

Der Inhalt ist ohne Gewähr. Die Texte, Tabellen und Grafiken geben ausschließlich die persönliche Meinung des Autors Dirk Arning wieder. 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

Der Juli brachte den Aktienmärkten nach Abschluss der überfälligen Konsolidierung eine Fortsetzung der rasanten Kurserholung. Treiber der Sommerrallye ist die enorme Liquidität, der „Anlagenotstand“ der Investoren angesichts von Zinsen, die kaum noch über Null liegen. ➤ In dieser Ausgabe porträtieren wir zwei Unternehmen, die ihren Sitz in der Schweiz haben, aber längst global denken und handeln: Nestlé und BB Biotech. Danach betrachten wir im FONDSKOMPASS Alternative Investments (Hedgefonds)



## Inhalt

	Seite
Inhalt	1
BÖRSENBERICHT	2
AKTUELLE M.A.M.A.-TRENDINDIKATIONEN	3
AKTUELLE ANALYSTEN-EINSTUFUNGEN	4
PORTRÄT UND BEWERTUNG NESTLÉ	7
Geschichte	7
Kritik	8
Quartalsergebnis	9
Chartanalyse	11
ProBot-Value	12
Die Aktie im ▲ ACC ● ALPHA ■ Portfolio	12
PORTRAIT UND BEWERTUNG BB BIOTECH	13
Strategie	13
Kernbeteiligungen	14
Aktuelle Bewertung	14
Die Aktie im ▲ ACC ● ALPHA ■ Portfolio	16
Chartanalyse	17
FONDSKOMPASS: ALTERNATIVE INVESTMENTS	18
Hedgefonds	19
Arbitrage und Long / Short	19
JP Morgan Highbridge	20
Robeco All Weather	21
Dach-Hedgefonds	22
Varengold CTA Hedge	24
IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE	26
VERANSTALTUNGSKALENDER	27
August 2009	27
September 2009	28
Oktober 2009	29
November 2009	30
Dezember 2009	31

## BÖRSENBERICHT

Mitte Juli mündete eine sechswöchige Konsolidierung der Aktienmärkte abrupt in eine rasante Sommerrallye. Von Anfang Juni hatten noch bis Mitte Juli an den Börsen Kursverluste überwogen, zunächst gestützt auf negative Konjunkturmeldungen. Vor allem die Verschlechterung auf dem amerikanischen Arbeitsmarkt belastete – obwohl sie absehbar war – die Stimmung der Investoren. Die offizielle US-Arbeitslosenquote stieg auf 9,5 Prozent, den höchsten Stand seit 25 Jahren. Die tatsächliche Arbeitslosigkeit dürfte rund doppelt so hoch liegen. Das Hauptproblem der Weltwirtschaft bleibt ungelöst, nämlich die Unfähigkeit des amerikanischen Konsumenten, mit dem kreditfinanzierten (Über-) Konsum der vergangenen Jahre weiter zu machen. Fallende Einkommen und die Notwendigkeit zu sparen stehen einer Rückkehr des Konsums zu früheren Niveaus dauerhaft im Wege. Ohne negative Auswirkungen dürfte das nur auf die Geschäfte weniger Konzerne bleiben.

In Europa gehörten Bankaktien schon in der Konsolidierungsphase zu den besseren Werten, was durch konkretere Pläne zur Schaffung einer „Bad Bank“ in Deutschland begünstigt wurde, auf die Banken ihre „toxischen“ Wertpapiere auslagern könnten. Mehr Aufmerksamkeit gewann in Deutschland aber der eskalierende Machtkampf zwischen VW und Porsche. Jeder der beiden Automobilhersteller versuchte sich in die Lage zu bringen, den anderen unter seine Kontrolle zu bringen. Schließlich entschied VW-Manager Piech den Machtkampf für sich, so dass Porsche in den VW-Konzern integriert werden wird.

Bis zum Ende der 28. Kalenderwoche verbuchten die meisten europäischen Aktienmärkte Verluste - die größten erneut in Russland, wofür vor allem der Rückgang des Ölpreises verantwortlich war. Der Preis für ein Barrel fiel auf rund 60 Dollar. Nach Einschätzung der Opec wird es fünf Jahre dauern bis die Ölnachfrage nach dem massiven Einbruch wieder das Niveau von 2008 erreicht.

Bessere Konjunkturnachrichten wurden in der ersten Juliwoche zunächst noch ausgeblendet. Vielmehr fieberten die Börsianer mit steigender Nervosität der Berichtssaison entgegen, also der Veröffentlichung der Unternehmensergebnisse des 2. Quartals. Schon der Auftakt, den traditionell der US-Aluminiumhersteller Alcoa machte, überraschte eher positiv, weil der Verlust nicht so hoch war wie befürchtet. In der darauffolgenden Woche lösten positive Einschätzungen und Ergebnisse aus der US-Bankenbranche den Umschwung aus. Goldman Sachs meldete für das 2. Quartal einen Nettogewinn von 3,44 Mrd. US-Dollar und übertraf damit die ohnehin schon optimistischen Analysten-Prognosen deutlich. Auch wenn Goldman Sachs offiziell keine Investmentbank mehr ist, profitierte sie von ihrem angestammten Geschäftsfeldern. Der Kursaufschwung gewann an Breite, als Intel mit seinem Quartalsbericht positiv überraschte und auch Philips mit seinem Zahlenwerk gute Stimmung verbreitete. Schließlich untermauerten verbesserte Konjunkturdaten die Erwartung eines nahen Endes der Rezession.

Neben der Aufhellung fundamentaler Daten lieferte vor allem die markttechnische Situation das Umfeld für das Erreichen neuer Jahreshochs: Die Mehrheit der Anleger hatte mit einer Fortsetzung der Konsolidierung gerechnet, nicht wenige sogar mit einer Beschleunigung der Kursrückgänge. Dem entsprechend hatten sich die meisten auf fallende Kurse vorbereitet und wurden von überraschend guten Nachrichten „auf dem falschen Fuß erwischt“. Nicht zuletzt die Glattstellung sogenannter „Short“-Positionen führte dann zu einer Art „Kaufpanik“.

Index	1. Halbjahr	30.06.2009	Juli	31.07.2009	12 Monate
S&P 500	+ 1,8 %	919,3	+ 7,4 %	987,5	- 21,7 %
Nikkei-225	+ 12,4 %	9.958,4	+ 4,0 %	10.356,8	- 20,9 %
DJ Euro STOXX 50	- 2,0 %	2.401,7	+ 10,1 %	2.644,1	- 20,3 %
DAX	- 0,0 %	4.808,6	+ 10,9 %	5.332,1	- 16,6 %

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

auf Basis der beobachteten Kursentwicklung  
bis Ende der **31. Kalenderwoche 2009 (31.07.2009)**  
Alle Angaben ohne Gewähr.



Die Indikation eines sekundären Aufwärtstrends wurde von neuen Jahreshochs bei allen Aktienindizes bestätigt. Inzwischen nehmen allerdings die markttechnischen Anzeichen einer temporären Überhitzung zu. Seit Juli ergibt sich im M.A.M.A.-Modell für ein Drittel der Aktienindizes ein Wert „High Off Tide“ (HOT), was für die nächsten Wochen eine Abkühlung erwarten lässt.

Markt und Indexstand	Delta-MA	COMA	BreakOut	Trendstärke	Status / Signal	
HSCE China	12.123,50	+ 100 %	+ 100 %	+ 75 %	+ 78 %	HOT seit 29.KW 2009
Kospi Korea	1.557,29	+ 100 %	+ 100 %	+ 75 %	+ 75 %	HOT seit 31.KW 2009
STI Singapur	2.659,20	+ 100 %	+ 100 %	+ 75 %	+ 74 %	HOT seit 31.KW 2009
IPC Mexico	27.111,51	+ 100 %	+ 100 %	+ 75 %	+ 73 %	HOT seit 31.KW 2009
TWI Taiwan	7.077,71	+ 72 %	+ 96 %	+ 75 %	+ 67 %	HOT seit 31.KW 2009
Bovespa Brasilien	54.608,13	+ 55 %	+ 93 %	+ 75 %	+ 67 %	HOT seit 29.KW 2009
Hang Seng	20.573,33	+ 100 %	+ 100 %	+ 75 %	+ 66 %	HOT seit 30.KW 2009
Nasdaq Comp.	1.978,50	+ 81 %	+ 75 %	+ 75 %	+ 65 %	long seit 22.KW 2009
Tec Dax	673,19	+ 59 %	+ 88 %	+ 75 %	+ 61 %	long seit 21.KW 2009
BSE Sensex	15.670,31	+ 65 %	+ 95 %	+ 100 %	+ 60 %	HOT seit 29.KW 2009
CECE Osteuropa	1.623,60	+ 95 %	+ 90 %	+ 75 %	+ 59 %	long seit 30.KW 2009
Nasdaq Internet	201,22	+ 66 %	+ 95 %	+ 0 %	+ 59 %	HOT seit 29.KW 2009
JSE Industrial 25	19.033,39	+ 87 %	+ 76 %	+ 75 %	+ 57 %	long seit 21.KW 2009
ATX Österreich	2.250,19	+ 59 %	+ 64 %	+ 75 %	+ 53 %	long seit 23.KW 2009
Nasdaq Biotech	811,18	+ 82 %	+ 63 %	+ 75 %	+ 52 %	long seit 30.KW 2009
MDax	6.204,36	+ 59 %	+ 64 %	+ 75 %	+ 52 %	long seit 23.KW 2009
Russel 2000	556,72	+ 60 %	+ 59 %	+ 75 %	+ 51 %	long seit 30.KW 2009
DAX	5.332,14	+ 62 %	+ 66 %	+ 75 %	+ 50 %	long seit 22.KW 2009
SMI Schweiz	5.950,69	+ 71 %	+ 39 %	+ 75 %	+ 50 %	long seit 30.KW 2009
ASX200 Austral.	4.249,50	+ 69 %	+ 49 %	+ 75 %	+ 48 %	long seit 23.KW 2009
S&P 500 USA	987,48	+ 53 %	+ 49 %	+ 75 %	+ 48 %	long seit 24.KW 2009
FTSE Großbritan.	4.608,36	+ 47 %	+ 55 %	+ 75 %	+ 46 %	long seit 30.KW 2009
Dow Jones USA	9.171,61	+ 46 %	+ 43 %	+ 75 %	+ 43 %	long seit 30.KW 2009
EuroStoxx50	2.638,13	+ 57 %	+ 50 %	+ 75 %	+ 43 %	long seit 24.KW 2009
DJ Stoxx 50	2.291,39	+ 64 %	+ 43 %	+ 75 %	+ 43 %	long seit 30.KW 2009
CAC 40 Frankr.	3.426,27	+ 29 %	+ 37 %	+ 75 %	+ 38 %	long seit 30.KW 2009
SET Thailand	624,00	+ 60 %	+ 94 %	+ 5 %	+ 35 %	HOT seit 31.KW 2009
RTX Russland	1.571,66	- 33 %	+ 100 %	+ 5 %	+ 32 %	long seit 21.KW 2009
Topix Japan	950,26	+ 45 %	+ 55 %	+ 5 %	+ 16 %	long seit 22.KW 2009
Mittelwert		+ 66 %	+ 74 %	+ 66 %	+ 54 %	
Vorwoche		+ 63 %	+ 61 %	+ 63 %	+ 38 %	

## AKTUELLE ANALYSTEN-EINSTUFUNGEN

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

### Allianz



**Credit Suisse** hat Allianz vor Bekanntgabe der Quartalszahlen von „Outperform“ auf „Neutral“ abgestuft und das Kursziel von 102 auf 92 Euro gesenkt. Fundamental betrachtet seien Versicherungswerte trotz der jüngsten Kursrally noch immer günstig bewertet, allerdings könnte es im Zuge der Zahlen zum zweiten Vierteljahr kurzfristig zu Enttäuschungen kommen, schrieb Analyst Richard Burden in einer Branchenstudie. Die operative Entwicklung dürfte durchwachsen verlaufen sein. Die Markterwartungen für den Versicherungskonzern dürften in den kommenden Monaten sinken.



Die **UBS** hat Allianz auf „Buy“ belassen. Der Versicherer dürfte zu den Hauptprofiteuren einer Erholung im kommenden Jahr zählen, schrieb Analyst Markt Thiele in einer Branchenstudie. Während die hohe Profitabilität im deutschen Sachversicherungsgeschäft 2009 höheren Prämien noch im Weg stehen dürfte, sollten diese 2010 steigen. Auch seien Marktteilnehmer zu stark auf den Bereich der Kraftfahrzeugversicherungen fokussiert, der sich leicht negativ entwickelt habe, allerdings auch nur 37 Prozent des Marktvolumens ausmache. Neben den guten Perspektiven im Sachversicherungsgeschäft biete Allianz auch Teilhabe an einer möglichen Erholung im Leben-Bereich.

### Banco Santander



Die **Citigroup** hat das Kursziel für Banco Santander nach Zahlen von 10,50 auf 11,50 Euro angehoben und die Einstufung auf „Buy“ belassen. Das Ergebnis des zweiten Quartals habe aufgrund eines starken Nettozinsetrags über den Markterwartungen gelegen, schrieb Analyst Ronit Ghose in einer Studie. Das Wachstum der Risikovorsorge habe sich verlangsamt und die Kernkapitalquote Tier 1 sei gestiegen. Die Bank habe zudem bestätigt, dass ein Börsengang von Santander Brazil geplant sei. Ein solcher Schritt könne bis zu 4,5 Milliarden US-Dollar in die Kassen des Unternehmens spülen.



Die **LBBW** bestätigt ihr Rating „Halten“, erhöht jedoch ihr Kursziel der tatsächlichen Kursentwicklung folgend auf 10 €. Mit einem Halbjahres-Ergebnis von 4,5 Mrd. € (4,4 % weniger als im 1. Halbjahr des Vorjahres) konnte Santander die Markterwartungen leicht übertreffen. Der Zinsüberschuss fungierte erneut als Wachstumstreiber und legte um 24,2 % auf 12,7 Mrd. € zu. Die Ausgaben stiegen nur um 0,3 % und zusammen mit dem Anstieg des operativen Ergebnisses um 19,1 % auf 11,3 Mrd. € sank die Aufwand-Ertrags-Relation um 2,3 %-Punkte auf 41,6 %. Die Risikovorsorge musste aufgrund der Marktsituation um 60,6 % im Jahresvergleich, aber nur um 7 % im Vergleich zum Vorquartal erhöht werden. Weiterhin solide zeige sich die Kapitalausstattung Santanders. Die Kernkapitalquote lag unverändert bei 7,5 %. Das Gesamtjahresergebnis soll bei etwa 8,9 Mrd. € liegen, wobei 4,8 Mrd. € als Dividende ausgeschüttet werden sollen. Die LBBW betrachte das Zahlenwerk als positiv, sehe aber in der konjunkturellen Lage in Spanien und Großbritannien und der Wahrscheinlichkeit ansteigender Kreditausfallraten potenzielle Gefahren.

**Banco Santander** (Fortsetzung)



**Cheuvreux** hat das Kursziel für Banco Santander nach Zahlen von 10,20 auf 12,00 Euro angehoben und die Einstufung auf „Outperform“ belassen. Das Quartalsergebnis sei gut ausgefallen, schrieb Analyst Francisco Riquel in einer Studie. Santander sei aufgrund seiner starken Marktstellung, des hohen Diversifikationsgrades sowie der Aktivität in Lateinamerika eine der attraktivsten europäischen Bank-Aktien.



Die **Deutsche Bank** hat das Kursziel für die Aktien der Banco Santander von 10,20 auf 12,50 Euro angehoben und die Einstufung auf „Buy“ belassen. Die Bank habe ein gutes Quartalsergebnis vorgelegt, schrieb Analyst Carlos Berastain Gonzalez in einer Studie. Auf dieser Basis habe er seine Gewinnprognosen für die Jahre 2009 bis 2011 im Schnitt um zehn bis elf Prozent angehoben. Kurzfristige Kursrückschläge seien dennoch nicht auszuschließen. Ein Grund sei die überdurchschnittliche Kursentwicklung seit Jahresbeginn.

**BASF**



**UniCredit** hat die Titel von BASF nach Zahlen auf „Buy“ mit einem Kursziel von 32,00 Euro belassen. BASF habe ein starkes Zahlenwerk vorgelegt, schrieb Analyst Andreas Heine in einer Studie. Die gute Entwicklung des Cash Flows sei besonders wichtig für das Unternehmen.



**Equinet** hat BASF nach Quartalszahlen auf „Sell“ mit einem Kursziel von 28,00 Euro belassen. Insgesamt lägen die bereinigten Ergebnisse zwar über ihren und den Erwartungen des Marktes, schrieb Analystin Nadeshda Demidova in einer Studie. Allerdings hätten Sonderbelastungen aus Restrukturierungen und aus der Integration von Ciba auf die Ergebnisse gedrückt. Die von BASF kommunizierten Ziele seien eher verhalten.



**Independent Research** hat das Kursziel für BASF nach Zahlen von 36,00 auf 35,00 Euro reduziert und die Einstufung auf „Akkumulieren“ belassen. Das neue Kursziel resultiere aus seinen nach unten korrigierten Schätzungen für den Gewinn je Aktie (EPS), schrieb Analyst Jens Hasselmeier in einer Studie. Die um Sondereinflüsse bereinigte operative Entwicklung des zweiten Quartals wertete der Experte positiv. Wenig überrascht habe ihn, dass der Chemiekonzern nicht mehr davon ausgeht, im Jahr 2009 die Kapitalkosten zu verdienen.



**Cheuvreux** hat die Einstufung für BASF nach Quartalszahlen auf „Outperform“ und das Kursziel auf 35,00 Euro belassen. Das Quartalsergebnis sei weniger schwach als erwartet ausgefallen, schrieb Analyst Martin Roediger in einer Studie. Während es ermutigende Signale vom Chemie-Segment gebe, sei das Nettoergebnis pro Aktie stark von Einmaleffekten beeinträchtigt. Der veränderte Ausblick des Unternehmens sei keine echte Überraschung. Der Analyst ist der Auffassung, dass das Unternehmen die Talsohle erreicht hat.

BP



Die **ING** hat das Kursziel für BP nach Zweitquartalszahlen von 565,00 auf 595,00 Pence angehoben und die Einstufung auf „Buy“ belassen. Bereits Anfang Juni habe ihn das Kostensenkungsprogramm für BP optimistischer werden lassen, und dieses Programm sei nun noch erweitert worden, schrieb Analyst Jason Kenney in einer Studie.



**Independent Research** hat BP nach Quartalszahlen auf „Akkumulieren“ mit einem Kursziel von 520,00 Pence belassen. Erwartungsgemäß habe der Ölkonzern im zweiten Jahresviertel 2009 erneut einen deutlichen Gewinnrückgang hinnehmen müssen, schrieb Analyst Sven Diermeier in einer Studie. Das Umfeld dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte nicht so stark verbessern, wie bisher angenommen. Diermeier senkte seine Prognose für den bereinigten Gewinn je Aktie im Jahr 2009 von 0,77 auf 0,65 US-Dollar.

MAN



**M.M.Warburg** hat MAN nach Zahlen auf „Hold“ mit einem Kursziel von 47,00 Euro belassen. „Der Auftragseingang ist in allen Sparten hinter unseren und den Markterwartungen zurückgeblieben“, schrieb Analyst Marc-Rene Tonn. Der operative Gewinn des Maschinenbau- und Nutzfahrzeugkonzerns liege indes dank des Geschäfts in Lateinamerika leicht über den Konsensschätzungen und der Umsatz habe die durchschnittlichen Analystenprognosen getroffen. „In der derzeitigen Krise schlägt sich MAN im Vergleich zur Konkurrenz ganz gut“, so der Experte weiter.



**Independent Research** hat die Einstufung für die Stammaktien von MAN nach Zahlen auf „Reduzieren“ mit einem Kursziel von 45,00 Euro belassen. Das Fahrzeug- und Maschinenbauunternehmen habe im zweiten Quartal sowohl auf der Ergebnisebene als auch beim Auftragseingang seine Erwartungen verfehlt, schrieb Analyst Sven Diermeier in einer Studie. Er habe seine Schätzungen für den Gewinn je Aktie (EPS) der Jahre 2009 und 2010 gekürzt.



**Equinet** hat MAN nach Quartalszahlen vorerst auf „Buy“ mit einem Kursziel von 58,00 Euro belassen. Während die Ergebnisse insgesamt im Rahmen der Erwartungen gelegen hätten, enttäuschte der Auftragseingang etwas, schrieb Analyst Tim Schuldt. Da es aber erste Anzeichen einer gesamtwirtschaftlichen Erholung gebe, bleibe er für die mittelfristige Entwicklung des Nutzfahrzeugherstellers positiv gestimmt, so der Experte.

OMV



**Morgan Stanley** hat OMV von „Underweight“ auf „Equal-weight“ hochgestuft und das Kursziel von 25,00 auf 30,00 Euro angehoben. Das Abwärtspotenzial für den Raffinerie-Sektor sei nach der diesjährigen schwachen Entwicklung im Vergleich mit Werten aus dem Explorations- und Ölservice-Bereich nun begrenzt, schrieb Analyst James Hubbard in einer Branchenstudie. Das derzeit schwache Umfeld dürfte weitgehend in den Kursen eingearbeitet sein.

## PORTRÄT UND BEWERTUNG NESTLÉ



Die Nestlé S.A. (ISIN CH 003 886 335 0) ist der größte Lebensmittelkonzern der Welt und das größte Industrieunternehmen der Schweiz. Vom Konzernumsatz von gut 110 Mrd. CHF entfallen 19 % auf Milchprodukte und Speiseeis, 17 % auf Instant- und ähnliche Getränke, weitere 17 % auf Fertiggerichte und Küchenprodukte, 11 % auf Süßwaren, weitere 11 % auf Heimtiernahrung, 9 % auf Wasser und weitere 9 % auf spezielle und medizinische Nahrungsmittel („Nutrition“).

Im Laufe seiner jetzt 143jährigen Geschichte hat der Konzern ein umfangreiches Marken-Portfolio aufgebaut. Nestlé gehören weltweit einige hundert Marken, welche laufend durch Eigenentwicklungen und Unternehmenskäufe ergänzt werden. Zu den in Deutschland bekannten Marken gehören (neben den unten gezeigten) beispielsweise Thomy, Buitoni (Nudeln), Herta (Fleischprodukte), aber auch die international vertriebenen Eiscreme-Marken Häagen-Dazs und Schöller mit Mövenpick. Nestlé produziert auch Haustiernahrung (in Deutschland bekannte Marken Bonzo, Felix und Friskies). Das älteste Standbein des Konzerns ist die Babynahrung (Marke u.a. Alete), das erst vor zwei Jahren durch eine große Übernahme in den USA gestärkt wurde.



Einen strategischen Schwerpunkt stellt die wachstumsstarke Sparte Nestlé Waters dar, wo das Marken-Portfolio inzwischen auf über 70 Mineralwässer ausgebaut wurde (u.a. Perrier, San Pellegrino, Vittel, Aquarel, Contrex). Nestlé ist damit bereits Weltmarktführer bei Flaschenwasser, gefolgt von Danone, Coca-Cola und Pepsi. Diese vier Konzerne beherrschen zusammen ein Drittel des globalen Flaschenwassermarktes.

### Geschichte

Der Schweizer Apotheker deutscher Abstammung Henri Nestlé gründete 1866 die Farine Lactée Henri Nestlé S.A., die 1867 begann, ein lösliches Milchpulver („Nestlé Kindermehl“) herzustellen und zu verkaufen, das Säuglingen als Muttermilchersatz gegeben werden konnte. Das Firmenlogo ist bis heute passenderweise das Familienwappen, das einen Vogel bei der Brutpflege in einem kleinen Nest (schwäbisch „Nestle“ für „kleines Nest“) zeigt.

1898 wurde die erste ausländische Fabrik übernommen, ein Milchpulverwerk in Norwegen. 1905 fusionierte Nestlé mit der damals deutlich größeren Anglo-Swiss Condensed Milk Company und 1929 folgte der Zusammenschluss mit den Schokoladeproduzenten Peter, Cailler, Kohler. In beiden Fällen wurde aber der Marken- und letztendlich Firmennamen Nestlé wegen der größeren Bekanntheit beibehalten.



Ab 1938 vermarktete Nestlé auch sehr erfolgreich löslichen Kaffee und begründete die bis heute bestehende Marktführerschaft in diesem Segment. 1947 folgte die Fusion mit der Maggi AG und der Namenswechsel zu Nestlé Alimentana AG. Es folgten weitere Übernahmen: 1963 die Findus AG und 1971 Ursina-Franck AG („Thomy“ und „Bärenmarke“). Der Firmenname wurde in Nestlé S.A. geändert.

1974 erwarb das Unternehmen 49 % an der Holdinggesellschaft Gesparal und damit erstmals Anteile an einem Nonfood-Unternehmen. Die Gesparal hielt 53,7 % der Aktien des Kosmetikunternehmens L'Oréal. 2004 wurden Gesparal und L'Oréal fusioniert, wodurch Nestlé unmittelbar Großaktionär an L'Oréal wurde (mit 26,4 %).

1985 erfolgte die Übernahme des US-Nahrungsmittel-Konzerns Carnation für 3 Mrd. Dollar. 1988 wurden der britischen Schokoladen- und Süßwarenkonzern Rowntree Mackintosh und der italienische Teig- und Süßwaren-Konzern Buitoni übernommen. In den 1990er Jahren erfolgte mit der Übernahme von Perrier und San Pellegrino der Einstieg in den Mineral- und Tafelwassermarkt.

2002 übernahm Nestlé den amerikanischen Tierfutterkonzern Ralston Purina für 10,3 Mrd. Dollar und integrierte ihn als Nestlé Purina PetCare in den Konzern. Nestlé wurde dadurch weltweit Marktführer bei Hunde- und Katzenfutter. Ebenfalls 2002 wurde die Schöller Holding (Schöller- und Mövenpick-Eis) übernommen. Deren Produktion von Handelsmarken-Eis (u.a. für Aldi und Lidl) wurden vier Jahre später an die Rosen Eiskrem GmbH verkauft. Gleichzeitig kaufte Nestlé 2006 aber den größten US-amerikanischen Eiskremhersteller, Dreyer's, zu 100 % und stieg damit zum Weltmarktführer bei Speiseeis auf.

Zum 1. Januar 2005 übernahm die deutsche Nestlé 49 % der Wagner Tiefkühlprodukte GmbH, um dadurch stärker im Markt der Tiefkühlpizzen präsent zu sein.

Durch ein Ende 2006 gestartetes Joint-Venture mit Lactalis, an dem Nestlé 40 % hält, ist der Konzern auch bei Milchprodukten indirekt Weltmarktführer noch vor Dean Foods (USA) und Danone (Frankreich). Das Gemeinschaftsunternehmen Lactalis Nestlé Produits Frais (LNPF) bedient 9 europäische Staaten (Frankreich, Belgien, Luxemburg, Großbritannien, Irland, Spanien, Italien, Portugal und die Schweiz).

Im April 2007 übernahm Nestlé für 5,5 Mrd. Dollar den US-amerikanischen Kindernahrungshersteller Gerber vom Pharmakonzern Novartis. Im Gegenzug trennte sich Nestlé zunächst von einem 25-Prozent-Anteil am Augenpflegemittel-Hersteller Alcon, wofür Novartis 11 Mrd. Dollar zahlte. Der Verkauf der noch bei Nestlé liegenden Alcon-Mehrheit von 52 % an Novartis ist bereits für kommendes Jahr vereinbart.

### **Kritik**

Bei der qualitativen Bewertung erhält Nestlé bei uns einen Abschlag bei der Fair-Value-Kalkulation. Grund dafür sind die zahlreichen Punkte, wegen derer Nestlé öffentlich kritisiert wurde und die zwei Malus-Punkte begründen.





**Säuglingsnahrung in Entwicklungsländern:** In den 1970er und 1980er Jahren wurden Nestlé und andere Unternehmen für ihre Vermarktung von Säuglingsnahrung in Entwicklungsländern heftig kritisiert. Ergebnis des langen Streits war ein 1981 von der Weltgesundheitsorganisation WHO und dem UN-Kinderhilfswerk UNICEF verabschiedeter Internationaler Kodex für die Vermarktung von Muttermilchersatzprodukten, dessen Einhaltung Nestlé 1984 versprach.

**Einkaufspolitik in Entwicklungsländern:** Diverse Organisationen, darunter Oxfam, kritisierten die Einkaufspolitik von Nestlé bei Kaffee und Kakao. Der Konzern gefährdete die Existenz von Kaffeebauern in Entwicklungsländern. In der westafrikanischen Elfenbeinküste, dem bedeutendsten Exportland von Kakao, werden Angaben von Menschenrechtsorganisationen zufolge Kinder zur Arbeit auf Kakaoplantagen gezwungen. Nestlé und anderen kakaoverarbeitenden Unternehmen wurde vorgeworfen, zu wenig zur Verbesserung dieser Zustände zu unternehmen. Unternehmen der Kakao- und Schokoladeindustrie, darunter Nestlé, reagierten auf diese Kritik, indem sie die *International Cocoa Initiative* gründeten, die gegen Kinderarbeit und Zwangsarbeit im Kakaoanbau vorgehen soll. Außerdem hat Nestlé 2005 begonnen, fairhandelszertifiziertem Kaffee in seine Angebotspalette aufzunehmen.

**Gentechnisch veränderte Zutaten:** Aktueller ist die Kritik an gentechnisch veränderten Zutaten. So wurde 1996 das Produkt „Butterfinger“, ein Schokoriegel mit gentechnisch veränderten Bestandteilen, nach massiven Protesten der Umweltschutzorganisation Greenpeace und der Bevölkerung wieder vom deutschen Markt genommen. Nach eigenen Angaben verwendet Nestlé heute für den europäischen Markt keine gentechnisch veränderten Rohstoffe mehr. Für Milchprodukte, die von der Unternehmensgruppe Theo Müller unter Lizenz für Nestlé sowie für verschiedene Handelsmarken hergestellt werden, wird zum Teil Milch von Kühen verwendet, die gentechnisch verändertes Futter erhalten.

**Umgang mit Mitarbeitern und Öffentlichkeit:** Nestlé wird auf der Negativliste der Agentur Ecofact geführt, weil der Konzern die gewerkschaftliche Organisation seiner Beschäftigten in einigen Ländern behindere. Zudem machte die Beobachtung von Nestlé-Kritikern durch einen von Nestlé beauftragten Sicherheitsdienst in der Schweiz Schlagzeilen und zog einen Gerichtsprozess nach sich, den Nestlé allerdings gewann.

### Quartalsergebnis

Der Schweizer Nahrungsmittelkonzern gab bekannt, dass er im ersten Quartal 2009 ein organisches Wachstum von 3,8 % erzielt habe, einschließlich eines internen Realwachstums von 0,3 %. Angesichts der Ergebnisse und angelaufener Initiativen in verschiedenen Märkten und Produktgruppen bestätigte Nestlé das 2009er Ziel eines an 5 % heranreichenden organischen Wachstums sowie eine weitere Verbesserung der EBIT-Marge.

Firmenlenker Paul Bulcke erklärte dazu: *"Die Gruppe erreichte im ersten Quartal 2009 ein positives organisches Wachstum, trotz einer hohen Vergleichsbasis gegenüber dem organischen Wachstum von 10%, das Nestlé in der Vorjahresperiode erreichte. Unsere Antwort auf das herausfordernde wirtschaftliche Umfeld im Jahr 2009 ist, neue Gelegenheiten zu nutzen und Schlüsselinitiativen in Bereichen wie Erschwinglichkeit von Produkten, Innovation und Renovation sowie Kosteneffizienz zu beschleunigen. Die wachsende Dynamik, die von solchen Initiativen ausgeht, ebenso wie die Stärke unserer Marken und unsere weltweite Präsenz erlauben mir die Bestätigung unserer Zielvorgabe für das Gesamtjahr 2009."*



### **Bewertung der Quartalergebnisse**

Nestlés Konzernumsatz ging zwar im ersten Quartal um 2,1 % zurück. Dies lag aber vor allem an der Veränderung der Wechselkurse (mit minus 5,2 %). Das organische Wachstum war mit 3,8 % niedrig, aber positiv. Wie schon 2008 konnten Preiserhöhungen durchgesetzt werden; ihr Beitrag lag mit einem Anstieg um 2,5 % wieder über den Erwartungen. Negativ fiel die Entwicklung in den Geschäftsbereichen Wasser und Nutrition aus, vor allem in Europa. Dagegen wiesen die Geschäfte auf dem amerikanischen Kontinent sowie in der Region Asien / Ozeanien / Australien ein recht gutes organisches Wachstum auf bei einem Volumenanstieg von immerhin 2 % bzw. 0,8 %. Aussagen zum Gewinn macht Nestlé grundsätzlich nicht zum 1. und 3. Quartal sondern nur für Halbjahre.

Die Bestätigung der Gesamtjahresziele ist positiv zu werten. Das organische Wachstum soll im Gesamtjahr mindestens nahe 5 % liegen und die operative Marge soll vor dem Einfluss der Wechselkurse steigen. Damit will das Management die langfristigen Ziele auch im laufenden konjunkturell schwachen Jahr fast erreichen, denn als langfristiges Ziel wird ein jährliches organisches Wachstum von 5 bis 6 % angestrebt. Der aktuelle Margenausblick entspricht der normalen jährlichen Formulierung von Nestlé.

Nestlé bekräftigte, dass bereits eingeleitete Maßnahmen zur Steigerung des Wachstums und zur Reduktion der Kosten im Jahresverlauf positive Wirkung zeigen würden. Zu der positiven Entwicklung sollten die starken Marken, die Gesundheitsorientierung der Produkte sowie Produktinnovationen beitragen. Auch die breite Aufstellung des Konzerns in Industrie- und in Entwicklungsländern sowie die Präsenz in allen Distributionskanälen stellen eine Stärke von Nestlé dar. Überdies ist es in dem schwachen konjunkturellen Umfeld vielversprechend, dass Nestlé das Angebot von niedrigpreisigen und gleichzeitig gesunden Produkten stärken will. Gleichzeitig dürften auch Nestlés Premiumprodukte von der Rezession profitieren, weil sie für viele Konsumenten eine preiswertere Alternative zum teureren Restaurantbesuch bieten.

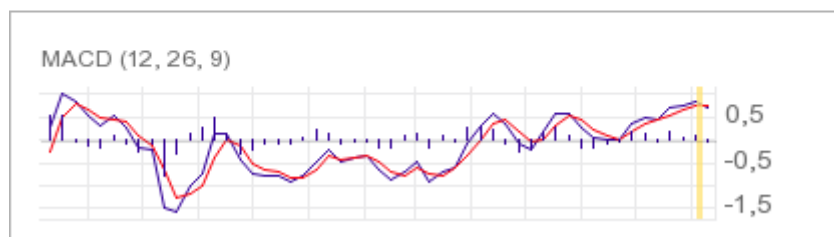
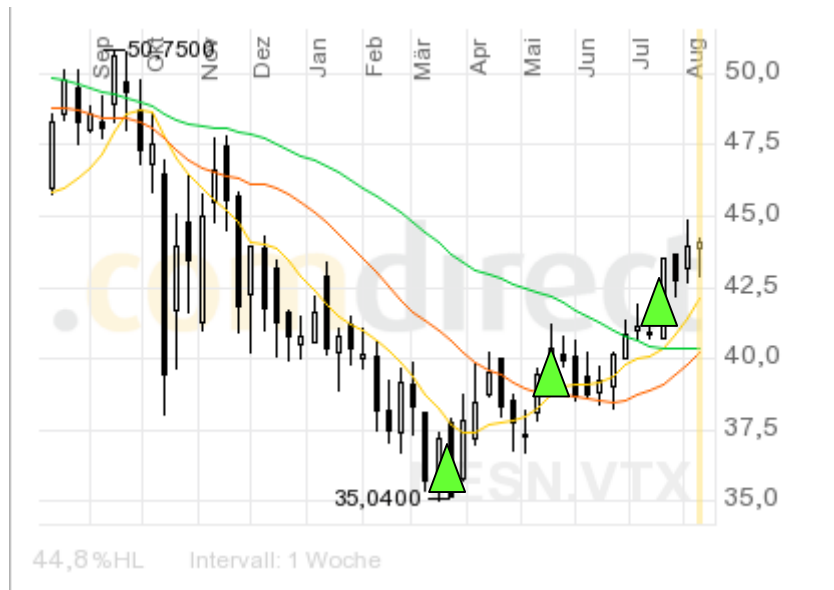
Das erste Quartal litt unter einigen Sondereinflüssen und verfügt über weniger Aussagekraft für das Gesamtjahr. Zudem ist die Vorjahresvergleichsbasis mit einem organischen Wachstum von 9,8 % und einem Volumenanstieg um 4,5 % sehr anspruchsvoll. Nestlé kontierte starke Abwertungen einiger Währungen gegenüber dem Schweizer Franken mit Preiserhöhungen in diesen Ländern, was dort die Volumenentwicklung teilweise beeinträchtigte, sich aber positiv auf die Margen auswirken sollte. Trotzdem ist für das Gesamtjahr ein negativer Effekt aus den Wechselkursen zu erwarten. Das organische Wachstum sollte tatsächlich der 5-Prozent-Marke nah kommen und nächstes Jahr darüber liegen. Umgekehrt dürfte die operative Marge in diesem Jahr stärker steigen, nämlich um rund anderthalb Prozent und im nächsten Jahr dann nur noch vergleichsweise wenig auszuweiten sein.

### **Aktionärsstruktur**

Nestlé hat einen Börsenwert von gut 150 Milliarden Schweizer Franken. Es gibt keine nennenswerten Großaktionäre.



**Chartanalyse**



07.08.09 17:30 Uhr

In der Baisse des Jahres 2008 gerieten alle Aktien unter erheblichen Verkaufsdruck – auch defensive, nicht konjunkturabhängige Wachstumswerte wie Nestlé. Im Juli 2008 hatte die Aktie bei rund 43 CHF gedreht und sich bis September rasch auf 50 CHF erholt. Im Crash im Oktober hielt die Unterstützung nicht mehr und die Aktie geriet in einen Abwärtstrend, der erst im März dieses Jahres bei 35 CHF endete. Schon im April erholte sich Nestlé bis 40 CHF, fiel aber in der zweiten Aprilhälfte noch einmal auf 37 CHF zurück, bevor im Mai die 40-CHF-Marke erfolgreich angegriffen wurde. Es folgten wieder drei Wochen mit Kursverlusten um den Anstieg zu konsolidieren. In der nächsten Aufwärtswelle wurde zur Jahresmitte die noch fallende 200-Tagelinie überwunden. Erwartungsgemäß folgte wieder eine Konsolidierung – diesmal aber von kaum zwei Wochen Dauer.

Mitte Juli setzte sich der Kursaufschwung fort und Ende Juli näherte sich der Nestlé-Kurs erstmals seit November wieder der Marke von 45 CHF. Der nächste Widerstand liegt jetzt zwischen 47,50 und 50,75 CHF.

Die Nestlé-Aktie dürfte die mittelfristige („sekundäre“) Trendwende vollzogen haben: Mitte Mai gelang das Überwinden der 40-CHF-Marke bei gleichzeitigem Anstieg der 40- über die 100-Tagelinie und einem positivem Trigger aus dem MACD. Mit dem erfolgreichen Angriff auf die 200-Tagelinie wurde das Signal zwei Monate später bestätigt. Und jetzt dreht auch die Steigung der 200-Tagelinie ins Positive.



### ProBot-Value

Die Nestlé-Aktie ist erst seit ihrem Kursverfall 2008 akzeptabel bewertet. Zuvor enthielt der Kurs offenbar eine Prämie für die herausragende Positionierung des Konzerns. Bei einem Kurs von 40 CHF errechnet sich bei 3,83 Mrd. Nestlé-Aktien ein Börsenwert von 153,2 Mrd. CHF. Tatsächlich konnte Nestlé seine Gewinne auch in der Krise stetig steigern: Auf den Gewinn pro Aktie von 2,78 CHF im Jahr 2007 wurden vergangenes Jahr noch ein paar Cent draufgelegt. In diesem Jahr halten wir ein EPS von 3,17 CHF für erreichbar. Für das kommende Jahr rechnen wir mit 3,40 CHF. Der verdichtete EPS-Wert liegt damit bei 3,27 CHF und das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) bei +7,5 % p.a.. Damit gestehen wir Nestlé ein KGV von 12,8 und einen Profit Value von 41,75 CHF zu – ein Kursniveau, das vor kurzem erreicht wurde. Dagegen zeigt der Bottom Value eine Überbewertung: Der Umsatz pro Aktie liegt bei nur 29,40 CHF. Eine hohe Nettomarge rechtfertigt einen Umsatzbewertungsfaktor von 167 %. Unter Berücksichtigung des Buchwertes und der Abschläge aus der qualitativen Bewertung errechnen wir einen Bottom Value von nur 29 CHF. Der Fair Value liegt schließlich bei 35 CHF, womit die Nestlé-Aktie mittlerweile rund 25 % überbewertet ist.

### Die Aktie im ▲ ACC ● ALPHA ■ Portfolio

Nestlé wurden erstmals im August 1997 ins Portfolio aufgenommen und mit einem Gewinn von rund 45 % zwei Jahre später verkauft. Danach war die Aktie 10 Jahre lang zu teuer. Erst nach dem langen Kursrückgang war die Aktie im Frühjahr dieses Jahres mit einem KGV von zwölf und einer soliden Dividendenrendite von fast 4% mehr als eine Überlegung wert, zumal sie in unsicheren Zeiten ein gutes Chance / Risiko – Verhältnis zu bieten hat. Angesichts der schweren Rezession haben wir Nestlé als Basisinvestment in der kaum konjunkturabhängigen Nahrungsmittelbranche gekauft, obwohl die Aktie nach unserem ProBot-Value-Modell nicht unterbewertet ist. Im Vergleich zu den anderen Nahrungsmittel-Multis Unilever, Danone und Kraft Foods ist die Nestlé-Aktie aber attraktiver. Die Schweizer können höhere Wachstumsraten und bessere Margen vorweisen und haben zudem die beste Marktaufstellung. Auch gemessen an ihrer eigenen historischen Bewertung ist die Nestlé-Aktie günstig: Das KGV pendelt seit Jahrzehnten zwischen 12 und 30 mit einem Durchschnitt bei rund 18. Mit dem Kursrutsch bis März notierte die Aktie wieder am unteren Rand dieser historischen Bewertungsbandbreite. Unser Einstieg erfolgte Mitte März nahe der Tiefstkurse, als 1.000 Stück für 37,34 CHF erworben wurden. Mitte Mai wurde die Position auf technische Kaufsignale hin (siehe oben) verdoppelt: Es wurden weitere 1.000 Aktien (zu 40,54 CHF) gekauft. Ein weiterer Zukauf erfolgte Mitte Juli, als der Aufwärtstrend bestätigt wurde (1.500 Stück zu 43,04 CHF). Der durchschnittliche Einstandspreis stieg damit auf 40,70 CHF.

## PORTRAIT UND BEWERTUNG BB BIOTECH

### BBBIOTECH

Die BB Biotech AG (ISIN CH 003 838 999 2) ist eine 1993 gegründete, börsennotierte Beteiligungsgesellschaft, die sich auf den Anlageschwerpunkt Biotechnologie konzentriert. Unter Leitung ihres Initiators, der Bellevue Asset Management AG, beteiligt sich BB Biotech vorwiegend an Unternehmen, die Pharmazeutika mit biotechnologischen Verfahren entwickeln und vermarkten. Mit über einer Milliarde Schweizer Franken ist BB Biotech einer der weltweit größten Anleger in diesem Sektor. Die Namensaktien der Schweizer Gesellschaft sind an der Schweizer Börse, im TecDAX in Deutschland und im Star-Segment in Italien notiert.

#### **Strategie**

Innovative kleine, mittlere und große Biotech-Unternehmen sind mittlerweile ein wichtiger Bestandteil der pharmazeutischen Forschung. Die Grenzen zwischen Biotechnologie und klassischer Pharmaforschung sind dabei fließend geworden. BB Biotech beteiligt sich an reiferen Unternehmen der Biotechnologie-Branche, die bereits Produkte am Markt oder zumindest in den Phasen II und III der klinischen Erprobung haben. Damit bilden vergleichsweise defensive, größere Unternehmen die Kernbeteiligungen der Gesellschaft. Ergebnis der Strategie ist ein vergleichsweise risikoarmes, diversifiziertes und aktiv gemanagtes Portfolio.

Vor der Entscheidung über eine Beteiligung steht ein umfassender Analyse- und Selektionsprozess. Ein Team von Medizinern, Wissenschaftlern und Finanzspezialisten der Bellevue Asset Management AG begleitet diesen Prozess. Das Management verfügt über ein gutes Netzwerk in der Biotechnologie und hat in der Vergangenheit seine gute Selektion unter Beweis gestellt. Das Beteiligungs-Portfolio besteht in der Regel aus 5 bis 8 überwiegend profitablen Kernbeteiligungen, sowie 15 bis 25 kleineren Beteiligungen. Der Anteil nicht börsennotierter Gesellschaften beträgt maximal 10 %. Zurzeit befinden sich nur börsennotierte Unternehmen im Portfolio.

Die Krise der Aktienmärkte 2008 verschonte auch die Werte der Biotech-Branche und BB Biotech nicht. Im Fall von BB Biotech führte dies nicht nur zu einem Rückgang des Inneren Wertes der gehaltenen Beteiligungen sondern zusätzlich zu einer Vergrößerung des Abschlags auf den Inneren Wert. Im Ergebnis fiel die BB Biotech-Aktie wieder in etwa auf den Stand von vor fünf Jahren.

**BBBIOTECH**

**Kernbeteiligungen**

BB Biotech verwaltet sein Beteiligungsportfolio aktiv, so dass sich die Zusammensetzung ständig ändert. Die nachfolgend aufgeführten 8 Kernbeteiligungen machten zum Ende des ersten Quartals zusammen 91,0 % des Portfolios aus:

	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.03.2009
Actelion	22,1 %	26,6 %	32,1 %	32,2 %
Gilead	10,2 %	14,5 %	20,7 %	23,0 %
Celgene	18,0 %	13,0 %	16,3 %	16,1 %
Vertex Pharmaceut.	5,6 %	6,4 %	10,2 %	11,9 %
Biogen Idec	7,4 %	6,6 %	5,5 %	3,2 %
Novo Nordisk	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %
Zymogenetics	1,6 %	2,4 %	0,8 %	2,0 %
Roche	6,6 %	3,3 %	1,7 %	1,7 %

Der Gesamtwert dieser 8 Beteiligungen betrug am 31.03.2009 1,29 Mrd. CHF. Der Wert der kleineren Beteiligungen summierte sich auf 100 Mio. CHF, so dass sich der Gesamtwert des Portfolios auf 1,39 Mrd. CHF belief.

Trotz des sehr schlechten Aktienjahres 2008, dem sich die Biotech-Branche nur teilweise entziehen konnte, schlossen immerhin drei der acht Kernbeteiligungswerte das Jahr mit einem Plus ab. Von den acht Kernbeteiligungen sind sechs profitabel. Nur Vertex und Zymogenetics sind derzeit noch defizitär.

Durch Verkauf herausgefallen sind drei sehr erfolgreiche Investments des letzten Jahres: Jerini, Acambis und Genentech. Alle drei wurden von großen Pharmakonzernen übernommen und sind deshalb nicht mehr im Portfolio vertreten.

**Aktuelle Bewertung**

Eine Bewertung von BB Biotech ist mit den verschiedenen klassischen Aktien- bzw. Unternehmensbewertungsmethoden und damit auch dem ProBot-Value-Modell schlecht möglich, da es sich gleichsam um einen börsengehandelten geschlossenen Fonds handelt, der selbst praktisch kein operatives Geschäft hat. Bei Fonds ist der entscheidende Wert der Innere Wert („Net-Asset-Value“, kurz NAV) des Portfolios, in diesem Fall also das einer Aktie zurechenbare Eigenkapital (unter Berücksichtigung der selbst gehaltenen eigenen Aktien). Während bei offenen Fonds die Investmentgesellschaft verpflichtet ist, jederzeit Anteile zum NAV zurückzunehmen (wodurch sich der Kurs nicht vom NAV entfernt), entsteht im Börsenhandel von geschlossenen Fonds häufig eine Differenz zum NAV, die grundsätzlich positiv oder negativ sein kann. Trotz der seit langem überzeugenden Managementleistung wird BB Biotech traditionell mit einem Abschlag auf seinen NAV gehandelt. Dieser Discount schwankt aber. Der Börsenwert (Marktkapitalisierung) von BB Biotech errechnet sich aus der Multiplikation der 16,5 Mio. ausstehenden Aktien mit dem jeweils aktuellen Kurs. Das Ergebnis lag zuletzt mit gut einer Milliarde Franken rund 25 % unter dem NAV. Der schwankende Discount ist ein zyklisches Phänomen bei der Aktie. In guten Börsenzeiten verringert er sich deutlich. In schlechten reagiert der Kurs deutlich negativer als der eigentliche Wertverlust des Portfolios dies rechtfertigen würde. In einer Phase, in der der Aktienkurs sinkt, steigen viele Anleger aus und erleiden so überhöhte Verluste. Bei steigenden Aktienkursen zieht der hohe Discount verstärkt Anleger an, wodurch der Discount kleiner wird.

## BBBIOTECH

Das Management der Gesellschaft bemüht sich mehr oder weniger erfolglos, den Discount auf maximal 10 % zu begrenzen. Zu den Maßnahmen gehören Aktienrückkäufe, aktive Dividendenpolitik und Eigenhandels-Aktivitäten. Diese Bemühungen könnten der Aktie in nächster Zeit zusätzlichen Auftrieb geben:

Zum einen ist ein neues Aktienrückkaufprogramm schon genehmigt (s.u.), zum anderen dürfte die Dividende steigen, denn die Dividende orientiert sich am Discount des Aktienkurses zum NAV. Dabei kommt folgendes Modell zur Anwendung:

bei 5 - 10 % Discount:	1 % vom Inneren Wert per Jahresultimo
bei >10 - 15 % Discount:	2 % vom Inneren Wert per Jahresultimo
bei >15 - 20 % Discount:	3 % vom Inneren Wert per Jahresultimo
bei >20 % Discount:	4 % vom Inneren Wert per Jahresultimo

Damit dürfte die Dividende dieses Jahr bei mindestens 3 % liegen, wahrscheinlicher sind sogar 4 %. Schon bei 3 % ergäbe sich für 2009 eine Dividende von 2,60 CHF.

Der Schwesterkonzern BB Medtech vollzieht zurzeit die Umwandlung in einen offenen Investmentfonds, um den auch dort bestehenden Abschlag zu schließen. BB Biotech will diesen Weg ausdrücklich nicht beschreiten. Die Gesellschaft erklärte jüngst, eine Aktiengesellschaft zu bleiben und mit anderen Maßnahmen den Abschlag verringern zu wollen. So hat die außerordentliche Hauptversammlung die Herabsetzung des Grundkapitals um 10 Prozent beschlossen, wobei die Anzahl der BB Biotech-Aktien um 1,82 Mio. Stück verringert wird.

Selbst wenn das Portfolio im Wert stagnieren würde, sollte sich über den teilweisen Abbau des Discounts und die Dividendenzahlung eine gute Rendite erzielen lassen.

Weil zwischen der Bellevue Asset Management AG und BB Biotech eine erfolgsabhängige Vergütung vereinbart ist, birgt der Kursrückgang für neue Investoren sogar einen Vorteil: Die Schwelle für die erfolgsabhängige Vergütung ist jetzt weit entfernt, womit der Verwaltungsaufwand in nächster Zeit deutlich niedriger ausfallen dürfte.

Ein Risiko ist die hohe Abhängigkeit vom US-Dollar-Wechselkurs. Die Aufnahme von Novo Nordisk ins Portfolio diversifiziert das Währungsrisiko aber ein wenig. Zudem ist man sich des Problems bewusst und hat begonnen Kurssicherungsgeschäfte vorzunehmen.

	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.03.2009
NAV	103,65 CHF	88,93 CHF	92,16 CHF	84,57 CHF
Kurs	93,80 CHF	85,55 CHF	68,75 CHF	62,40 CHF
Discount	-9,5 %	-3,8 %	-25,4 %	-26,2 %

**BBBIOTECH**

Insgesamt dürfte auch 2009 ein schwieriges Jahr für die Biotech-Branche werden. Zumal die anstehende Gesundheitsreform in den USA und die damit unsichere Zukunftsperspektive für Pharmaunternehmen im lukrativen US-Markt weiter für Unruhe sorgen dürfte. Außerdem gab es in letzter Zeit viele spektakuläre Übernahmen z.B. Pfizer und Wyeth oder Merck & Co. und Schering-Plough, so dass diese Konzerne mit sich selbst beschäftigt sein dürften und für größere Übernahmen im Biotech-Bereich ausfallen.

BB Biotech kann nicht losgelöst von den Rahmenbedingungen agieren. Daher sind Rückgang des Aktienkurses und Anstieg des Discounts nicht verwunderlich. Das Management hat aber in der Vergangenheit seine Qualitäten bewiesen und versteht die Beteiligungen sowie deren jeweilige Wettbewerber sehr genau, auch vom wissenschaftlichen und medizinischen Standpunkt. Es sollte also gelingen, in absehbarer Zeit wieder eine positive Performance zu erzielen. Durch eine geschickte Titelauswahl sollte auch in Zukunft eine überdurchschnittliche Rendite erwirtschaftet werden.

**Die Aktie im ▲ ACC ● ALPHA ■ Portfolio**

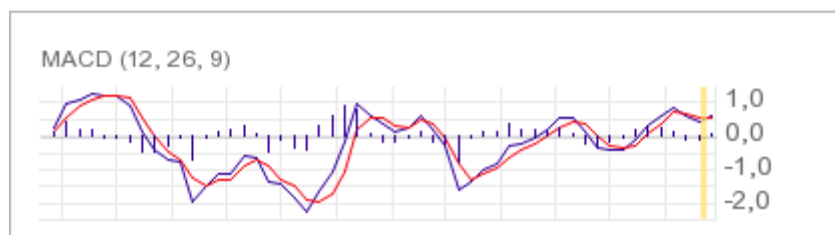
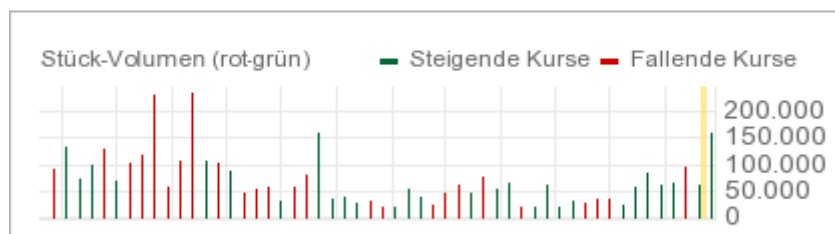
Schon beim Gang an den Neuen Markt Ende 1997 erfolgte das erste Engagement des Investmentclubs in BB Biotech. Bei der Einführung am Neuen Markt zum Emissionskurs von 53,50 DM bzw. umgerechnet 27,35 € im Dezember 1997 erhielt der Investmentclub anders als erwartet eine volle Zuteilung, wodurch die Position mit zeitweilig über 7 % zunächst die größte Position im Vermögen bildete. Deshalb erfolgte schon im März 1998 eine Teilgewinnmitnahme von einem Viertel der Position, wobei ein Gewinn von 8,5 % realisiert wurde. Die BB-Biotech-Position blieb unter den größten Vermögenswerten und entwickelte sich sehr gewinnbringend: Ende Februar 2000 war BB Biotech durch Kursgewinne wieder über 6 % des Gesamtvermögens angewachsen. Der nächste Teilverkauf eines Viertels der ursprünglichen Position erfolgte auf dem Höhepunkt der Neue-Markt-Euphorie im März 2000 zu 97,00 € mit einem Kursgewinn von 255%! Tatsächlich konnte sich BB Biotech der beginnenden Baisse zunächst entziehen. Im September des gleichen Jahres wurden bei einem weiteren Teilverkauf sogar 134,00 € pro Aktie erzielt, mithin ein Kursgewinn von 390%! Als sich das Bild zunehmend verschlechterte wurde der Restbestand im Januar 2001 zu 89,00 € (mit 225 % Gewinn) bis auf eine Restposition von rund einem Prozent des Vermögens reduziert. Im Mai 2001 wurde diese kleine Position durch einen Zukauf zu 87,00 € auf gut zwei Prozent Portfolioanteil verdoppelt. Der größere Rückkauf erfolgte erst nach dem langen Kursverfall und unmittelbar nach der Trendwende im April 2003 zu 39,90 €. Die Aktie konnte allerdings nicht mehr an ihren früheren Höhenflug anknüpfen. Im Oktober 2003 wurde die Position zu 44,10 € halbiert, der Restbestand im August 2004 zu 38,26 € verkauft.

Unseres Erachtens bot der hohe Discount eine gute Gelegenheit, mit einer einzigen Position einen diversifizierten (Wieder-) Einstieg in die Wachstumsbranche Biotechnologie vorzunehmen. Der erste Kauf für den Fonds erfolgte Mitte Juni: 1.500 Stück zu 43,90 €. Bei der fortschreitenden Trendverbesserung (siehe nächste Seite) wurde die Position schon Ende Juni durch Kauf weiterer 1.500 Stück zu 45,99 € verdoppelt. Für den aktuellen Bestand von 3.000 Stück errechnet sich mithin ein durchschnittlicher Kaufkurs von 44,945 €.



## BBBIOTECH

### Chartanalyse



24.07.09 11:34 Uhr

Nach dem Börsengang an den Neuen Markt 1997 zu umgerechnet 27,35 € profitierte die Aktie bis zum Jahr 2000 von der „new economy“-Euphorie und stieg bis 152,50 €. Die Baisse führte den Kurs bis März 2003 auf nur 31,80 € zurück. Bis 2007 erholt sich die BB Biotech-Aktie auf gut 60 €, bevor die neue Baisse den Kurs zunächst bis April 2008 auf fast 45 € drückte. Bis September 2008 erlebte BB Biotech eine rasante Kurserholung bis 59 €. Im Crash hielt die 45 €-Marke zwar zunächst noch, Ende November wurde die Unterstützung dann aber doch verletzt und es ging bis Dezember auf 37,50 € herab. Nach einer erneuten Zwischenerholung bis an die 50 €-Marke fiel der Kurs bis zum Beginn der zweiten Märzwoche exakt auf das Tief von Dezember, so dass mit der folgenden Kurserholung ein tragfähiges Doppeltief entstanden ist.

Ende April / Anfang Mai scheiterte die Kurserholung zunächst noch an dem Widerstand, den die 45 €-Marke nun bildete. Die Konsolidierung vollzog sich oberhalb einer neuen Unterstützung bei 41,00 €. Entgegen dem internationalen Trend konnte die BB Biotech-Aktie im Juni dann mit hoher relativer Stärke stetig zulegen und griff schließlich erfolgreich den Widerstand bei 45 € und die dort verlaufende 200-Tagelinie an. Auch aus charttechnischer Sicht ist die Aktie ein Kauf, wobei Widerstände und damit Kursziele zunächst bei rund 50 € und später bei rund 60 € anzusetzen sind.

## FONDSKOMPASS: ALTERNATIVE INVESTMENTS

*Der nachfolgende Textbeitrag von Dirk Arning wurde in ähnlicher Form als Serie im Februar, März und April 2009 vom Börsenbrief „FondsScout“ veröffentlicht.*

Nach dem für die meisten Fonds katastrophalen Jahr 2008 verwunderte es kaum, dass die Suche im ersten Halbjahr wieder verstärkt Alternativen galt. Diese treten treffenderweise unter der Bezeichnung „Alternative Investments“ auf. In Reaktion auf die Baisse 2000 bis 2003 waren vor allem 2003 bis 2005 verstärkt „Total Return“ und „Absolute Return“-Fonds auf den Markt gekommen. Viele davon setzten auf die vermeintliche Sicherheit verzinslicher Wertpapiere und erlitten beim Kollaps des ABS- und Unternehmensanleihe-Marktes hohe Verluste. Andere glaubten an den Aktienmärkten mit den Risiken umgehen zu können und scheiterten an den außergewöhnlich hohen Verlusten des vergangenen Jahres. Echte Hedgefonds-Strategien erreichten den deutschen Markt kaum, zum Teil behindert durch gesetzliche Rahmenbedingungen, zum Teil durch nachlassendes Interesse, weil ab 2003 direktionale Investmentstrategien wieder gute Ergebnisse lieferten. Nun aber lenkten die schlechten 2008er Ergebnisse der meisten Investmentfonds, vor allem Aktien-, aber auch Rentenfonds, den Blick wieder auf die Alternativen: Gesucht werden Fonds, die sich von Abwärtstrends an den Börsen abkoppeln können. Die Begriffe „Total Return“, „Absolute Return“ und „Hedgefonds“ sind allerdings in den letzten Jahren so beschädigt worden, dass neuere Fonds mit der Zielsetzung positiver, vom Markt unabhängiger Renditen lieber unter dem Begriff „Alternative Investments“ vermarktet werden.

Diese Briefe haben bereits mehrfach betont, dass passives Nachbilden von (Aktien-) Indizes ein schlechtes Rendite / Risiko – Verhältnis hervorbringt. Mit Indexfonds beispielsweise hat man die 2008er Talfahrt ungebremst mitmacht und dürfte viele Jahre benötigen, um nur die Gewinnschwelle wieder zu erreichen. Einfache Buy-and-hold-Strategien nach dem Motto „Indexfonds kaufen und liegen lassen“ sind Kinder der Jahrhunderthaube von 1982 bis 2000. Schon die Erfahrungen dieses Jahrzehnts zeigen, dass Indexfonds als Portfolio-Bausteine aktives Timing erfordern, und mithin kaum für Privatanleger geeignet sind. Wer ein Buy-and-hold-Investment sucht, kann nicht darauf vertrauen, dass der Index allein deswegen höher steht, weil ein paar Jahre vergangen sind. Viele der heute noch vertretenen Ansichten und angebotenen direktionalen Strategien basieren auf dieser Überzeugung. Aber langjährige Anlagezeiträume allein sind keine Garantie für positive, geschweige denn gute Renditen. Zumal die historische Erfahrung mit Kreditkrisen dafür spricht, dass solche „endogene“ Probleme des Kapitalmarktes weniger schnell überwunden werden als „exogene“ Störungen. Jede Strategie sollte sich daran messen lassen, ob sie auch bei dauerhaft seitwärts schwankenden Aktienmärkten positive Ergebnisse erzielen kann. Ziel muss dabei eine Rendite über dem jeweiligen Geldmarktzinsniveau sein.

Nach dem Kursniedergang bei Aktien und Unternehmensanleihen ist das Bedürfnis der Anleger groß, sich von der linearen Abhängigkeit der Kapitalmärkte zu befreien. Wer auf einen Kursanstieg setzt, investiert „long“. Wer einen Kursrückgang in Gewinne umsetzt, ist dagegen „short“ investiert. Der Anlageerfolg hängt davon ab, dass sich der Kurs und damit i.d.R. der ganze Markt in die richtige Richtung bewegt. Man spricht von „direktionalen“ Investments bzw. Strategien. Eine Abkoppelung vom Markt ist damit kaum möglich. Auch der Stock-Picker, der Standardwerte meidet, wird Bewegungen des Aktienmarktes wie 2008 zu spüren bekommen: „Direktionale“ Strategien, ob passiv oder aktiv, enthalten stets ein mehr oder weniger großes „Beta“ – eine Abhängigkeit vom Markt.

Charakteristisch für sogenannte „marktneutrale“ Strategien ist es, die Abhängigkeit vom Markt zu verringern, genauer gesagt, das Beta möglichst Richtung Null zu bringen, so dass schließlich keine oder nur eine geringe Korrelation zum Markt verbleibt. In den nachfolgenden Kapiteln und in der kommenden Ausgabe stellen wir mehr oder weniger marktneutrale Strategien in Theorie und Praxis vor.

### **Hedgefonds**

Hedgefonds sind keine eigene Asset-Klasse. Wer Hedgefonds als eigene Asset-Klasse bezeichnet, trägt zur deren Mystifizierung bei, entreißt er sie doch den uns bekannten Kapitalmärkten und siedelt sie in einem unbekanntem Raum an. Das ist aber falsch, weil sich Hedgefonds keineswegs auf gänzlich anderen Märkten bewegen, sondern sich mit den konventionellen Asset-Klassen beschäftigen, überwiegend also Aktien oder Rentenpapieren, vielleicht Währungen oder Rohstoffen. Hedgefonds unterscheiden sich von konventionellen Strategien aber durch die Art und Weise damit umzugehen.

Auf dem deutschen Markt sind echte Single-Hedgefonds mit so großen Vertriebsbeschränkungen belegt, dass sie als Publikumsfonds keine Rolle spielen. Allenfalls als Dachfonds (siehe unten) erhielten Privatanleger Zugang zu Hedgefonds-Strategien, dann aber gleich zu einer Ansammlung verschiedenster Strategien, was der Transparenz nicht dienlich war. Hedgefonds sind damit meist eine „black box“ geblieben, an deren Erfolg man glauben musste.

Einen großen Beitrag zur Verfügbarkeit transparenter Hedgefondsstrategien auf dem deutschen Markt hat die UCITS III – Richtlinie geleistet. In dem neuen rechtlichen Rahmen konnten in den letzten Jahren Hedgefondsstrategien, die zuvor nur Offshore, als Institutionell- oder Single-Hedgefonds auf dem Markt waren, auf Publikumsfonds portiert und in Deutschland angeboten werden.

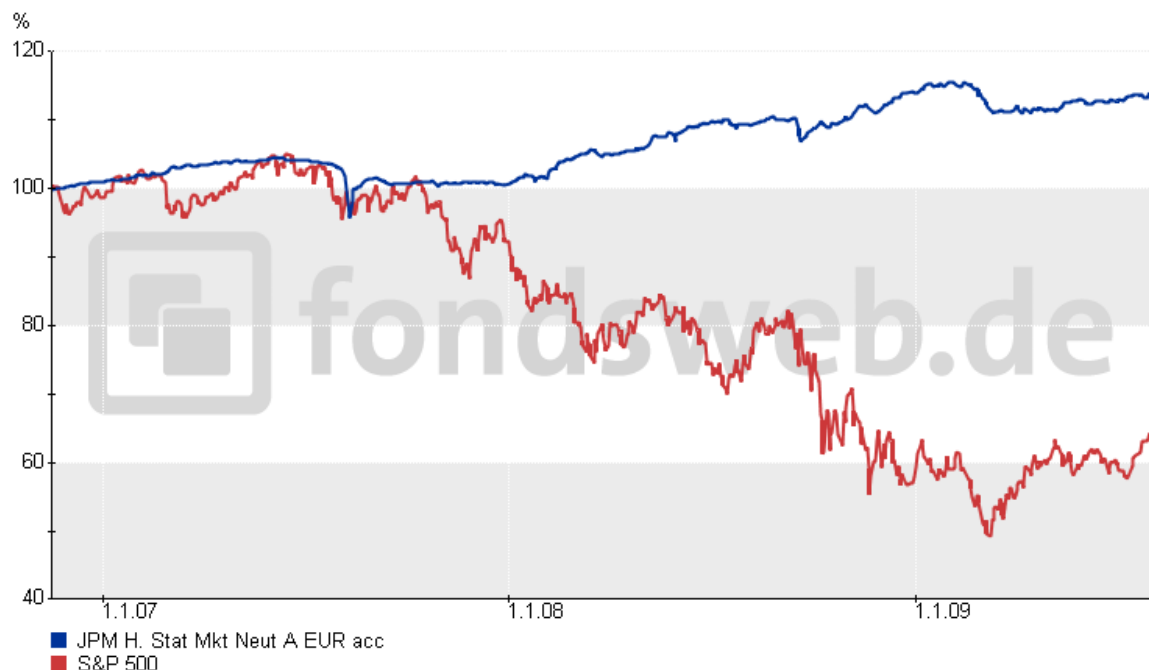
Allerdings haben auch die meisten klassischen Hedgefonds im vergangenen Jahr zweistellige Verluste abgeliefert. 2008 war gemäß dem Barclays Hedge Fonds Index sogar das erste Verlustjahr seit über zehn Jahren. Mit einem durchschnittlichen Verlust von gut 20 % wurden die Gewinne der Jahre 2006 und 2007 aufgezehrt. Zudem erreichte der Betrugsfall Madoff auch Europa. Hedgefonds erscheinen vielen Privatanlegern nach den Ereignissen noch intransparenter und dubioser als zuvor. Umso wichtiger dürfte es sein, die Strategien erfolgreicher Fonds zu verstehen.

### **Arbitrage und Long / Short**

Wer das Ziel verfolgt, auf (Kapital-) Märkten eine marktneutrale Strategie umzusetzen, hat nur begrenzte Möglichkeiten, das „Beta“ auszuschalten. Eine Möglichkeit besteht in Arbitrage-Geschäften, also dem raschen Erkennen und Nutzen von objektiven Marktineffizienzen. Wenn ein- und derselbe Vermögenswert auf zwei Märkten zum gleichen Zeitpunkt unterschiedliche Preise hat, ist echte Arbitrage möglich: Weil davon auszugehen ist, dass sich der Preisunterschied schließt, kann man dort kaufen („long“), wo der Vermögenswert billiger ist und sofort verkaufen („short“), wo er teurer ist. Beispiele dafür wären ein- und dieselbe Aktie, die an verschiedenen Börsenplätzen gehandelt wird oder ein Aktienindexkorb, der als Terminkontrakt („Future“) vom Preis am Kassamarkt abzüglich Zinsen abweicht. In dem Maße, in dem der Preisunterschied nicht mehr objektiv feststeht, sondern in der subjektiven Bewertung durch den Marktteilnehmer liegt, kann immer weniger von Arbitrage geredet werden – die Strategie wird vielmehr zu einer „Long / Short“ – Strategie, die darauf setzt, dass sich zwei ähnliche, aber eben nicht identische

Vermögenswerte relativ zueinander in der erwarteten Weise bewegen. Die „Long / Short“ – Strategien werden deshalb je nach Kontext als „Relative value“-Strategien bezeichnet. „Long / Short – Strategien“ sind dadurch gekennzeichnet, dass sie gleichzeitig „long“ und „short“ investieren und in der Regel dadurch das Marktrisiko eliminieren. Wer in gleichem Umfang „long“ auf steigende Aktienkurse und „short“ auf fallende Aktienkurse setzt, erhält unter dem Strich nur die relative Wertentwicklung. Die dadurch erreichbare Abkoppelung schlägt sich in Korrelationen zum Markt von nahe Null nieder.

fondsweb.de



**JPM Highbridge** seit Ende 2006 im Vergleich zum **S&P-500-Aktienindex**

### JP Morgan Highbridge

Mit über drei Milliarden Euro Fondsvermögen ein erfolgreicher Vertreter der „Alternativen Investments“ und wahrlich kein Geheimtipp mehr ist der JP Morgan Highbridge Statistical Market Neutral Fund (ISIN LU 027 379 214 2). Seine Strategie, die sogenannte statistische Arbitrage, wird seit 2002 praktisch eingesetzt, in dem Luxemburger Fonds seit 2006. Kern der Strategie ist die computergestützte Suche und Nutzung von Marktineffizienzen mit Hilfe quantitativer Modelle. Dazu wird das Anlageuniversum der 1.500 liquidesten US-amerikanischen Aktien nach mehr oder weniger traditionellen Methoden durchforstet. Vier Sub-Strategien beurteilen die Aktien von der kurzfristig ausgerichteten technischen Analyse bis zur langfristig wirksamen Fundamentalanalyse. Das Prognose-System bewertet die Aktien, identifiziert permanent solche, von denen eine bessere Kursentwicklung erwartet wird, als auch solche, die sich als Underperformer erweisen dürften. Als marktneutraler Fonds beschränkt sich der JPM Highbridge eben nicht auf die „Long“-Seite, also auf Aktien, von denen eine Outperformance erwartet wird, sondern setzt in gleichem Umfang auch auf fallende Aktienkurse („short“), natürlich bei jenen Aktien, von denen man eine zumindest relativ schlechtere Performance erwartet. So ist der Fonds jederzeit mit 300 bis 500 Aktien „long“ und in 300 bis 500 anderen Aktien „short“, wobei die Anzahl nicht unbedingt gleich sein muss, solange das Volumen sich aber ausgleicht.

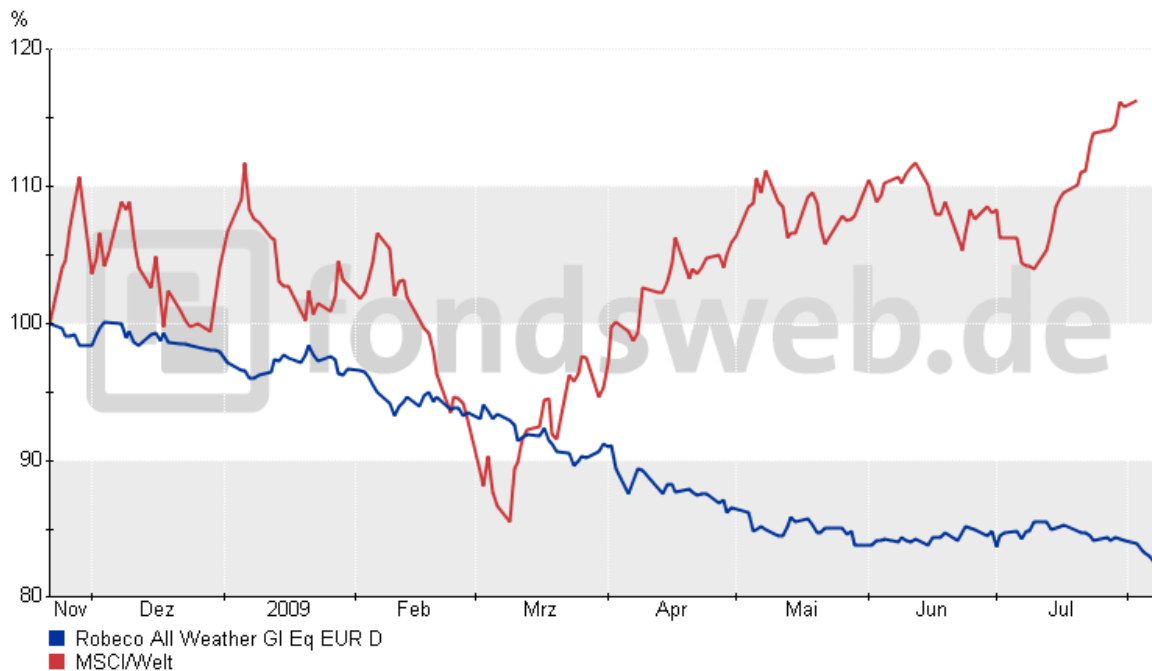
Wenn in gleichem Umfang auf steigende als auch fallende Aktienkurse gesetzt wird, hebt sich das Marktrisiko, das sogenannte „Beta“, auf. Was als Rendite verbleibt, ist allein das sogenannte „Alpha“, also jener Teil der Kursentwicklung, den eine Aktie besser oder schlechter als der Markt ist. Liegen die Modelle mehrheitlich bei der Identifizierung von besonders guten und besonders schlechten Aktien richtig, entsteht positives Alpha – unabhängig vom Beta, von der Richtung des Marktes. Die praktische Umsetzung schaltet hinter das Herzstück der Strategie, die vier Prognoseansätze für Aktien, noch ein Faktoren-Modell zur Prüfung des Portfolio-Risikos und einen „Optimierer“, der aus dem stetigen Informationsfluss alle 5 Minuten ein neues Portfolio berechnet. Um überflüssige Kosten zu vermeiden, filtert schließlich ein Order-Management-System unter Berücksichtigung von Transaktionskosten und Liquidität der Aktien die notwendigen Transaktionen heraus. Deren Zahl summiert sich aber trotzdem auf rund 100.000 Trades pro Tag, womit der Highbridge auf einen Turn-Over von ca. 600 % p.a. kommt. Eine dermaßen aktive Strategie funktioniert natürlich nur bei niedrigen Handelskosten. Bei dem Luxemburger Highbridge-Fonds fungiert deshalb Morgan Stanley als Prime Broker, bei dem vor Ort in den USA die Umsetzung erfolgt. Physisch besteht das Fondsvermögen weitestgehend aus einem (Euro-) Geldmarkt-Portfolio, das JP Morgan selber managt. Hier werden schon mal Zinserträge erzielt, so dass es der Strategie nicht so schwer fällt, zumindest die Euro-Geldmarktzinsen zu verdienen. Die Gewinne oder Verluste aus der Long / short - Strategie werden Woche für Woche mit einem Total Return Swap zwischen dem Fonds und Morgan Stanley verrechnet. Dies reduziert sowohl das Ausfallrisiko gegenüber Morgan Stanley als auch das Währungsrisiko auf höchstens einen Wochengewinn. Das kleine verbleibende Währungsrisiko wird zudem gegen Euro gehedged. Schlechtester Monat war bislang der August 2007 mit einem Verlust von 1,4 %, bester Monat der Dezember 2008 mit einem Zuwachs von 2,6 %. Dem guten Dezember verdankt der Fonds mehr als ein Viertel des 2008er Ergebnis von +9,9 %.

Die Strategie des JPM Highbridge ist also nicht nur als „statistical arbitrage“ sondern auch als „long / short equity market neutral“ zu bezeichnen. Durch die Kombination von vier denkbar unterschiedlichen Bewertungsansätzen wird das Risiko, völlig falsch zu liegen, minimiert. Die Performance wird letztendlich damit erzielt, dass die Zahl der richtigen Entscheidungen zumindest etwas größer ist als die Zahl der falschen Entscheidungen. Auf Dauer sollte das gelingen. Die Gefahr, dass wiederholt negatives Alpha aus der Strategie ein rollendes 12-Monats-Ergebnis unter Null drückt, ist gering. Umgekehrt sollte man aber zweistellige Jahresrenditen nicht als selbstverständlich erachten.

### **Robeco All Weather**

Auch der Robeco All Weather Global Equities (ISIN LU 038 268 384 4) ist der Strategie „Equity long / short market neutral“ zuzuordnen, zeigt aber, dass die praktische Umsetzung nicht immer gewinnbringend ist. Der Fonds basiert auf einem seit Ende 2005 identisch gemanagten Portfolio, das 2008 einen Zuwachs von gut drei Prozent erzielte, wobei anders als beim JPM Highbridge auf der Zielgeraden im Dezember rund zwei Prozent verloren gingen. Bis Ende November habe das Plus bei fünf Prozent gelegen. Ein Unterschied zum JPM Highbridge liegt im Anlageuniversum. Während sich Highbridge und JP Morgan auf ihrem Heimatmarkt konzentrieren, orientiert sich Robeco am MSCI-Welt mit rund 50 % Nordamerika, 30 % Europa und 20 % Asien / Pazifik. Die Umsetzung erfordert hohe Liquidität, so dass sich der Robeco-Fonds auf rund 2.500 Aktien mit einem täglichen Handelsvolumen von mindestens einer Million Euro beschränkt. Auch bei Robeco werden Long- und Short-Positionen mit einem quantitativen Modell identifiziert, das Aktien mittels vier messbarer Güte-Faktoren beurteilt: Bewertung, Management-Disziplin, Momentum und Gewinnrevisionen.

Das eher qualitative Kriterium „Management“ soll dabei mittels objektiver Größen wie Verschuldungsquote oder dem Umfang von Aktien-Rückkaufprogrammen quantifizierbar gemacht werden. Alle vier Kriterien werden zu je einer Rangliste pro Land und Sektor verdichtet. Die Rangliste wird um Unternehmen bereinigt, die sich gerade in M&A-Situationen befinden. Es ergeben sich 30 Ranglisten. Die jeweils besseren zwei Fünftel der Aktien kommen für Long-Investitionen in Frage, die beiden schlechtesten Quintile für Short-Positionen. Insgesamt geht der Robeco All Weather in rund 250 Aktien long und in ca. 250 Aktien short. Um keine Branchen- oder Länder-Wetten einzugehen, stehen Long-Positionen von jeder Liste Short-Positionen von der gleichen Liste im gleichem Umfang gegenüber. Zur Monatsmitte erfolgt ein Rebalancing. Es wird also weitaus weniger gehandelt als beim JPM Highbridge. Die praktische Umsetzung erfolgt beim Robeco über Contracts for Differences („CFDs“) und Goldman Sachs als prime agent.



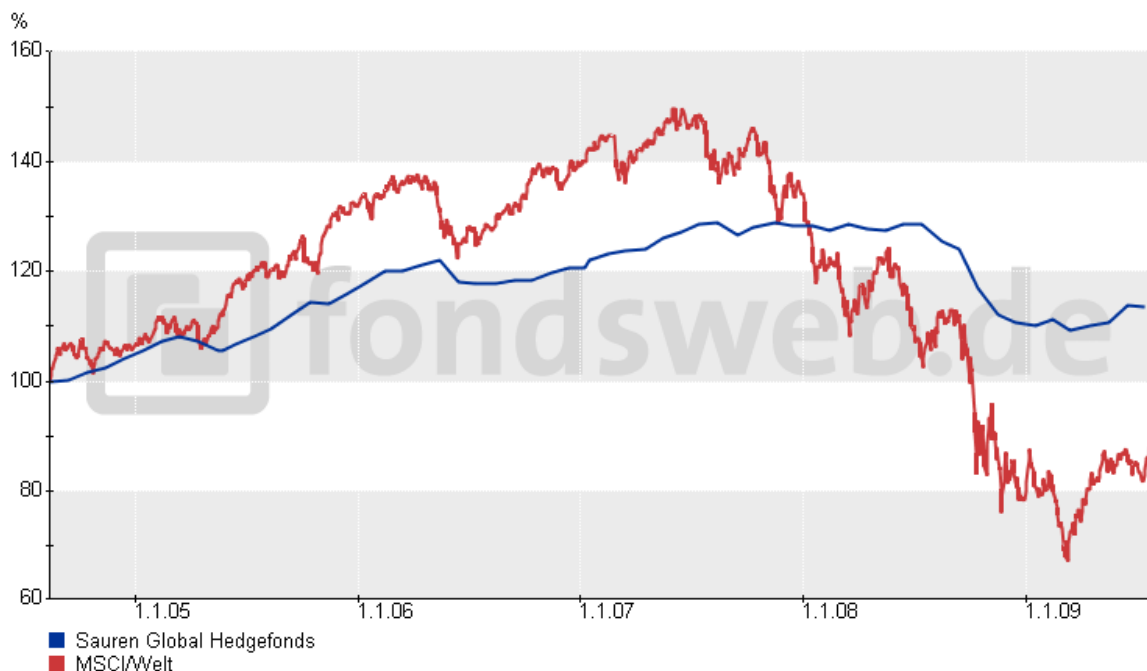
**Robeco All Weather** seit November 2008 im Vergleich zum **MSCI-Welt-Aktienindex**

### Dach-Hedgefonds

Die Zahl der Dach-Hedgefonds nach deutschem Recht erreicht kaum 20 und ihr gemeinsames Volumen inzwischen weniger als eine halbe Milliarde Euro. Tendenz: fallend. So hat die DWS ihren 2004 gestarteten Hedge Invest Dynamic geschlossen. Der Fonds brachte es zuletzt nicht einmal auf 6 Mio. Euro Volumen. Schon der Start 2003 und 2004 war für die „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ holprig verlaufen. Der gesetzlich vorgeschriebene Hinweis auf „zusätzliche Risiken“ war nicht gerade geeignet, die ohnehin erklärungsbedürftigen Hedgefonds an deutsche Anleger zu bringen, die mit diesem Begriff bis heute eher negativ besetzte Spekulation assoziieren. Hinzu kam das unglückliche Timing: Kaum suchten die ersten Dach-Hedgefonds der Luxemburger Union-Tochter UNICO ab Frühjahr 2003 als Pioniere auf dem deutschen Markt nach Privatanlegern, begannen die Aktienmärkte eine vierjährige Hausse, die klassischen Aktienfonds deutlich bessere Ergebnisse bescherte als den „alternativen Neulingen“. Bis einschließlich 2007 waren die

Renditen der Dach-Hedgefonds zwar von wenigen Ausnahmen abgesehen Jahr für Jahr positiv, blieben aber fast immer unter 6 %. Angesichts hoher zweistelliger Wertsteigerungen bei Aktienfonds mussten Dach-Hedgefonds als schlechtere Wahl erscheinen, zumal auch eine Diskussion um die vermeintlich hohen Kosten von Dachfonds geführt wurde, die angesichts von erfolgsabhängigen Performance-Fees auch Dach- und Zilefondsebene die Hedgefonds besonders traf.

 **fondsweb.de**



**Sauren Global Hedgefonds** seit Ende 2004 im Vergleich zum **MSCI-Welt-Aktienindex**

Höhere Mittelzuflüsse erhielten nur die wenigen Dach-Hedgefonds, die sich durch guten Renditen vom Feld absetzen konnten, allen voran der Sauren Global Hedgefonds, aber auch der ebenfalls im Sommer 2004 gestartete Dexia Dynamix Global. Sie erreichten wenigstens 2005 zweistellige Renditen und damit mehr Interesse bei den Anlegern. Auch wenn die 2006er Ergebnisse schon wieder kaum über der Nulllinie lagen, hielten die meisten Anleger den Dachfonds die Treue – bis zum vergangenen Jahr. 2008 konnten sich die wenigsten Dach-Hedgefonds von den Abwärtstrends an den Kapitalmärkten abkoppeln. Die meisten verzeichneten zweistellige Verluste. Marktführer Sauren erlitt mit seinem Hedgefonds eine Wertminderung von 13,5 %, was von den Anlegern mit hohen Mittelabflüssen quittiert wurde. Mit Verlusten zwischen 12,1 % und 17,2 % schnitten der jüngere Sauren Global Hedgefonds Opportunities, der Deka HedgeSelect und die beiden „Hedge Multi Strategies“-Fonds von Openheim im vergangenen Jahr ähnlich ab. Bei den internationalen Hedgefonds-Indizes und den entsprechenden Indexfonds fielen die Verluste 2008 sogar rund doppelt so hoch aus. So verzeichnete beispielsweise der MSCI Hedge Invest Lyxor Tracker ein Minus von 28,0 %. Die beiden schon 2003 bei UNICO aufgelegten Dach-Hedgefonds verloren sogar über 30 %. Breite Risikostreuung über viele verschiedene Hedgefondsstrategien brachte also nicht die angestrebte Abkoppelung von den Märkten, im Gegenteil: In Bullenmärkten hinkte man mit vielen Hedgefonds Aktienfonds hinterher und im Bärenmarkt erlitten die Fonds ebenfalls Verluste. Offensichtlich sind die meisten Hedgefondsstrategien doch positiv mit den konventionellen Asset-Klassen korreliert.

Umso interessanter sind die wenigen Ausnahmen, bei deren Analyse man zu dem Ergebnis kommt, dass gerade der Verzicht auf breite Risikostreuung über möglichst alle Hedgefonds-Strategien für das bessere Abschneiden verantwortlich ist.

### Varengold CTA Hedge

2008 setzte sich der erst Anfang 2006 aufgelegte HI Varengold CTA Hedge mit einem Plus von 16,3 % an die Spitze der Dach-Hedgefonds. Zwar setzen auch die Hamburger Dachfondsmanager von Varengold nicht auf eine einzige Strategie, sondern auf 8 bis 15 ausgesuchten Zielfonds auf unterschiedliche Ansätze. Gemeinsam ist ihnen aber, dass ausschließlich mit Future-Kontrakten gearbeitet wird, also mit börsengehandelten Termingeschäften. Ausnahme davon stellt allenfalls der Bereich Währungs-Strategien dar, der bis zu 15 % des Dachfonds ausmachen kann, zur Zeit aber nicht im Dachfonds vertreten ist. Mögliche Devisenhandel-Zielfonds setzen überwiegend Kassageschäfte an den hochliquiden Währungspotmärkten ein, um ihre Erwartungen umzusetzen, überwiegend sehr kurzfristig in Form von Intraday-Geschäften.

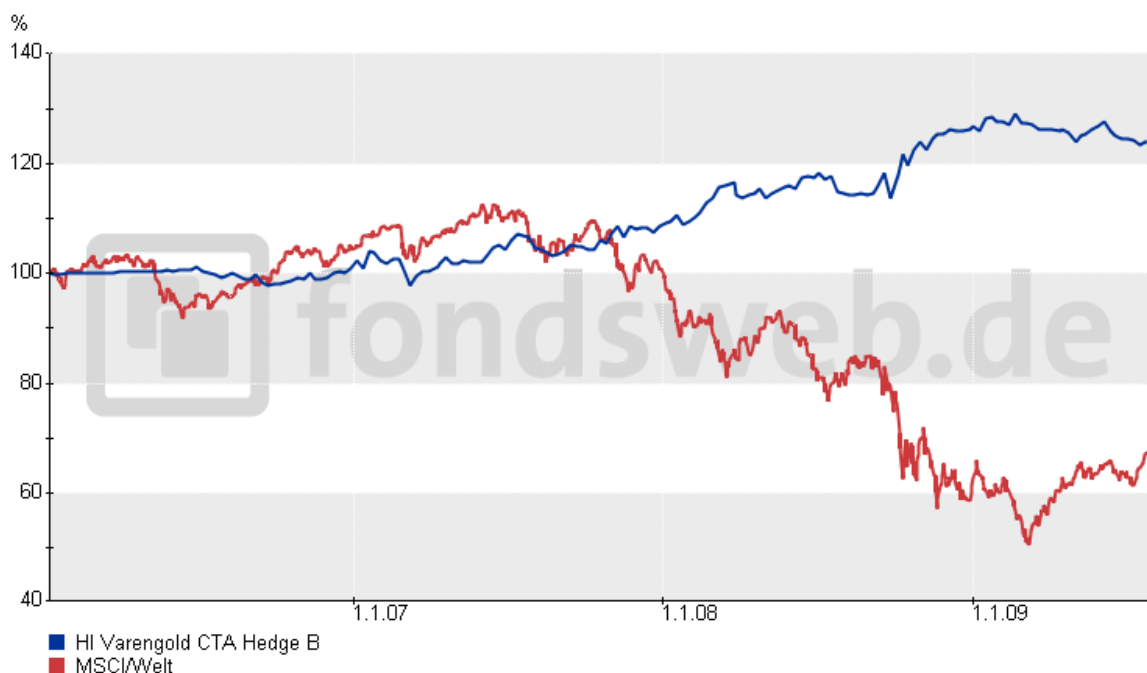
Der HI Varengold CTA Hedge bezeichnet sich selbst als erster deutscher Dachfonds mit Fokus auf Managed Futures. Diese Spezialisierung bedeutet keine Beschränkung auf eine einzige Asset-Klasse, denn hochliquide Terminkontrakte werden an den Terminbörsen nicht nur auf Aktienindizes sondern auch auf Zinsen bzw. Anleihen und Rohstoffe gehandelt. Als Instrument für Hedgefondsstrategien eignen sich Futures aus zwei Gründen besonders gut: Zum einen ist durch das sehr hohe Handelsvolumen in den standardisierten Kontrakten ein effizienter Handel in nahezu beliebiger Größenordnung auch kurzfristig, gegebenenfalls im Minuten- und Sekundentakt, möglich. Zum anderen lässt sich mit Futures genauso leicht „short“ investieren wie „long“. Dies wiederum trägt maßgeblich dazu bei, dass Managed-Futures-Strategien im Gegensatz zur Mehrheit der anderen Hedgefondsstrategien tatsächlich keinen „long bias“ haben, sich also von den Trends an den Börsen abkoppeln können.

Tatsächlich belegen die Statistiken, dass Managed-Futures-Strategien die geringste Korrelation zu klassischen Assets aufweisen und damit meist dann besonders erfolgreich waren, wenn es an den Börsen bergab ging. Diese langfristige Beobachtung wurde durch das Jahr 2008 wieder bestätigt: Nahezu alle Indizes für Hedgefondsstrategien weisen Verluste aus. Neben den Strategien mit einem „long bias“ in Aktien, wurden auch Hedgefonds, die an den Rentenmärkten operieren, Opfer der Turbulenzen: Die vermeintlich risikoarme „Convertible Arbitrage“ führt die Verliererliste an, die „Fixed Income Arbitrage“ folgt nicht weit dahinter. Auch Strategien, die geradezu von außergewöhnlichen (Krisen-) Situationen an den Kapitalmärkten leben, wie „Distressed Securities“ oder „Event Driven“, gerieten 2008 mehrheitlich in die Verlustzone und dürften erst bei einer „Normalisierung“ des Börsengeschehens zu den Profiteuren gehören. Denn viele der traditionellen Hedgefonds sind selbst Opfer der Verwerfungen an den Kapitalmärkten geworden, leiden beispielsweise unter der Illiquidität ihrer Investments. So machen klassische Offshore-Hedgefonds, die keiner Regulierungspflicht unterliegen, gerne so genannte „Over the Counter“-Geschäfte. Bei OTC-Transaktionen handelt es sich um mehr oder weniger individuell ausgehandelte Termingeschäfte, die dadurch ein Gegenpartei-Risiko beinhalten und nicht von einer Sekunde zur nächsten durch ein Gegengeschäft an einer regulierten Terminbörse glattgestellt werden können.



Die Beschränkung auf solche Zielfonds, die ausschließlich mit Future-Kontrakten arbeiten, bietet zudem bei der Investierbarkeit durch einen Dach-Hedgefonds große Vorteile. Eine Managed-Futures-Strategie lässt sich nahezu beliebig skalieren und einfach auf Managed Accounts spiegeln. Diesen Umstand hat Lyxor Asset Management genutzt, um zahlreiche außereuropäische Managed-Futures-Hedgefonds auf eine eigene Managed-Account-Plattform in die EU zu holen. Erfolgreiche Future-Manager spiegeln ihre Strategien auf Konten bei Lyxor AM. Aus der Blackbox eines Offshore-Hedgefonds wird damit ein transparenter Zielfonds, der für einen deutschen Dachfonds investierbar ist. Zu den positiven Nebeneffekten dieser Konstruktion gehört die häufigere Preisstellung für Hedgefondsanteile, die beim HI Varengold CTA Hedge wöchentlich erfolgt.

 **fondsweb.de**



**HI Varengold CTA Hedge** seit 2006 im Vergleich zum **MSCI-Welt-Aktienindex**

Aus dem Universum der bei Lyxor AM als Managed Account geführten Hedgefonds wählt das Varengold-Dachfondsmanagement im Rahmen des eigenen Investmentprozesses 8 bis 15 Manager aus, wobei eine variable Aufteilung auf mindestens drei, maximal fünf Substrategien erfolgt. Das höchste Gewicht sollen mit mindestens 30 % und maximal 65 % langfristige Trendfolgeansätze haben, die für Managed Futures typische Strategie, wobei als langfristiger Trendfolger schon gilt, wer seine Future-Positionen im Durchschnitt länger als nur ein paar Tage hält. Um die Abhängigkeit von der langfristigen Trendfolge zu verringern, sind auch kurzfristige Trendfolger, Global-Macro- und Discretionary Trading-Strategien im Dachfonds vertreten. Während Trendfolgeansätze allein markt- und charttechnischen Handelsmodellen folgen, geben bei den beiden letztgenannten Ansätzen eher fundamentale, volkswirtschaftliche Einschätzungen der Manager den Ausschlag. „Global Macro“ taucht neben „Managed Futures“ oft als Bezeichnung übergeordneter Hedgefondsstrategien auf, denn die Strategiedefinitionen sind nicht überschneidungsfrei abgegrenzt. Die Schnittmenge, also die Umsetzung von makroökonomischen Einschätzungen mittels Future-Kontrakten, gehört eben gleichermaßen zu den Global Macro- wie zu den Managed-Futures-Strategien.

Die fünfte Substrategie des HI Varengold CTA Hedge, das so genannte „Discretionary Trading“, setzt vor allem auf die Expertise des jeweiligen Hedgefondsmanagers. Umso weniger verwundert es, dass in der sorgfältigen Auswahl der Zielfondsmanager die Hauptaufgabe des Dachfondsmanagements liegt. Dachfonds-Anbieter wie Sauren und Varengold betonen dabei den hohen Stellenwert des persönlichen Kennenlernens, das Ausloten des persönlichen Backgrounds und die fortlaufende Beobachtung der Leistungen. Die dabei gewonnenen Grundüberzeugungen, welcher Zielfondsmanager ein Investment wert ist, ändern sich naturgemäß eher selten. Varengold hat beispielsweise in den gut drei Jahren seit Auflage des Dachfonds erst zwei Zielfondsmanager ausgetauscht. Neben der Suche nach guten Zielfondsmanagern sieht das Dachfondsmanagement einen Mehrwert in der Anpassung der Substrategie-Gewichtung. Bei Varengold behalte man dazu insbesondere die Volatilität und die „Trendigkeit“ der Märkte im Auge. Stabile übergeordnete Trends sprechen beispielsweise eher für langfristige Trendfolger, höhere Volatilitäten dagegen eher für Short-Term-Trading.

Gemeinsam ist allen Dachfondsanbietern, dass sie im Risikomanagement einen Mehrwert ihrer Konstruktion sehen: Während Single-Hedgefonds für den Laien mit kaum erkennbaren Risiken behaftet seien, biete der Dachfonds nicht nur einfach eine breitere Risikostreuung über viele Hedgefonds sondern ein aktives Risikomanagement durch das Ausbalancieren von Zielfonds mit unterschiedlichen Ansätzen und geringer Korrelation zueinander.

2008 war allerdings ein Jahr, in dem gerade die breite Streuung über verschiedene Ansätze wenig Erfolg brachte. Die Finanzkrise mit mehr oder weniger unterbrechungsfreien Abwärtstrends begünstigte den Managed-Futures-Ansatz, weil Hedgefonds in ihrer ganzen Breite tendenziell über einen „long bias“ und damit über eine positive Korrelation zu klassischen Assets verfügen. Viele dieser Strategien werden bei einer Normalisierung des Börsengeschehens besser Abschneiden können als Managed-Futures-Ansätze, zumal langfristige Trendfolger bei einem Trendwechsel naturgemäß zunächst einmal falsch liegen. Wer eine Lösung sucht, um wirklich die ganze Breite der Hedgefondsstrategien abzudecken, sollte sich beispielsweise die Dachfonds von Sauren ansehen. Wer ein Portfolio klassischer „Long-Investments“ mit einem nicht korrelierten Fonds sinnvoll ergänzen will, findet dafür in dem HI Varengold CTA Hedge einen Kandidaten.

## IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE

**BÖRSENKOMPASS** GmbH, Technologie Park Köln, Eupener Str. 139, 50933 Köln  
Geschäftsführung und Redaktion: **Dirk Arning**, Mitarbeit: **Holger Fiegl**

### WICHTIGER HINWEIS:

**Der Inhalt ist ohne Gewähr, aber urheberrechtlich geschützt.** Inhalte dürften 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.



### 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.



15. September 2009 (Dienstag) oder 16. September 2009 (Mittwoch):

**15. Kölner Aktienforum**

18.00 Uhr Einlass, Beginn 18.30 Uhr im Hotel InterContinental Pipinstr. 1, 50667 Köln  
Details werden später veröffentlicht. Anmeldung erforderlich!

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**

06. November 2009 (Freitag):

**16. Kölner Aktienforum**

18.00 Uhr Einlass, Beginn 18.30 Uhr im Hotel InterContinental Pipinstr. 1, 50667 Köln  
Details werden später veröffentlicht. Anmeldung erforderlich!

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



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

**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

