

Der Inhalt ist ohne Gewähr. Die Texte, Tabellen und Grafiken geben ausschließlich die persönliche Meinung des Autors Dirk Arning wider. Der Autor handelt möglicherweise in eigener und fremder Rechnung in den genannten Wertpapieren (Interessenskonflikt!). Die Informationen stellen keine Anlageberatung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar.

### Editorial

„Sell in May and go away!“ Die alte Börsenweisheit wird auch in diesem Jahr wieder reichlich bemüht. Das Lager der Pessimisten ist noch recht groß. Viele Anleger, die den Einstieg verpasst haben, dürften sich vorgenommen haben, schwächere Kurse für Aktienkäufe zu nutzen. Genau dies begrenzt seit Wochen die Rückschläge – und wird es weiterhin tun, wenn nicht eine Hiobsbotschaft ein Umdenken auslöst. Nachdem bis Anfang März schon fast der Weltuntergang eingepreist worden war und auch die mexikanische Schweinegrippe diesen nicht auszulösen scheint, ist es aber unwahrscheinlich, dass sich die Marktteilnehmer in näherer Zukunft so schocken lassen.



### Inhalt

	Seite
Inhalt	1
AKTUELLE M.A.M.A.-TRENDINDIKATIONEN	2
AKTIENKOMPASS: COEUR D'ALENE MINES	3
Portrait	3
Chartanalyse	8
Die Aktie im ▲ ACC ● ALPHA ■	8
AKTUELLE ANALYSTEN-EINSTUFUNGEN	9
Aareal Bank	9
Allianz	9
Bilfinger Berger	10
E.On	10
Klößner & Co	10
Leoni	11
MAN	11
SGL Carbon	11
Telefonica	12
WMF	12
FONDSKOMPASS: ASIEN	13
FONDSKOMPASS: COST-AVERAGE-EFFEKT	14
FONDSKOMPASS: VALUE-OUTPERFORMANCE	17
IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE	18
VERANSTALTUNGSKALENDER	19
Juni 2009	19
Juli 2009	21
August 2009	21
September 2009	22
Oktober 2009	23
November 2009	24
Dezember 2009	24

## AKTUELLE M.A.M.A.-TRENDINDIKATIONEN

auf Basis der beobachteten Kursentwicklung  
bis Ende der **21. Kalenderwoche 2009 (22.05.2009)**  
Alle Angaben ohne Gewähr.



Der Taiwan Weighted Index war der erste der beobachteten Aktienindizes, der ein übergeordnetes Kaufsignal erzeugte. Eine Woche später, per Ende der 18. Kalenderwoche, folgten der Nasdaq Internet, der chinesische HSCE, der brasilianische Bovespa und der koreanische KOSPI. In der 19. Woche konnte allein der indische BSE Sensex ein Kaufsignal erzeugen. Nach einer Konsolidierung in der 20. Kalenderwoche entstanden zuletzt 6 weitere Kaufsignale, darunter für den TecDAX.

Markt und Indexstand	Delta-MA	COMA	Break-Out	Trendstärke	Status / Signal	
BSE Sensex	13.887,15	+ 60 %	+ 44 %	+ 75 %	+ 59 %	long seit 19.KW 2009
SET Bangkok	554,02	+ 40 %	+ 85 %	+ 75 %	+ 55 %	KAUFSIGNAL
Tec Dax	623,85	+ 42 %	+ 82 %	+ 75 %	+ 55 %	KAUFSIGNAL
RTX Moskau	1.616,10	+ 33 %	+ 100 %	+ 75 %	+ 54 %	KAUFSIGNAL
TWI Taiwan	6.737,90	+ 59 %	+ 45 %	+ 75 %	+ 52 %	long seit 17.KW 2009
STI Singapur	2.245,36	+ 43 %	+ 80 %	+ 75 %	+ 46 %	KAUFSIGNAL
HSCE	9.790,79	+ 53 %	+ 58 %	+ 0 %	+ 41 %	long seit 18.KW 2009
JSE Industr. 25	17.311,26	+ 56 %	+ 16 %	+ 75 %	+ 40 %	KAUFSIGNAL
Nasdaq Internet	178,26	+ 47 %	+ 72 %	+ 0 %	+ 39 %	long seit 18.KW 2009
IPC Mexico	24.107,30	+ 54 %	+ 40 %	+ 75 %	+ 38 %	KAUFSIGNAL
Bovespa	50.558,41	+ 63 %	+ 37 %	+ 0 %	+ 33 %	long seit 18.KW 2009
Hang Seng	17.062,52	+ 44 %	+ 71 %	+ 0 %	+ 32 %	verkauft 27.KW 2008
Kospi Seoul	1.403,75	+ 55 %	+ 54 %	+ 0 %	+ 31 %	long seit 18.KW 2009
DAX	4.918,25	+ 40 %	+ 19 %	+ 50 %	+ 18 %	verkauft 04.KW 2008
Nasdaq Comp.	1.708,68	+ 33 %	+ 85 %	+ 0 %	+ 17 %	verkauft 02.KW 2008
FTSE London	4.365,29	+ 46 %	+ 21 %	+ 0 %	+ 8 %	verkauft 32.KW 2007
ATX Wien	2.053,88	+ 33 %	+ 34 %	+ 0 %	+ 7 %	verkauft 33.KW 2007
MDax	5.812,94	+ 33 %	+ 21 %	+ 0 %	+ 6 %	verkauft 47.KW 2007
SMI	5.409,26	+ 40 %	- 44 %	+ 50 %	+ 3 %	verkauft 30.KW 2007
ASX200 Austr.	3.755,40	+ 4 %	- 51 %	+ 0 %	- 3 %	verkauft 08.KW 2008
CAC 40 Frankr.	3.227,97	+ 36 %	- 51 %	+ 0 %	- 11 %	verkauft 33.KW 2007
Dow Jones	8.346,85	+ 27 %	- 48 %	+ 0 %	- 12 %	verkauft 03.KW 2008
EuroStoxx50	2.433,52	+ 35 %	- 51 %	+ 0 %	- 12 %	verkauft 03.KW 2008
S&P 500	894,65	+ 33 %	- 56 %	+ 0 %	- 13 %	verkauft 02.KW 2008
DJ Stoxx 50	2.094,25	+ 36 %	- 53 %	+ 0 %	- 13 %	verkauft 02.KW 2008
CECE	1.332,26	+ 33 %	- 57 %	+ 0 %	- 14 %	verkauft 03.KW 2008
Topix	875,88	+ 17 %	- 60 %	+ 0 %	- 14 %	verkauft 32.KW 2007
Russel 2000	482,74	+ 33 %	- 55 %	+ 0 %	- 14 %	verkauft 40.KW 2008
Nasdaq Biotech	680,16	- 40 %	- 67 %	+ 5 %	- 25 %	verkauft 41.KW 2008
Mittelwert		+ 38 %	+ 13 %	+ 24 %	+ 17 %	
Vorwoche		+ 38 %	- 2 %	+ 5 %	+ 15 %	

## AKTIENKOMPASS: COEUR D'ALENE MINES



### Portrait

Coeur d'Alene Mines Corporation ist einer der größten Silberminenbetreiber der Welt, fördert in seinen Minen aber auch Gold. Für 2009 erwartet die Gesellschaft die Förderung von 20 Millionen Unzen Silber, zwei Drittel mehr als im Vorjahr. Grund dafür ist der Produktionsanlauf in der größten reinen Silbermine der Welt, San Bartolomé in Bolivien im vergangenen Jahr und der Beginn des Förderbetriebs der Silber- / Goldmine Palmarejo in Mexiko. Coeur verzichtet auf den Vorabverkauf von Silber und Gold, gehört also zu den "unhedged" Minen, die damit stärker von der Entwicklung der Edelmetallpreise an den Spotmärkten abhängig sind. Coeur-Aktien werden an der New York Stock Exchange (NYSE) unter dem Symbol CDE und an der Toronto Stock Exchange unter dem Symbol CDM gehandelt.



Zum Coeur-Konzern gehören ferner die Untertagebergwerke Cerro Bayo im südlichen Chile und Martha im Süden Argentiniens, die Tagebauminer Rochester in Nevada, die Silberproduktion von zwei Bergwerken in Australien und das Goldminenprojekt Kensington in Alaska. Außerdem betreibt Coeur zur Zeit verschiedene Explorationsprojekte.



Silber aus San Bartolomé

**Exkurs: Silber** ist ein chemisches Element aus der elften Gruppe („Kupfergruppe“) des Periodensystems. Silber ist ein Edelmetall und gehört zu den Münzmetallen. Es ist ein weiches, gut verformbares („duktil“) Schwermetall mit der größten elektrischen Leitfähigkeit und der besten Lichtreflektionsfähigkeit aller Elemente und der größten thermischen Leitfähigkeit aller Metalle. Zudem hat es bakterizide Eigenschaften. Deshalb gibt es zahlreiche Verwendungen in der Elektrik, Elektronik, Optik und Medizin.

## COEUR

**San Bartolomé** gilt als größte reinrassige Silbermine der Welt. Sie liegt am Fuß des Cerro Rico Berges nahe Potosi, einer 200.000-Einwohner-Stadt 14.000 Fuß über dem Meeresspiegel in den bolivianischen Anden. Die bekannten Reserven von 135 Mio. Unzen liegen in Kiesablagerungen am Fuß des Berges und können an der Oberfläche ohne Grabungen, Bohrungen oder Sprengungen gewonnen werden. Für 2009, dem ersten Jahr mit voller Produktion, wird eine Förderung von ungefähr 9 Mio. Unzen Silber erwartet. Die Mine steht am Beginn einer erwarteten Lebensdauer von 14 Jahren.



Volksfest in Potosi



Der Berg „Cerro Rico“



Tagebau „San Bartolomé“

Das örtliche Tochterunternehmen Coeur Manquiri hat gute Beziehungen zur staatlichen bolivianischen Minengesellschaft COMIBOL und den örtlichen Minengenossenschaften aufgebaut, von denen die Bergbaukonzessionen gepachtet sind. Als großer Arbeitgeber ist Coeur in die Gemeinde Potosi integriert und unterstützt das kulturelle und gesellschaftliche Leben (u.a. mit Konzertveranstaltungen und der Unterstützung lokaler Künstler).



Anlagen zur Silbergewinnung in San Bartolomé, Bolivien



**Palmarejo** liegt im nördlichen Mexiko und soll in diesem Jahr stark zur Produktionserhöhung von Coeur beitragen. Die Mine wird teilweise untertage, teilweise im Tagebau betrieben. Die Förderung begann planmäßig in diesem März. In Palmarejo sollen in diesem Jahr schon 5,3 Mio. Unzen Silber und 72.000 Unzen Gold produziert werden, 2010 dann 7,4 Mio. Unzen Silber und 92.000 Unzen Gold. Danach wird die Jahreskapazität von Palmarejo auf rund 9,0 Mio. Unzen Silber und 120.000 Unzen Gold geschätzt. Schon der Beitrag in diesem Jahr soll die Silberproduktion von Coeur d'Alene gegenüber dem Vorjahr um 66 % und die Goldproduktion um 85 % steigen lassen.



Anlagen zur Gold- und Silbergewinnung in Palmarejo, Mexiko

## COEUR

**Exploration in Mexiko:** Das Gesamtbudget von Coeur d'Alene für Explorationsmaßnahmen in Mexiko 2009 beträgt 8,2 Mio. Dollar, wovon über 90 % auf den Distrikt Palmarejo einschließlich La Currita entfallen. Parallel zum Minenbetrieb läuft ein weitreichendes Explorationsprogramm, um den Umfang der Reserven und Ressourcen\* in der Region zu ermitteln. Zum Jahreswechsel summierten sich die "Measured and Indicated resources"\*, also gemessene und angezeigte Ressourcen, in Palmarejo auf 53,3 Mio. Unzen Silber und 676.000 Unzen Gold. Zusätzlich verfügt Palmarejo über „Proven and Probable reserves"\*, also nachgewiesene und vermutete Reserven, von 63,6 Mio. Unzen Silber und 2,3 Mio. Unzen Gold. Darüber hinaus verfügt das Gelände noch über "Inferred resources"\*, also geschlussfolgerte Ressourcen, von 58,5 Mio. Unzen Silber und 880.000 Unzen Gold.

\*Im amerikanischen Sprachgebrauch sind die Reserven diejenigen Teile der nachgewiesenen Gesamtvorkommen, die zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht wirtschaftlich nutzbar und / oder nicht abbauwürdig sind. Ressourcen (deutsche Schreibweise aus dem Französischen) bzw. „resources“ (englische bzw. amerikanische Schreibweise) bezeichnen dann meist im engeren Sinne die Teilvorkommen, die nicht nur nachgewiesen sind, sondern deren Abbau auch jetzt schon wirtschaftlich möglich ist.



Coeur- Bergbau in Palmarejo

Die jüngsten Explorationsaktivitäten in Palmarejo zielen darauf ab, ein zweites großes Silber- und Goldvorkommen, „Guadalupe“ genannt, im Südosten des Distrikts, rund sechs Kilometer von der bestehenden Mine entfernt, zu finden und zu bestimmen. 2008 investierte Coeur gut 8 Mio. Dollar in die Exploration in der Region Palmarejo. In diesem Jahr dürften es weitere 8 Mio. Dollar sein. Durch die Explorationsmaßnahmen konnten die gemessenen und angezeigten Ressourcen in Guadalupe auf 43,3 Mio. Unzen Silber und 530.000 Unzen Gold beziffert werden. Die geschlussfolgerten Ressourcen betragen 30,0 Mio. Unzen Silber und 420.000 Mio Gold. In Erwartung zusätzlicher Vorkommen werden die Probebohrungen fortgesetzt. Ende 2008 unterzeichnete Coeur eine Kaufoption für das "La Currita" Gelände, welches südöstlich an Guadalupe angrenzt. Das Lagerstättensystem von La Currita sichert über einen Kilometer zusätzliches Abbaugelände des Guadalupe-Vorkommens. Coeur plant jetzt anfängliche Probebohrungen in La Currita.

**Rochester** ist ein Silber- und Gold-Tagebau in Nevada, USA. Seit Beginn der Förderung 1986 wurden dort mehr als 110 Mio. Unzen Silber und eine Million Unzen Gold gefördert. 2008 wurden dort 3.033.720 Unzen Silber und 21.041 Unzen Gold produziert. Allein die Kuppelproduktion von Gold deckte alle laufenden Kosten, so dass rechnerisch die "cash operating cost" für eine Unze Silber auf minus 0,75 USD fielen. 2008 investierte Coeur 600.000 Dollar in die weitere Exploration der Region Rochester. Die Mine befindet sich in der Phase des Auswaschens der Restmetalle und kann damit voraussichtlich noch bis 2014 Silber für weniger als 1,00 Dollar pro Unze produzieren, weil als ein Nebenprodukt des Auswaschens auch Gold gewonnen wird.



Luftbild von Rochester, Nevada

\*Die "Cash Cost per ounce" sind die auf jede produzierte Unze umgelegten Produktionskosten einschließlich Verhüttung, Aufbereitung und der anteiligen Transportkosten.

## COEUR

**Martha** im südargentinischen Santa Cruz ist eine Silber-Untertagebergwerk, der von der Coeur-Tochterfirma Coeur Argentina S.R.L. betrieben wird. Der Bergbaubetrieb begann dort im Juni 2002. Bis 2007 wurde das dort gewonnene Erz zur Cerro Bayo Mine transportiert, um dort verarbeitet zu werden. Seit 2007 wird das in Martha geförderte Erz in einer eigenständigen Anlage verarbeitet. Die Verarbeitungskapazität beträgt mittlerweile 260 Tonnen pro Tag. Der effiziente Betrieb der Erzmühle erhöhe die Produktivität und senke die Produktionskosten, begründet Coeur den Bau der Erzmühle in Martha. Die Investitionsaufwendungen betragen 2008 für Martha 4,5 Mio. Dollar. Im laufenden Jahr sind weitere 1,6 Mio. Dollar Investitionen geplant.



Die 2007 in Martha, Argentinien, gebaute Erzmühle.

Das Bergwerk Martha produzierte 2008 ungefähr 2,7 Mio. Unzen Silber und 3.313 Unzen Gold. Die Silberproduktion lag damit auf dem Niveau des Vorjahres. Die Menge des „nebenbei“ gewonnenen Goldes sank allerdings: 2007 waren es 4.127 Unzen. Aufgrund steigender Arbeits- und Betriebsmittelkosten, vor allem wegen des Anlaufs der Erzmühle, stiegen die Produktionskosten („Cash cost per ounce“) von 6,27 auf 7,57 Dollar pro Unze.

**Exploration in Argentinien:** Seit dem Kauf von Martha für 2,5 Mio. Dollar im Jahr 2002 hat Coeur dort über 15 Mio. Unzen Silber produziert und durch kontinuierliche Explorationsmaßnahmen die Silbererzreserven stetig erhöht. Coeur setzt sein Explorationsprogramm fort, um das weitere Potenzial seiner über 560 Quadratmeilen großen Liegenschaften zu erfassen.

Probebohrungen erbrachten ermutigende Ergebnisse auf dem „Joaquin“-Gelände, wo neue Gold- und Silbervorkommen an drei Zielen entdeckt wurden: La Morena, La Negra und La Morocha. Im vergangenen November beendete Coeur dort erste Probebohrungen. Das Joaquin-Gelände liegt rund 80 Kilometer nordwestlich der Martha Mine. Coeur hält die Option, bis zu 71 % eines Gemeinschaftsunternehmens mit dem Grundstückseigentümer, der Mirasol Resources Ltd., zu erhalten.

Mirasol Resources Ltd. ist auch Eigentümer des Nico-Geländes rund 45 Kilometer nördlich von Martha, wo unter 20.000 Hektar Gold- und Silberminerale vermutet werden. Weitergehende Explorationsmaßnahmen sind für dieses Jahr geplant, nachdem jüngst ein Abkommen unterzeichnet wurde, wonach Coeur bis zu 75 % eines Gemeinschaftsunternehmens übernehmen kann, das die Nico-Vorkommen erschließt und ausbeutet.

Coeur d'Alene hat insgesamt 2,7 Mio. Dollar budgetiert für die Projekte in Argentinien (Martha, Joaquin und Nico).

## COEUR

**Australien:** Im australischen Bundesstaat New South Wales sind die Silbervorkommen meist mit Blei- und Zink-Vorkommen verbunden und werden in Untertagebergwerke abgebaut, welche in erster Linie den beiden Industriemetallen gelten. Die Betreiberfirmen verkaufen ihre Silberproduktion vorab.

**Die Broken Hill Mine** liegt im Westen von New South Wales, Australien. Im September 2005 hat Coeur der Betreiberfirma Perilya Broken Hill Ltd. die gesamte Silberproduktion und die Reserven bis zu einer festgelegten Höchstmenge von 17,2 Mio. Unzen für 36,9 Mio. Dollar abgekauft (also für 2,15 Dollar pro Unze vor Aufbereitungs- und Transportkosten). Bis Ende 2008 hat Broken Hill Coeur 5,4 Mio. Unzen und damit 31,4 % der vereinbarten Menge geliefert. Die Silberproduktion lag 2007 bei 1,6 Mio. Unzen und 2008 bei rund 1,4 Mio. Unzen. Der Rückgang ist auf Absinken des durchschnittlichen Silbererzgehaltes um 18,5 % zurückzuführen. Die gesamten „cash costs“ pro Unze stiegen gleichzeitig von 3,18 auf 3,41 Dollar.

**Die Endeavor Mine** hat ihre Silberproduktion im Mai / Juni 2005 bis zu einer festgelegten Höchstmenge von 20 Mio. Unzen für 45,1 Mio. Dollar an Coeur verkauft (also für 2,255 Dollar pro Unze vor Aufbereitungs- und Transportkosten). Betreiber des Bergwerkes ist die Cobar Operations Pty. Limited, ein Tochterunternehmen von CBH Resources Ltd.. Bis Ende 2008 hat Endeavor Coeur 1,8 Mio. Unzen und damit 9 % der vereinbarten Menge geliefert. Coeur schätzt die jährliche Leistung von Endeavor auf rund 900.000 Unzen.

**Alaska: Das Kensington Gold Projekt** bedeutet für Coeur d'Alene den verstärkten Einstieg in die Goldproduktion. Das Projekt umfasst das Kensington Areal und das benachbarte Jualin-Gelände und liegt auf der Ostseite des Lynn Canal rund 45 Meilen nordnordwestlich von Juneau in Alaska. Die Mine wird als Untertagebergwerk errichtet und von einem horizontalen Tunnel aus erschlossen. Das abgebaute Erz wird in einer Aufschwemm-Mühle weiterverarbeitet werden. Das daraus gewonnene Konzentrat soll dann an Schmelzhütten verkauft werden.

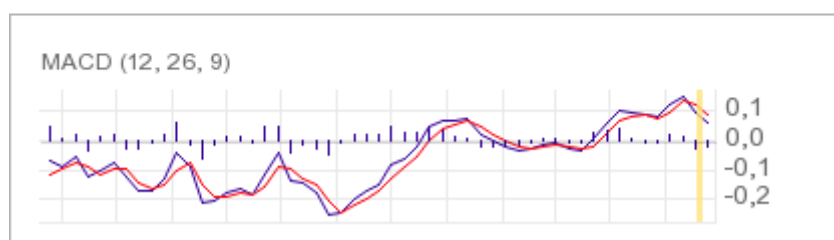


oberirdische Anlagen des im Aufbau befindlichen Bergwerkes Kensington

Sowohl unterirdisch als auch an der Oberfläche sind alle wesentlichen Vorarbeiten mit Ausnahme der Aufbereitungsanlage abgeschlossen. Die Aufbereitungsanlage ist noch juristisch umstritten und inzwischen beim U.S. Supreme Court anhängig. Mit einem Urteil wird Ende Juni gerechnet. Coeur rechnet damit, die Anlage noch in diesem Jahr errichten und spätestens Anfang 2010 in Betrieb nehmen zu können.

# COEUR

## Chartanalyse



22.05.09 22:03 Uhr

### Die Aktie im ▲ ACC ● ALPHA ■

Die ersten zwei Einstiege in die Aktie im März und Juli 2008 waren nicht erfolgreich: Die Positionen wurden im Rahmen unseres Risikomanagements jeweils in zwei Hälften verkauft. Angesichts der Trendwende erfolgte im Dezember der Wiedereinstieg: 50.000 Stück konnten zu 0,84 \$ gekauft werden, weitere 50.000 Stück zu 0,97 \$. Ende März gelang der Zukauf von 30.000 Stück zu 0,93 \$ und Anfang April wurden prozyklisch weitere 30.000 Stück zu 1,1551 \$ gekauft. Schließlich wurde der Gesamtbestand auf 200.000 Stück aufgestockt.

Coeur d'Alene hat einen Reverse-Stock-Splitt im Verhältnis 10:1 angekündigt, wobei 10 alte Aktien zu einer neuen zusammengelegt werden.

Der Niedergang der Edelmetallpreise hatte den Wert der Coeur-Aktie von 30 \$ 1990 unter einen Dollar Anfang dieses Jahrzehnts fallen lassen. Mit der Trendwende bei den Edelmetallpreisen erholte sich der Coeur-Kurs bis auf 7 \$ 2004 und 2007. Danach pendelte die Aktie zwischen 3 \$ und gut 5 \$, bevor sie 2008 in einen Abwärtstrend geriet, der erst im vergangenen November bei 0,36 \$ endete. Die Aktie stieg darauf noch vor dem Jahreswechsel auf rund 1,00 \$, konnte sich aber nicht halten und rutschte bis März auf 0,55 \$. Danach setzte der Aktienkurs die Kurserholung fort: Ein Widerstand bei 1,20 \$ und damit auch die 200-Tage-Linie wurden im April überwunden. Anfang Mai wurden schon 1,74 \$ erreicht. Seitdem konsolidiert die Aktie oberhalb von 1,27 \$. Der MACD erzeugte ein Take-Profit-Signal.



## AKTUELLE ANALYSTEN-EINSTUFUNGEN

(von Aktien im ▲ ACC ● ALPHA ■ select Portfolio in alphabetischer Reihenfolge)

### Aareal Bank



**UniCredit** hat die Einstufung für die Aktien der Aareal Bank nach Zahlen für das erste Quartal 2009 auf „Sell“ mit einem Kursziel von 6,40 Euro belassen. Das Zahlenwerk habe weiter eine relative Stabilität der Aareal Bank im Krisenumfeld gezeigt, schrieb Analytikerin Kerstin Vitvar in einer Studie. Sie bleibe jedoch vorsichtig angesichts des jüngst gesenkten Ausblicks für den Bereich Beratung und Dienstleistungen sowie in Erwartung steigender Rückstellungen für Kreditausfälle im zweiten Halbjahr.



Auf Grund der aktuell dramatischen Verschlechterung der globalen Konjunkturprognosen hat die **LBBW** ihre Schätzungen für die Risikovorsorge für 2009 und 2010 deutlich erhöht. Die Aareal Bank hat mit Hilfe des SoFFin ihr Kernkapital auf rund 2,4 Mrd. € aufgestockt. Damit dürfte sie auch unerwartete Kreditausfälle, die die LBBW-Analysten für wahrscheinlich halten, gut verkraften. Auf Basis ihrer aktualisierten Bewertung reduzieren sie das Kursziel von 10,00 auf 9,00 €. Sie sehen weitere 20% Aufwärtspotential für die Aareal-Aktie, deren Kurs/Buchwert-Verhältnis nur bei 0,2 liege, obwohl sie seit dem Tief im Januar bereits um gut 150% zugelegt hat. Das Urteil lautet weiterhin „Kaufen“.

### Allianz



Die Analysten der **LBBW** haben Allianz von Kaufen auf Halten heruntergestuft und raten bis auf weiteres zur Vorsicht bei der Allianz. Nicht die Sparte „Leben & Kranken“, sondern das bisher als defensiv geltende Schaden & Unfall - Geschäft hat im ersten Quartal negativ überrascht und wesentlich zu dem 36%-Rückgang des operativen Ergebnisses geführt. Das versicherungstechnische Ergebnis hat sich deutlich verschlechtert; hinzu kommt ein rückläufiges Zinsergebnis. Somit bricht der Allianz nun zunehmend der wichtigste Ergebnislieferant weg, ohne dass dies von den anderen Segmenten kompensiert werden könnte. Die Skepsis der LBBW-Analysten zur Gewinnentwicklung ist deutlich gestiegen.



**M.M.Warburg** hat das Kursziel für Allianz von 75,00 auf 100,00 Euro angehoben und die Empfehlung auf „Kaufen“ belassen. Das erste Quartal habe zwar enttäuscht, schrieb Analyst Ralf Dibbern in einer Studie. Das Ergebnis solle aber in den kommenden Quartalen wieder deutlich positiv sein und 2009 sei ein operativer Gewinn von 6,5 Milliarden Euro möglich.



**Equinet** hat die Einstufung für Allianz-Aktien nach Erstquartalszahlen auf „Buy“ mit einem Kursziel von 90,00 Euro belassen. Die Zahlen seien angesichts eines nicht operativen Verlusts in Höhe von einer Milliarde Euro schwach ausgefallen, schrieb Analyst Philipp Häßler in einer Studie. Positiv zu verzeichnen sei, dass sich die Sparte Lebens- und Krankenversicherung zu erholen scheine.

### Bilfinger Berger



Die **WestLB** hat das Kursziel für Bilfinger Berger von 35,00 auf 37,00 € angehoben und die Einstufung für den Titel des Baukonzerns auf „Add“ belassen. Erneuerte Aufträge im Gebäudemanagement und ein Auftrag für Schulmodernisierungen in Hof wirkten sich positiv auf die Bewertung aus, schrieb Analyst Ralf Dörper. Der Konzern sei gut positioniert, um weitere Aufträge im Zusammenhang mit staatlichen Infrastrukturprojekten in Deutschland zu erhalten.

### E.On



Die **Deutsche Bank** hat das Kursziel für E.On nach Quartalszahlen von 28,80 auf 27,90 Euro gesenkt und die Einstufung auf „Buy“ belassen. Letztlich habe das Ergebnis im Rahmen der Erwartungen gelegen, hieß es in einer Studie. Die Analysten senkte ihre Prognose für den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) für 2009 und 2010 um sechs respektive fünf Prozent und liegen damit nun auf dem Niveau der Unternehmensprognosen.

### Klöckner & Co



Die **Credit Suisse** hat die Einstufung für die Aktien von Klöckner & Co („KlöCo“) nach Zahlen auf „Outperform“ belassen. Der Stahlhändler habe zwar ein sehr schwaches Quartalsergebnis vorgelegt, schrieben die Analysten in einer Studie. Der starke Cash-Flow und die Beseitigung aller Bedenken wegen der Finanzierung seien aber ein Beweis für die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells.



**JPMorgan** hat das Kursziel für Klöckner & Co. nach den Quartalszahlen von 10,00 auf 11,00 Euro angehoben und die Einstufung auf 'Neutral' belassen. Geringe Stahllieferungen sowie niedrige Durchschnittsumsätze hätten zu einer schwachen Gewinnentwicklung in den ersten drei Monaten 2009 geführt, schrieb Analyst Jeffrey Largey in einer Studie. Für das zweite Quartal gebe es jedoch Anzeichen einer Nachfragestabilisierung. Der Aktienkurs preise aber bereits eine Rückkehr in die Gewinnzone im kommenden Jahr ein. Die Kurszielerhöhung reflektiere die gestiegene Sektorbewertung sowie die niedrigeren durchschnittlichen Kapitalkosten.

**Leoni**

**Equinet** hat Leoni nach Zahlen auf „Reduce“ mit einem Kursziel von 6,20 Euro belassen. Die Zahlen des ersten Quartals 2009 seien äußerst enttäuschend ausgefallen, schrieb Analyst Tim Schuldt in einer Studie. So sei beispielsweise der Verlust vor Zinsen und Steuern (EBIT) deutlich höher als von ihm und dem Markt erwartet gewesen. Die größte Enttäuschung sei aber nicht die Höhe des operativen Verlusts, sondern dass dieser nahezu ohne Sonderbelastungen derart schwach ausgefallen sei. Der Experte hatte in seiner höheren Prognose sogar Belastungen in Höhe von 15 Millionen Euro einkalkuliert.

**MAN**

**Merrill Lynch** hat die Einstufung für die Aktien von MAN vor Bekanntgabe der Zahlen auf „Buy“ und das Kursziel auf 55,00 € belassen. Die anstehende Quartalsbilanz dürfte den Erwartungen entsprechen und die Gewinne seien nicht mehr so stark gefährdet, schrieb Analyst Ben Maslen. Zudem erhole sich der Cash Flow. Angesichts der Auftragsstabilisierung und der starken Bilanz sei es sinnvoll, die Papiere vor Bekanntgabe der Quartalszahlen zu kaufen.

**SGL Carbon**

Auf Grund schwacher Nachfrage, Lagerabbau bei den Kunden und Anlaufkosten für neue Werke verzeichnete SGL im ersten Quartal erwartungsgemäß einen erheblichen Umsatz- und Ergebnisrückgang. Da sich die Nachfrage seitens wichtiger Kundenindustrien in den letzten Wochen nicht wesentlich verändert hat, rechnet SGL auch für das zweite Quartal mit keiner wesentlichen Verbesserung gegenüber Q1. Während die **LBBW** die langfristigen Aussichten für SGL weiterhin sehr positiv einschätzt, halten die Analysten das kurzfristige Kurspotenzial für begrenzt. Sie stufen die Aktie daher mit einem unveränderten Kursziel von 22 € von „Kaufen“ auf „Halten“ herunter.



Die **HSBC** hat das Kursziel für die SGL Group von 26,00 auf 24,00 € gesenkt und die Einstufung auf „Overweight“ belassen. Der Hersteller von Kohlenstoffprodukten dürfte von den staatlichen Konjunkturprogrammen profitieren, schrieb Analyst Jürgen Siebrecht. Das gesenkte Kursziel reflektiere die verzögerte Markterholung im Stahlsektor.

## Telefonica



Die Analysten der **LBBW** haben die Aktie von Telefonica von „Verkaufen“ auf „Halten“ hochgestuft und ein neues Kursziel von 15,60 € festgesetzt. Telefonica habe auch im ersten Quartal ordentliche Ergebnisse abgeliefert und im Gegensatz zu vielen Wettbewerbern seine Prognosen bis ins Jahr 2010 bestätigt. Dies spreche für die Qualität des Managements, auf das seit 5 Jahren verlass sei und das die hohe Flexibilität bei den Investitionen und den operativen Kosten auch über Kooperationen geschickt ausnutze. Dadurch generiere man selbst im von der Konjunkturschwäche besonders schwer getroffenen Heimatland Spanien hohe Mittelzuflüsse, mit denen man die Verschuldung kontinuierlich senken und eine hohe Dividende ausschütten könne. Neue Aktienrückkäufe könnten ebenfalls bald wieder anstehen. Das noch anhaltende Wachstum in Lateinamerika dürfe jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass Telefonica einer hohen Ertragsabhängigkeit von konjunkturell gefährdeten bzw. sich bereits im Abschwung befindlichen Ländern ausgesetzt sei. Im Vergleich zu seinen Wettbewerbern sei das Unternehmen jedoch nicht zu hoch bewertet.



Die **Deutsche Bank** hat das Kursziel für Telefonica nach den Quartalszahlen von 20,60 auf 19,00 Euro gesenkt und die Einstufung auf „Hold“ belassen. Das Ergebnis habe den Eindruck bestätigt, dass sich die schwache Wirtschaftslage in Spanien auf das Konsumentenverhalten im Telekommunikationssektor auswirke, hieß es in einer Studie. Das Unternehmen müsse die Preise senken, wenn es keine Marktanteile verlieren wolle.

## WMF



2008 sei für WMF operativ mit einem Umsatzplus von 4,5 % und einer bereinigten EBIT-Marge von 5,7 % ein weiteres erfolgreiches Jahr gewesen, urteilen die Analysten der **LBBW**. Der ausgewiesene Nettogewinn lag allerdings um 38,1 % deutlich unter Vorjahresniveau. Bereinigt um Bewertungseffekte verringere sich der Rückgang jedoch auf 12,1 %. Für 2009 plane das Unternehmen, Umsatz und Ergebnis auf Vorjahresniveau stabilisieren zu können. Angesichts der steigenden Arbeitslosigkeit sind die LBBW-Analysten mit einem erwarteten Umsatzminus von 3,5 % und einem EBIT-Rückgang um 7,2 % negativer gestimmt. Ihres Erachtens scheinen die Konjunkturrisiken im aktuellen Kursniveau aber mehr als eingepreist, so dass sie den Titel auf „Kaufen“ belassen, das Kursziel jedoch von 20,00 € auf 18,00 € ermäßigen.

## FONDSKOMPASS: ASIEN

In der Ausgabe des Vormonats eXpress 4 / 2008 wurden an dieser Stelle Asien-Fonds betrachtet. Nachfolgend finden Sie eine kurze Einschätzung der Asienspezialisten von HSBC Global Asset Management und Halbis Capital Management in Hongkong zur aktuellen Lage an den asiatischen Aktienmärkten.

### Asien ex-Japan

Die Märkte legen weiter zu. Dahinter steckt die Erwartung, dass die Weltwirtschaft den Boden erreicht hat und es nun wieder aufwärts gehen wird. Vor allem die Konjunkturerholung in China sorgt für Zuversicht, beträgt doch der Anteil Chinas an der Wirtschaftsleistung der Region 45 Prozent. Die Investoren in Asien zeigen sich wieder risikobereit und haben die Kurse damit nach oben getrieben. Insofern ist die gegenwärtige Rallye weniger auf fundamentale Unternehmensdaten zurückzuführen. Wie lange dies anhält, lässt sich dem Fondsmanagement von Halbis Capital Management (Hong Kong) Ltd. („Halbis“) zufolge schwer ermessen. In den asiatischen Märkten ist weiterhin reichlich Liquidität vorhanden.

### China

Halbis erwartet, dass die chinesische Regierung in den kommenden Monaten weitere Konjunkturmaßnahmen auf den Weg bringen wird, um das angestrebte Wirtschaftswachstum von acht Prozent zu erreichen. Der chinesische Aktienmarkt dürfte aber schwankungsanfällig bleiben. Denn die Ungewissheit infolge der globalen Finanzkrise bleibt bestehen.

### Indien

Das Konjunkturprogramm dürfte die Wirtschaft stützen. So summieren sich die Konjunkturpakete seit Anfang 2008 auf schätzungsweise umgerechnet 100 Milliarden US-Dollar oder zehn Prozent des BIP. Halbis veranschlagt das niedrigste vierteljährliche BIP-Wachstum auf drei Prozent bis vier Prozent.

Die Spitze könnte im ersten Quartal 2010 mit einem Wachstum von sieben Prozent bis acht Prozent erreicht werden. So kehrt das Wachstum allmählich nach Indien zurück, und das führt zu steigenden Renditen.

## FONDSKOMPASS: COST-AVERAGE-EFFEKT

*Der nachfolgende Textbeitrag von Dirk Arning ist in ähnlicher Form in Ausgabe 3 / 2009 des Börsenbriefes „FondsScout“ erschienen.*

Erstaunlicherweise tauchte in den vergangenen Monaten vermehrt die alte Frage nach dem Cost-Average-Effekt wieder in verschiedenen Medien auf. Auch wenn die Antwort fast überall richtigerweise lautet: Ja, es gibt den Cost-Average-Effekt, verwundert doch, dass man sich damit überhaupt noch einmal beschäftigen muss. Schließlich muss man auch die Behauptung, die Erde sei eine flache Scheibe, nicht mehr Jahr für Jahr wiederlegen. Andererseits gibt es heutzutage Kreationisten, die nicht wahr haben wollen, dass der Mensch Ergebnis eines evolutionären Prozesses ist. Enttäuschend ist hier wie da das Niveau der Argumente, wenn beispielsweise bezüglich des Cost-Average-Effektes mittels des Vergleichs zwischen Einmalanlage und Sparplan eine Beweisführung erfolgen soll. Das ist dann etwa so, als versuche man mit dem Ausgang eines Tischtennispiels gleichzeitig die Abstammung des Menschen und die Kugelform des Planeten zu beweisen.

All jenen, die mit der Frage nach der Existenz des Cost-Average-Effektes Probleme haben oder sich mit dessen Beweis schwer tun, sei die aufmerksame Lektüre der nachfolgenden Definition empfohlen. Wer die Existenz des Effektes leugnet, leugnet den Unterschied zwischen zwei unterschiedlichen Mittelwert-Definitionen. Der mathematische Beweis, dass das arithmetische Mittel ungleich dem harmonischen Mittel ist, dürfte eigentlich die Frage nach der Existenz des Cost-Average-Effektes weitaus eindeutiger beantworten als naturwissenschaftliche Beweise das jemals für die Form der Erde oder der Evolution tun könnten.

### **Definition: Der Cost-Average-Effekt, zu deutsch „Durchschnittskosteneffekt“,**

bezeichnet den Unterschied zwischen dem arithmetischem und dem harmonischem Mittelwert bei den durchschnittlichen Anschaffungskosten (wobei Anschaffungskosten im Sinne von Kaufpreisen zu verstehen sind, nicht im Sinne von Transaktionskosten).

Beim Kauf von Wirtschaftsgütern zu unterschiedlichen Preisen (und deshalb i.d.R. auch zu unterschiedlichen Zeitpunkten) liegt der harmonische Mittelwert immer unter dem arithmetischen Mittelwert. Die Differenz bezeichnet mal als Ergebnis des Cost-Average-Effektes. Das Ergebnis kann als absoluter Wert (in Geldeinheiten) oder relativer Wert (als Prozentsatz der investierten Summe) angegeben werden (Beispiele unten).

Der Cost-Average-Effekt tritt auf, wenn ein Wirtschaftsgut mit gleichbleibenden Beträgen zu unterschiedlichen Preisen angeschafft wird, beispielsweise bei der regelmäßigen Anlage gleich bleibender Sparraten in Wertpapieren. Der Effekt setzt voraus, dass das Wirtschaftsgut in hinreichend variabler Stückelung zu erwerben ist (ohne dass dies signifikant höhere Transaktionskosten verursacht). Dies ist regelmäßig bei Investmentfondsanteilen der Fall, weil Transaktionskosten in Form eines Ausgabeaufschlags direkt proportional zum Anlagebetrag erhoben werden und eine variable Stückelung durch die kontenmäßige Verbuchung von Anteilsbruchteilen möglich ist.

Der Cost-Average-Effekt ist abhängig vom Ausmaß der (genutzten) Preisschwankungen. Per Definition ist der Cost-Average-Effekt Null, wenn der arithmetische Mittelwert gleich dem harmonischen Mittelwert ist. Dies ist nur dann der Fall, wenn alle Käufe zu den gleichen Preisen erfolgen, d.h. wenn es keine genutzten Preisschwankungen gibt. Der Cost-Average-Effekt ist umso höher, je stärker die genutzten Preisschwankungen um den Mittelwert sind.

**Einfaches Zahlenbeispiel:** Der Preis eines Wirtschaftsgutes (z.B. eines Fondsanteils) betrage zu drei Zeitpunkten 2, 3 und 1. Es errechnet sich folgender arithmetische Mittelwert:  $(2 + 3 + 1) / 3 = 2$ . Der harmonische Mittelwert berechnet sich dagegen  $3 / (1/2 + 1/3 + 1/1) = 3 / (3/6 + 2/6 + 6/6) = 3 / (11/6) = 18/11 = 1,63636\dots$ . Die Differenz  $2 - 1,6363\dots = 0,363636\dots$  ist Ergebnis des Cost-Average-Effektes. Gäbe es keine Preisschwankungen (z.B. Preis stabil bei 2), ist der Effekt Null, weil  $(2 + 2 + 2) / 3 = 2 = 3 / (\frac{1}{2} + \frac{1}{2} + \frac{1}{2})$  ist.

**Einen negativen Cost-Average-Effekt** gibt es streng genommen nicht. Allerdings wirkt sich die Differenz zwischen arithmetischem und harmonischem Mittelwert für einen Verkäufer in dem Maße negativ aus, wie sie für einen Käufer positiv wirkt. Es gibt also durchaus einen negativen Durchschnittserlöseffekt, wenn ein Wirtschaftsgut in mehreren (nach Teilerlösen gleich bleibenden) Tranchen zu unterschiedlichen Preisen verkauft wird. Der Verkäufer muss dann mehr Menge verkaufen, wenn der Preis niedriger ist, um auf den gleichen Erlös zu kommen. (Ein Phänomen, das uns beispielsweise einige Ölförderländer vormachen.)

**Für Fondskäufer gilt:** Ein Anleger, der für gleich bleibende Beträge wiederholt Fondsanteile kauft, erzielt als Durchschnittspreis das harmonische Mittel. Ein Anleger, der stattdessen wiederholt die gleiche Anzahl von Fondsanteilen kauft, erzielt als Durchschnittspreis das bei Preisveränderungen zwingend höhere arithmetische Mittel. Der mathematische per definitionem bewiesene Cost-Average-Effekt resultiert gleichsam aus dem (unbewussten) antizyklischen Verhalten, immer dann mehr Anteile zu kaufen, wenn diese billiger sind, und umgekehrt weniger Anteile zu kaufen, wenn deren Preis höher ist.

**Dazu folgende Ergänzung zum obigen Zahlenbeispiel:** Ein Anleger kauft zu drei unterschiedlichen Zeitpunkten für je 200 Euro Fondsanteile. Der Anteilspreis schwankt (gemäß dem Beispiel oben) und beträgt zu den drei Zeitpunkten 2 €, 3 € und 1 €. Dann erwirbt der Anleger also einmal genau 100 Anteile ( $200 / 2 = 100$ ), dann nur 66,6667 Anteile ( $200 / 3 = 66,6667$ ) und schließlich 200 Anteile ( $200 / 1 = 200$ ), insgesamt also 366,6667 Anteile für 600 €. Daraus errechnet sich als Durchschnittspreis ( $600 \text{ €} / 366,6667 \text{ Anteile} =$ ) 1,6363 €. Das ist das harmonische Mittel (siehe oben).

**Viele andere Beispiele sind irreführend.** Für den Cost-Average-Effekt spielt die Reihenfolge der Käufe nämlich keine Rolle, also ob der Preis erst steigt und dann fällt oder umgekehrt, auch nicht, ob der Preis im Betrachtungszeitraum stetig steigt oder stetig fällt. Im Beispiel kann man die Reihenfolge der Preise 2 €, 3 € und 1 € beliebig verändert, den durchschnittlichen Preis ändert das nicht (weder das harmonische noch das arithmetische Mittel, weil allen Fällen für eine Summe die Reihenfolge der Summanden unerheblich ist). Die Frage nach dem Wert aller Anteile, nach Gewinn oder Verlust ist eine ganz andere. Die Antwort darauf hängt natürlich davon ab, ob der Anteilswert zum Betrachtungszeitpunkt höher oder tiefer steht. Dass man mit einem Sparplan auch einen Verlust erleiden kann oder dass eine Einmalanlage einen höheren Gewinn abwerfen kann als ein Sparplan, hat mit dem Cost-Average-Effekt nichts zu tun!

In der Praxis wird die Frage nach dem Cost-Average-Effekt häufig mit der Sinnhaftigkeit von Sparplänen verknüpft. Auch diese Diskussion um die praktische Bedeutung des Effektes verwundert. Es ist doch offensichtlich, dass man in der rückschauenden Kenntnis des Preisverlaufs ex post leicht entscheiden könnte, wann es günstig war zu kaufen und wann es ungünstig war. Mithin ist es offensichtlich, dass bei einem stetigen Preisanstieg der frühestmögliche Kaufzeitpunkt der günstigste ist, während bei einem stetigen Preisrückgang der späteste der günstigste ist. Entsprechend lassen sich Vergleiche zwischen Einmalanlagen und Sparplänen konstruieren, die zu besseren oder schlechteren Ergebnissen führen. In der Praxis der Anlageberatung stellt sich diese Frage aber kaum, denn es sind zwei unterschiedliche Aufgabenstellungen, entweder ein schon vorhandenes Vermögen anzulegen oder ein solches erst durch monatliche Investitionen aufzubauen, was in der Regel aus dem laufenden Einkommen geschieht. Dabei ist es für den Anleger ohnehin viel angenehmer, jeden Monat den gleichen Betrag zu investieren als die Höhe seiner Investitionen prozyklisch an den Anteilswert zu koppeln, indem er stets die gleiche Anzahl von Anteilen kauft, also bei steigenden Anteilspreisen mehr ausgibt und bei fallenden Anteilspreisen weniger.

**Die Höhe des Cost-Average-Effektes** beim Kauf zum harmonischen Mittel lässt sich nur im Nachhinein ermitteln, weil die alternative Strategie des Kaufs zum arithmetischen Mittel erst bestimmbar ist, wenn rückblickend feststeht, wie sich der Anteilswert entwickelt hat. Eine von uns durchgeführte Simulation mit den ▲ ACC ● ALPHA ■ - Anteilswerten über den 12-Jahres-Zeitraum von Anfang 1997 bis Ende 2008 ergab einen signifikanten Cost-Average-Effekt: Wer zu jedem Monatsende für 100 € Anteile erworben hat, investierte insgesamt 14.400 € (12 Jahre x 12 Monate x 100 €) und erhielt dafür 1.209,5 Anteile. Am Ende des Betrachtungszeitraumes waren diese Anteile 19.037 € wert. Der Gewinn belief sich also auf 4.637 € bzw. 32,2 %. Darin steckt bereits ein nicht unerheblicher Cost-Average-Effekt, denn der durchschnittliche Anteilswert der 144 Monate (jeweils am Monatsende) liegt bei 13,43 € (was man aber erst nach Ablauf der 12 Jahre sagen kann). Hätte man die gleichen 14.400 € zu diesem durchschnittlichen Anteilswert investiert, hätte man nur 1.072 Anteile erhalten, 137,5 Anteile weniger als mit Cost-Average-Effekt. Wer jeden Monat den gleichen Betrag investierte, hat am Ende dieser 12 Jahre 12,8 % mehr – mehr Anteile und damit auch 12,8 % mehr Gegenwert. Der Cost-Average-Effekt hat die jährliche Rendite also um rund ein Prozent p.a. erhöht! Grund dafür sind die hohen Preisschwankungen in einem solch langen Zeitraum: In der Baisse von März 2000 bis März 2003 kaufte man Monat für Monat mehr Anteile, je tiefer die Kurse fielen. Im März 2003 wurden für 100 € (bei einem Anteilswert von 7,93 €) über 12 Anteile gutgeschrieben. Im Oktober 2007 kaufte man für die gleichen 100 € (bei einem Anteilswert von 25,56 €) dagegen nicht einmal mehr 4 Anteile. Rückblickend erweisen sich also natürlich gerade jene Phasen als gewinnbringend, in denen die Anteilspreise niedrig waren. Daraus lässt sich der Rat ableiten, Sparpläne gerade dann durchzuhalten, wenn deren Ergebnisse schlecht aussehen.

Durchaus berechtigt sind auch Überlegungen, das Timing-Risiko beim Kauf von Fonds zu minimieren, indem der für eine Einmalanlage zur Verfügung stehende Betrag nicht sofort zu einem Zeitpunkt sondern in mehreren Tranchen investiert wird. Der damit erzielbare positive Cost-Average-Effekt wird im Endergebnis von der Preisentwicklung überlagert. Wird zeitnah ein Kursaufschwung erwartet, sollte deshalb der Gesamtbetrag vollständig investiert werden. Wer dagegen antizyklisch (in einen Abwärtstrend hinein) eine Position aufbaut, kann darauf setzen, mit einem gestaffelten Einstieg in mehreren Tranchen einen tieferen durchschnittlichen Kaufkurs zu erzielen.



## FONDSKOMPASS: VALUE-OUTPERFORMANCE

Bekanntlich nehmen Aktienmärkte die Konjunktorentwicklungen vorweg. Weniger bekannt ist, dass die günstigen Value-Aktien die Wertentwicklung anderer Aktien übertreffen, sobald sich das Ende einer Rezession abzeichnet. Das ist das Ergebnis einer Studie von Dr. Henrik Amilon, Senior Research Analyst bei der dänischen Sparinvest. Amilon hat gemeinsam mit dem Research-Team von Sparinvest das Verhalten von Value- und Growth-Werten in zahlreichen Rezessionsphasen analysiert. Für Amilon gibt es nur eine logische Konsequenz: „Wer frühzeitig erkennen will, ob ein Wirtschaftsaufschwung bevorsteht, muss die Entwicklung von Value-Aktien aufmerksam verfolgen.“

Value-Aktien erholen sich am schnellsten und deutlichsten, wenn sich das Ende einer Rezession abzeichnet. Das ist das Ergebnis einer Studie von Dr. Henrik Amilon, Senior Research Analyst bei der dänischen Investmentgesellschaft Sparinvest. Für die Gesellschaft ist es wichtig, die Geheimnisse hinter den preisgekrönten Anlagestrategien zu verstehen. Deshalb hat Amilon gemeinsam mit dem Research-Team von Sparinvest das Verhalten von Value- und Growth-Werten (Value und Growth) in den vergangenen 80 Jahren untersucht. Dieser Zeitraum ist gespickt mit zahlreichen kleineren und größeren Rezessionsphasen. Eine weitere Erkenntnis, die Amilon bei seiner Untersuchung gemacht hat: Am Ende der Zeitreihe ist das Value-Portfolio zehnmal mehr wert als das Growth-Portfolio. „Aus unserer Studie lassen sich also zwei logische Schlüsse für Anleger ziehen“, sagt Amilon. „Erstens: Wer einen Konjunkturaufschwung frühzeitig erkennen will, sollte das Verhalten von Value-Werten beobachten. Zweitens: Solange man Rezessionen nicht treffsicherer als der Markt vorhersagen kann, sollte man beständig in Value-Werte investiert sein. Ansonsten entgeht einem der größte Gewinn.“

Die Studie zeigt die Entwicklung von US-amerikanischen Value- und Growth-Aktien von Dezember 1926 bis Januar 2009 vor dem Hintergrund der Rezessionen in diesem Zeitraum. Value-Werte haben sich während der Großen Depression und anschließend während der Depression von 1937 deutlich schlechter als Growth-Werte entwickelt. „Da alle Rezessionen mit der ‚Großen‘ verglichen werden, haben Value-Aktien mit einem schweren Erbe zu kämpfen: Nämlich die Annahme, dass sie sich während Rezessionen immer schlechter entwickeln werden als andere Anlageklassen“, sagt Amilon. Die Grafik zeigt allerdings, dass bei anderen Rezessionen meistens kein großer Unterschied zwischen Value- und Growth-Aktien besteht. Beide werden in Mitleidenschaft gezogen. „Nimmt man die Zahlen aber genauer unter die Lupe, zeigt sich, dass die relative Outperformance von Value- gegenüber Growth-Aktien zwar geringer als unter normalen Bedingungen ist. Value-Aktien sind ihren Growth-Kontrahenten aber immer noch überlegen“, stellt der Sparinvest-Experte fest. „Ebenso ist die Value-Prämie - also die Outperformance von Value gegenüber Growth - größer als gewöhnlich, wenn sich das Ende einer Rezession abzeichnet.“

### **Effiziente Märkte oder Behavioural Finance?**

Dass Value-Aktien langfristig höhere Gewinne erzielen als Growth-Aktien, darüber herrscht in der Fachwelt Einigkeit. Uneinig sind sich die Experten allerdings, wenn es darum geht diese Tatsache zu erklären.

Da gibt es zum einen die Vertreter der Theorie effizienter Märkte. Für sie gibt es keine Preisanomalien. Die Outperformance von Value-Aktien erklären sie mit einem höheren Risiko. Der Akademiker Lu Zhang liefert eine Erklärung für das Verhalten von Growth- und Value-Strategien während Rezessionen, die diese auf traditionelle Sichtweise unterstützt: Die während einer Konjunkturflaute notwendige Umstrukturierung der Produktion ist für Value-Unternehmen mit ihren tatsächlichen Anlagen in Bürogebäuden, Produktionsanlagen und einer großen Belegschaft kostspieliger als für klassische Growth-Unternehmen mit „Wachstums-Optionen“. Offensichtlich sind die Kosten für die Änderung theoretischer Expansionspläne wesentlich niedriger und die Unternehmen können flexibler auf Konjunktumschwünge reagieren. Bessert sich das Wirtschaftsklima wieder, sind es wiederum die Value-Unternehmen, die schneller von der steigenden Nachfrage profitieren können. Sie müssen einfach ihre Anlagen reaktivieren.

Anhänger der Behavioural Finance sagen dagegen: Der Mensch handelt von Natur aus irrational. Er ist darauf gepolt, Unattraktives zugunsten des Glamourösen und Beliebten links liegen zu lassen - auch bei der Anlageentscheidung. Deshalb wird das Gewinnpotenzial von vermeintlich langweiligen Unternehmen regelmäßig unterschätzt. Das führt zu verzerrten Preisen, die wiederum Kaufgelegenheiten für Value-Investoren darstellen. Gerade in Krisen vertrauen irrationale Anleger auf das, was beliebt ist. Das führt dazu, dass sie teure Aktien von Unternehmen kaufen, deren Fundamentaldaten zwar schlecht sind, die aber eine exzellente Presse- und Marketingarbeit leisten. Rationale Anleger können vielleicht weiterhin der Meinung sein, dass der Kurs ihrer Aktie steigen wird. Aber sie können nicht weiter investiert bleiben. Wie Keynes schon sagte: „Die Märkte können länger irrational bleiben als man selbst liquide.“ Verflüchtigt sich das Rezessionsgespenst wieder, findet eine Neubewertung statt. Über kurz oder lang spiegelt der Aktienkurs dann den Buchwert des Unternehmens wider und Anleger können die Value-Prämie verbuchen.

„Ich bin davon überzeugt, dass sowohl die Theorie der effizienten Märkte als auch verhaltenspsychologische Effekte in den heutigen Finanzmärkten eine Rolle spielen“, sagt Amilon. „Andernfalls ließe sich die deutliche Outperformance von Value gegenüber Growth kaum erklären.“

## IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE

BÖRSENKOMPASS GmbH, Eupener Str. 139, 50933 Köln

Geschäftsführung und Redaktion: **Dirk Arning**, Mitarbeit: **Holger Fiegl**

### WICHTIGER HINWEIS:

**Der Inhalt ist ohne Gewähr, aber urheberrechtlich geschützt.** Inhalte dürfen ohne Zustimmung der BÖRSENKOMPASS GmbH weder ganz noch teilweise weitergegeben oder anderen Personen als dem berechtigten Personenkreis zugänglich gemacht werden. Die Texte und Tabellen geben ausschließlich die persönliche Meinung des Autors wieder und beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Alle Hinweise dienen der aktuellen Information ohne Verbindlichkeit, begründen also kein Haftungsobligo. Sie stellen keine Anlageberatung und kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren dar. Hinweis auf mögliche **Interessenskonflikte**: Der Autor handelt selbst auf eigene und auf fremde Rechnung in den genannten Wertpapieren.

## VERANSTALTUNGSKALENDER

### Veranstaltungshinweise des Kölner Börsenvereins (KBV)

Wenn nichts anderes angegeben ist, gilt grundsätzlich für alle Veranstaltungen, dass die Teilnahme auch für Interessenten **kostenlos** möglich ist.

Änderungen vorbehalten.



### Juni 2009

09. Juni 2009 (Dienstag):

#### KBV-Vorstandssitzung

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Raum „Team 1“, Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld  
KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



16. Juni 2009 (Dienstag):

#### KBV- Workshop-Abend Juni 2009

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**

Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell

18.45 bis 19.15 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell



19.15 bis 19.30 Uhr Pause, im Anschluss:

16. Juni 2009 (Dienstag):

#### ▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Juni 2009

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

19.30 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy



25. Juni 2009 (Donnerstag):

**14. Kölner Aktienforum**

18.00 Uhr Einlass, Beginn 18.30 Uhr im Hotel InterContinental Pipinstr. 1, 50667 Köln  
Details siehe unten. Anmeldung erforderlich!



# Einladung

zum

## 14. Kölner Aktienforum

am 25. Juni 2009, um 18:30 Uhr,  
Hotel InterContinental Köln, Pipinstraße 1, 50667 Köln

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW), die Börse Düsseldorf und der Kölner Börsenverein e.V. laden Sie am 25. Juni 2009, um 18:30 Uhr (Einlass ab 18:00 Uhr) zum 14. Kölner Aktienforum ins Hotel InterContinental Köln ein. Dort werden sich Ihnen präsentieren:

- Volkswagen AG
- Deutsche Post AG
- Lanxess AG

Nach den Präsentationen haben Sie die exklusive Gelegenheit, Ihre Fragen an die Referenten zu richten.

Anschließend reichen wir Ihnen einen kleinen Imbiss.

**Die Teilnahme an dem Forum ist kostenfrei. Anmeldung erforderlich!**

Diese richten Sie bitte an: DSW, Gudrun Hollmann, Postfach 35 01 63, 40443 Düsseldorf, Telefon 0211 / 6697-62, Telefax 0211/6697-42 oder Email [ah@dsw-info.de](mailto:ah@dsw-info.de).

**Wir bitten um möglichst frühzeitige Anmeldung und freuen uns auf Ihr Kommen**

**Juli 2009**

07. Juli 2009 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Raum „Future 2“, Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld  
KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



16. Juli 2009 (Donnerstag):

**KBV- Workshop-Abend Juli 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**

Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell

18.45 bis 19.15 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

*19.15 bis 19.30 Uhr Pause, im Anschluss:*

16. Juli 2009 (Donnerstag):

**▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Juli 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

19.30 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy

**August 2009**

11. August 2009 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Raum „Team 1“, Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld  
KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



**18. August 2009 (Dienstag):**

**KBV- Workshop-Abend August 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**  
Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell



18.45 bis 19.15 Uhr **Workshop Aktienanalyse**  
Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

19.15 bis 19.30 Uhr *Pause, im Anschluss:*

**18. August 2009 (Dienstag):**

**▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung August 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld



19.30 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy




---

**September 2009**

**01. September 2009 (Dienstag):**

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Raum „Team 1“, Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld  
KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



**17. September 2009 (Donnerstag):**

**KBV- Workshop-Abend September 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld



18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**  
Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell



18.45 bis 19.15 Uhr **Workshop Aktienanalyse**  
Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

19.15 bis 19.30 Uhr Pause, im Anschluss:

17. September 2009 (Donnerstag):

▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung September 2009

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

19.30 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy



## Oktober 2009

06. Oktober 2009 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Raum „Team 1“, Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld  
KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



20. Oktober 2009 (Dienstag):

**KBV- Workshop-Abend Oktober 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**

Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell

18.45 bis 19.15 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell



19.15 bis 19.30 Uhr Pause, im Anschluss:

20. Oktober 2009 (Dienstag):

▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Oktober 2009

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

19.30 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy



**November 2009**

10. November 2009 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Raum „Team 1“, Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld  
KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.



12. November 2009 (Donnerstag):

**KBV- Workshop-Abend November 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld

18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**

Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell

18.45 bis 19.15 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

*19.15 bis 19.30 Uhr Pause, im Anschluss:*

12. November 2009 (Donnerstag):

**▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung November 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld



19.30 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy

**Dezember 2009**

08. Dezember 2009 (Dienstag):

**KBV-Vorstandssitzung**

19.00 bis 21.00 Uhr im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Raum „Team 1“, Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld  
KBV-Mitglieder, die an einer aktiven Mitarbeit interessiert sind, sind willkommen.





15. Dezember 2009 (Dienstag):

**KBV- Workshop-Abend Dezember 2009**

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld



18.00 bis 18.45 Uhr **Workshop Marktanalyse**

Chartanalyse und Trendanalyse mit dem „M.A.M.A.“ – Modell



18.45 bis 19.15 Uhr **Workshop Aktienanalyse**

Fundamental-quantitative Bewertung von Aktien mit dem ProBot-Value-Modell

19.15 bis 19.30 Uhr Pause, im Anschluss:

15. Dezember 2009 (Dienstag):

▲ ACC ● ALPHA ■ Anlagesitzung Dezember 2009

im KonferenzZentrum des Technologie Park Köln (TPK),  
Josef-Lammerting-Allee 17-19, 50933 Köln-Braunsfeld



19.30 Uhr bis 19.45 Uhr Report zum Portfolio

19.45 Uhr bis 20.30 Uhr Risikomanagement, Verkäufe und Stoploss

20.30 Uhr bis 21.15 Uhr Käufe und Stopbuy



**Das Programm der „Kölner Börsenwoche“ vom 16. bis 21. November  
und weiterer Veranstaltungen wird im Jahresverlauf bekannt gegeben.**