lösen neue, langfristige Trends aus.

Beobachtung von gesellschaftlichen Trends als Analysehilfe

Mechanische Analyseversuche von Wirtschaftszyklen haben nur unzureichende Aussagekraft. Es gibt keine mathematische Formel, die vorhersagen kann, wann genau ein Kreditexzeß implodieren muß. Keine Kalkulation kann vorhersagen, wann Anleger massenhaft aus überbewerteten „gehypften“ Aktien aussteigen oder in einen jahrelang verschmähten Sektor einsteigen. De-

TYPISCHE PHÄNOMENE IN LANGEN WIRTSCHAFTLICHEN ABSCHWUNGSPHASEN

- ◆ Auftreten von Protest- oder Gegenbewegungen, die sich meist gegen auf die Spitze getriebene Trends des vorangegangenen Zyklus wenden
- ◆ sich verstärkende Polarisierung und Konfliktbereitschaft innerhalb der Gesellschaft und in der Welt
- ◆ Politik und gesellschaftliche Gruppen neigen verstärkt zu dogmatischen Vorstellungen
- ◆ Trend in populärer Musik von schneller Tanzmusik zu weniger tanzbaren Stilen und deutlich langsamerer Tanzmusik
- ◆ abnehmende Begeisterung für „perfekte“ Stars
- ◆ Steigende Popularität von „Trash-“ oder „Anti-Kultur“
- ◆ abnehmendes Konsuminteresse
- ◆ Abnehmendes Modebewußtsein oder Trend zu „Anti-Mode“-Stilen, weniger Körperkult
- ◆ Steigende „Popularität“ von Katastrophenszenarien, Überbetonung von Risiken
- ◆ sich verstärkender Trend zum Irrationalen, Religiösen, Okkulten, Esoterischen und zu Verschwörungstheorien

mographische Analytik wurde während der 30er Jahre temporär ad absurdum geführt. Keine Statistik kann gesellschaftliche Umwälzungen genau antizipieren, die dann wiederum große Auswirkungen auf wirtschaftliche Entwicklungen haben. Genau hier kann das Beobachten gesellschaftspsychologischer Trends hilfreich sein. Ein Kreditzyklus kippt, wenn entweder die Kreditgeber ihre Risikokriterien hochschrauben oder die Kreditnehmer kollektiv eher an die Rückführung ihrer Kredite denken. Der Auslöser ist meist ein Umschwenken bei der Beurteilung der Zukunftsperspektiven. Wer von einem weltweiten geopolitischen



„Don't worry, be happy“
Neues Motto der 80er

Frieden überzeugt ist, investiert eher in Emerging Markets. Dabei hat das Verhalten in der Familie, der Nachbarschaft und der Gesellschaft großen Einfluß auf die Entscheidungen des Einzelnen. Diese Trends werden durch die häufig einseitig plakative Darstellung durch die Massenmedien noch erhöht. Das daraus entstehende Lebensgefühl drückt sich dann in neuen kulturellen und gesellschaftlichen Trends aus. Wer Bungee springt, nimmt vielleicht auch riskante Kredite auf. Wer aus Zukunftsangst dagegen Antikriegsdemonstrationen besucht, wahrscheinlich nicht.

Spekulativer Ausblick

Anfang der 80er Jahre begann eine Phase, die unter dem Motto Globalisierung und kontinuierlich steigender Technologie-Euphorie steht, wobei diese Zeit sehr stark US-amerikanisch geprägt war und ist. Es ist wahrscheinlich, daß sich in den nächsten Jahren verstärkt eine Gegenbewegung formiert, die z.B. wieder mehr lokale Produktion fordern könnte. Auch der Siegeszug der Technologie im Alltag könnte bald von großen Teilen der Bevölkerung in Frage gestellt werden. Sowohl militante Anschläge gegen amerikanische Machtzentren als auch der Unwillen von Regierungen kleinerer Staaten, als Paladine für US-Interessen zu dienen, sind erste Anzeichen aggressiven Widerstands gegen die dominante Position der USA in der Welt.

In der Unterhaltungsbranche zeichnet sich ein neuer Trend zu mehr Regionalisierung ab, die angloamerikanische Entertainment-Industrie scheint global an Marktanteilen zu verlieren. In Deutschland wird verstärkt gegen die Verwendung englischer Wörter in der deutschen Sprache protestiert und über die Einführung einer Radioquote für deutschsprachige Musik diskutiert. Positive Science Fiction-Utopien haben zunehmend einen schwereren Stand. Star Trek („Raumschiff Enterprise“) als

positives Zukunftsszenario feierte in den 60er Jahren große Quotenerfolge, wurde jedoch kurz nach Beginn des übergeordneten Bärenmarktes 1969 abgesetzt. Die Serie feierte in den 80er und 90er Jahren ein fulminantes Comeback. Im Jahr 2005 wird sie aufgrund mangelnden Interesses im US-Fernsehen wieder abgesetzt.

Ein weiteres auffälliges Phänomen ist das weltweit vermehrte Auftreten von religiösem Fundamentalismus. Dies kann möglicherweise als Fluchtverhalten vor der „Verkomplizierung“ der Welt durch neue wissenschaftliche Erkenntnisse und neue Technologien erklärt werden. In den 1920er Jahren formierte sich in den USA eine starke religiös-fundamentalistische Bewegung, die besonders gegen die neuen Lehrpläne in den Schulen protestierte, die u.a. die Evolutionstheorie enthielten. Eine ähnliche Neigung zu simplem Fundamentalismus beginnt sich nun auch vermehrt in anderen Lebensbereichen zu zeigen. Als Beispiel könnte man die stärker werdenden Rufe nach einem Goldstandard und „Marktfundamentalismus“ nennen. Sollten diese neuen Trends wirklich die Leitmotive eines neuen großen Zyklus darstellen, könnte sich eine längere Phase mit globalen und innergesellschaftlichen Konflikten, verstärktem religiösen und politischen Dogmatismus und möglicherweise sogar ein Trend zur politisch verordneten Relokalisierung / Regionalisierung (i.S.v. Protektionismus) der Wirtschaft anbahnen.

All die hier angedeuteten Entwicklungen müssen nicht zwangsläufig im Widerspruch zur im Smart Investor vertretenen positiven Sicht der Aktienmärkte für die kommenden Jahre stehen. Vielmehr gehen wir davon aus, die sich die oben angedeuteten, eher destruktiven gesellschaftlichen Tendenzen parallel zu steigenden Aktienmärkten entfalten werden. Die sich dabei immer stärker aufbauenden Spannungen und Ungleichgewichte dürften sich erst im Gleichklang mit einer globalen Aktienbaisse entladen, deren Beginn wir aber nicht vor dem Jahre 2008 erwarten (sh. auch „Das große Bild“ auf Seite 31).

Matthias Kemnitz

Anzeige



Der Libero
unter den
Meinungsbildnern:

www.ef-magazin.de

NACHHALTIGES INVESTIEREN/DERIVATE

CO₂-Emissionszertifikate – Ökonomie meets Ökologie

Saubere Luft fürs Depot

Alles hat seinen Preis, so auch die Umwelt respektive deren Verschmutzung. Da der Ausstoß, also die Emission, des Ozonkillers CO₂ unsere Umwelt über Gebühr belastet, hat sich die internationale Staatengemeinschaft im Protokoll von Kyoto auf eine Emissionsreduktion verständigt. Daß hieraus Investitionsmöglichkeiten auch für den Privatanleger erwachsen, ist nur den wenigsten bekannt.

Eine mächtige Allianz

Kohlendioxid entsteht vor allem bei der Verbrennung von fossilen Brennstoffen wie Kohle oder Öl. Die Kyoto-Verpflichtung macht nun ab Februar dieses Jahres für jeden Industriestaat die Reduktion des Treibhausgases um 5 % bis 2012 obligatorisch, auf Basis des Niveaus von 1990. Durch die Weigerung der USA und Chinas, das Kyoto-Abkommen zu ratifizieren, wird der politische Sprengstoff des Projekts deutlich. Es sind aber vor allem die Konsequenzen für die Volkswirtschaften und die Unternehmen, die die wahre Tragweite des Protokolls offenbaren. Gerade energieintensive Branchen und Stromerzeuger werden gezwungen sein, entweder ihren CO₂-Ausstoß zu reduzieren oder, wenn sie dies nicht können oder wollen, sich eine zusätzliche Umweltbelastung über Emissionszertifikate zu erkaufen.

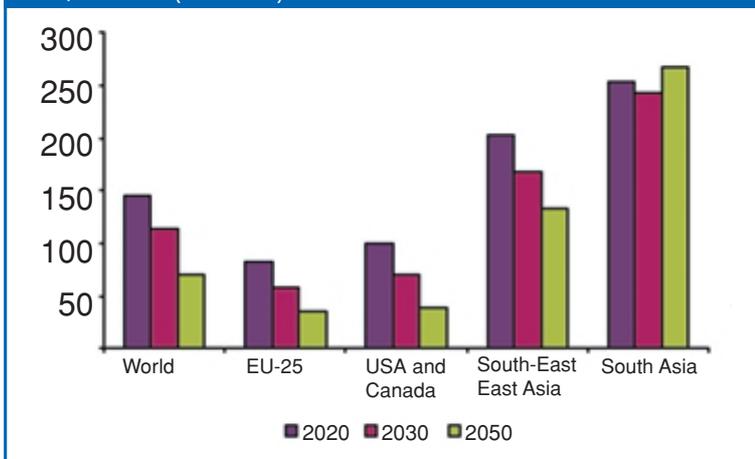
Was kostet eine Tonne CO₂?

Durch das kürzlich in Europa eingeführte Emissionshandelssystem wird die Menge an CO₂, die ein Land und dort ansässige Unternehmen in die Luft pusten dürfen, festgelegt. Damit erhält eine Tonne CO₂, da sie im Kalkül der Unternehmen eine Rolle spielt, einen bestimmten Preis. Ob ein Unternehmen in den Handel mit Emissionszertifikaten, in Europa EU Allowances (EUAs) genannt, einsteigt, hängt demnach vom Preis für ein Emissionsrecht ab. Für die Konzerne kann das Thema „Emissionsvermeidung“ jedoch immer gewichtiger werden, eröffnet es doch perspektivisch neue Erlösquellen. Ein EUA berechtigt den Besitzer, pro Zeiteinheit eine bestimmte Menge CO₂ freizusetzen. Setzt er weniger frei als in den EUAs verbrieft, kann er seine Rechte veräußern. Gehandelt werden Emissionsrechte an Energiebörsen, so unter anderem an der European Energy Exchange in Leipzig. Damit wird den Derivate-Emittenten eine Basis geboten, Produkte zu offerieren, die dem Anleger die Teilhabe an der Entwicklung des Preises für den CO₂-Ausstoß ermöglicht.

Determinanten der Preisbildung

Langfristig wird der Preis eines CO₂-Emissionsrechts zunächst von der nationalen Verteilung der Emissionszertifikate abhängen. Daneben beeinflussen auch Gutschriften für emissionsreduzierende Projekte das Preisniveau. Realisiert werden können diese etwa über Aufforstungsprojekte in Form des nachhaltigen Waldanbaus (siehe auch Smart Investor 7/2005). Ebenfalls preisbeeinflussend wirkt sich der Anteil der Erneuerbaren Energien (EE) am Energiemix aus. Selbst wenn man die Emissionen der Backup-Reserven berücksichtigt, wird der vermutlich immer höhere EE-Anteil ein diesbezüglich höheres Angebot an EUAs bedeuten. Schließlich sind die von den Unternehmen zu zahlenden Vermeidungskosten für eine Tonne CO₂ eine mitentscheidende Größe. Sobald eigene Anstrengungen teurer sind als ein Emissionsrecht, wird ein Unternehmen ein solches erwerben. Da Umweltschutzaufgaben zudem die Kosten für emissionsvermeidende Nachrüstungen in die Höhe treiben, ist damit von einer steigenden Nachfrage nach Emissionsrechten auszugehen.

ABB. 1: ERWARTETER TREIBHAUSGASAUSSTOSS IM VERHÄLTNISS ZUM BASISJAHR 1990 (1990=100)



Quelle: FAIR Modell der Europäischen Energie Agentur EEA

South Asia umfaßt unter anderem Indien, Pakistan und Bangladesh; South-East/East-Asia umfaßt unter anderem China, Südkorea, Thailand, Indonesien

Aus der Grafik wird ersichtlich, daß die Preise für CO₂-Emissionsrechte in den nächsten Dekaden eher nach oben streben dürften, da sich vor allem der asiatische Raum zusätzliche Emissionen mittels Emissionsrechten erkaufen muß

Auch Petrus hat seine Finger im Spiel

In der kurzen Frist sind es andere Faktoren, die den Wert eines EUAs tangieren. Das Dreiecksverhältnis der Preise für Kohle, Öl und Gas ist hierbei entscheidend. Steigt der Ölpreis, dann klettert auch der an ihn gekop-

pelte Preis für Erdgas. Dadurch wird ein Wechsel bei der Stromversorgung, weg von der Kohle hin zu Erdgas, unattraktiver. Eine CO₂-Emissionsreduktion rückt so in weite Ferne, EUAs dürfen sich wachsender Nachfrage erfreuen. Kurzfristig ebenfalls von Belang ist die wirtschaftliche Prosperität. Brummt die Konjunktur, so steigt – trotz des voranschreitenden Wandels zur Dienstleistungsgesellschaft – der Energiebedarf und mit ihm die CO₂-Emission. Aber auch Petrus trägt sein Scherflein zur Preisbildung bei EUAs bei. So ist die Stromerzeugung wetterabhängig, je größer die Differenziertheit des Energiemixes ausfällt. Ein trockener Winter beeinträchtigt beispielsweise Wasserkraftwerke, ein schlechter Sommer Solarkraftwerke.

Diese möglichen Minderproduktionen müssen durch konventionelle Kraftwerke aufgefangen werden. Wer auf steigende Emissionsrechtspreise spekuliert, sollte also die Klimaprognosen im Auge behalten. Erst recht bei den sich häufenden Wetterkapriolen.

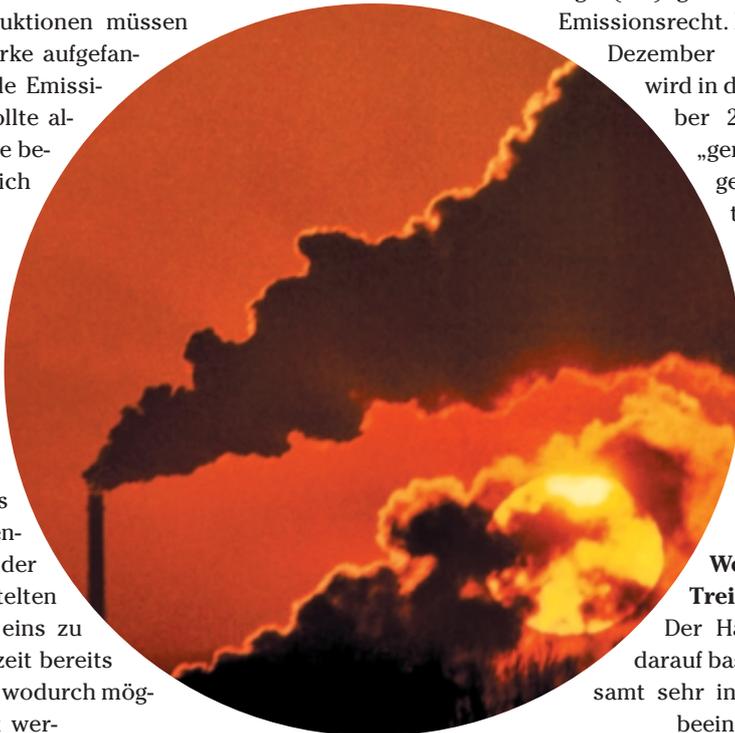
Ein neuer Rohstoff wird entdeckt

Der erste Emittent, der dem Anleger eine Teilhabe an der Preisentwicklung der Emissionsrechte ermöglichte, war Dresdner Kleinwort Wasserstein. Deren wie ein klassisches Index-Zertifikat funktionierendes Produkt bildet den an der Leipziger Strombörse ermittelten Preis für ein Emissionsrecht eins zu eins ab. Leider endet die Laufzeit bereits am 1. Dezember dieses Jahres, wodurch mögliche Gewinne voll versteuert werden müssen. Begründet wird diese enge zeitliche Befristung mit dem Auslaufen des zu Absicherungszwecken eingegangenen Future-Kontraktes, wie der Emittent gegenüber Smart Investor darlegte. Neue Zertifikate sind aber

bereits in Planung. Ein Investor hätte in der Spitze knapp 50 % verdient, wäre er bei Ausgabe des Papiers Anfang Mai 2005 sofort eingestiegen. Hintergrund war hier die anfangs falsche Einschätzung bezüglich des wahren Wertes eines Emissionsrechts.

ABN Amro „rollt“ den CO₂-Markt auf

Wieder einmal ist es die niederländische ABN Amro, die mit einem Open End-Zertifikat auf CO₂-Emissionsrechte unter Umständen den Nerv der Zeit trifft. Das Ende Juni emittierte Papier basiert auf dem an der Londoner International Petroleum Exchange (IPE) gehandelten Future auf das CO₂-Emissionsrecht. Der aktuelle Kontrakt wird im Dezember abgerechnet. Anschließend wird in den dann aktuellen, im Dezember 2006 auslaufenden Kontrakt „gerollt“. Das gewohnheitsmäßige Abrechnen eines Futurekontraktes nach drei Monaten ist aufgrund der mangelnden Liquidität noch nicht möglich. Kostenseitig schlägt das „Roller“ mit 0,1 % vom Zertifikatspreis zu Buche. Der Spread, also die Spanne zwischen dem An- und Verkaufspreis des Zertifikates, beträgt etwa 2 %.



Künftig dürften qualmende Schloten energieintensiven Branchen teuer zu stehen kommen

Wenig Durchsicht im Treibhaus

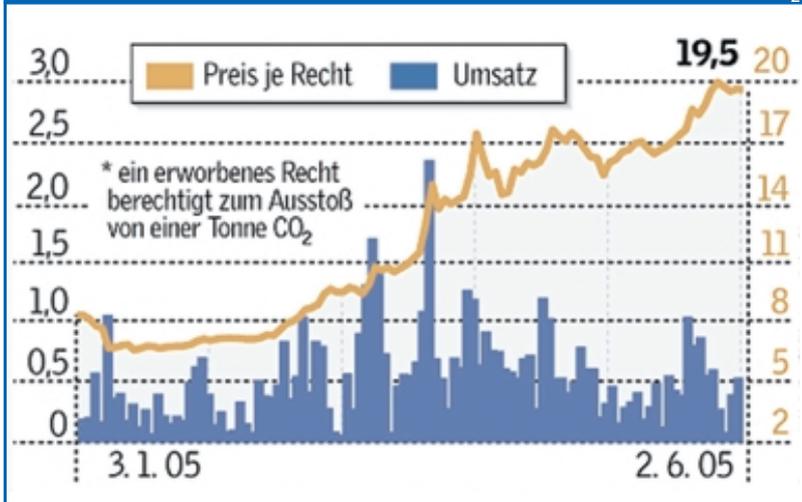
Der Handel mit CO₂-Rechten und darauf basierenden Derivaten ist insgesamt sehr intransparent. Viele den Kurs beeinflussende Informationen können nicht zeitnah verarbeitet werden und könnten somit eine hohe Volatilität nach sich ziehen. Auch

müssen viele Unternehmen ihre erste CO₂-Bilanz erst im nächsten Jahr vorlegen, so daß die Parameter der Preisbildung erst dann endgültig feststehen dürften. Aber auch auf politischer Ebene sind weitere Hindernisse auszuräumen: Die EU hinkt beim Zuteilungsverfahren für die Rechte in Griechenland hinterher, in Deutschland gibt es gerichtliche Streitigkeiten bezüglich der Zuteilung. Damit handelt der Anleger immer unter einer gewissen Unsicherheit.

Fazit

Mit nur zwei Zertifikaten ist die Auswahl an Anlagezertifikaten im Markt für CO₂-Emissionsrechte derzeit noch äußerst übersichtlich. Wenn ein Anleger glaubt, Politik und Wirtschaft sei es ernst mit der CO₂-Reduktion, dann sollte er sich hier langfristig engagieren, da weitere Verschärfungen der Ausstoßvolumina bereits ante portas stehen. Rechnet man dies mit ein, ergibt sich eine einfache Formel: weniger CO₂ in der Luft = mehr Rendite im Depot.

Abb. 2: PREIS- UND UMSATZENTWICKLUNG EINES EU-EMISSIONSRECHTS AUF CO₂



Quelle: Financial Times Deutschland, Point Carbon

PRINZIPIEN DES MARKTES

„Der Markt macht die Nachrichten“

Wie Nachrichten vom Anlegerpublikum aufgenommen und interpretiert werden, hängt in entscheidendem Maße vom jeweiligen Marktumfeld ab.

„The market tells the story“ ist ein Sprichwort, das in den USA schon jeder Börsenkommentator auf den Lippen hatte. Auch im deutschen Börsianerjargon ist der vergleichbare Ausspruch „Der Markt macht die Nachrichten“ durchaus nicht unbekannt. Nicht ganz zu Unrecht, wie folgender Einblick zeigt.

Tatort Wall Street

Es ist der 10. September 2001. An der New Yorker Wallstreet ist die Stimmung alles andere als berauschend. Die Aktienmärkte geben bereits seit Wochen nach. So hat der marktweite S&P 500 in den vergangenen Monaten rund ein Sechstel seines Wertes eingebüßt, ohne daß sich dafür signifikante Nachrichten oder Ereignisse haben ausmachen lassen. Als am Tag später, aufgrund der Terroranschläge von New York, die Kurse weiter einbrechen, spricht so mancher davon, daß die Börsen schon vorbereitet waren, nur das Ausmaß übertraf alles. Zwar mag diese These im ersten Augenblick etwas ketzerisch klingen, doch zeigt ein Blick auf die Kursentwicklung der folgenden Wochen an der Wallstreet, daß sie so falsch nicht ist. Die tatsächlichen Kursverluste in den Tagen nach dem 10. September waren schließlich nach nur wenigen Wochen ausgeglichen.

Messer stumpfen sich ab – auch Terror

Daß sich wiederholende Ereignisse zunehmend abstumpfend auf das menschliche Gemüt – und damit letztlich auch auf die Kurse – wirken, zeigt zudem die Terrorfolge New York 2001, Madrid 2004, London 2005. Natürlich spielt dabei auch das jeweilige Ausmaß der Anschläge eine Rolle, dennoch zeigt sich, daß die Börsen immer schneller zur Tagesordnung zurückkehren. Es wäre zwar schon zynisch für die Opfer, aber nicht unbedingt abwe-

gig, daß in Zukunft ein Terroranschlag von steigenden Kursen begleitet wird. Der Tenor dazu könnte lauten: „Es hätte schlimmer kommen können.“

Ereignisse folgen Kursen

Auch die vergangenen zwölf Monate in Deutschland stellen einen vor die Frage, was war zuerst da, die Kurse oder das Ereignis? So zeigt der Dax bereits seit Sommer letzten Jahres – unterbrochen von kleineren Korrekturen – einen schönen Aufwärtstrend. Die Frage, die bis Mai offen bleiben mußte, war: Warum? Eine politische Zwickmühle mit SPD und Grünen als Mehrheit im Bundestag und CDU/CSU als Hausherren im Bundesrat konnte nicht als Rahmenbedingung für stabile politische Verhältnisse gelten, die Wirtschaft und Unternehmen im derzeitigen Umfeld Sicherheit für strategische Entscheidungen bieten konnte. Nach dem 22. Mai, den Landtagswahlen in NRW und der Bestrebung des Bundeskanzlers, Neuwahlen herbeizuführen, ist in Anbetracht der derzeitigen Politpräferenzen der Bevölkerung vieles klarer. Auch was die Reihenfolge von Kursentwicklungen und Ereignissen angeht.

...und nicht umgekehrt

Selbst auf Unternehmensebene heruntergebrochen, stehen meist die Kursentwicklung vor dem Quartalsbericht, der Kursseinbruch vor den Bilanzunregelmäßigkeiten und die deutlichen Kursgewinne vor dem neuen Großauftrag. Die Fundamentals, um in der Analystensprache zu bleiben, können sich eben doch von heute auf morgen ändern. Etwas anderes ist es mit den Kursen respektive Charts. Sie zeigen meist die Richtung bereits lange vor. Es bleibt beim Anleger, dies bzw. auch Brüche in den Mustern entsprechend zu deuten.

**Fazit**

Die Summe aller „intuitiven“ Meinungen, die sich über einen „vollkommenen Markt“ wie die Börse abbildet, scheint – so zeigt es diese kurze Schilderung – doch meist die richtige zu sein. Zwar ist es mit Sicherheit falsch, dem Markt in jegliches Territorium zu folgen, wie beispielsweise der Internet-Hype der Jahre 1999 und 2000 gezeigt hat. Noch schlimmer ist es im Regelfall jedoch, sich gegen den Markt zu stellen. Sonst bekommt man als Anleger schnell die Nachricht serviert, warum die Börse gegen die eigene Meinung gelaufen ist. Schließlich macht der Markt doch die Nachrichten.

Frank Schnattinger

DAS GROSSE BILD

Die Treibsätze für den Bullenmarkt

Seit geraumer Zeit gehört Smart Investor zu den optimistischsten Börsenmedien Deutschlands. Die wichtigsten Gründe dafür finden Sie in diesem Artikel zusammengefaßt.

Vom „Pit Bull“...

Im Jahre 2003 ging Smart Investor davon aus, daß die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten seit den Tiefs im März 2003 (in Europa) bzw. im Oktober 2002 (in USA) nur im Sinne einer Aufwärtskorrektur innerhalb einer sehr langen Baisse zu verstehen sei (Bearmarket-Rally). Damals titulierten wir diese Phase als „Pit Bull Market“. Zwar räumte Smart Investor dieser scharfen Aufwärtsbewegung ein großes Kurspotential ein, wies jedoch immer wieder darauf hin, daß der „Pit Bull“ irgendwann ein Ende finden und sich dann ein erneuter Baisse-Schub anschließen würde.

...zum „Real Bull“

Allerdings kamen uns im Sommer letzten Jahres Zweifel an der „Pit Bull“-Theorie. Zum einen deutete die charttechnische Struktur im Jahr 2004 nicht auf eine Top-Bildung, sondern nur auf eine Korrektur in einem Aufwärtstrend hin (sh. „Flagge“ in Abb. 1), das Anleger sentiment war viel zu skeptisch, als daß mit einer neuerlichen Baisse zu rechnen gewesen wäre, und die Fundamentaldaten der Unternehmen verbesserten sich Zug um Zug. Über all diese Punkte wurde hier in den letzten Monaten ausführlich berichtet. Seit Sommer letzten Jahres vertreten wir deshalb an dieser Stelle die Prognose, daß die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten viel weiter nach oben führen dürfte, als sich die meisten Marktteilnehmer vorstellen können (und als manchem vermutlich auch lieb sein kann). Allerdings fanden Sie an dieser Stelle bisher keine umfassende Erklärung



Der Bär, auf dem wir noch Anfang 2004 zu reiten glaubten, stellte sich als Bulle heraus

für diese bullische Zukunftserwartung. Wir führten letztlich immer nur die Symptome dafür auf, daß ein neuerlicher Baisse-Schub nicht zu befürchten ist. In dieser Ausgabe finden Sie nun eine Reihe von Gründen für unsere Annahme eines noch mindestens drei Jahre andauernden Bullenmarktes („Real Bull“) bei den Aktien:

I. Boom in China/Emerging Markets

Schon seit geraumer Zeit weisen die Entwicklungsländer deutlich höhere Wachstumsraten auf als Industrieländer. 5 % BIP-Zuwachs p.a. und mehr sind für viele Volkswirtschaften in Asien, Osteuropa, Lateinamerika und auch Afrika nicht ungewöhnlich. Einhergehend mit der Zunahme der wirtschaftlichen Leistung in diesen Ländern zieht natürlich auch deren Nachfrage nach Rohstoffen, Maschinen und Know-how stark an. Die etablierten Industrienationen (USA, Europa und Japan) profitieren in nicht unerheblichem Maße von diesem Nachfragesog, ganz einfach deshalb, weil sie die Produkte produzieren, welche ein aufstrebendes Land benötigt.





Infrastrukturprojekte im Vorfeld der beiden Großereignisse Olympische Spiele 2008 in Peking (sh. Logo links) und Weltausstellung 2010 in Shanghai (sh. Skyline oben) werden den Boom in China weiter anheizen

stellung 2010 in Shanghai. Nicht umsonst zeigt sich das Land der Mitte dem Besucher derzeit als gigantische Baustelle, schließlich gilt es, die Infrastruktur für beide Veranstaltungen unter Hochdruck aufzubauen. Gründlich und vorausschauend wie die Chinesen nun einmal sind, werden sie im Zuge dessen aus Effizienzgründen (Synergien) auch die Realisierung einer großen Anzahl anderer Projekte zeitlich vorziehen, so daß für die Zeit nach 2009/2010 ein deutlicher Rückgang in der dortigen wirtschaftlichen Aktivität realistisch ist. Eine dann zu erwartende Rezession in China dürfte zweifelsfrei auf den Rest der Welt ausstrahlen. Bis dahin jedoch dürfte der Nachfragesog Chinas die Weltkonjunktur anfeuern.

Wann platzt die China-Blase?

Obige Feststellung dürfte jedermann einleuchten, allerdings wissen wir damit noch nicht, wie lange die Stimulierung der Weltwirtschaft durch die Hochkonjunktur der Emerging Markets anhalten könnte. Um diese Frage zu beantworten, erscheint es hilfreich, sich auf den Emerging Market schlechthin, nämlich auf China, zu konzentrieren. Der bulgarische Volkswirtschaftler Krassimir Petrov, welcher der österreichischen Schule der Nationalökonomie zuzurechnen ist, stellt in seinem außergewöhnlichen Beitrag „China's Great Depression“ (www.gloomboom-doom.com/marketcoms/040901.htm) auffällige Parallelen zwischen der Entwicklung der USA in den 20er Jahren und der Entwicklung Chinas in diesem Jahrzehnt fest. Demnach wird gemäß Petrov ein staatlicherseits angeheizter inflationärer Kredit-Boom in China die Weltwirtschaft noch für einige Jahre auf Trab halten. Ähnlich wie beim „Vorbild“ USA im Jahr 1929 könnte die China-Blase noch bis zum Jahr 2009 herum anhalten.

Zwei Großereignisse

Führt man sich das Beispiel USA in den 20ern vor Augen, so wird deutlich, daß die Zeit bis zu einer solchen Blasen-Spitze durchaus noch von gewaltigen Aktienkurssteigerungen – sowohl in China/Emerging Markets als auch in der westlichen Welt – geprägt sein dürfte. Interessanterweise finden gegen Ende dieses Jahrzehnts in China zwei Mega-Ereignisse statt, nämlich die Olympischen Spiele 2008 in Peking sowie die Weltaus-

II. Demographie

Die zahlenmäßige Entwicklung einer Bevölkerung hat sehr großen Einfluß auf die Prosperität eines Landes. Hierzu veröffentlichten wir bereits in der Ausgabe 1/2005 einen Gastbeitrag von Ekkehart Schwartzkopf und Ralf Beeg von der Firma Market Control. Der Grundgedanke dieses Artikels basierte auf den Arbeiten des US-Analysten Harr S. Dent. Da wir dessen Ideen und Thesen sowie das Thema Demographie an sich als unerlässlich zur Abschätzung der Zukunft erachten, wird sich die Titelgeschichte im Oktoberheft (SI 10/2005) genau um diesen Themenkomplex drehen. Hier in Kürze daher nur soviel: Nach Dent bedarf es zweierlei Überlegungen, um zu ermitteln, wann in einem Land die höchste Wirtschaftsleistung erbracht wird. Erstens: Wann ereignete sich ein markantes Hoch der Geburtenrate?, und zweitens: In welchem Alter wird durchschnittlich am meisten konsumiert? Das Babyboomer-Hoch kann auf den Zeitraum 1962/63 datiert werden, und die höchsten Durchschnittsausgaben tätigt ein Amerikaner (und vermutlich auch ein Europäer) im Alter von ca. 48 Jahren. Addiert man 48 zu 1962, so ergibt sich das Jahr 2010 als wahrscheinliche Spitze im Wirtschaftszyklus der westlichen Hemisphäre.

III. Das Revival des Technologiesektors

Unter eingefleischten Bären gilt es als ausgemachte Sache, daß sich die High Tech-Branche in einem Niedergang befindet, dessen Ende noch lange nicht abzusehen ist. Smart Investor geht inzwischen davon aus, daß die Bärenfraktion hier einem Irrtum unterliegt. Ganz ähnlich wie der Fondsmanager Peter Dreide, den wir für SI 6/2005 interviewt hatten, sehen wir den Konsolidierungsprozeß im Technologiebereich als weitestgehend abgeschlossen. Ein Großteil der im Jahre 2000 existierenden Firmen ist vom Markt verschwunden, sei es durch Pleite oder Übernahme durch einen stärkeren Wettbewerber. Die heutigen 50 Top-Unternehmen an der Nasdaq weisen in ihren jeweiligen Branchen bis auf wenige Ausnahmen die Marktführerschaft auf, konnten 2004 mehrheitlich wieder zweistellig wachsen, erzielen in der Regel Gewinnmargen (Net Profit) deutlich oberhalb der 12 %-Marke und verfügen über große Cash-Reserven, die im Durchschnitt über 10 % ihrer Marktkapitalisierung ausmachen.

Eine Frage der Bewertung

2000 galt das US-Unternehmen Cisco als Inbegriff der High Tech-Blase. In dem Jahr verdiente die Gesellschaft 0,40 US-\$ je

Anzeige

EMK EDELMETALLKONTOR

Verregneter Sommer?
Silber scheint immer!

Mex. Libertad, 999 Silber, 1 Tr. Unze, 1991
500 St. im orig. Jutesack Banco de Mexico .. 8,40 €

Can. Maple, 9999 Silber, 1 Tr. Unze,
200 St. im Originalkarton 1999/2000 8,80 €

Endpreise pro Stück inkl. versicherter Versand

Tel: 08151-971 9907 Fax: 08151-971 9908
email: info@edelmetallkontor.com

Druckfehler u. Irrtümer vorbehalten. Preise können sich täglich ändern. Stand 22.07.05
Persönliche Abholung möglich. Eine Troy Unze=31,1034 Gramm. Inhaber Björn Kubin



Aktie, was bei damaligen Spitzenkursen von über 80 US-\$ einem KGV von über 200 entsprach. Nachdem der Gewinn zwischenzeitlich bis fast auf die Nulllinie einbrach, konnte er im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 wieder auf 0,70 US-\$ gesteigert werden. Nach einer etwa 15 %igen Steigerung in diesem Jahr sollte 2006 deutlich über 1,00 US-\$ je Aktie verdient werden, so daß sich das erwartete KGV auf etwa 20 einstellt. Das heißt, die Bewertung entspricht heute in etwa einem Zehntel des Jahres 2000, woraus hervorgeht, daß von einer Überbewertung im Technologiesektor wohl kaum noch zu sprechen ist.

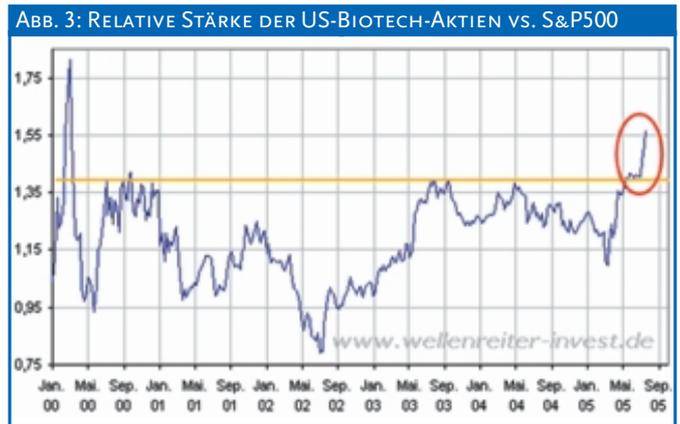
Skalierbare Geschäftsmodelle

Zudem sollte man bedenken, daß die Geschäftsmodelle von Cisco und vielen anderen Technologieunternehmen, insbesondere von Internettiteln wie eBay oder Biotechtiteln wie Amgen, hochgradig skalierbar sind, d.h. deren Herstellkosten nehmen bei einer Umsatzsteigerung weit unterproportional zu. Die Hebelwirkung einer zusätzlichen Umsatzeinheit auf den Gewinn ist bei diesen Gesellschaften ungleich höher als beispielsweise bei klassischen Industrieunternehmen. Die jüngsten positiven Entwicklungen bei Google, Microsoft, Intel oder Amgen belegen diese These. Positive wirtschaftliche Impulse, wie sie aus einer Dynamisierung in den Emerging Markets und der demographischen Entwicklung in den USA oder Europa zu erwarten sind, dürften

also vor allem bei diesen marktbeherrschenden High Tech-Titeln in den nächsten 3 bis 5 Jahren noch zu exorbitanten Kurssteigerungen führen können. Sehr schön zu sehen ist diese Entwicklung zum Beispiel an der sich aufbauenden Relativen Stärke der US-Biotech-Aktien im Vergleich zum S&P500-Index (sh. Abb. 3).

IV. Politische Neuausrichtung in Deutschland

Nach der Rede des Bundespräsidenten dürfte es also mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit am 18. September zu Neuwahlen in Deutschland kommen. Ebenfalls ziemlich sicher, zumindest unserer Ansicht nach, dürfte sein, daß der nächste deutsche Bundeskanzler eine Frau sein wird: Angela Merkel. Das ganze Land, ja ganz Europa stellt sich daher die Frage, ob und vor allem wie Frau Merkel unser Land wieder nach vorne bringen kann. Wir wollen uns hier nicht in politischen Detaildiskussionen verlieren, daher nur soviel: Gerhard Schröder hat aus unserer Sicht in den letzten drei Jahren sehr viel geschafft. Damit ist weniger das Offensichtliche gemeint, denn bei den anstehenden Problemkomplexen sind tatsächlich noch keine nachhaltigen Verbesserungen zu erkennen. Sein Verdienst liegt eher darin begründet, daß er gegen den Widerstand eines Großteils seiner eigenen Partei eine gedankliche Neuausrichtung in der Bevölkerung angeschoben hat. Um ein Bild zu ge-



Anzeige

Seminar
**KONTINUIERLICHER ERFOLG
 MIT TRENDFOLGE-DEPOTS**
 Vom systematischen Aufbau bis zum stetigen Gewinn



Michael Proffe

Am 10. September
 in der Börse München
 10⁰⁰ Uhr – ca. 18⁰⁰ Uhr

FinanzBuch Verlag
 | Veranstaltungen |

Mit Hilfe von Indikatoren ist es möglich, Trendfolger wie **Apple** mit **400 % Plus** in drei Jahren, **Continental** mit **500 % Plus** in zweieinhalb Jahren und **Puma** mit **1190 % Plus** in fünf Jahren frühzeitig ausfindig zu machen.

Michael Proffe hat ein Modell entwickelt, mit dem er „normale“ Trendfolge-Aktien unterscheidet und in den vergangenen Jahre ne**90%ige Trefferquote** erreichte – 9 von 10 seiner empfohlenen Werte waren Trendfolger. Und das Depot seines Börsendienstes hat in den vergangenen 5 Monaten über **80% Gewinn** erwirtschaftet.

Michael Proffe erklärt Ihnen in dem ganztägigen Seminar am 10. September aber nicht nur seine vielfach erprobte Vorgehensweise zum Aufbau von **hocheffizienten Trendfolgedepots – mit überschaubarem Risiko, auf Wachstum ausgerichtet und mit geringem Aufwand zu überwachen**. Er wird Ihnen auch ganz konkret zeigen, **welche Aktien aus dem Dax Trendfolger sind** und welche Dax-Werte Sie meiden sollten. Daneben erfahren Sie, **welches die stärksten Trendfolger Asiens sind** und welche **Trendfolger gerade an der amerikanischen Nasdaq** von sich Reden machen.

Sichern Sie sich jetzt Ihren **Preisvorteil** und zahlen Sie **nur 341,- Euro** (Frühbucherrabatt bei Buchung bis 27. August 2005) **statt 379,- Euro** inkl. umfangreicher Seminarunterlagen, Getränke und Mittagessen. **Achtung: begrenzte Teilnehmerzahl!**

Ganz gleich ob die Märkte fallen oder steigen, es gibt immer Werte, die in einem stabilen Trend laufen. Diese Werte findet Michael Proffe. Erkennen Sie frühzeitig die nächste Puma, Continental oder Apple!

Mehr Infos, die genauen Inhalte, weitere Seminare und Anmeldung unter www.finanzbuchverlag.de/veranstaltungen oder per Telefon 089 651285-0, Fax 089 652096 oder per eMail an veranstaltungen@finanzbuchverlag.de



Angela Merkel mit den „potentiellen“ Vorbildern Maggie Thatcher, Ronald Reagan

brauchen: Schröder hat den Schalter umgelegt, aber es fehlte ihm schließlich die Kraft bzw. der Rückhalt, anschließend einen kontinuierlichen Strom notwendiger und tiefgreifender Veränderungen in Gang zu setzen.

Was kann Mehr-keI bewegen?

Sicher, die Noch-Regierung hat sich allerhand handwerkliche Fehler geleistet (z.B. Steuerfreiheit bei Unternehmensverkäufen), aber vom Prinzip her waren die eingeschlagenen Richtungsänderungen oftmals richtig. Jetzt gilt es, mehr von dem, was bisher angeschoben oder teilweise auch nur angedacht wurde, umzusetzen: Zurückführung der Lohnnebenkosten, Subventionsabbau, Vereinfachung des Steuerrechts usw. Es geht um ein Mehr an Markt, ein Mehr an Leistungsorientiertheit, ein Mehr an Transparenz. Kann Angela „Mehr-keI“ dieser Anforderung gerecht werden? Die Meinungen zur neuen Bundeskanzlerin sind nicht gerade breit gefächert. Fast einmütig wird sie als „unbedarftes kleines Hascherl aus der Provinz MeckPomm“ gesehen, welches im Vergleich zu den ausgefuchsten Politprofis wie Schröder, Fischer oder auch Lafontaine nahezu unscheinbar und hilflos wirkt. Wer viele Meinungen analysiert und gewohnt ist, im Sinne der Contrary Opinion auch entgegengesetzt zu denken, sollte sich vielleicht mal mit folgender Idee anfreunden: Wenn sich Merkel mit guten Leuten umgibt (Merz, von Pierer usw.), sie darüber hinaus die (durch Schröder) bereits eingeschlagene politische Richtung konsequent und mit der gebotenen Härte weiterverfolgt, obendrein handwerkliche Fehler vermeidet und ihr schließlich und endlich auch noch das nötige Quentchen Glück beschert ist, dann könnte sie es aus der Position der Unterschätztheit heraus zu einer Kanzlerin bringen, die das Land in positiver Weise überrascht.

Anzeige

Der Wellenreiter
Wirtschaftsthemen der Zeit

Zyklen, Verlaufsvergleiche, Kommentare
Jeden Montag CoT-Auswertung

Schnupperabo 14 Tage kostenlos

www.wellenreiter-invest.de

Maggie, Ronnie und jetzt auch Angie?

Bedenken wir, auch Maggie Thatcher und Ronnie Reagan wurden vor ihrer jeweiligen Wahl Anfang der 80er Jahre unterschätzt, ja sogar mitleidig belächelt. Und als sie dann an der Macht waren, wandten sie einfachste Rezepte an und führten so mit eiserner Hand ihr Land aus der Misere. Es spricht einiges dafür, daß Frau Merkel ebenfalls einen solchen Erfolg erzielen könnte. Der sich dadurch einstellende Ruck in Deutschland dürfte dann auch im Hinblick auf Europa einiges an Schubkraft bringen können. Sicher, die Probleme hierzulande sind viel

zu schwerwiegend und eigentlich auch unlösbar, als daß, wer auch immer sie angehen will, auf lange Frist damit nachhaltigen Erfolg haben könnte. Darum ging es aber in unserer Fragestellung auch nicht, sondern darum, ob es der neuen Kanzlerin Merkel gelingen kann, die von Schröder eingeleitete Wende in Deutschlands Köpfen in konkrete Taten umzusetzen und damit den Börsen Zündstoff für eine Fortsetzung des bereits eingeleiteten Bullenmarktes zu geben. Und wir meinen: Ja, das ist möglich, ja sogar wahrscheinlich!

Fazit

Das Wachstumspotential der Weltwirtschaft wird unserer Ansicht nach maßgeblich durch zwei Faktoren beeinflusst: Erstens durch den enormen wirtschaftlichen Nachholbedarf in den Emerging Markets und hier insbesondere in China, der jedoch ab dem Jahre 2009/10 einen deutlichen Knick erfahren dürfte. Und zweitens durch die demographische Entwicklung in Amerika und Europa, die für einen letzten großen wirtschaftlichen Schub ebenfalls bis zum Ende dieses Jahrzehnts spricht. Hier von dürften neben den Emerging Markets auch die westlichen Aktienmärkte profitieren. Hervorzuheben seien hier zum einen marktbeherrschende Technologietitel (vor allem aus den USA) aufgrund ihrer skalierbaren Geschäftsmodelle sowie deutsche Aktien auf Grund der politischen Neuausrichtung.

Kriegs- und Terrorgefahren werden zwar auch in den nächsten Jahren gegeben sein, die dadurch ausgelösten Schocks sollten unserer Ansicht nach aber allenfalls zu mehr oder weniger stark ausgeprägten Korrekturen im Bullenmarkt, aber nicht zu dessen Beendigung führen. Die Reaktion der Märkte auf die Londoner Abschlüge vom 7. Juli deutete bereits an, daß es hier zunehmend zu einer Resistenz gegenüber solchen Ereignissen kommen dürfte. Ebenso werden sich Probleme wie die überbordende Staatsverschuldung, die Arbeitslosigkeit oder die maroden Renten- und Krankenkassen nicht nachhaltig lösen lassen, solange jedoch aus den vorher genannten Gründen eine weltweite Aufwärtsdynamik gegeben ist, dürfte auch hierzulande einer Fortsetzung des Bullenmarktes nichts im Wege stehen.

Ausblick auf die nahe und fernere Zukunft

Aus zyklischer Sicht erwarten wir eine erste nennenswerte Korrektur am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum September/Oktober 2005 (Beginn mit der Wahl am 18.9. ?) und eine deutlich nachhaltigere Korrektur irgendwann im Zeitraum März bis Ok-



tober 2006 (sh. Abb. 4). Die Patt-Situation an den Edelmetallmärkten hat sich unserer Ansicht nach bis heute noch nicht aufgelöst. Vieles spricht jedoch dafür, daß eine Entscheidung über die mittelfristige Entwicklung innerhalb der kommenden Wochen gefällt werden kann (sh. hierzu auch S. 37). Für eine zeitnahe Besprechung der Märkte sei auf den Online-Newsletter Smart Investor Weekly verwiesen, welcher jeden Dienstag nachmittag (ab ca. 17.30 Uhr) unter www.smartinvestor.de abgerufen werden kann. Dort haben Sie auch die Möglichkeit, sich für den automatischen eMail-Versand einzutragen.

Relative Stärke

Ab dieser Ausgabe entfällt die bisher eigenständige Rubrik „Relative Stärke“. Die entsprechende Tabelle wird ab sofort an dieser Stelle abgedruckt. Im Betrachtungszeitraum (seit 17.6.) gab es die auffälligsten positiven Entwicklungen bei einigen asiatischen und den deutschen Indices Dax und TecDax. Die größten negativen Entwicklungen gab es im Edelmetallbereich.

Ralf Flierl

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors							
Index	Land	RS 22.07.	RS 17.06.	RS 20.05.	RS 22.04.	RS 11.03.	RS 18.02.
Sensex	Indien	1	3	3	13	3	7
KOSPI	Korea	2	2	2	2	2	3
Rohöl		3	1	22	1	5	22
RTX	Rus	4	8	17	10	14	21
H Shares	China	5	19	18	20	18	14
MDAX	D	6	7	5	4	7	8
Hang Seng HK		7	14	12	17	24	18
NASDAQ 10 USA		8	11	8	24	25	23
Merval	Arg	9	4	1	9	4	2
TecDAX	D	10	24	21	22	13	12
DAX	D	11	18	15	16	12	10
All Ord.	Aus	12	6	19	14	6	6
S&P 500	USA	13	9	7	19	21	19
CAC 40	F	14	20	9	8	10	11
SMI	CH	15	12	4	3	11	13
HUI *	USA	16	13	26	26	23	25
PTX	Polen	17	15	24	7	1	1
IBEX 35	E	18	21	13	15	8	5
DJIA 30	USA	19	16	10	21	20	20
Silber		20	5	6	6	17	15
Gold		21	10	16	12	22	24
FTSE 100	GB	22	17	14	11	16	9
Nikkei 225	J	23	22	23	23	15	16
REXP 10 *	D	24	23	11	5	19	17
S.E.T.	Thai	25	25	20	18	9	4
Shenzhen / China		26	26	25	25	26	26

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

Eine Einführung zum Konzept der Relativen Stärke kann unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/ nachgelesen werden (Beitrag vom 4.6.2003).

SENTIMENTTECHNIK

Titelblatt-Indikator

Hören Sie zu!

Schon des öfteren behandelten wir in der Rubrik „Sentimenttechnik“ Titelbilder von Zeitungen und suchten dabei nach wertvollen Botschaften, welche Rückschlüsse auf die Anlegerstimmung zulassen. In den letzten Wochen fiel uns das Cover der Fernsehzeitung „Hör zu“ mit der Schlagzeile „Aktien im Aufwind“ ins Auge. Auf den ersten Blick möchte man meinen, daß dies gemäß der Contrary Opinion-Theorie ein ausgezeichnetes Verkaufssignal sein könnte. Wir nehmen diesen Indikator dennoch hier nicht all zu ernst. Schließlich ist die „Hör zu“ nicht die „BILD“-Zeitung. Denn dieselbe Schlagzeile auf dem



Cover der verbreitetsten Boulevard-Zeitung Deutschlands gäbe da schon eher ein brauchbares Warnsignal ab.

Interessant nebenbei ist auch das Erscheinungsdatum dieser „Hör zu“-Ausgabe, nämlich der 8. Juli. Die dortigen Blattmacher haben sich genau in derjenigen Woche dieses bullische Cover ausgedacht, in der die Attentate von London (7. Juli) stattfanden und in deren Gefolge die Börsen phasenweise stark unter Druck kamen. Als Contra-Indikator taugt die „Hör zu“ in gewisser Weise also doch.

COMMITMENT OF TRADERS (COT)

US-Anleihen – Korrekturphase statt Trendumkehr

Von Alexander Hirsekorn (www.wellenreiter-invest.de)

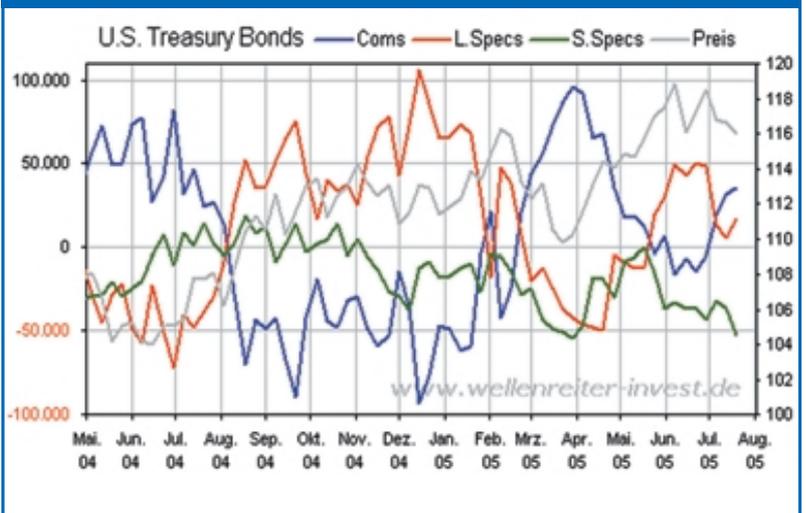
Der US-Anleihenmarkt wurde letztmalig in Ausgabe 4/2005 analysiert und bietet aktuell Anlaß für eine Aktualisierung der Einschätzung, da sich ein möglicherweise baisseträchtiges Doppelhoch im Juni ausgebildet hat. Anhand des Chartbildes ist die potentielle Baissegefahr vor allem daher gegeben, da der Preisanstieg zum ersten Junihoch in einer Blow-off-Bewegung zustande kam, die auf eine Erschöpfung und Beendigung eines Trends hinweist, während das zweite Preishoch Ende Juni nur einen Rücklauf an das alte Preishoch darstellt.

Saisonalität beachtenswert

Wie andere Märkte auch besitzen Anleihen eine saisonale Zyklik. Im Sommer neigen die Anleihen zu einer Korrektur und notieren dann tendenziell ab August bis Oktober/November fester. Da die Korrekturphasen seit dem Preishoch im Juni 2003 zeitlich und preislich geringer wurden, dürfte die jüngste Korrekturphase der langlaufenden Anleihen in der Nähe der 200-Tageslinie bei ca. 114 Punkten enden. Die Commercials weisen im CoT-Report vom 19.7.2005 in allen Laufzeiten von 2 bis 30 Jahren per Saldo eine Long-Positionierung auf.

Bei den langlaufenden Anleihen von 30 Jahren besitzen die Commercials zwar keine Rekordpositionierung, sie sind aber bereits wieder deutlich long positioniert und haben während der aktuellen Preisschwäche vor allem Absicherungen abgebaut. Der Chart verdeutlicht zudem, daß der Pessimismus der

ABB. 2: NETTO-POSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE- UND SMALL SPECULATORS IM T-BOND-FUTURE MARKT



Kleinspekulanten das Niveau erreicht hat, bei dem Ende März das letzte Preistief erzielt wurde. Der faire Wert der 30jährigen Anleihen liegt aktuell im Bereich von 4,30 bis 4,40 %.

Fazit

Der US-Anleihenmarkt durchlebt eine saisonal typische Korrekturphase, die maximal bis in die erste Augushälfte anhalten dürfte. Danach könnten die Anleihemärkte bis Oktober/November noch einmal auf neue Jahreshochs ansteigen. Der von vielen Experten zu Jahresbeginn erwartete Anstieg der langfristigen Zinsen wird daher 2005 sehr wahrscheinlich nicht stattfinden. Diese Entwicklung ist zudem als Positivum für die US-Aktienmärkte anzusehen.

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

ABB. 1: SAISONALER VERLAUF 30YR US-BONDS BERECHNET SEIT 1978 (IN PROZENT)



Die neuesten CoT-Daten können wöchentlich ab Samstag mittag kostenlos auf www.wellenreiter-invest.de/cot.html abgerufen werden.

Der Einführungsartikel zur CoT-Rubrik findet sich in Smart Investor 12/2004 bzw. unter www.smartinvestor.de (Rubrik „Hintergrund“: Beitrag „Den Insidern über die Schulter geschaut“ vom 28.12.2004)

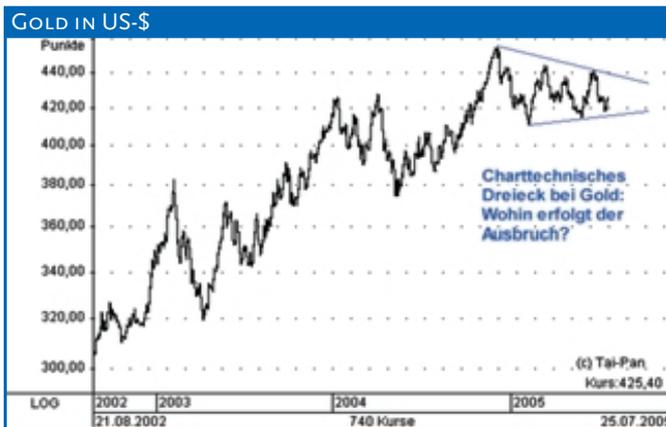
EDELMETALLE

Unentschlossenheit bei Gold

Von Werner Ullmann, Euromerica Resource Advisors GmbH

Nachdem Gold im Dezember letzten Jahres ein neues Hoch bei 454,20 US-\$/Unze erreichte, befindet es sich in einer mittlerweile über sieben Monate andauernden Korrekturphase. Wie wird es nun aber weitergehen? Entscheidend wird sein, in welche Richtung Gold das Dreieck verläßt (siehe Chart).

Allerdings sprechen einige Fakten dafür, daß die Unterstützung bei 416 US-\$/Unze halten wird. Ein stützender Faktor für Gold dürfte dabei sicherlich das aktuell pessimistische Sentiment sein. Weiterhin sollte Gold auch vom Dollar Unterstützung erhalten, da dieser kurzfristig überkauft ist und sich kurz vor einer massiven Widerstandszone befindet.



Barrick Gold – ein Wert zum Traden

Das kanadische Goldminenunternehmen Barrick Gold ist eine Wachstumsgeschichte, die sich aus einer Vielzahl erfolgreicher Akquisitionen entwickelte. Seine internationale Expansion begann im Jahr 1994 mit der ebenfalls in Südamerika fördernden Goldgesellschaft Lac Minerals. Die bedeutendste Übernahme gelang dem Unternehmen allerdings 2001 mit der traditionsreichen Minengesellschaft Homestake Mining Company. Heute ist Barrick das Goldminenunternehmen mit der breitesten geographischen Streuung. Es unterhält zwölf Minen, fünf bedeutende Explorationsprojekte auf vier Kontinenten sowie Beteiligungen in Rußland und Asien.

Die Qualität der Minen erscheint ebenfalls vielversprechend. Einerseits produziert Barrick mit operativen Kosten von rund 225 US-\$ je Feinunze Gold günstiger als die großen nordamerikanischen Konkurrenten Newmont und Placer Dome, ganz zu schweigen von südafrikanischen Goldminenbetreibern. Auf der anderen Seite will das in Toronto ansässige Unternehmen ausge-

DIE EDELMETALLE IM VIERWOCHEN-VERGLEICH			
	17.06.05	22.07.05	VERÄND.
GOLD (IN US-\$)	437,50	425,00	-2,86 %
SILBER (IN US-\$)	7,39	7,11	-3,79 %
PLATIN (IN US-\$)	891,00	885,25	-0,65 %
PALLADIUM (IN US-\$)	189,00	194,00	+2,65 %
XAU-GOLDMINENINDEX	92,91	93,18	+0,29 %

hend von 2004 bis 2007 die Produktion um 40 % von 4,96 Mio. Unzen auf bis zu 7 Mio. Unzen p.a. steigern. Dabei sollen die Kosten dieser zusätzlichen 2 Mio. Unzen weniger als 200 US-\$/Unze betragen.

Trotz dieser Wachstumszahlen besteht nicht die Gefahr, daß die Reservenbasis zu schnell ausgezehrt wird. Mit 89 Mio. Unzen Gold verfügt Barrick als der drittgrößte Goldproduzent der Welt über die zweithöchsten Reserven. Mit dem Management-Wechsel im Frühjahr 2003 kam auch die Wende in der Hedge-Politik. Allerdings stehen noch immer rund 9 Mio. Unzen im Hedge-Buch, nach 16 Mio. Unzen im Jahr 2003.

Fazit

Trotz der Wachstumsphantasie hat sich der Kurs von Barrick seit Anfang 2002 deutlich schlechter als etwa der breite Goldminenindex XAU entwickelt. Barrick dürfte damit insgesamt über deutliches Nachholpotential verfügen. Auf Basis US-amerikanischer Dollar befindet sich Barrick in einer Trading-Range zwischen 20,50 und 25,50 US-\$. Für Trader sind Kauf-Limits bei 20,50 US-\$ an der New Yorker Börse zu empfehlen, mit Kursziel dann von mindestens 25,50 US-\$.



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

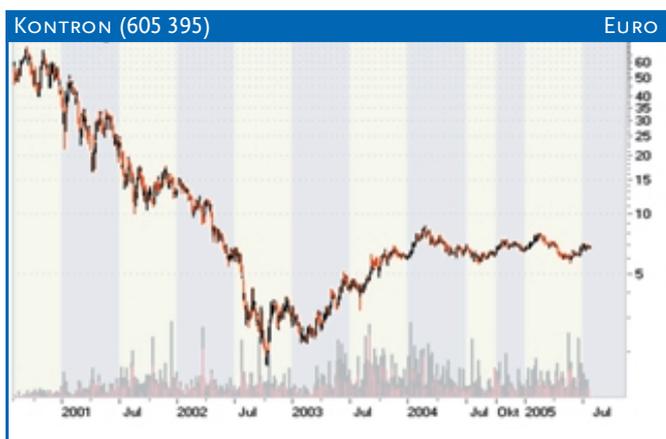
BUY OR GOOD BYE

Buy: Kontron

Während immer mehr Technologieaktien aus ihrem Dornröschenschlaf erwachen, bewegt sich das Kontron-Papier seit geraumer Zeit nur seitwärts. Dabei dürfte das auf integrierte Mini-computer spezialisierte Unternehmen von einer wieder anziehenden Nachfrage stark profitieren. So lassen sich unter anderem in der Automations-, Verteidigungs- und Fahrzeugtechnik immer mehr Einsatzgebiete für die selbständig handelnden Steuerungseinheiten finden. Um den Absatz zu gewährleisten, erschließt Kontron systematisch neue Märkte, so in China und auch Osteuropa. Deren summierter Umsatzanteil liegt derzeit bei gut 12 %. Daneben erweiterte der Konzern gezielt durch die vollständige Übernahme der amerikanischen Dolch Inc. den von vielen Auguren als äußerst interessant eingestuften Bereich der Sicherheitstechnik. Der Umsatzbeitrag soll im laufenden Fiskaljahr bei 35 Mio. US-\$ liegen. Ein Umstrukturierungsprogramm soll die Integration der US-Tochter gewährleisten.

Der Start in das laufende Berichtsjahr verlief allerdings etwas holprig, da die Umsätze und das Nettoergebnis nur auf dem Niveau des Vorjahres gehalten werden konnten. Die Marktteilnehmer hatten hier anderes erwartet. Für das Gesamtjahr ist Kontron jedoch optimistisch, den Umsatz um 15 % auf 300 Mio. Euro und das Ergebnis überproportional steigern zu können. Getragen wird dieser Optimismus vom steigenden Auftragsvolumen

und vermehrt gewonnenen Entwicklungsaufträgen. Die Gesellschaft wird beim Kurs von 6,95 Euro mit 331 Mio. Euro bewertet. Verdient das Unternehmen die von Smart Investor geschätzten 0,40 Euro je Aktie, ergäbe sich ein KGV von gut 17 für das laufende Geschäftsjahr. Da für das nächste Jahr deutlichere Gewinnsteigerungen in Aussicht stehen, sollte die Aktie auch wieder Rückenwind erhalten. Vielleicht sogar bis in den zweistelligen Bereich hinein.



Buy: Gilead Sciences

Lag der Nasdaq-Biotechnologie-Index vor wenigen Wochen noch rund 15 % seit Jahresbeginn im Minus, so hat sich das Bild inzwischen komplett gewandelt: Mittlerweile liegt er 5 % im Plus, der Amex-Biotech-Index sogar stattliche 18 %. Ein interessantes Unternehmen möchten wir beispielhaft herausgreifen: das Biopharma-Unternehmen Gilead Sciences. Das im kalifornischen Foster City ansässige Unternehmen hat sich auf Wirkstoffe zur Behandlung vor allem lebensbedrohender Krankheiten spezialisiert. Wie stark sich Gilead derzeit fühlt, läßt sich daran ablesen, daß die Amerikaner die Kooperation mit der Schweizer Roche hinsichtlich des gemeinsam entwickelten Grippemedikaments Tamiflu aufkündigten, für Roche immerhin der drittgrößte Umsatzbringer. Die Begründung von Gilead: mangelhafte Vermarktung...

Vor allem der Vertrieb mit Medikamenten gegen HIV, also der Vorstufe der Immunschwäche AIDS, brummt. So legte der Umsatz im zweiten Quartal auf Konzernebene um 55 % auf 495,3 Mio. US-\$ zu und der Nettogewinn sogar um 76 % auf 0,41 US-\$ je Aktie. Die Umsätze mit dem Anti-HIV-Medikament Truvada machen rund ein Viertel der Gesamtumsätze aus, zwei ältere Versionen bringen weitere 40 % auf die Waage. So fiel es Finanzvorstand John Milligan leicht, die Prognosen für das Gesamtjahr heraufzusetzen. Man muß aber schon die Schätzungen für das nächste Jahr her-

anziehen, um auf halbwegs verständliche Bewertungskennziffern zu kommen: Bei einer Marktkapitalisierung von 20,9 Mrd. US-\$ ergibt sich ein Kurs/Umsatz-Verhältnis von 9 und ein KGV von 28. Fundamentale Daten sind jedoch weniger gefragt, wenn ein Sektor gerade läuft. Die Wachstumsphantasie, die die jüngsten Geschäftszahlen von Genentech und erst recht Amgen nun noch hinzufügten, könnten die Branche noch ein ganzes Stück weitertragen.



MONEYTALK

„Die Beschaffungsseite ist eine permanente Herausforderung“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Benedikt Ortmann, Finanzvorstand der S.A.G. Solarstrom AG, über Chancen und Herausforderungen in der Photovoltaikindustrie sowie die „Risikokomponente Politik“

Smart Investor: Herr Ortmann, S.A.G. ist kein „einfacher“ Komponentenhersteller. Was genau macht das Unternehmen?

Ortmann: Nur mit der Kombination von Technik, Standort und Finanzierung läßt sich eine rentable Photovoltaikanlage konzipieren. S.A.G. bietet nicht nur die Finanzierung und Projektierung von Solarstromanlagen, sondern ist auch selbst ein führender Anbieter von Photovoltaikkomponenten. Daher können wir unseren Kunden herstellerunabhängige Bausteine anbieten.

Smart Investor: Auch Windparkprojektierer traten vor einigen Jahren mit den allergrößten Hoffnungen an, an einer Zukunftsbranche zu partizipieren. Offenbar trägt der Geschäftszweig Projektierung nicht geringe Risiken.

Ortmann: Das ist absolut richtig, deshalb gibt es für jede Branche entsprechende Spezialisten. Allerdings existieren zwischen dem Betrieb von Windkraft- und Solaranlagen grundlegende Unterschiede: Den Windanlagenherstellern wurde u.a. zum Verhängnis, daß die Wartungsanfälligkeit der Komponenten völlig unterschätzt wurde. Bei Solaranlagen gibt es glücklicherweise keine mechanischen, sich bewegenden Teile, so daß diese weit weniger störanfällig und sicherer im Betrieb sind.

Smart Investor: Wie verteilen sich die Umsatzanteile bei S.A.G.? Und wo liegen die künftigen Chancen und Herausforderungen?

Ortmann: Der Umsatz teilt sich rund zur Hälfte in Großhandel und Projektierung auf. Hinzu kommt noch die eigene Solarstromerzeugung sowie die Wartung und Betreuung oder auch das Management unserer Solarenergiefonds. Derzeit werden die Erlöse in den deutschsprachigen Ländern erzielt, ab diesem Jahr dann auch in Spanien und später möglicherweise in Italien. Gerade Spanien hat sogar ein besseres Energiegesetz als Deutschland. In dieser Internationalisierung unseres Geschäfts, später auch in Richtung USA, liegen die zukünftigen Chancen für uns.

Smart Investor: ...und die Risikokomponente „Politik“ bzw. ein Machtwechsel im Fall einer vorgezogenen Bundestagswahl wäre dann eine Herausforderung?

Ortmann: Nicht nur, aber auch. Eine permanente Herausforderung sehe ich auf der Beschaffungsseite. Durch den Boom der Photovoltaikindustrie in den letzten Jahren wird es zunehmend schwerer, hochqualitative Ware, vor allem Silizium, in ausreichender Menge zu beschaffen. Auch die Großen der Branche wie BP, Sharp, Kyocera kämpfen derzeit schon mit Lieferschwierigkeiten. Was die politische Seite betrifft, so hat die CDU/CSU

bereits signalisiert, mittelfristig nicht am Erneuerbaren Energien-Gesetz (EEG) zu rütteln. Außerdem muß man innerhalb der Erneuerbaren Energien differenzieren, wie es die CDU/CSU tut. So steht zu erwarten, daß sich das EEG weiter aufgliedert in Biomasse, Windkraft, Photovoltaik usw.

Smart Investor: Während bei anderen Unternehmen aus der Solarbranche nun aber die Gewinne schon ordentlich „brummen“, schaffte S.A.G. im letzten Jahr gerade

einmal den Turnaround auf einen Jahresüberschuß von 0,23 Mio. Euro. Weshalb solch eine „träge“ Nachzüglerentwicklung?

Ortmann: S.A.G. hat ja erst vor zwei Jahren mit dem Solarstromgeschäft, wie wir es heute betreiben, begonnen. Ursprünglich wurde S.A.G. von meinem Vorgänger gegründet mit der Idee, am Kapitalmarkt Gelder einzusammeln, diese in Photovoltaikanlagen zu investieren und daraus schließlich Dividenden zu zahlen; eine Art geschlossener Fonds also, nur eben an der Börse notiert. Dieses Geschäftsmodell haben mein Kollege und ich dann vor zwei Jahren umgestellt. Daher die zeitliche, aber keinesfalls qualitative Verzögerung.

Smart Investor: Herr Ortmann, vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic



Dr. Benedikt Ortmann

S.A.G. SOLARSTROM AG

S.A.G. Solarstrom ist eines der führenden Unternehmen Deutschlands im Bereich Projektierung und Bau von Solarstromanlagen. Über ihre Vertriebsgesellschaft ist S.A.G. ein wichtiger herstellerunabhängiger Systemanbieter für Solarstrom in Deutschland. Nach Verlusten in den Vorjahren erwirtschaftete S.A.G. im Jahr 2004 bei einem auf 22,8 Mio. Euro verdoppelten Umsatz einen Überschuß von 0,228 Mio. Euro. Die Marktkapitalisierung liegt aktuell bei knapp 80 Mio. Euro.

AKTIE IM BLICKPUNKT

CeWe Color AG

Bitte lächeln

Der Fotomarkt erlebt seit Jahren einen rasanten und unaufhaltenden Wandel von der analogen zur digitalen Fotografie. In der Vergangenheit war diese Technologie noch ausschließlich den Profis und zahlungskräftigen Konsumenten vorbehalten. Heute bietet der Markt über 1.000 Modelle an und ermöglicht den Einstieg in die Digitalfotografie für bereits weniger als 150 Euro. Die CeWe Color AG, ein Fotofinisher mit Sitz in Oldenburg, dürfte von diesem Digital-Boom überproportional profitieren können.

Das Geschäftsmodell und die Produkte

Die CeWe Color AG ist der größte industrielle Produzent von Fotoabzügen (Fotofinisher) Europas und beschäftigt rund 3.800 Mitarbeiter an 22 Produktionsstandorten in 14 europäischen Ländern. Neben der analogen und digitalen Fotoentwicklung erweitern neuartige Zusatzprodukte wie z.B. digitale Fotos auf Grußkarten, Kalendern oder Tassen das Angebot. Daß der Name „CeWe Color“ keinen hohen Bekanntheitsgrad hat, liegt daran, daß die Gesellschaft keine Konsumenten direkt beliefert, sondern als Foto-Dienstleister für den Handel operiert. Zu den über 63.000 europäischen Handelspartnern von CeWe Color zählen u.a. Fotofachhändler, Drogeriemärkte, aber auch Waren- und Elektronikfachmärkte.

Nach einer massiven Marktbereinigung...

Die gesamte Branche der Großlabore wurde in der Vergangenheit gleich mit mehreren Situationen konfrontiert. Da war einerseits die schwache Konjunktur, der sich die Branche nicht entziehen konnte. Andererseits befindet sich der Markt seit einigen Jahren in einer Umbruchphase bedingt durch den unaufhaltsamen Trend zur Digitalfotografie. Nach einem Absatz von knapp 5 Mio. Digitalkameras im Jahr 2003 und 7 Mio. Stück 2004 werden für das laufende Jahr weitere 8 Mio. Digitalkameras erwartet. In diesem Zusammenhang rechnet der Industrieverband für dieses

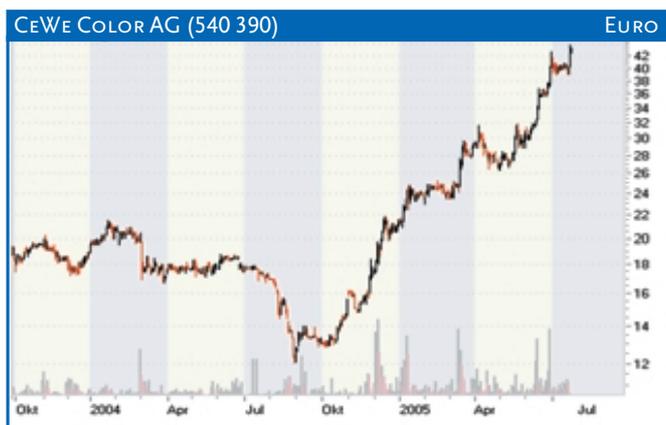


Bitte läääächeln!

Jahr mit einer Verdopplung des zu entwickelnden Volumens auf etwa 1,4 Mrd. digitale Fotos, 2002 waren es gerade mal 33 Mio. digitale Bilder. Parallel zum diesem Trend lieferten sich zahlreiche Labore schon seit Jahren einen ruinösen Preiskampf im analogen Bereich. Sinkende Margen zum einen und ein zu hoher Investitionsbedarf für die Digitaltechnologie zum anderen führten in dem stark fragmentierten Markt zum unvermeidlichen Bereinigungsprozeß. Die entscheidende Wende aber erlebte der Markt, als im vergangenen Jahr Kodak, einer der drei bedeutenden Wettbewerber, den europaweiten Rückzug aus dem Großfinishgeschäft bekanntgab. Von dem Zeitpunkt an wandelte sich der Markt der industriellen Bilderentwicklung zu einem Duopol, in dem aktuell CeWe Color 45 % und Fujicolor 40 % des hiesigen Marktes abdecken.

...nun die Lizenz zum Gelddrucken

Das Besondere an der neuen Konstellation ist, daß unter diesen recht ausgeglichenen Marktanteilen keine Preiskämpfe zu erwarten sind. Die beiden Anbieter geben sich eher zufrieden und dürften den Markt kampfflos untereinander aufteilen. So reagierte Fujicolor ebenfalls mit einer Preiserhöhung, als CeWe Color zum Ende des vergangenen Jahres den Preis für die Entwicklung analoger Bilder erhöhte. Und das Spiel mit den Preisen geht munter weiter. Für den Herbst haben die Oldenburger eine weitere Preis-



erhöhung für analoge Bilder sowie das Randsortiment angekündigt. Diese wird nicht die letzte gewesen sein. Im Gegenteil, es ist zu erwarten, daß CeWe Color auch in Zukunft die Preise in kleinen und wohl getimten Schritten eigenständig gestalten wird, ohne dabei Marktanteilsverluste befürchten zu müssen. Zudem gilt es als sehr wahrscheinlich, daß sich dieser Markt zukünftig auch europaweit zu einem Duopol entwickeln wird. Bei einem anvisierten Entwicklungsvolumen von zunächst 3,5 Mrd. Bildern und gleichzeitig konstanten oder gar fallenden Stückkosten kommt die europaweite Marktstellung von CeWe Color einer regelrechten „Lizenz zum Gelddrucken“ gleich.

Auslandsstrategie und Technologieführerschaft

Der Fotofinisher hat es nicht nur geschafft, von der Wettbewerbskonzentration im Inland zu profitieren, sondern konnte auch im Ausland das Geschäft über die Jahre gezielt vortreiben. CeWe Color hat es verstanden, nach dem Fall des eisernen Vorhangs die osteuropäischen Märkte schrittweise zu besetzen, und gehört heute in allen belieferten Märkten zu den jeweils stärksten Anbietern. In Mittelost- und Zentraleuropa betragen die Marktanteile durchschnittlich zwischen 40 und 44 %, in Ländern wie Tschechien 55 %, und in Ungarn sogar stolze 95 %. Die Region Osteuropa zählt aktuell zu den profitablen und wichtigsten Wachstumsmärkten des Unternehmens. Unabhängig vom Standort konnte sich CeWe Color über die vergangenen Jahre hinweg zum Technologie- und Kostenführer in Europa entwickeln. Maßgeblich für diese Führerschaft ist eine bedachte und zugleich zielgerichtete Investitionspolitik. Wurden im Jahre 2002 die Investitionen auf 30 Mio. Euro zurückgefahren, so erhöhte das Unternehmen diese aufgrund der Entwicklung im Digitalgeschäft in den beiden darauffolgenden Jahren auf durchschnittlich 39 Mio. Euro pro Jahr. Alle europäischen Standorte sind nun mit modernster digitaler Technologie ausgestattet und ermöglichen maximale Flexibilität sowie die Realisierung von (Kosten-)Synergien. Denn nur der Dienstleister, der langfristig höchste Qualität bei geringen Stückkosten anbieten kann, hat eine realistische Chance, den Wettbewerb zu bestehen.

Die Zahlen sprechen für sich

Konsumzurückhaltung und Tourismusflaute gingen an CeWe Color nicht spurlos vorbei. Allerdings konnte der Absatzrückgang im ersten Halbjahr durch die aus dem Bereinigungsprozeß resultierenden Marktanteilsgewinne überkompensiert werden. Der Umsatz wurde im abgelaufenen Jahr um 3 % auf 429 Mio. Euro gesteigert. Das Vorsteuerergebnis stieg sogar um 8 % auf 14,2 Mio. Euro, wohingegen das Netto-Ergebnis aufgrund der nicht anrechenbaren Verluste im Ausland auf 1,2 (Vj. 3,6) Mio. Euro sank. Daß das Unternehmen gut unterwegs ist, beweisen auch die jüngsten Quartalszahlen. So konnten Umsatz sowie Ergebnis für das traditionell schwache erste Quartal die Vorjahreszahlen

CEWE COLOR AG			
BRANCHE	FOTOFINISHING		
WKN	540 390	AKTIENZAHL (MIO.)*	5,42
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 22.07. (EURO)	43,01
MITARBEITER	3.758	MCAP (MIO. EURO)	233,1

	2004	2005 E	2006 E
UMSATZ (MIO. EURO)	428,5	450	465,7
% GGÜ. VJ.	+3,0 %	+5,0 %	+3,5 %
EPS** (EURO)	0,04	2,48	2,79
% GGÜ. VJ.	-90,2 %	+6.100,0 %	+12,5 %
KUV	0,54	0,52	0,50
KGV	1.075,3	17,3	15,4

* Entspricht in Umlauf befindlichen Aktien, ohne 0,58 Mio. eigene Aktien.

** Schätzungen von Smart Investor

deutlich übertreffen. Die ersten positiven Effekte der Ende 2004 umgesetzten Preiserhöhungen werden bereits ersichtlich. CeWe Color bekräftigte den Ausblick für das Jahr 2005 und erhöhte sogar auf der jüngsten Hauptversammlung die Umsatzplanung auf 450 Mio. Euro an. Demnach soll bei einem Umsatzwachstum von +5 % das Vorsteuerergebnis um 80 %, das Nettoergebnis sogar um beachtliche 1.067 % gesteigert werden. Dabei liegen der Planung Effizienzsteigerungen in allen Unternehmensteilen sowie eine neue Marketingoffensive für Digitalprodukte zugrunde. Noch nicht enthalten ist allerdings die für dieses Jahr vorgesehene Preiserhöhung, die bereits weitere positive Effekte für das zukünftige Jahr erwarten läßt.

Fazit

CeWe Color hat den Strukturwandel gut überstanden und konnte von der Marktbereinigung deutlich profitieren. Das Unternehmen ist im In- und Ausland auf dem Zukunftsmarkt der digitalen Fotografie bestens positioniert. Es ist absehbar, daß bisherige sowie neue Produkte, z.B. digitales Fotoalbum, zu weiterem profitablen Wachstum und höheren Marktanteilen führen, sobald die neu konzipierten Marketingkampagnen zu wirken beginnen. Das Unternehmen verfügt über ein hervorragendes und selbstbewußtes Management, das bewiesen hat, mit schwierigen Marktsituationen umgehen und Produktrends rechtzeitig erkennen zu können. Die zuletzt gute Geschäftsentwicklung spiegelt sich auch in dem sehr stark gestiegenen Aktienkurs wider. So ist die Aktie auf dem aktuellen Niveau nicht mehr ganz billig. Unserer Erwartung nach stellt das Papier jedoch weiterhin ein aussichtsreiches, wenn auch durch mögliche Korrekturphasen geprägtes Investment dar. Dem langfristig orientierten Investor, der eine stärkere Zwischenerholung zum Einstieg nutzen sollte, dürften die zukünftige Kursentwicklung sowie die noch steigerungsfähige Dividende von aktuell 0,60 Euro ein Lächeln beschieren.

Fabio Virga



Fotoentwicklung in einem CeWe-Großlabor

GASTANALYSE

Balda – Profiteur vom wachsenden asiatischen Mobilfunkmarkt

Von Burkhard Weiss, Product Coordinator Mid Cap Research, HSBC Trinkaus & Burkhardt

Präzision aus Hochleistungskunststoff

Die im SDax notierte Balda AG, aus dem ostwestfälischen Bad Oeynhausen, wurde 1994 gegründet und generierte im Geschäftsjahr 2004 mit 5.532 Mitarbeitern einen Umsatz von 378 Mio. Euro. Das Unternehmen entwickelt, fertigt und veredelt als einer der Weltmarktführer Präzisionskomponenten aus Hochleistungskunststoffen. Zu seinen Kunden zählen hierbei die weltgrößten Hersteller von Mobiltelefonen, Unternehmen der Medizintechnik und der Automobilindustrie. Neben der Produktion umfaßt das Know-how auch das Design neuer Produkte, die Entwicklung und Herstellung von Werkzeugen und Fertigungsanlagen, die Veredelung des Produkts mit allen gängigen Oberflächenvarianten sowie die Montage. Zusätzlich zu den fünf Standorten in Deutschland verfügt Balda über Fertigungsstätten in China, Malaysia und Brasilien.

Mobilfunk – Stagnation in Europa, aber globales Wachstum

Der europäische Markt für Mobilfunkgeräte ist geprägt von starkem Verdrängungswettbewerb, stagnierenden Umsätzen und Margendruck. Auf globaler Ebene sieht das Bild deutlich positiver aus. Die großen Mobiltelefonhersteller (OEMs) erwarten für das laufende Jahr einen deutlichen Anstieg der weltweiten Verkaufszahlen von 11 bis 20 %. In Stückzahlen bedeutet das eine Steigerung auf 710 bis 770 Mio. neue Handys 2005 (nach 650 Mio. im Jahr 2004). Hauptgründe für den Anstieg ist zum einen die ungebremste Nachfrage in den Emerging Markets, allen voran China. Ein weiterer Wachstumsträger ist der immer kürzer werdende Produktlebenszyklus, der die Nachfrage auch in den gesättigten Märkten anregt.

OEM aller großen Mobilfunkanbieter

Balda profitiert von dieser Entwicklung. Innerhalb weniger Jahre hat sich das Unternehmen zu einem Spezialisten für Hochleistungskunststoffe für den Telekomsektor entwickelt. Die Balda-Technologie zählt im Markt für Kunststoffkomponenten zur Weltspitze. Das Unternehmen ist zusammen mit seinen Hauptwettbewerbern Perlos, Nolato und Foxconn (ehemals EMO) weltweit führend und nimmt aktuell den zweiten Rang unter den Systempartnern der Hand-



Produktbeispiel: Siemens SX 1
Quelle: Balda

dyhersteller ein. Balda fungiert als Zulieferer und Partner der großen OEMs wie Nokia, SonyEricsson, Motorola, Siemens und Sagem. Dabei ist die schnelle Reaktion auf neue technologische Entwicklungen (integrierte Digitalkameras, MP3-Player etc.) eines der Hauptkompetenzen des Unternehmens.

Erfreuliche Ergebnisentwicklung 2004

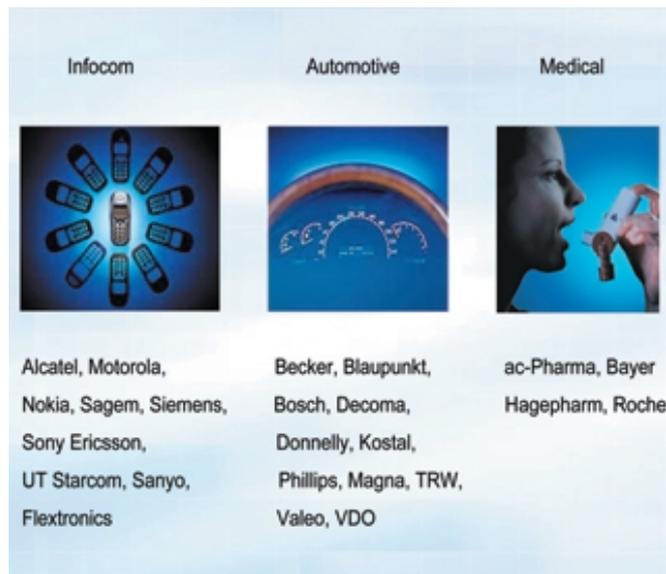
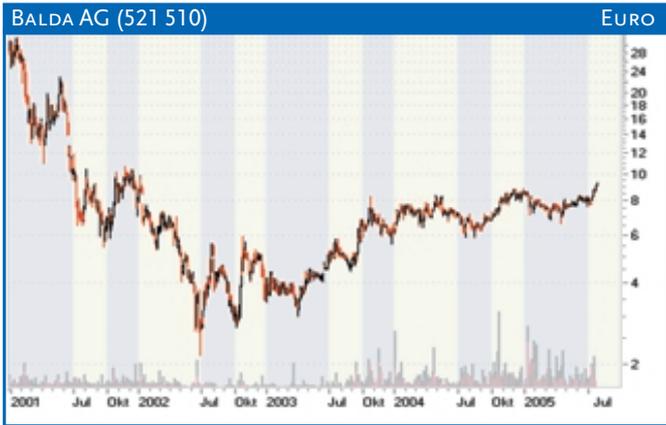
Dank seiner hohen Produktionsflexibilität konnte Balda 2004 seine Marktposition weiter ausbauen: Als das überraschend gute Weihnachtsgeschäft Ende 2004 die Handynachfrage beflügelte und zu Nachbestellungen führte, konnte Balda schneller und effektiver seine Produktionsbänder umstellen und die Nachfrage der OEMs befriedigen als die Konkurrenz. 2004 stieg der Umsatz daher auch deutlich stärker als der Markt, um 38 % im Jahresvergleich (year-on-year, kurz: y-o-y) auf 378 Mio. Euro, was einem globalen Marktanteil von 17 % entspricht (2003: 13 %). Das operative Ergebnis (EBIT) stieg gar um 80 % y-o-y auf 52 Mio. Euro, womit sich die EBIT-Marge von 10,1 auf 13,5 % verbesserte.



Burkhard Weiss

H1/2005 solide Zahlen – Ausblick 2005 scheint konservativ

Das erste Halbjahr im neuen Geschäftsjahr zeigte eine positive Entwicklung. Zwar wurde ein Umsatz- und EBIT-Anstieg von 13 % bzw. 42 % erreicht, dies beruhte aber zum Teil auf Konsolidierungseffekten in Asien und Brasilien und ist daher nicht dem operativen Geschäft zuzuordnen. Auch für den Jahresausblick bleibt das Management weiterhin vorsichtig. Das Unternehmen rechnet weiterhin mit einem leichten Rückgang des Vorsteuerergebnisses auf 45 bis 47 Mio. Euro (2004: 48 Mio. Euro) trotz eines erwarteten Umsatzwachstums von 11 bis 14 % auf 420 Mio. bis 430 Mio. Euro. Dies scheint uns konservativ, zumal die Ergebniserwartungen für den Sektor in den letzten Wochen eher nach oben revidiert wurden. Wir erwarten mit 430 Mio. Euro einen Umsatz am oberen Ende dieser Spanne und prognostizieren ein Vorsteuerergebnis von ca. 48 Mio. Euro. Dies würde einem 2005er Gewinn je Aktie (EPS) von etwa 0,74 Euro entsprechen.



Diversifikation im Geschäftsmodell bei Balda; Quelle: Balda

Risikominimierung durch Diversifikation

2004 hat Balda mit seinen zwei Hauptkunden noch immer mehr als 40 % des Gesamtjahresumsatzes generiert. Baldas Abhängigkeit von wenigen Großkunden birgt Risiken, gerade in einem so zyklischen Markt wie dem Handsetmarkt. Dies wurde deutlich, als der Verkauf der Siemens Handy-Sparte an den taiwanesischen BenQ-Konzern die Balda-Aktie kurzfristig stark belastete. Investoren verkauften die Balda-Aktie aus Sorge, daß BenQ Balda als Partner für die Zulieferung nicht übernehmen und

BALDA AG	2003	2004	2005e	2006e
GESAMTLEISTUNG*	280,7	376,5	430	461
EBITDA*	54,3	79,8	75,5	80,7
EBIT*	29,1	51,9	52,1	58,0
EBT*	22,8	47,7	47,4	54,9
JAHRESÜBERSCHUSS*	11,6	28	29,6	34,2
EPS	0,34	0,73	0,74	0,86
KGV	26,1	12,1	11,9	10,2
EV/EBITDA	6,1	4,6	4,6	4,0
FREE CASH FLOW*	29,6	32,7	38,0	42,1

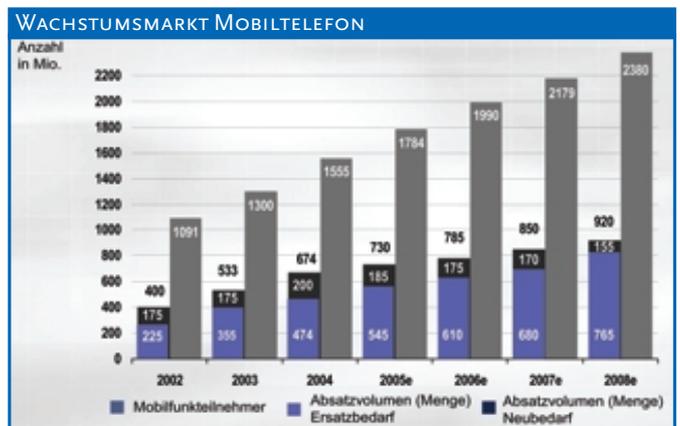
Kennzahlen auf Basis eines Kurses von 8,80 Euro *) in Mio.

nach der Übernahme ganz oder teilweise auf seine eigenen Zulieferer zurückgreifen könnte.

Um eine Abhängigkeit von einem Einzelkunden zu vermeiden, verfolgt Balda die Strategie, mit keinem Mobilfunkhersteller mehr als 30 % seines Umsatzes zu tätigen. Des Weiteren hat das Unternehmen zwei Diversifizierungsstrategien entwickelt: zum einen die Entwicklung neuer Produktsegmente, zum anderen eine regionale Diversifizierung bzw. Expansion. Balda expandiert derzeit massiv im Bereich Automotive- und Medizintechnik, zwei Sparten, die bereits 2005 nahezu 15 % des Gesamtumsatzes generieren sollen (2004: 10 %). Die Diversifizierung sollte es Balda ermöglichen, die Volatilität des Handsetmarktes durch neue Umsatzträger etwas auszugleichen. In der regionalen Expansion setzt man verstärkt ganz auf direkte Kundennähe. Dazu wurden die Anlagen in Brasilien, Ungarn und China ausgebaut, mit der Folge, daß die stagnierenden Umsätze in Europa (-0,9 % y-o-y in H1/2005) durch starkes Wachstum vor allem in Asien (H1: +29 % y-o-y) ausgeglichen werden.

Fazit

Während die Umsatzentwicklung des ersten Halbjahres moderat war, lagen EBITDA, EBIT und Nettoergebnis von Balda deutlich über den Prognosen. Balda konnte in H1 weiterhin Marktanteile hinzu gewinnen. Wir betrachten die Balda-Aktie als eine interessante mittelfristige Investition, zum einen aufgrund der allgemein positiven Marktaussicht, zum anderen aufgrund eines schon jetzt sehr soliden Cash Flows. Die aktuelle Bewertung ist mit einem KGV von 11,9 für 2005 und 10,2 für 2006 sowie einem EV/EBITDA-Multiple von 4,6 (2005e) und 4,0 (2006e) verglichen mit anderen deutschen Mid Caps und Baldas börsennotierten Wettbewerbern Nolato und Perlos nicht teuer, reflektiert aber auch die Erwartung des Marktes, daß die gegenwärtig sehr hohen Wachstumsraten in Asien nicht Bestand haben können. Zudem besteht weiterhin Unsicherheit in Hinblick auf die weitere Geschäftsentwicklung der Siemens Handy-Sparte nach der Übernahme durch BenQ. Auf Basis unserer Risikoadjustierten DCF-Bewertung sehen wir aktuell einen fairen Kurswert von 9 Euro für die Balda-Aktie.



Quelle: Balda

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

EMERGING MARKETS-AKTIE

Orascom Telecom (Ägypten)

Pharaos Erben telefonieren mobil

Das 1998 gegründete Mobilfunkunternehmen Orascom Telecom gehörte in den vergangenen Monaten, gemessen an der Kursentwicklung von mehreren hundert Prozent, zu den Stars an den ohnehin haussierenden Börsen im Mittleren Osten und Afrika. Es spricht einiges dafür, daß noch viel Wasser den Nil herunterfließt, bis die Aktie ihren Wachstums-Appeal einbüßt. In den Märkten, in denen die Ägypter tätig sind, gibt es insgesamt rund 550 Mio. potentielle Kunden, von denen erst knapp 10 % überhaupt mit Mobilfunkdiensten versorgt werden.

Gewöhnungsbedürftige Präsenz

Orascom ist neben zahlreichen afrikanischen Märkten auch in Ländern wie Pakistan, Bangladesh und Irak aktiv. Da die Telekominfrastruktur dort am Boden liegt, sind die Wachstumsraten entsprechend üppig. Allen Märkten gemeinsam sind ein auf Wachstum ausgerichtetes wirtschaftliches Fundament sowie eine sinkende Schwelle für die Nutzung von Mobiltelefonen etwa durch Senkung der Gesprächsgebühren. Immer wieder wird zudem spekuliert, Orascom suche nach neuen Expansionsräumen. Länder wie Marokko, Vietnam und auch Indien erscheinen dann schnell auf dem Radar. Aus dieser Phantasie zieht der Aktienkurs seine Aufwärtsenergie, da in diesen Regionen Überraschungen bei Kundenzuwächsen und Umsatzsteigerungen praktisch an der Tagesordnung sind. Darüber hinaus gibt es über Minderheitsbeteiligungen zahlreiche Möglichkeiten, in neue Betätigungsfelder zu investieren. So zum Beispiel in den Internetbereich, der derzeit gerade einmal 2 % zum Umsatz beiträgt.

Im Vergleich nicht übel

Die ägyptische Gesellschaft ist im Vergleich zu anderen Mobilfunkunternehmen in aufstrebenden Märkten mit einem KGV von gut 11 für 2005 um etwa 10 % niedriger bewertet. Einzig Vimpel aus Rußland und die türkische Turkcell weisen geringere KGVs auf. Jedoch liegt das erwartete Gewinnwachstum bei Orascom jenseits von 50 %, während die Kontrahenten mit weitaus über-

schaubaren Raten vorlieb nehmen müssen. Hintergrund ist hier die mit gut 50 % bereits deutlich höhere Marktdurchdringung in den eben erwähnten Ländern. Die Nordafrikaner haben also das Wachstums-As in ihrem Ärmel. Allerdings übt dieses Wachstumspotential auch eine magische Anziehungskraft auf neue Wettbewerber aus. So versucht die norwegische Telenor, am pakistanischen Mobilfunkboom zu partizipieren, während vor der Haustür unter anderem über eine dritte Mobilfunklizenz in Ägypten spekuliert wird. Orascom seinerseits begegnet diesen Offerten mit neuen und für die Region innovativen Produkten. So will der Konzern den mobilen Informationsassistenten BlackBerry in seinen Heimatmärkten einführen.



Geschichte und Moderne schließen sich nicht aus

In neue Dimensionen gewachsen

Mit einem Umsatzplus von 93 % auf 2 Mrd. US-\$ und einem knapp verdreifachten Gewinn von 298 Mio. US-\$ im vergangenen Geschäftsjahr gehörte Orascom zu den am schnellsten wachsenden Mobilfunkunternehmen der Welt. In diesem Jahr soll die Kundenzahl von derzeit 15 Mio. auf nahezu 25 Mio. gesteigert werden. Umsatz- und Ergebniszuwächse von etwa zwei Dritteln im ersten Quartal der laufenden Fiskalperiode zeigen aber, daß diese Schätzung unter Umständen sogar zu vorsichtig sein kann. Bewertet wird diese Zukunft beim aktuellen Kurs von 52 US-\$ mit einer Marktkapitalisierung von 5,7 Mrd. US-\$. Ferner dürfte eine künftig anlegerfreundliche Dividendenpolitik weiteren Zündstoff für den Aktienkurs in sich bergen. Allerdings sind auch Deutsche Telekom und Co. erst nach einer Phase stürmischen Wachstums zu echten Dividendentiteln avanciert.

Fazit

Mit einem KUV von knapp 3 ist die Aktie optisch teuer, unter Berücksichtigung des hohen Wachstums relativiert sich dies aber sehr schnell. Zudem läßt das hochmarginige Geschäft die Gewinnbewertung purzeln. Da Ägypten aber inmitten des Schmelztiegels islamischer Unruheherde liegt und auch die Innenpolitik für Aufregung sorgen kann, muß der Aktie eine höhere Volatilität zugestanden werden. Der Nachholbedarf bei afrikanischen Titeln und die geringe Anzahl an auch in Europa liquide handelbaren Aktien spricht jedoch für eine Fortsetzung der Hausse.

Tobias Karow



TURNAROUND

TA Triumph Adler

TA wie Turn Around

Nach einem harten Sanierungskurs könnte das Traditionsunternehmen, seines Zeichens heute der größte unabhängige Anbieter von Bürokommunikationslösungen in Deutschland, im laufenden Jahr endlich wieder schwarze Zahlen schreiben.

Wechselbad der Gefühle

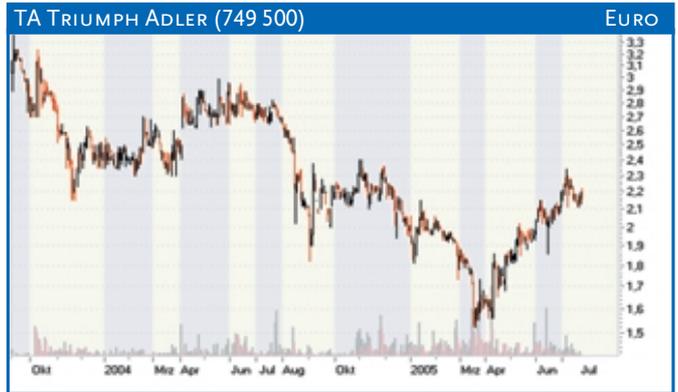
Mehrere Jahre mit horrenden Verlusten, wechselnde Mehrheits-eigner und mehrfach neue Firmensitze haben das 1896 gegründete Unternehmen in den vergangenen Jahren bis in die Grundfesten erschüttert. War Triumph Adler (im Folgenden kurz TA) vor ca. fünf Jahren noch ein breit diversifizierter Mischkonzern, der eine Palette von Spielwaren bis hin zur Bautechnik abdeckte, so hat sich TA mittlerweile von überflüssigem „Schnickschnack“ getrennt. Geblieben sind der Vertrieb von und Servicedienstleistungen bei Kopierern, Druckern, Faxgeräten und Präsentationstechnik.

Verschlankungskur

Ganze 40 Beteiligungen mußten in den letzten fünf Jahren abgestoßen werden, was die Mitarbeiterzahl auf 1.650 drittelte und den Jahresumsatz auf 390 Mio. Euro (2004) knapp halbierte. Allerdings gingen auch die Bankverbindlichkeiten um 70 % auf noch 65 Mio. Euro zurück. Vorstandsvorsitzender Dr. Dietmar Scheiter und Finanzvorstand Heiko Arnold sind beide seit über zehn Jahren bei TA, haben also das gesamte Schlamassel miterlebt und zumindest teilweise auch mitverantwortet. Doch anstatt die Auf-räumarbeiten wie andernorts oftmals üblich anderen zu überlas-sen, sind die beiden auch heute noch mit von der Partie.

Wegweisende Richtungsbestimmung

Der Einstieg von Kyocera Mitte Ende 2003 dürfte den Wendepunkt, soweit man das heute beurteilen kann, markiert haben, seitdem steht die Ausrichtung auf Bürofachbedarf fest. Bis dahin wußte man wohl auch im Unternehmen nicht genau, wofür der Markenname Triumph Adler eigentlich stehen soll. Der japanische Markenkonzern, mit 29,9 % an TA beteiligt, liefert technologisch



führende Produkte, die TA unter eigenem Label vertreibt. So entsteht eine eigene Markenmentalität. Durch die Allianz mit den Japanern sichert sich TA die gleichen Beschaffungskonditionen wie die Direktvertriebseinheiten von Kyocera. Auch auf der Vertriebsseite strebt TA Win-Win-Situationen an: Kunden erhalten das Angebot, bestehende Produkte vorzeitig gegen neue auszutauschen, und zwar gegen Eigenmarkengeräte. Der Kunde erhält so auf der einen Seite die leistungsfähigste, aktuellste Technologie und TA auf der anderen Seite einen langfristig an das Unternehmen gebundenen Kunden (Wartung, Service).

Erste Früchte geworfen

Die focussierte Ausrichtung scheint nunmehr erste Früchte zu tragen. Im laufenden Jahr darf TA mit einem leichten Umsatzzuwachs im Kerngeschäft rechnen, der allerdings nicht den Wegfall der ausgegliederten Bereiche wird kompensieren können. Zudem ist eine Akquisition fest eingeplant. Gleichzeitig sind nun die Verlustbringer weg, so daß ein Jahresüberschuß im unteren einstelligen Millionen-Bereich realistisch erscheint, wie Finanzvorstand Heiko Arnold gegenüber Smart Investor nochmals bestätigte. Die kürzlich vorgelegten Zahlen für das erste Quartal 2005 untermauern diese Perspektive. So ging der Umsatz um knapp 14 % auf 85,8 Mio. Euro zurück (aber +5 % in den fortgeführten Bereichen), während das EBIT von -1,4 Mio. Euro vor einem Jahr auf jetzt +2,5 Mio. Euro zulegte. Unter dem Strich blieb ein (noch) symbolischer Nettogewinn von 0,1 Mio. Euro (-1,6 Mio. Euro in Q1/2004).

Fazit

Die TA-Story „riecht“ nach einem Turnaround, doch reichen ein oder zwei positive Quartale noch nicht aus, um schon Sektkorken knallen zu lassen. Der weitere Geschäftsverlauf sollte daher sorgfältig verfolgt werden. Großaktionär WestLB will sich früher oder später zwar von seinem rund 15 %igen Anteil trennen, sobald man dort das Kursniveau als ausreichend ansieht. Allerdings ginge dies aufgrund der niedrigen Handelsvolumina nur über eine außerbörsliche Plazierung, so daß von dieser Seite keine negative Kursbeeinflussung erwartet werden muß.

TA TRIUMPH ADLER			
BRANCHE	BÜROTECHNIK		
WKN	749 500	AKTIENZAHL (MIO.)	40,5
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 22.07.2005 (EURO)	2,17
MITARBEITER	1.650	MCAp (MIO. EURO)	87,8

	2003	2004	2005E
UMSATZ (MIO. EURO)	484,2	385,8	360,0
% GGÜ. VJ.	-24,1 %	-20,3 %	-6,7 %
EPS (EURO)	-0,51	-0,24	0,03
% GGÜ. VJ.	-8,0 %	N.E.	N.E.
KUV	0,18	0,23	0,24
KGV	NEG.	NEG.	72,3

MUSTERDEPOT

Aufholjagd setzt sich fort

Die freundliche Marktstimmung schlug sich auch im Musterdepot nieder. Seit Jahresbeginn hat es mittlerweile rund 30 % an Wert zugelegt und damit deutlich mehr als beispielsweise der Dax.

Die Monatsperformance von fast 9 % bis zum Erscheinen des letzten Smart Investor war schon beachtlich. Noch beeindruckender ist aber, daß auch bis zum Redaktionsschluß dieser Ausgabe nochmals fast 9 % dazukamen, also mehr als 16 % innerhalb von zwei Monaten. Der Dax legte zweimal jeweils „nur“ rund 5 bis 6 % zu. Aus welchem Grund wir dem Dax seit dem Depotstart noch etwas hinterher hinken, hatten wir in der Vergangenheit schon des öfteren erläutert. Diese Marge ist aber auf nur noch 16 Prozentpunkte zusammengeschnitten. Unsere seit Jahresbeginn eingeschlagene Strategie, auf eine Outperformance des deutschen Leitindex im internationalen Vergleich zu setzen, erwies sich als vollauf zutreffend. Entsprechend haben wir seit Februar das Dax-Hebel-Zertifikat im Depot, das seitdem schon über 80 % zuzulegen vermochte. Unser diesbezügliches Engagement hatten wir zu-

dem mit dem Bayer-Call-Optionsschein noch weiter untermauert.

Arques Industries: Ausnahmegeschäft und Ausnahme-Performer

Unser Verkaufslimit für einen Teil (60 Stück) unseres gewichtigsten und mit Abstand am besten performenden Musterdepot-titels, Arques Industries, ging Mitte Juni auf. Folglich befinden sich noch 140 Stücke im Depot, die aufgrund des weitergelaufenen Kurses jedoch fast schon wieder für einen Depotanteil von bald 10 % sorgen. Zwischenzeitlich erreichte der Arques-Kurs sogar fast 120 Euro. Einen Tag nach Ankündigung einer rund 10 %-igen Kapitalerhöhung gab die Starnberger Beteiligungsgesellschaft eine neuerliche Akquisition bekannt, die fünfte im laufenden Jahr. Demnach übernimmt Arques 89 % des italienischen

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)										STICHTAG: 22.7.2005		
PERFORMANCE: +30,8 % SEIT JAHRESANFANG (DAX: +13,6 %); +8,9 % GG. VORMONAT (DAX: +5,0 %); +73,3 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +89,1 %)												
TITEL [LAND], (EMITTENT)	WKN	BRANCHE	CHANCE/ RISIKO	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT-PERFORMANCE			
									ANTEIL	VORMONAT	SEIT KAUF	
ARQUES INDUSTRIES [D]	515 600	BETEILIGUNGEN	7/5	140	27.10.2003	16,00	114,25	15.995	9,2 %	+42,8 %	+614,1 %	
CNR [CAN]	865 114	ÖL UND GAS	6/3	400	18.09.2003	8,50	33,32	13.328	7,7 %	+12,1 %	+292,0 %	
DAX HZ* LONG (COBANK)	CB5 YD8	-	9/6	1.000	22.02.2005	5,10	9,49	9.490	5,5 %	+30,2 %	+86,1 %	
ALSTOM [F]	915 183	INDUSTRIE	8/5	8.000	23.09.2004	0,45	0,83	6.640	3,8 %	-2,4 %	+84,4 %	
K+S [D]	716 200	DÜNGEMITTEL	5/1	150	01.09.2004	32,75	50,06	7.509	4,3 %	+7,7 %	+52,9 %	
BAYWA [D]	519 406	BAUMÄRKTE	4/2	400	28.10.2003	9,50	14,41	5.764	3,3 %	+8,3 %	+51,7 %	
INDIEN-ZERTIFIKAT (ABN)	256 685	-	6/4	250	19.05.2004	28,87	42,64	10.660	6,2 %	+7,3 %	+47,7 %	
FORTEC ELEKTR. [D]	577 410	ELEKTRONIK	7/3	150	27.04.2005	28,45	38,17	5.726	3,3 %	+19,7 %	+34,2 %	
DR. HÖNLE [D]	515 710	UV-TECHNOLOGIE	6/4	700	09.06.2004	6,95	9,23	6.461	3,7 %	+1,7 %	+32,8 %	
ADVANCED MEDIEN*** [D]	126 218	MEDIEN	8/4	2.884	22.12.2004	1,685	2,21	6.374	3,7 %	+15,1 %	+31,2 %	
BAYER CALL-OS** (DREBA)	DR6 EGU	CHEMIE	9/7	10.000	02.06.2005	0,37	0,48	4.800	2,8 %	+29,7 %	+29,7 %	
UNITED INTERNET [D]	508 903	INTERNET SERVICES	7/4	300	27.04.2005	20,54	26,29	7.887	4,6 %	+13,1 %	+28,0 %	
BB MEDTECH [CH]	898 194	MEDIZINTECHNIK	5/3	200	22.12.2004	28,90	34,80	6.960	4,0 %	+1,0 %	+20,4 %	
CECE-ZERT. (RAIFF.CENTRO)	163 144	-	7/4	300	26.01.2005	15,47	18,07	5.421	3,1 %	+2,4 %	+16,8 %	
NIKKEI HZ** LONG (ABN)	327 073	-	6/5	300	26.05.2004	23,47	27,13	8.139	4,7 %	+3,4 %	+15,6 %	
DOUGLAS HOLDING [D]	609 900	EINZELHANDEL	5/3	200	17.03.2005	27,91	31,86	6.372	3,7 %	+8,6 %	+14,2 %	
CREATON VZ. [D]	548 303	BAUSTOFFE	5/3	300	16.02.2005	17,70	18,92	5.676	3,3 %	-7,3 %	+6,9 %	
MICROSOFT [USA]	870 747	SOFTWARE	5/3	350	25.05.2005	20,33	21,35	7.473	4,3 %	+4,4 %	+5,0 %	
NORILSK NICKEL [RUS]	676 683	ROHSTOFFE	6/4	100	13.07.2005	53,90	55,75	5.575	3,2 %	-	+3,4 %	
HUCKE [D]	609 510	BEKLEIDUNG	6/4	1.000	12.05.2005	3,30	3,38	3.380	2,0 %	+9,4 %	+2,4 %	
ADOBE SYSTEMS [USA]	871 981	SOFTWARE	5/4	200	15.06.2005	25,15	24,54	4.908	2,8 %	-	-2,4 %	
BAADER [D]	508 810	WERTPAPIERHANDEL	7/4	1.000	13.04.2005	5,00	4,71	4.710	2,7 %	-4,8 %	-5,8 %	
ALTANA [D]	760 080	PHARMA	5/3	200	25.02.2004	50,93	42,86	8.572	4,9 %	-10,4 %	-15,8 %	
Chance/Risiko jeweils auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 9 (hoch). Erhöhungen sind grün und Reduzierungen rot markiert.							AKTIENBESTAND	167.819	96,9 %			
							LIQUIDITÄT	5.438	3,1 %			
							GESAMTWERT	173.256	100,0 %			

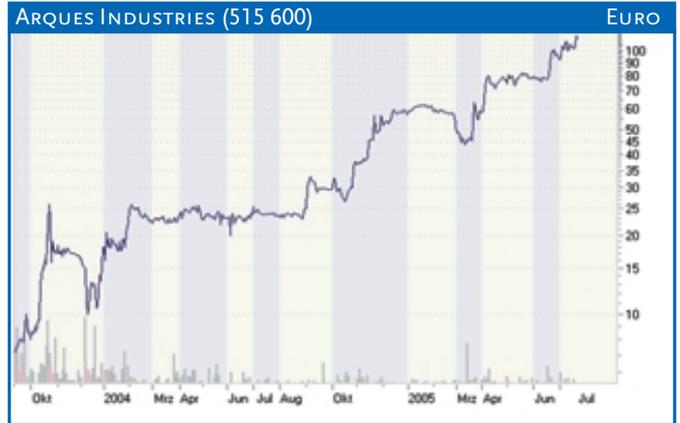
* am 22.7.2005; in Euro

** HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

*** Stückzahl und Kaufpreis nach Kapitalerhöhung angepaßt

Klebebandherstellers Evotape. Die Italiener gehörten ehemals zum US-Großkonzern Tyco und sind den Angaben nach europäischer Marktführer bei Packklebebändern. Im letzten Jahr erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 65 Mio. Euro. In Schieflage geratene Marktführer bzw. Nischen-Player aufzukaufen, scheint etwas eigenartig, ist aber genau das Kerngeschäft von Arques. Dieses Geschäftsmodell wird von vielen nicht richtig verstanden bzw. sogar teilweise mangels Unkenntnis als unseriös interpretiert. Fakt ist jedoch, daß Arques mit diesem etwas abseitig wirkenden Business extrem erfolgreich ist.

Für die Zukunft ist von unserer Seite ein Interview für unsere Rubrik „MoneyTalk“ mit Vorstandschef Dr. Peter Löw angedacht. Derzeit ist Arques noch in keinem Index vertreten, doch halten wir auf mittlere Sicht eine Aufnahme in den SDax für durchaus möglich. In Bezug auf die Marktkapitalisierung (derzeit rund 250 Mio. Euro) erfüllt Arques bereits eines der beiden notwendigen Kriterien, beim täglichen Börsenumsatz allerdings nicht. Hier müßte also etwas an der Fungibilität gemacht werden, beispielsweise ein Aktiensplit oder eine Erhöhung des Streubesitzes, am besten natürlich beides. Mit einem Streubesitz von nur ca. 30 % wird sich eine SDax-Aufnahme kaum realisieren lassen. Etwa zwei Drittel der Anteile sind im Managementbesitz, weitere mindestens 25 % in den Händen zweier Holdings, was den effektiven Streubesitz noch deutlich geringer ausfallen läßt.



Diversifikation macht sich bezahlt

Die Diversifikation im Musterdepot basiert mittlerweile auf 23 Titeln, womit wir zugleich quasi voll investiert sind. Die ganz breite Masse der Titel schwimmt sehr gut mit dem Strom, und mehr als das. Über unsere Sorgenkinder, zum Glück nur wenige, müssen wir indes beizeiten nachdenken. Ein Kurssturz bei Altana infolge der Beendigung der Kooperation mit Pfizer noch unter die Marke von 40 Euro blieb allerdings doch aus. Inzwischen notiert Altana wieder bei fast 43 Euro, auf diesem Niveau ist das Pharmaunternehmen im internationalen Vergleich sogar wie-

Anzeige

Godmode DAX Revelator System

+300% Performance
Schallmauer durchbrochen

DAX Positionssystemtrading
mit Hebelzertifikaten

Jetzt testen!

Jetzt anmelden unter
www.Godmode-Trader.de

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE UND VERKÄUFE

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE	WKN	KURS	STÜCKZAHL	KAUFWERT
ADOBE SYSTEMS	871 981	25,15	200	5.030
NORILSK NICKEL	676 683	53,90	100	5.390

Besprechungen/Analysen/Interviews: Adobe (SI 6/2005), Norilsk (SI 9/2004)

DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE		VERK.WERT	PERFORMANCE
ARQUES INDUSTRIES*	515 600	86,00	60
			+437,5 %

*) Teilverkauf

der relativ attraktiv bewertet. Allerdings stecken in dieser Position rund 5 % des Musterdepotwerts, deren Gegenwert ganz gut für andere, kurzfristig vielleicht aussichtsreichere Titel zum Einsatz gebracht werden könnte.

Noch zwei „kleinere“ Sorgenkinder: Baader und Adobe

Zweites Sorgenkind ist die Baader Wertpapierhandelsbank. Die mit einer freundlichen Börse normalerweise einhergehenden höheren Handelsvolumina schlugen sich auch in den Zahlen für das zweite Quartal noch nicht nieder. Während die Erträge von 11,4 Mio. Euro sogar leicht unter Vorjahresniveau lagen, kletterten die Kosten um 22 %. Das Nachsteuerergebnis halbierte sich glatt auf nur noch 0,9 Mio. Euro. Das Handelshaus hat, auch durch Zukäufe, Strukturen für deutlich höhere Volumina geschaffen, so daß Baader von einem freundlichen Börsenklima überproportional profitieren würde, da die Verwaltungsaufwendungen etc. dann nur noch unterproportional steigen würden. Softwarehersteller Adobe Systems hat derweil seit Musterdepotaufnahme Anfang Juli rund 3 % eingebüßt und sich damit dem positiven Gesamtmarktumfeld eigenartigerweise widersetzt. Möglicherweise ist die Zeitspanne selbst für ein Zwischenfazit noch zu kurz, diese relative Schwäche macht aber ein wenig stutzig.

Kleiner Einbruch bei Creaton

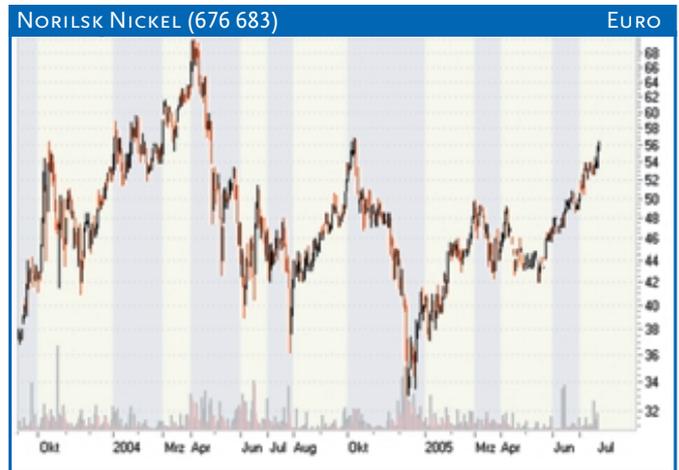
Nachdem der Kurs Ende Juni ein neues Hoch erklommen hatte, brach er auf inzwischen unter 19 Euro ein. Hintergrund ist eine Gewinnwarnung des Dachziegelspezialisten. So liegen die für die ersten sechs Monate des Jahres erwarteten Umsätze bei 53,9 Mio. Euro rund 6 % unter dem Vorjahreswert. Durch die schwierige Marktlage werde sich dieser Trend auch im zweiten Quartal so fortsetzen, unter Umstände sogar in verschärfter Form, wie das Unternehmen wissen ließ. Das hohe Niveau der



Vorjahreszahlen dürfte somit kaum noch zu erreichen sein. Damit unterliegt das Papier ab sofort ebenfalls einer genaueren Beobachtung, zu einer Kursschlußreaktion besteht aber kein Anlaß.

Norilsk: Rußland & Rohstoffe

Neu hinzugekommen ist neben der zuvor erwähnten Adobe noch Norilsk Nickel, ein Titel, den wir schon einmal im letzten Jahr im Depot hatten. Mit Aufnahme des russischen Rohstoffunternehmens verstärken wir geringfügig unser Engagement in dieser Branche wieder etwas. Da Norilsk eine nicht zu knappe Minderheitsbeteiligung an der südafrikanischen Gold Fields hält, kann man auch sagen, daß wir uns partiell wieder im Edelmetallsektor engagiert haben. Und nicht zuletzt: Der russische Markt läuft einfach wieder, vergessen scheinen die politischen Geschehnisse, die im letzten Jahr zu mehreren heftigen Kurseinbrüchen an der Moskauer Börse geführt hatten. Mithin läßt sich feststellen: Viel Rauch um (wahrscheinlich) nichts!



Ausblick

Über den Zeithorizont für unsere Hebelzertifikate-Positionen, also auf den Dax und Nikkei, sind wir uns noch nicht ganz im Klaren. Da wir mit einer Korrektur der Aufwärtsbewegung an den Finanzmärkten irgendwann im Herbst rechnen, müßten bzw. würden wir uns entsprechend im Vorfeld von diesen Hebel-Produkten trennen. Bis dahin gilt es einfach, dabei zu sein bzw. zu bleiben. Da unsere Musterdepotliquidität bei gerade noch 3 % liegt, stehen derzeit keine Zukäufe auf unserer Agenda. Vorher müßten wir uns erst von einer der weniger guten Positionen trennen, konkret ist hier aber wie gesagt noch nichts. Dispositionen würden wir wie üblich via Smart Investor Weekly kurzfristig bekanntgeben.

Über unseren kostenlosen eMail-Service Smart Investor Weekly kündigen wir unsere Musterdepot-Transaktionen an. Die Anmeldung für den Newsletter sowie die Veröffentlichung des jeweils neuen Smart Investor Weekly (jeden Dienstag nachmittag) kann auf unserer Homepage www.smartinvestor.de vorgenommen werden.

INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

„Selbst in sich völlig schlüssige Handelsansätze scheitern manchmal“

Smart Investor im Gespräch mit Uwe Wagner über Handelsphilosophien und -strategien, effiziente Märkte und nicht zu „fassende“ Marktphasen

Smart Investor: Herr Wagner, können Sie uns mit wenigen Worten Ihre Handelsphilosophie beschreiben?

Wagner: Meine grundsätzliche Handelsphilosophie ist systemorientiert. D.h. es werden keine diskretionären Entscheidungen aus dem Bauch heraus getroffen, sondern allein auf Basis der von uns entwickelten Systeme. Diese haben den Vorteil, daß sie jederzeit testbar sind, also Aussagen über die Qualität einer Strategie zulassen. Wir kennen das Risikoprofil, und wir können jederzeit überprüfen, ob die Strategie noch im Sinne der Testergebnisse der vorangegangenen Datenreihen läuft oder ob ein Strukturbruch vorliegt. Dies heißt auch, daß wir tatsächlich jede Marktchance im Sinne des Regelwerks ausnutzen, eine emotionale Einflußnahme ist dadurch ausgeschlossen.

Smart Investor: Aber frech formuliert: Was kann die Technische Analyse überhaupt leisten?

Wagner: Die Technische Analyse ist ja vor allem ein Diagnoseinstrument. Aus der Ist-Analyse des Marktes können wir mit Hilfe dieses Diagnoseinstruments Erwartungshaltungen konstruieren, also Wahrscheinlichkeiten, mit denen bestimmte Prozesse eintreten werden. Der wichtigste Punkt ist meiner Meinung nach aber folgender: Mit Hilfe der Technischen Analyse können wir jederzeit überprüfen, ob und wann wir uns geirrt haben. Das ist ein Riesenvorteil gegenüber jeder anderen Anlagemethode. Außerdem lassen sich bestimmte Filter definieren, die uns meinetwegen komplett aus dem Markt fernhalten, z.B. weil einfach die Volatilitäten einen gewissen Grenzwert überschreiten. Viele Handelsstrategien taugen einfach nicht bei extremen Marktsituationen, und dann ist es besser, kein Geld im Feuer zu haben.

Smart Investor: Nun gibt es aber auch die Effizienzmarkthypothese. „Funktioniert“ die Technische Analyse also nur deshalb, weil genügend Marktteilnehmer an sie glauben?

Wagner: Es gibt bestimmte Effekte in der Technischen Analyse, auf die dies in der Tat zutrifft, z.B. die Definition der sogenannten Pivot-Punkte oder der Glaube, daß der 200-Tagedurchschnitt mal Unterstützung, mal Widerstand ist etc. Wir haben es getestet: Es funktioniert in der Tat nur beim 200-Tagedurchschnitt und nicht beispielsweise bei einem 150er! Wir haben außerdem feststellen können, daß bestimmte Trading-Strategien um so schlechter funktionieren, je mehr Marktteilnehmer sie anwenden wollen. Durch den Einsatz systematischer Handelssysteme, die die Emotionen aus dem Marktgeschehen neh-

men, wird der Markt gerade so etwas wie effizient. Das heißt natürlich auch, daß Widerstandsmarken oder Unterstützungen, die ja aus Positionsschiefen einzelner Marktteilnehmer resultieren, dann nicht mehr Gültigkeit besitzen können.

Smart Investor: Wie kompliziert muß es denn sein? Ein einfaches, aber probates Handelssystem ist gekennzeichnet durch...?

Wagner: ...seine Test- und Handelbarkeit. Handelbarkeit meint dabei folgendes: Wenn ich Ihnen ein Trading-System verspreche, das Ihnen 10 % p.a. garantiert, werden Sie wahrscheinlich mit von der Partie sein. Wenn es aber im Jahresverlauf zunächst 50 % Verlust macht, dann ist dieses tolle Handelssystem emotional schlichtweg nicht durchhaltbar. Das gleiche gilt, wenn man marktenge Positionsgrößen einfach hochrechnet und dabei die Effekte der Kursbeeinflussung außer acht läßt. Auch ein solches System wäre nicht handelbar. Ein einfaches Handelssystem, so will ich es zusammenfassen, muß praktikabel und psychologisch tragbar sein. Es sollte eine flache, volatilitätsarme Ertragskurve produzieren.

Smart Investor: Was war denn Ihrer Meinung nach die wichtigste Neuerung oder Entdeckung der letzten Jahre in der Charttechnik?



Uwe Wagner, geb. 1964 in Berlin, durchlief von 1991 bis 2004 verschiedene Verantwortungsstufen im Bereich Equity Trading bei der Deutschen Bank. Von 1995 an verantwortete er drei Jahre lang den derivativen Handel in der Madrider Niederlassung, bevor er dann bis Anfang 2004 wieder in Frankfurt arbeitete, verantwortlich für die Entwicklung, den Einsatz und die Führung von Handelssystemen und leitete die Technische Analyse. Er ist heute Geschäftsführer der Wertpapierhandelsbank Wagner & Lang GmbH und leitet dort das operative Geschäft.

Wagner: Das ist schwierig. Ich glaube, die revolutionärste Veränderung geht auf die Hardware zurück, also auf die Einführung der Personalcomputer Ende der 70er, Anfang der 80er Jahre. Seitdem lassen sich Strategien, die zuvor subjektiven Charakter trugen, objektivieren. Moderne Sachen wie neuronale Netze oder so etwas sind nur Randerscheinungen, die sich aus dem Hardware-Einsatz ergaben. So gesehen: Eine revolutionäre Entdeckung in der Charttechnik ist mir ehrlich gesagt nicht bekannt.

Smart Investor: Rückblickend betrachtet weiß man heute z.B., daß das Frühjahr 2003 ein guter Zeitpunkt war, um bei Aktien long zu gehen. Was riet Ihnen Ihr Handelssystem damals?

Wagner: Der Trend zu Beginn des Jahres 2003 ist extrem schwierig zu handeln, zu greifen gewesen. Die Marktphase war hochvolatil, und die Bewegungen waren enorm. Ich kann Ihnen verraten, daß wir zu dem Zeitpunkt unsere Langfristmodelle allesamt abgeschaltet haben und auf Kurzfristmodelle umgestiegen sind. Wir mußten neue Strategien entwickeln, die mit diesen extremen Volatilitäten und den schwankenden Liquiditäten im Markt klarkommen, denn das hatte man vorher in dieser Form noch nicht erlebt.

Smart Investor: Und haben Sie Momente erlebt, wo Handelspositionen oder -ideen partout nicht aufgingen und Sie an Ihrem (Sach-)Verstand verzweifeln?

Wagner: Oft, zumindest das erstere! Es gibt Marktphasen, die ihr eigenes Handelssystem erfordern. Deshalb entwickeln wir viele verschiedene Handelssysteme für ein und den selben Titel, anzuwenden in Abhängigkeit von der jeweilig vorherrschenden Marktphase. Immer wieder kommt es vor, daß sich Trading-Ansätze, die mit hohem Programmieraufwand erstellt wurden und auch absolut schlüssig und in sich rund klangen, im Nachhinein scheitern. Die Praxis widerlegt des öfteren findig ausgedachte Trading-Konzepte.

Smart Investor: Es kommt also auch vor, daß Sie bestimmte Marktbewegungen einfach nicht erklären können?

Wagner: Klar, nämlich dann, wenn bestimmte Korrelationen be-

troffen sind. So also, wenn sowohl der Bund-Future als auch der Aktienmarkt steigt. Oder natürlich auch, wenn schlichtweg alles steigt, was steigen kann, auch dies sieht man hin und wieder.

Smart Investor: Worin unterscheidet sich denn der heutige Uwe Wagner börsenmäßig von demjenigen früherer Tage, oder anders: Entwickeln Sie sich – und Ihre Börsenphilosophie – auch heute noch weiter?

Wagner: Auf jeden Fall. Ich kann von mir sagen, daß ich persönlich jeden Fehler gemacht habe, den ich nur machen konnte. Jedes Handelsergebnis ist auch immer teuer bezahlt. Das ist ein laufender Prozeß: Die Marktphasen ändern sich, und man entwickelt wieder neue Handelssysteme, die damit fertig werden. Heutzutage geht es mir vor allem um die Verfeinerung bestehender Ansätze, um das Money Management usw.

Smart Investor: Ihr im letzten Jahr initiiertes Wagner & Lang Universal Active Fonds liegt seit Auflegung im November letzten Jahres rund 9 % im Plus. Ist das angesichts der freundlichen Märkte nicht etwas spärlich, worauf basiert der Fonds?

Wagner: Er basiert auf Einzelaktien, angereichert mit einer Derivatekomponente. Es handelt sich um ein Gesamtportfoliosystem auf Basis von Relative Stärke-Ansätzen. Wir suchen Aktien mit Relativer Schwäche, die gerade erst beginnen, Relative Stärke aufzubauen. Damit ist man im Rotationsprozeß immer früh dabei. Die Benchmark ist eine Kombination aus Dax (37,5 %) und EuroStoxx-50 (62,5 %), obwohl unser Fonds aufgrund des Ansatzes eigentlich benchmarklos sein sollte. Und Sie wissen auch, daß in einem laufenden Markt eine Buy-and-Hold-Strategie nicht mit einem Handelssystem zu schlagen ist. Zumal wir eine niedrigere Volatilität erreichen möchten und daher nie zu 100 % investiert sind. Wir streben einen kontinuierlichen Ertrag an, der auch dann nicht zusammenbricht, wenn die Marktphase wechselt.

Smart Investor: Herr Wagner, vielen herzlichen Dank für diese Einblicke!

Interview: Falko Bozicevic

Anzeige



Ein Tag mit Prof. Dr. Norbert Walter

Weltökonomische und anlagepolitische Grosswetterlage 2005

- Aktuelle Wirtschaftslage in Europa und Ausblick
- Weltökonomische Trends
- Internationale Finanzpolitik und -märkte
- Anlagetrends 2005

13. September 2005, Hotel Marriott, Zürich

Spezialpreis für Smart Investor-Abonnenten
EUR 800.- statt EUR 900.-

Weitere Informationen unter: www.zfu.ch/pdf/wan.pdf

ZFU ■ International Business School

Im Park 4 ■ CH-8800 Thalwil ■ Leitung: Dr. Fritz Haselbeck
Tel. +41 1 722 85 85 ■ Fax +41 1 722 85 86 ■ www.zfu.ch ■ info@zfu.ch

Anmeldung: Coupon ausfüllen und/oder mit Ihrer Visitenkarte faxen an +41 1 722 85 86

Name	Vorname
Firma	Funktion
Strasse	PLZ/Ort
Tel. (G)	Fax
Datum/Unterschrift	

LESERBRIEFE

Kritik zuhauf

? Nach den heutigen Erkenntnissen sollten Sie doch nun wirklich mal über Ihre Positionierung nachdenken. Sie glauben wohl, nur weil Dax- und Dow-Unternehmen mit immer groteskeren Bilanztricks Gewinnwachstum vortäuschen, ändert sich dadurch etwas am globalen Betrug durch Notenbanker, Politik und Wirtschaft. In der heutigen Wirtschaftswoche wird Greenspan zitiert: „Gold ist und bleibt das beste und sicherste Geld der Welt!“ Was soll's, Sie scheinen auch schon den Schleier der Ignoranz über sich zu breiten. Viel Spaß bei der Dax-Rally bis Ende 2005!

Dr. Bernhard Sonneberg, per eMail

SI Leserbriefe wie den Ihrigen erhalten wir derzeit sehr häufig. Offenbar haben viele Leser Probleme damit, unseren Schwenk hin zu einer langfristigen Hausse am Aktienmarkt nachzuvollziehen. Sicherlich werden Edelmetalle langfristig von den Schieflagen im Weltwirtschafts- und Finanzsystem profitieren, aber momentan sprechen unsere Timinganalysen für eine ausgeprägte Aktienhausse. Ob wir mit unserer Einschätzung richtig liegen, wird sich erst noch zeigen müssen. Die Vielzahl an Leserbriefen mit pessimistischem Tenor legen aus dem Contrary Opinion-Blickwinkel die Vermutung nahe, daß wir mit unserer bullischen Prognose nicht gänzlich falsch liegen dürften.

? Ich möchte mein Geld für die Alterssicherung werterhaltend anlegen, wie tue ich dies aber in einer Zeit wirtschaftlicher und finanzpolitischer Krisen? Sie erwarten den Staatsbankrott im nächsten Jahrzehnt, ich schon früher. Wie kann ich überhaupt noch mein Geld sicher anlegen? Ich bin jetzt 55 Jahre alt.

Hildegard Pirkel, Sulzbach-Rosenberg

SI Wir verstehen natürlich diese Sorgen, in einem eher schwieriger werdenden Umfeld sein Kapital zu mehren oder auch nur zu erhalten. Deshalb sollten Sie Ihre Anlageentscheidungen wohl überlegen. Gegen Edelmetalle als Krisenabsicherung ist im Grunde nichts einzuwenden. Allerdings kommt es beim Vermögensaufbau, vor allem für die Altersvorsorge, neben der Diversifikation auch auf das Timing an. Da momentan vieles für eine maßgebliche Steigerung an den Aktienmärkten spricht, empfiehlt es sich, die Aktienkarte jetzt auszuspielen. Edelmetalle sind als Grundsicherung durchaus empfehlenswert. Allerdings halten wir es für verfrüht, nun schon voll auf Gold und Silber zu setzen.

? Was hat Sie geritten, im Smart Investor 7/2005 ausgerechnet das gefährlich am rechten Rand operierende Pamphlet „Junge Freiheit“ zu zitieren?

L. Rabe, per eMail

SI Wir halten die „Junge Freiheit“ für ein erfrischend geschriebenes Blatt, welches sich unsinnigen Konventionen und Tabus nicht unterwirft. Obendrein haben die dort schreibenden Journalisten nicht diese Scheuklappen auf, wie es in der Mainstream-Presse mit ihrem eingängigen Einheitsbrei vielerorts gang und gäbe ist, und deshalb halten wir diese Wochenzeitung für lesens- und auch zitierenswert.

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

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

TRADING HERBST
Das Live-Trading-Ereignis!

6. und 7. Oktober 2005
Stadthalle Aschaffenburg

Schauen Sie den Profis über die Schulter und lernen Sie, wie Handelsansätze erfolgreich in die Praxis umgesetzt werden!

Reales Daytrading live vor Publikum
unterschiedliche Märkte
verschiedene Tradingtechniken
Moneymanagement in der Praxis
Strategien werden gezeigt und erklärt
Ausführliche Seminarunterlagen



US-Handel am 7.10.2005
von 14:00 - 22.00 Uhr CET!



1. Oktober - 30. November 2005

TradingGame N°4

Virtueller Tradingwettbewerb in Futures
mit Realtimekursen der Eurex®.

Üben Sie Daytrading wie in der Realität mit
unserer elektronischen Handelssimulation
völlig risikolos!

www.TradingGame.de



BUCHBESPRECHUNG

„Die besten Anlagestrategien der Welt“

„Jeder kann mit Aktien reich werden, wenn er seine Hausaufgaben macht“ lautet eine Börsenweisheit des renommierten Fondsmanagers Peter Lynch. Nichts scheint richtiger zu sein, wenn man sich die Erfolgsgeschichten der großen Aktienstrategen Graham, O'Higgins, Fisher, O'Shaughnessy, Buffett oder eben Lynch anschaut. Doch Erfolgreiches muß nicht kompliziert sein, wie eine nähere Untersuchung zeigt. Die Strategien dieser Altmeister ihres Fachs bestechen durch einfache und eingängige Regeln, manchmal zweifellos garniert mit einem gehörigen Schuß Intuition für den richtigen Moment und die richtige Idee. Die einzelnen Strategien, die Vielzahl ihrer Abwandlungen und schließlich die dabei vorkommenden fundamentalen Kennzahlen (z.B. Eigenkapitalrendite, Cash Flow-Marge, Kurs/Buchwert-Verhältnis) erklärt Autor Volker Gelfarth in aller gebotenen Kompaktheit und auch für Börseneinsteiger verständlich – vergessen wir nicht, daß über jeden einzelnen dieser Altmeister Dutzende Bücher geschrieben wurden. Leser, die z.B. am Beitrag „Dogs of the Dax“ in Smart Investor 1/2005 Gefallen fanden, werden bei diesem Buch sicher auf ihre Kosten kommen. Hier sind sämtliche Untersuchungen und Erklärungen zu finden, auf die wir seinerzeit aufgrund der erforderlichen Kürze hatten ver-

zichten müssen. Aus dem Gesagten geht bereits hervor, daß das Buch weniger ein Lesebuch ist als vielmehr ein Kompendium. Als Kritik bleibt festzuhalten, daß Autor Volker Gelfarth, immerhin selbst ein Aktienstratege und Börsendienstherausgeber, sich ruhig ein wenig hätte einbringen können, anstatt die Strategien staubtrocken aneinanderzureihen. Unter diesem Gesichtspunkt ist das Buch durchaus zu knapp gehalten ausgefallen.

Falko Bozicevic



„Die besten Anlagestrategien der Welt – Investieren wie Buffett, Lynch, Graham und Co.“ von Volker Gelfarth; FinanzBuch Verlag 2005; 179 Seiten, 19,90 Euro

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

Anzeige

Analysten- und Investorenkonferenz

KIRCHHOFF
Small- and MidCap Conference

24. August 2005 in Zürich, Selnaustrasse 30,
ConventionPoint der SWX Swiss Exchange
www.ksmc.ch

Die Kirchhoff Small- and MidCap Conference ist ein bankenunabhängiges Forum. Im Mittelpunkt der Veranstaltung stehen die Präsentationen der Equity Story der Unternehmen. Der Dialog mit dem Management kann in Einzelgesprächen vertieft werden.

Teilnehmende Unternehmen



Medienpartner

stocks

GoingPublic
Magazin

Kirchhoff Consult (Schweiz) AG
Lidostrasse 6
CH-6006 Luzern
T +41.41.375 01.20
F +41.41.375 01.28
schweiz@kirchhoff-consult.ch

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ADOBE SYSTEMS	871 981	46
ALTANA	760 080	46
ARQUES INDUSTRIES	515 600	46
BAADER WERTPAPIERHANDELSBANK	508 810	9
BALDA	521 510	42
BARRICK GOLD	870 450	44
CEWE COLOR	540 390	40
CONSTANTIN FILM	580 080	10
CREATON	548 303	46
DEUTSCHE EUROSHOP	748 020	7
DEUTSCHE WOHNEN	628 330	7
DT. BV IMMOBILIEN HOLDING	522 294	7
EM.TV	914 720	9
GILEAD SCIENCES	885 823	38
HIGHLIGHT COMMUNICATIONS	920 299	10
IVG IMMOBILIEN	620 570	7
KONTRON	605 395	38
MME MOVIEMENT	576 115	10
NORILSK NICKEL	676 683	46
ORASCOM TELECOM	940 174	46
PREMIERE	PREM11	10
PROSIEBENSAT.1MEDIA	777 117	10
S.A.G. SOLARSTROM	702 100	39
TA TRIUMPH ADLER	749 500	45
TAG TEGERNSEE	830 350	7
UNITED LABELS	548 956	11
VIVACON	604 891	7

Themenvorschau

bis Smart Investor 12/2005

Deutschland hat die Wahl: Bestandsaufnahme und Ausblick

Photonics-Aktien: Für Investoren mit Weitblick

Ost-Europa als Performancegarant!?

Börsenorders richtig platziert

Sektor-Rotation: Wann Branchen in oder out sind

Samba in Südamerika: Wie lange noch?

High Performer aus dem Tech-Sektor

Ein kritischer Blick auf den Zweitmarkt für LV-Policen

Die Auswirkungen der Demographie auf die Börse

Öl und kein Ende: Wie geht's weiter?

Beteiligungsgesellschaften: Riesiges Spektrum

Investieren in Kunst: Eine Kunst für sich

Nanotechnologie: Boom oder Bust?

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

3. Jahrgang 2005, Nr. 8 (August)

Verlag:

Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656,
eMail: info@smartinvestor.de
Internet: www.smartinvestor.de

Preise:

Einzelpreis 5,- Euro,
Jahresabonnement: 48 Euro in
Deutschland, 60 Euro im europä-
ischen Ausland, 80 Euro im Rest
der Welt (Zustellung im Ausland
jeweils per Luftpost). Alle Preise
incl. Versandkosten und 7 %
MuSt.

Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),
Falko Bozicevic (stellv.),
Tobias Karow, Ralph Malisch

Abonnementverwaltung:

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

Freie Mitarbeiter:

Sarah Ismail, Matthias Kemnitz,
Magdalena Lammel, Frank
Schnattinger, Sebastian Storfner,
Fabio Virga,

Research:

Kooperationspartner der
Smart Investor-Redaktion
ist „Der Wellenreiter“
(www.wellenreiter-invest.de)

Gast-Autoren:

Heiko Aschoff, Alexander
Hirse Korn, Werner Ullmann,
Burkhard Weiss

Interviewpartner:

Uwe Lang, Dr. Benedikt
Ortmann, Uwe Wagner

Charts

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

Redaktionsanschrift:

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

Druck:

Rieß-Druck- und Verlags-GmbH

Bildredaktion:

Robert Berger, Andreas Pothhoff

Titel & Cartoons:

Illustration Schuppler
(schuppler@direkt.at)

Gesamtgestaltung:

Robert Berger

Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und
Tabellen liegen Quellen zugrun-
de, welche die Redaktion für ver-
lässlich hält. Eine Garantie für
die Richtigkeit kann allerdings
nicht übernommen werden. Bei
unaufgefordert eingesandten
Beiträgen behält sich die
Redaktion Kürzungen oder
Nichtabdruck vor.

Anzeigen:

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

Nachdruck:

© 2005 Smart Investor Media
GmbH, Wolfratshausen. Alle
Rechte, insbesondere das der
Übersetzung in fremde Sprachen,
vorbehalten. Ohne schriftliche
Genehmigung der Smart Investor
Media GmbH ist es nicht gestat-
tet, diese Zeitschrift oder Teile
daraus auf photomechanischem
Wege (Photokopie, Mikrokopie)
zu vervielfältigen. Unter dieses
Verbot fallen auch die Aufnahme
in elektronische Datenbanken,
Internet und die Vervielfältigung
auf CD-ROM.

Anzeigenleitung:

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

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479

Erscheinungs- termine 2005:

18.12.04 (1/05), 29.1. (2/05),
26.2. (3/05), 19.3. (4/05),
30.4. (5/05), 28.5. (6/05),
25.6. (7/05), 30.7. (8/05),
27.8. (9/05), 30.9. (10/05),
29.10. (11/05), 26.11. (12/05),
17.12. (1/06)

ZU GUTER LETZT

Von Bären, Mäusen und anderen (Wahlkampf-)Strategen ...

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Strategie, so lernen wir, kommt aus dem Griechischen und bedeutete ursprünglich soviel wie Heeresführung. Ein Begriff, der also eindeutig militärische Wurzeln hat, sich aber auch in unserer aufgeklärten und fortschrittlichen Zivilgesellschaft großer Beliebtheit erfreut. Wer einmal die Seiten eines Internet-Buchhändlers durchstöbert, der wird Hunderte von Werken finden, die das Wort „Strategie“ im Titel führen. Allenfalls Klassiker wie Clausewitz oder Sun-Tsu beschäftigen sich noch mit dem Kriegshandwerk im engeren Sinne. Von der Expansion der Strategie blieb praktisch kein Bereich verschont: Politik und Börse sowieso, Karriere, Verhandlungsführung, Geschlechterkampf, Fitneß, etc. – zwischen zwei Buchdeckel paßt allemal eine wohlfeile Strategie. Krieg ist also allerorten, auch wenn längst nicht überall scharf geschossen wird. Wofür alleine Machiavelli erhalten muß ... für Manager, Frauen, Forscher, sogar für Kids, warum nicht auch für Radfahrer oder Freischwimmer?

Tierisches

Eine andere beliebte Vermarktungsstrategie: Die Assoziation mit bestimmten Verhaltensweisen von Sympathieträgern aus dem Tierreich. Wer denkt beispielsweise bei Delphinstrategien

nicht an den ebenso pflichtbewußten wie selbstlosen Flipper? Inzwischen scheinen die noch nicht belegten Tiernamen jedoch knapp geworden zu sein. Wie sonst wäre zu erklären, daß nunmehr eine „Bären-Strategie“ auf dem Markt ist. Nein, diese wendet sich nicht etwa an Short-Spekulanten, der angegraute Untertitel „In der Ruhe liegt die Kraft“ weist den Weg in Richtung des dauergemütlichen Dschungelbuch-Bären



Balou. Strategie für Couch Potatoes also? Selbst eine „Mäuse-Strategie für Manager“ ist erhältlich. Gewiß, nette kleine Gesellen diese Mäuse, aber Strategen? An die Erfolgsrezepte der Mäusemanager mag ich jedenfalls nicht recht glauben, wenn ich deren Überreste nach den nächtlichen Streifzügen unserer Katze im Garten zusammensammle. Dennoch werden wir wohl vergeblich darauf warten, daß die ungleich erfolgreicherer Hyänen oder Kakerlaken zu Namenspaten einer Strategie werden, dafür sind deren Sympathiewerte einfach zu gering.

Strategieprinzipien im Wahlkampf

Womit wir zwanglos noch einmal die Kurve zu einem ernsten Thema bekommen: Gerade in Zeiten des heraufdräuenden Wahlkampfs ist es hilfreich ein paar **Strategieprinzipien** zu kennen. Da erscheint dann manches in anderem und einiges sogar im rechten Lichte. Denn im Rennen um die Macht scheint alles erlaubt, was nicht ausdrücklich verboten ist, das Ziel ist also klar. Da werden die **Kräfte zunächst geschont**, um sie dann **auf den entscheidenden Punkt zu konzentrieren** und deren **Wirkung zu maximieren**. Etwa als zwei schon immer selbstverliebte ältere Herren jüngst ihre Zuneigung füreinander entdeckten und ihre Verschmelzung bekanntgaben, also **Initiative ergriffen!** Jede Seite wird versuchen, durch **unerwartete Elemente** wie Täuschung, Wagemut oder Verwegenheit, im großen Hauen und Stechen das bessere Ende für sich zu bekommen. Der ganz große Coup bedarf natürlich bis kurz vor Schluß der **Geheimhaltung**. Das zumindest sollte man im Hinterkopf behalten, wenn genießerische Villenbewohner plötzlich die Sorge um „die Menschen im Lande“ umtreibt, lauthals die Gerechtigkeit beschworen wird oder man sich auch über Kleinigkeiten bis zur Hyperventilation öffentlich entrüstet – es ist eben Wahlkampf.



„Strategen“ unter sich