

Christian W. Röhl
Werner H. Heussinger

Generation Zertifikate

Die Emanzipation der Geldanlage

Lassen Sie die Börsenlügen hinter sich
und beherrschen Sie den Markt



FBV

Röhl, Heussinger:
Generation Zertifikate – Die Emanzipation der Geldanlage

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:
roehl@finanzbuchverlag.de

Nachdruck 2013

© 2004 by Finanzbuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Realisierung: ZertifikateJournal AG
Umschlaggestaltung: Stephanie Villiger
Druck: Books on Demand GmbH, Norderstedt

ISBN Print 978-3-89879-770-2
ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-394-5

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter
www.muenchner-verlagsgruppe.de

Inhalt

6 Geleitwort von Prof. Dr. Eric Frère

10 Vorwort der Verfasser

15 Die Anatomie der Börsenlügen

- 15 Einmal Gipfel und zurück
- 19 Kostolany's Märchenwelt
- 25 Das T-Desaster und die Aktionärsrechte
- 34 Mathe-Tricks auf der Insel der Ahnungslosen
- 47 Börsenmedien – Parteifreunde des Anlegers
- 53 Geldanlage nach dem Obi-Prinzip
- 60 Geld-Profis auf den Spuren Don Quichotes
- 77 Aktien steigen immer... vielleicht... auch nicht!?
- 88 Willkommen in der „Black Box“
- 94 Gebrauchtwagenmarkt ohne Lederschlips
- 111 Die Feudalherrschaft der Sozialkleptokraten

122 Indizes und Megatrends: Das glorreiche Dutzend

- 122 Ein Portfolio vom Reißbrett
- 135 Einfach den Index kaufen

- 146 Der DAX und seine Brüder
- 154 Ein Europa – ein Index
- 163 Der amerikanische (Alp-)Traum
- 171 Der Sonnenaufgang steht noch in den Sternen
- 176 Fades globales Aktien-Allerlei
- 178 „Zellteilung“ bei Indizes
- 181 Die Märkte der Zukunft
- 197 Rohstoffe – „Back to the Roots“
- 205 Zum Golde drängt, am Golde hängt doch alles

218 Die Märkte im Griff: Discount, Bonus & Co.

- 218 Mit System zum Erfolg
- 232 Das Discount-Prinzip: „Geiz ist geil“
- 242 Schritt für Schritt zum optimalen Cap
- 253 Das Schweizer Taschenmesser der Geldanlage
- 264 Hinter den Kulissen des Rabatts
- 282 Discount-Bequemlichkeit ohne Ende
- 298 Bonus-Zertifikate: Die eierlegende Wollmilchsau!?

314 Intelligent investieren: Die Mischung macht's

- 314 Die zwei Seiten der Anlage-Medaille
- 324 Markowitz' geniale Entdeckung
- 329 Diversifikation in der Praxis
- 347 „Safety first“ – die defensive Strategie
- 351 „Carpe Diem“ – die ausgewogene Strategie
- 356 „Volle Kraft voraus“ – die offensive Strategie
- 361 „Früher an später denken“ – die Anspar-Strategie

375 So geht's weiter: Informieren und handeln

375 Handel

387 Informieren

390 Kontaktdaten

402 Emittenten-Kürzel

403 Stichwort-Verzeichnis

409 Über die Autoren

Geleitwort von Prof. Dr. Eric Frère¹

Durch das Platzen der Internet-Blase, die Betrugsfälle an den „Neuen Märkten“ sowie die schwache Weltkonjunktur hat sich im Laufe der letzten drei Jahre ein Billionen-Vermögen förmlich in Luft aufgelöst. Im Zuge dieser Baisse kam es auch bei den Präferenzen der Anleger zu einer drastischen Verschiebung: Statt einfach nur auf steigende Kurse zu setzen, suchen sowohl private als auch institutionelle Investoren verstärkt nach Mitteln und Wegen, mit denen man das herkömmliche Chance-Risiko-Profil von Aktien oder Fonds optimaler gestalten kann. Die Geld-Industrie hat auf diese neuen Bedürfnisse reagiert und eine Vielzahl von Wertpapieren auf den Markt gebracht, die ein differenziertes Investment ermöglichen. Moderate Kursbewegungen hebeln, auf fallende Märkte spekulieren, in Seitwärtsbewegungen stabile Renditen erwirtschaften, vollständiger Schutz vor Verlusten bei gleichzeitig unbegrenzter Partizipation nach oben – das sind nur einige der Versprechungen, mit denen das riesige Universum der so genannten *strukturierten Finanzprodukte* lockt.

Über 30.000 solche Papiere sind mittlerweile an den deutschen Börsen gelistet und täglich werden es mehr. Die an den Kapitalmärkten ohnehin vorhandene Informationsasymmetrie tritt somit besonders deutlich zu Tage. Schon die ungeheure Vielfalt erschwert den Überblick; zudem sind manche Produkte dermaßen komplex konstruiert, dass der Laie den konkreten Nutzwert für die eige-

¹ Eric Frère ist Professor für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzwirtschaft und Entrepreneurship, an der privaten Fachhochschule für Ökonomie und Management mit Hauptsitz in Essen (www.fom.de) und gleichzeitig Dekan für internationale Studiengänge. Nach Studium, Promotion und Tätigkeit beim Bankhaus Lampe ist er seit über zehn Jahren als freier Unternehmensberater für Corporate Finance und Asset Management aktiv (www.frere-consult.de).

ne Vermögenstrategie nicht einmal annähernd abschätzen kann. Auch die zahlreichen Datenbanken und Software-Tools, die über das Internet für jedermann kostenlos zugänglich sind, helfen nur bedingt weiter. Oftmals werden lediglich die Konditionen aufgelistet, doch was die Funktionsweise und die preisbestimmenden Faktoren anbelangt, tappt man weiter im Dunkeln.

Mit ihrem nunmehr bereits im dritten Jahrgang erscheinenden Newsletter „ZertifikateJournal“ haben Christian W. Röhl und Werner H. Heussinger auf genau diese Problematik reagiert. Konzentriert auf Zertifikate – also den Teilbereich der strukturierten Finanzprodukte, der im Gegensatz zu den hochspekulativen Optionsscheinen auf den eher langfristig orientierten Anleger abzielt – werden Woche für Woche die interessantesten der neuen Investment-Möglichkeiten allgemeinverständlich erklärt, kritisch hinterfragt und nach objektiven Maßstäben bewertet. Dem allgegenwärtigen *Information Overkill*, der täglichen Flut an Nachrichten und Angeboten, setzen die beiden Experten eine klare redaktionelle Selektion entgegen. Ihr Urteil hat Gewicht: Knapp 30.000 Leser vertrauen auf die Kompetenz von Röhl und Heussinger und das (freilich äußerst seltene vergebene) „BestBuy“-Prädikat des ZertifikateJournals ist für jede Emissionsbank eine besondere Auszeichnung.

So erscheint es nur logisch, dass die Autoren Ihre gesammelten Erfahrungen aus drei Jahren Zertifikate-Research in einem neuen Buch zusammenfassen. Und wie mit ihrem Erstlingswerk „Intelligent investieren mit Zertifikaten“ – seinerzeit das erste Kompendium über diese neuen innovativen Finanzprodukte – ist Röhl und Heussinger auch mit „Generation Zertifikate“ ein großer Wurf gelungen. Dieses Buch lebt von der Beschränkung auf das Wesentliche. Nicht jedes Produkt wird „durchgehechelt“; die Autoren fokussieren sich auf die Zertifikate, die jeder Anleger kennen sollte: Index-Papiere als effizienteste Möglichkeit, ganze Märkte im Paket zu handeln; Discount-Zertifikate als universelle Alternative zu Aktien, Fonds und Anleihen; Bonus-Zertifikate als risikogepuffertes Investment für den Langfrist-Anleger. Wer diese Strukturen versteht, ist auch in der Lage, alle übrigen Zertifikate schnell und sicher darauf hin zu prüfen, ob sie für die eigene Anlagestrategie Sinn machen. Die Ausführungen der Autoren, die mit diesem Buch ihren Ruf als führende Zertifikate-Experten Deutschlands eindrucksvoll untermauern, lassen keine Fragen offen und sind anhand der zahlreichen Beispiele auch für den Neueinsteiger in die Materie sofort nachvollziehbar.

Trotz des fachlichen Tiefgangs ist „Generation Zertifikate“ aber nicht wirklich ein „Zertifikate-Buch“. Es ist mehr als das, nämlich eine höchst brisante Abhandlung über modernes Investieren. Die Erklärungen zur Funktionsweise der einzelnen Produkte sind eingebettet in eine grundlegende Analyse der herrschenden Meinung über Geldanlage. Allein das Kapitel über „die Anatomie der Börsenlügen“ hätte schon den Buchpreis gelohnt, denn hier bekommt der Leser vor Augen geführt, dass die Verluste der letzten Jahre eben nicht nur „Schicksal“ waren, sondern auch die Konsequenz einer grundsätzlich fehlgeleiteten Herangehensweise und einer vielfältigen Interessenskollision innerhalb der Geld-Industrie. Fondsmanager, Analysten, Börsenmedien, Anlageberater, Politiker und auch die Investoren selbst – alle Akteure an den Finanzmärkten bekommen ein paar bitterböse Wahrheiten präsentiert, wobei es den Autoren wie im gesamten Buch meisterhaft gelingt, fundierte und bisweilen sehr komplexe Fakten so zu formulieren, dass man diese nicht nur auf Anhieb versteht, sondern alle paar Seiten Anlass zum Schmunzeln hat.

Doch Röhl und Heussinger bleiben eben nicht bei der traurigen Bestandsaufnahme stehen, sondern lösen das im Vorwort gegebene Versprechen „Wie Sie den Börsenlügen entkommen und selbst ihr bester Anlageberater werden“ tatsächlich ein und zeigen auf, wo die Chancen und Risiken verschiedener Indizes und Märkte liegen und wie man diese mit Zertifikaten in eine optimale Balance bringen kann. So erfährt der Leser beispielsweise, dass die – Zitat – „nahezu erotisch anmutende Beziehung zwischen deutschen Privatanlegern und ihrem DAX“ höchst fragwürdig ist und wie man sich im Gegenzug mit öffentlich kaum bekannten Produkten auf den EURO STOXX 50 eine automatische Überrendite von drei Prozent pro Jahr ins Depot holt. Auch die gewohnt „querdenkerischen“ Einschätzungen zu „Megatrends“ wie Internet, Biotechnologie, Telekommunikation oder Rohstoffen heben sich wohltuend von den oftmals allzu simplen Ergüssen vieler Journalisten ab, so dass selbst der Profi die Märkte plötzlich aus einem völlig neuen Blickwinkel betrachtet.

Das wertvollste *Asset* dieses Buches ist dennoch zweifelsfrei das vierte Kapitel, in dem die Autoren alle im Verlauf von 300 Seiten gewonnenen Erkenntnisse zusammenfassen und daraus eine übergeordnete Strategie entwickeln. Böse Zungen könnten behaupten, das sei letztendlich „alter Wein in neuen Schläuchen“, schließlich basieren die vorgestellten Musterdepots auf der bereits 1952

vom US-Ökonomen Markowitz begründeten *Modernen Portfoliotheorie*. Doch genau darin liegt das Verdienst der Autoren: Sie erfinden das Rad nicht neu, sondern brechen dieses mittlerweile nobelpreisgekrönte Wissen auf die Ebene des Privatanlegers herunter. Der grundsätzliche Zusammenhang zwischen Chance und Risiko, das Prinzip der Diversifikation und der „Trick“, durch Beimischung vermeintlich hochspekulativer Investments die Gesamrendite eines Portfolios bei gleichbleibendem Risiko beträchtlich zu steigern bzw. bei konstanter Rendite die Schwankungen zu reduzieren – alles das ist „irgendwie“ bekannt, wird für den Einzelnen aber erst mit diesem Buch wirklich transparent und nur mit Zertifikaten tatsächlich umsetzbar.

Christian W. Röhl und Werner H. Heussinger waren bereits in vielen Bereichen des *Investment Banking* erfolgreich und kennen den Finanzmarkt aus jeder nur denkbaren Perspektive – aus der des Journalisten, des Analysten, des Portfolio-Managers, des Unternehmensberaters, des Börsenhändlers, des Allfinanz-Betreuers und natürlich auch aus dem Blickwinkel des Anlegers, der sein eigenes Geld investiert. „Generation Zertifikate“ ist die hochaktuelle, aber nicht aktualitätsgebundene Synthese aus dieser zusammengenommen über 20jährigen Finanzmarkt-Erfahrung: Ein Buch, das zeigt, wie Geldanlage wirklich funktioniert.

Essen, im September 2003

Prof. Dr. Eric Frère

Vorwort der Verfasser

Liebe Leserinnen und Leser!

Als Ende September 2001, wenige Tage nach den barbarischen Terroranschlägen in den USA, die Erstauflage unseres Buches „Intelligent investieren mit Zertifikaten“ erschien und wir dann am 15. Dezember 2001 noch die ZertifikateJournal AG als unabhängigen Informations- und Beratungsdienstleister für Zertifikate gründeten, war uns der Argwohn der Marktteilnehmer gewiss. „Zertifikate – das ist doch bloß wieder eine neue Modeerscheinung“, schallte es uns entgegen. Und ausgerechnet mitten in der Baisse (damals ahnte ja noch niemand, dass 2002 alles noch viel schlimmer kommen würde) ein „Start-up“ im Finanzbereich ins Leben zu rufen, das erschien so manchem als Harakiri-Aktion.

Heute, ziemlich genau zwei Jahre später, wissen wir, dass die Skeptiker eines Besseren belehrt wurden. Gerade im Krisenjahr 2002, als die Lebensversicherungen ihre Überschussbeteiligungen kürzen und Investmentgesellschaften Mittelabflüsse in Milliardenhöhe verzeichnen mussten, haben Zertifikate den endgültigen Durchbruch geschafft: Über 45 Mrd. Euro wurden 2002 in Index-, Strategie-, Themen-, Kapitalschutz- und Discount-Papieren umgesetzt. Noch erfreulicher als diese nackten Zahlen ist freilich der Umstand, dass nun auch massenbreite Medien, allen voran unser Editionspartner DIE WELT, regelmäßig und umfassend über Zertifikate berichten. Auf ihrem Weg heraus aus der medialen Schmutzdecke der „Derivate“ sind Zertifikate damit einen bedeutenden Schritt vorangekommen. Ganz allmählich erhält diese Generation von Finanzprodukten die Wertschätzung, die sie verdient – als überlegene Alternative zum Direktinvestment in Aktien, Anleihen und Fonds.

Wer nach drei Jahren Baisse an der Börse wieder Geld verdienen und gleichzeitig ausschließen will, nochmals so brutal Schiffbruch zu erleiden wie 2002,

2002, kommt an Zertifikaten nicht vorbei. Doch das Potential dieser innovativen Anlageinstrumente wirklich voll nutzen kann nur, wer zunächst radikal mit althergebrachten Investment-Gewohnheiten bricht. Deshalb beginnt unser Buch mit einer schonungslosen Analyse der herrschenden Meinung über Geldanlage. Egal, ob es um Kostolany's „Schlaftabletten“-Doktrin, die Kursprognosen der Analysten, das vermeintliche Naturgesetz „Aktien steigen langfristig immer“ oder das Outperformance-Streben der Fondsmanager geht – viel zu viel von dem, was Banken, Fondsgesellschaften und Börsenmedien dem Anleger seit Jahren und Jahrzehnten eintrichtern, entpuppt sich bei näherem Hinsehen als Halbwahrheit, Irreführung oder Wolkenkuckucksheim.

Die „Anatomie der Börsenlügen“, so der Titel des ersten Kapitels, ist somit keine griesgrämige Generalabrechnung, sondern die Vorbereitung auf einen Prozess, den wir „Investment – reloaded“ nennen und in elf *neuen* Börsenregeln zusammenfassen. Vergessen Sie Fonds und Einzelaktien und konzentrieren Sie sich auf das, wozu Geldanlage eigentlich da ist – Ihnen die Realisierung Ihrer finanziellen Ziele und Wünsche zu ermöglichen! Lassen Sie sich nichts mehr einflüstern von den Verkäufern der Finanzindustrie, die von Ihrem Geld alles andere als schlecht leben! Nehmen Sie Ihr Schicksal endlich selbst in die Hand und werden Sie wieder zum uneingeschränkten Souverän über Ihr Depot! Das ist einfacher als Sie denken: 75 Prozent von dem, was Sie wissen müssen, damit Sie selbst ihr bester Anlageberater sind, sagt Ihnen bereits der gesunde Menschenverstand, den Rest erfahren Sie in diesem Buch.

Das fängt an bei der Frage, wo ein Investment überhaupt lohnt. Natürlich, Sie können weiterhin mit der Wünschelrute durch den Börsensaal eiern und nach aussichtsreichen Einzelaktien oder genialen Fondsmanagern Ausschau halten – aber haben Sie damit nicht schon genug Geld verloren!? Wir zeigen Ihnen die bessere Alternative: Indizes. Denn Kursbarometer wie der DAX, der EURO STOXX 50 oder der Dow Jones, deren Entwicklung Sie vielleicht ohnehin täglich verfolgen, sind über Zertifikate bequem, transparent und zu geringsten Kosten investierbar. So können Sie sich ganze Märkte *en bloc* ins Depot legen.

Zugegeben, von den rund 250 Indizes, die durch Zertifikate abgebildet werden, macht für den Privatanleger allenfalls ein gutes Dutzend Sinn. Nur diese stellen wir Ihnen mit allen Chancen und Risiken vor – schlechte Investments kennen Sie schließlich schon zur Genüge. Was Sie hier freilich nicht finden,

sind klassische „Anlagetipps“, Kursprognosen oder Einschätzungen zu Fragen wie „Wann steht der DAX wieder bei 5.000 Zählern?“. Abgesehen davon, dass solche Weissagungen weder seriös noch dem zeitlichen Horizont eines Buches angemessen sind, führen sie auf eine falsche Fährte. Die beliebteste Beschäftigung von privaten wie professionellen Investoren, nämlich die Suche nach den optimalen Ein- und Ausstiegszeitpunkten, ist für den langfristigen Anlageerfolg nämlich von völlig untergeordneter Bedeutung. Viel entscheidender für Ihre Rendite ist die so genannte *Asset Allocation*, die Gewichtung und Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageformen.

Und hier profitieren Sie vom Facettenreichtum des Zertifikate-Universums. Denn im Gegensatz zu Fonds sind mit den richtigen Zertifikaten auch dann Gewinne drin, wenn die Märkte nicht steigen – und dieses Szenario werden Sie gerade nach den Erfahrungen der letzten Jahre in Ihre Überlegungen einbeziehen wollen. Discount-Zertifikate beispielsweise bieten Ihnen unter Umständen jährlich zweistellige Renditen, auch wenn der DAX nur seitwärts dümpelt und klassische Investments mit dem traurigen Fazit „Außer Spesen nichts gewesen“ enden. Sie glauben, dass der EURO STOXX 50 in den nächsten sechs Jahren durchaus wieder um 35 Prozent fallen kann? Dann brauchen Sie Ihr Geld trotzdem nicht in teure Garantie-Produkte oder mickrig verzinsten Anleihen zu stecken; Bonus-Zertifikate bringen sogar unter diesen Bedingungen noch 40 Prozent Rendite und beteiligen Sie obendrein unbegrenzt an darüber hinausgehenden Steigerungen.

Diese beiden Beispiele sind nur ein kleiner Ausschnitt dessen, was mit Zertifikaten möglich ist. Aber letzten Endes sind die einzelnen Produkte nur Mittel zum Zweck, ein bunter Baukasten der Möglichkeiten. So, wie Sie als Kind aus Lego-Steinen Autos, Häuser und Raumschiffe gebaut haben, gilt es nun, aus den verschiedenen Elementen eine Ihren persönlichen Bedürfnissen entsprechende Strategie zu entwickeln. Die „Bastelanleitung“ dazu liefern wir Ihnen im vierten Kapitel – basierend auf der Modernen Portfoliotheorie, der einzigen wissenschaftlich anerkannten Methode für nachweislich erfolgreiches Agieren an den Finanzmärkten. Hier erfahren Sie, wie man durch intelligente Vermögensstreuung Chancen maximiert und Risiken minimiert. Veranschaulicht wird das Ganze natürlich durch Musterdepots für verschiedene „Anlegertypen“, die Ihnen vielfältige Anregungen für die eigenen Dispositionen geben, sowie konkrete Tipps,

wie Sie Ihr bereits bestehendes Portfolio mit Zertifikaten bequem und effizient auf den richtigen Kurs bringen.

Den Schlusspunkt des Buches bildet ein umfangreicher Serviceteil. Profile und Kontaktdaten der Emittenten finden Sie hier ebenso wie Tipps und Tricks zu Handel und Ordererteilung. Auch die Frage, bei welcher Depotbank sich Zertifikate-Sparer sich gut aufgehoben fühlen dürfen, bleibt nicht unbeantwortet.

Wir möchten dieses Vorwort allerdings nicht nur zur Einführung nutzen, sondern auch dazu, den Menschen zu danken, ohne die dieses Buchprojekt niemals hätte verwirklicht werden können. Da sind zunächst die Mitarbeiter der Emissionsbanken zu nennen, allen voran Heike Arbter, Petra Becher, Reinhard Bellet, Florian Brechtel, Michael Bischoff, Werner Brinkhoff, Holger Bosse, Susan Cudok, Markus Deffner, Bodo Gauer, Dr. Wolfgang Gerhardt, Katrin Gögele, Stefan Gresse, Dirk Heß, Werner Humpert, Udo Kersting, Stephanie Kirbach, Markus Koch, Roland Lang, Christopher Maaß, Christina Mägerlein, Tim Meckenstock, Thorsten Michalik, Andreas Niessl, Siegfried Piel, Holger Sieland, Fabian Straub, Andreas Walla, Angelika Waldingbrett und Dr. Stefan Weiser. Sie alle haben unser Research in den vergangenen zwei Jahren nach Kräften unterstützt und darüber hinaus viele wichtige Praxis-Tipps geliefert – auch wenn manche unserer kritischen Einschätzungen sicherlich alles andere als verkaufsfördernd sind. Die Tatsache, dass auch auf der Produzentenseite ein vitales Interesse an objektiver und unabhängiger Information besteht, zeugt jedenfalls davon, dass die „Generation Zertifikate“ sich mustergültig von der sonstigen Finanzindustrie abhebt.

Für anregende Dialoge und die fruchtbare Zusammenarbeit danken möchten wir auch unseren Journalisten-Kollegen Ralf Andreß, Armin Geier, Ronny Gotthardt, Markus Hormann, Ronny Kohl, Walter Kozubek, Jochen Mörsch, Paul Prandl, Wolfgang Raum, Claus Schaffelner, Dirk Schernikau, Stefan Seifried, Martin Svoboda und sowie unseren Kooperationspartnern von OnVista (Jan Decken, Michael Schwetje) und T-Online (Markus Köbel, Nils von Kriegsheim). Euer Feedback auf unsere Arbeit bewahrt uns vor dem „Tunnelblick“ und stellt auch für dieses Buch eine echte Bereicherung dar. Nicht vergessen werden dürfen an dieser Stelle natürlich die Geschäftsführung und das Team des FinanzBuch Verlags sowie unseres Editionspartners DIE WELT.

Ein spezieller Dank gebührt Prof. Dr. Eric Frère, der nicht nur das Geleitwort verfasst hat, sondern uns während der Entstehung dieses Buches immer wieder mit seiner Erfahrung aus Forschung, Lehre und Praxis zur Seite stand. Gleiches gilt für Rechtsanwalt Martin-Sigmund Rheindt von der Heidelberger Kanzlei Rheindt Häussling Jungnitsch, der uns bei den mit rechtlichen Aspekten befassten Textpassagen unterstützt hat, sowie für unsere Co-Autoren Nicole Heppe und Jörg Leichinger, auf deren Ausarbeitungen die Kapitel zur Modernen Portfoliotheorie bzw. zum Zertifikate-Handel basieren. „Last but not least“ danken wir darüber hinaus unserem ZertifikateJournal-Team – Martin Grimm und Markus Rudolf Schmidt für das gewissenhafte Basis-Research, sowie unserem „guten Geist“ Birgit Schmitt, die gemeinsam mit Heike Görner und Sascha Heck aus einem mit Tippfehlern gespickten Dossier ein abgabefähiges Manuskript gemacht hat.

Am meisten zu Dank verpflichtet – und das möge uns jetzt bitte keine der vorstehend genannten Personen übel nehmen – sind wir jedoch den zahlreichen Privatanlegern, die uns als Leser des ZertifikateJournals oder Besucher unserer Seminarveranstaltungen ihr Vertrauen schenken. Die über 200 Zuschriften, die uns Woche für Woche erreichen, sensibilisieren uns immer wieder von Neuem für die Bedürfnisse des Endkunden. Mit einer so engagierten und aktiven *Community* arbeiten zu dürfen, ist nicht nur eine besondere Ehre und Freude, sondern der beste Ansporn, den eingeschlagenen Weg unbeirrt fortzusetzen.

„Der Worte sind genug gewechselt / lasst mich nun endlich Taten seh'n“ heißt es im „Vorspiel auf dem Theater“ in Goethes „Faust“ und dieser Aufforderung wollen auch wir nun Folge leisten – wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre und allzeit viel Erfolg bei der Geldanlage in Zertifikaten!

Frankfurt am Main / Lustenau, im September 2003

Christian W. Röhl

Werner H. Heussinger

Die Anatomie der Börsenlügen

Einmal Gipfel und zurück

Was waren das für schöne Zeiten, damals Ende der Neunziger Jahre. Die internationalen Aktienindizes erreichten beinahe wöchentlich neue Allzeit-Hochs, Hunderte junger Wachstumsunternehmen wagten erfolgreich den Sprung auf das Börsenparkett und Millionen Anleger entdeckten innerhalb kürzester Zeit das kapitalistische Perpetuum Mobile. Dieter Bohlen und Rudi Völler hatten die Lufthoheit über die Stammtische eingeübt, beherrschendes Thema selbst unter Taxifahrern und am Kiosk um die Ecke war die unbeschreibliche Leichtigkeit der Geldvermehrung – wer (noch) nicht an der Börse aktiv war und weiter auf Sparbuch & Co. vertraute, galt als hoffnungsloser Dinosaurier und musste schon eine gehörige Portion Standfestigkeit mitbringen, um nicht doch vom „Aktien-Virus“ infiziert zu werden.

Ausgerechnet einem glatzköpfigen Schauspieler war mit blumigen Sprüchen von einer rosa-roten Zukunft das gelungen, woran sich tapfere Verbände wie das Deutsche Aktieninstitut (DAI) mit ihren drögen Broschüren jahrelang die Zähne ausgebissen hatten: Aus der Sparer-Nation Deutschland machte Manfred Krug mit seiner Kampagne zum Börsengang der Deutschen Telekom quasi über Nacht ein ganzes Volk von Aktionären. Sogar am linken Spektrum brandete Beifall auf – endlich war Börse nicht mehr nur eine Veranstaltung für die „Großkopferten“, auch „Otto Normalanleger“ konnte mitmischen. Die wie Pilze aus dem Boden schießenden Discount-Broker ermöglichten selbst dem blutigsten Anfänger „professionellen Marktzugang“; bunte Anlegerblättchen verkündeten in sechsstelliger Auflage, wo die nächste 100 Prozent-Chance wartete.

Mit Geld Geld zu verdienen, war plötzlich also richtig einfach geworden.

Egal, welche Aktie man auch orderte, spätestens nach ein paar Monaten konnte man mit einem zumindest dickn zweistelligen Gewinn wieder aussteigen und sich ein neues Unternehmen herauspicken, dessen Aktie nun die Ehre haben würde, den Depotstand noch höher zu treiben. Natürlich wusste man, dass Börsenkurse auch fallen können – zum Glück, denn jeder kleine Einbruch war eine willkommene Gelegenheit, noch mal „so richtig“ einzusteigen. „So günstig kriegt man Aktien nie wieder“, hallte es während der Asienkrise im Herbst 1998 durch die Lande, als der Deutsche Aktienindex DAX innerhalb von drei Monaten von 6.200 auf unter 4.000 Punkte fiel. Und die Auguren hatten tatsächlich Recht, denn bis Ende 1999 war der DAX wieder auf 7.000 Zähler zurückgeklettert. Wenn man also die Nerven behalten und nachgekauft hatte, waren selbst mit den vermeintlich langweiligen Standardwerten – wer richtig Geld verdienen wollte, war schließlich ohnehin am Neuen Markt engagiert – nochmals über 70 Prozent Plus in gut einem Jahr drin.

Ein Wort allerdings kam im Wortschatz der Börsianer und ihrer eifrig am Boom verdienenden Banker nicht vor: „Baisse“. Dass die Kurse über einen längeren Zeitraum fallen würden, der Dukatenesel Börse also nicht nur temporär Verstopfung bekommen, sondern zur gefräßigen Geldvernichtungsmaschine mutieren würde, das war ja schon aus ökonomischen Erwägungen nicht möglich. Denn die von einigen unverbesserlichen Anachronisten vorgetragenen Warnungen, Börsenkurse seien letztendlich ein Spiegelbild der Wirtschaft und die Konjunktur bewege sich nun einmal in Auf- und Abwärtszyklen, berücksichtigten schließlich nicht die inzwischen eingetretene neue Zeitrechnung. Dank der segenreichen Wirkungen des Internets, des gigantischen Produktivitätsfortschritts durch Digitalisierung und Virtualisierung, stehe die Menschheit vor einer Epoche inflationsfreien Dauerwachstums, verkündeten selbst Wissenschaftler, die ansonsten noch nicht durch Gehirnerweichung im fortgeschrittenen Stadium aufgefallen waren.

Das Ende vom Lied ist bekannt. Die Vision vom Wachstum ohne Grenzen ist genauso geplatzt wie der Traum vom mühelosen Reichtum an der Börse. Eine dahinsiechende Weltkonjunktur, wirkungslos verpuffende Zinssenkungen, dramatische Überkapazitäten im Technologiebereich, milliardenschwere Betrugs- und Pleiteskandale sowie der Wegfall der *Friedensdividende* nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 haben die Kurse drei Jahre in Folge einbre-

chen lassen und so manches Depot in einen bemitleidenswerten Schrotthaufen verwandelt. Von den atemberaubenden Gewinnperspektiven, denen man einst gierig hinterhergelaufen war, spricht niemand mehr – Hauptsache, man sieht das investierte Geld irgendwann wieder, doch selbst dies ist oft mehr Wunschtraum als reales Ziel.

Die Baisse hat indes nicht nur die Anleger getroffen, die im Wahn der *New Economy* ihren Verstand ausgeschaltet und ihre Spargroschen in putzige Start-ups gesteckt haben, bei denen sie vielfach nicht einmal den Namen richtig aussprechen konnten, geschweige denn das (ohnehin meist einem Wolkenkuckucksheim ähnelnde) Geschäftsmodell verstehen. Auch konservative Investoren, die auf vermeintlich sichere Standardwerte und Investmentfonds mit gutem Rating gesetzt haben, beklagen schmerzliche Verluste. So notierte etwa die Allianz-Aktie – lange Jahre das „Witwen- und Waisen-Papier“ schlechthin – auch im Sommer 2003 noch auf einem Niveau, dass man zuletzt im Herbst 1992 gesehen hatte. Elf Jahre Börsengeschichte wurden mit wenigen Federstrichen ausradiert.

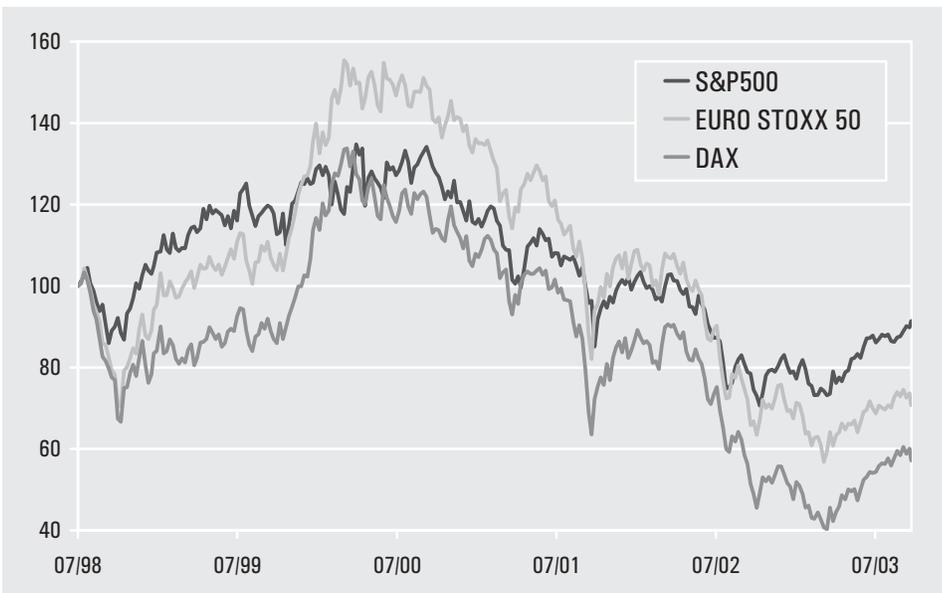


Abbildung 1: Internationale Aktienindizes im Fünf-Jahres-Vergleich

Selbst wenn dieses Beispiel besonders drastisch anmutet, ein Einzelfall ist es beileibe nicht. Auch bei den großen Indizes, die zahlreiche Einzeltitel bündeln

und damit Extrema herausglätten, hat das alte Paradigma, wonach Aktien ab einer Anlagedauer von fünf Jahren eine lukrative Anlage sind, keinen Bestand mehr. Dem atemberaubenden Gipfelsturm bis zum legendären Frühjahr 2000 folgte ein noch steilerer Absturz, so dass am Ende nicht nur Nichts verdient, sondern zumeist kräftig Geld verloren wurde. Knüppeldick kam es vor allem in der „alten Welt“: Der paneuropäische EURO STOXX 50, der zunächst binnen zwei Jahren um 60 Prozent empor schnellte, büßte seit 1998 per saldo rund 30 Prozent ein. Noch schlimmer erwischte es den hiesigen DAX. Wohl niemand hätte geglaubt, dass die *Crème de la Crème* der deutschen Wirtschaft in nur 36 Monaten zwei Drittel ihres Börsenwertes dahinschmelzen sehen und sogar den scheinbar so komfortabel bemessenen Fünf-Jahres-Zeitraum mit einem Minus von 40 Prozent abschließen würde. Damit schleppt der DAX ohne ernsthafte Konkurrenz die „rote Laterne“ des Absteigers vor sich her – passend nicht nur zur Farbe der größten Regierungspartei, sondern auch zur realwirtschaftlichen Situation Deutschlands im Vergleich mit anderen EU-Staaten.

Welche Konsequenzen dieses Desaster langfristig hat, wird erst allmählich klar. So haben die einst als Wunderkinder gehätschelten Gentleman-Abzocker und Salon-Dilettanten des Neuen Marktes nicht nur Milliarden von Anlegergeldern durchgebracht, sondern gleichzeitig einem wichtigen Wachstumsmotor auf Jahre hinaus das Lebenslicht ausgeblasen. Denn im zweiten Quartal 2003 beliefen sich die Wagniskapital-Investitionen für die gesamte Bundesrepublik auf nur noch lächerliche 70 Mio. Euro – nach den Tricks und Täuschereien der Haffas, Schnabels & Co. werden junge Unternehmer jetzt quasi in Sippenhaft genommen und unter Generalverdacht gestellt. Selbst die großen *Venture Capital*-Firmen sind kaum noch zu Frühphasen- und Anschubfinanzierungen bereit, weil die Börse als *Exit-Pipeline* verstopft ist und man sowieso hinter jedem Geschäftsplan einen neuen Gauner vermutet. Für ein Land, das mangels Rohstoff-Vorkommen auf Gedeih und Verderb einen konstanten Fluss von Produkt- und Technologie-Innovationen braucht, ist das ein weiterer Schritt auf dem Weg in die zweite Liga der globalisierten Welt.

Die gefährlichste Zeitbombe tickt derweil in den Bilanzen der Versicherungsgesellschaften. Der Aktienbesitz der Assekuranzen, der (neben Anleihen und Immobilien) zur Deckung der Zahlungsverpflichtungen gegenüber den Versicherten dient, hat nach der Baisse lange nicht mehr den Wert, zu dem er in

den Büchern steht. Nur eine von eifrigen Lobbyisten organisierte Sonderregelung, wonach die aufgelaufenen Kursverluste als „vorübergehend“ und damit nicht abschreibungspflichtig eingestuft wurden, hat Ende 2002 verhindert, dass die stillen Löcher offenbar wurden. Doch wenn die Kurse nicht bald wieder das fröhliche Fliegen lernen, nutzt derlei staatlich autorisierte Bilanzkosmetik auch nichts mehr – die sinkenden Garantiezinsen geben einen ersten Vorgeschmack auf die Bescherung, die uns aus dieser Ecke in den nächsten Jahren noch drohen könnte. Dies wiegt umso schlimmer, als die Erträge aus Lebensversicherungen in der persönlichen Lebensplanung ja eigentlich die Lücke schließen sollen, die sich durch den allmählichen Kollaps der gesetzlichen Rente auftut (von „Rentenversicherung“ würde wohl inzwischen nicht einmal mehr der passionierte Gesundheitsbetreuer Norbert Blüm sprechen).

Doch egal, ob es am Ende wirklich so schlimm kommt oder noch einmal glimpflich abgeht, um eine Erkenntnis kommt man nach drei Jahren Baisse nicht herum: Die erlittenen Verluste sind nicht nur schicksalhafte Heimsuchung; kriminelle Mauscheleien und volkswirtschaftliche Verwerfungen allein reichen nicht als Erklärung für das ruinöse Desaster. Ein großer Teil der Einbußen geht auf das Konto gewisser Paradigmen und (Schein-)Wahrheiten, die uns seit Jahren und Jahrzehnten von Banken, Fondsgesellschaften und selbsternannten Geld-Profis diktiert werden und die wir als Anleger oftmals allzu unkritisch akzeptiert haben. Wer in den rauchenden Trümmern des Crashes nicht vor der Börse und den Marktverhältnissen kapitulieren, sondern einen Neuanfang wagen will, sollte sich deshalb zunächst auf eine schonungslose Analyse der „herrschenden Meinung“ über Geldanlage einlassen – vielleicht lassen sich ja aus dem Zusammenbruch einige Lehren für die Zukunft ziehen, so dass die letzten Jahre zwar alles andere als kostenlos, aber wenigstens nicht umsonst waren.

Kostolansy Märchenwelt

Wer als blutiger Laie einen Einstieg in die Börsenwelt sucht, kommt an ihm nicht vorbei; selbst in der abgelegensten Dorf-Buchhandlung, wo man Wirtschaftsbücher sonst ähnlich vergeblich sucht wie lukullische Feinessen bei McDonald's, stand schon vor dem großen Boom mindestens eines seiner Werke

im Regal. Er ist der unbestrittene Doyen der Spekulation – André Kostolany, 1999 im seligen Alter von 93 Jahren verstorbener Börsen-Altmeister, ein begnadeter Redner und Schreiber, der seine in 70 Jahren gesammelten Finanzmarkt-Erfahrungen wie kein Zweiter in ebenso unterhaltsame wie lehrreiche Anekdoten zu packen verstand.

Der alte „Kosto“ ist die unbestrittene Nummer eins unter den Börsen-Gurus, obwohl (oder vielleicht gerade weil) er nie das tat, was man üblicherweise von einem Guru erwartet. Im Gegensatz zu solariumgebräunten Finanzmarkt-Küblböcks, die auf ihren Hotlines (natürlich zum Premium-Preis von 1,86 Euro pro Minute) ein Sammelsurium „heißer“ Aktientipps absondern, gab es von Kostolany immer nur allgemeine Ratschläge. Einen davon kennt inzwischen jeder Anleger – „Kaufen Sie sich ein paar gute Aktien und eine Packung Schlaftabletten und nach einigen Jahren wachen Sie dann als reicher Mann wieder auf!“.

So genial einfach ist sie also, die Börse. Da bleibt lediglich die Frage, was denn jetzt eine „gute“ Aktie ausmacht. Über Qualität, Wert und Geschmack lässt sich ja trefflich streiten, doch versetzen wir uns einmal in die Achtziger Jahre zurück. Hatte man damals irgendwo das Kostolany-Sprüchlein aufgeschnappt, musste man unweigerlich an Daimler-Benz denken. Der schwäbische Automobilbauer galt spätestens seit der seligen Wirtschaftswunderzeit als Symbol für bundesrepublikanische Wertarbeit, die soliden Karossen waren als Höhepunkt deutscher Ingenieurskunst mitverantwortlich für den Weltruhm des Labels „Made in Germany“ und obendrein wartete man in Sindelfingen jedes Jahr mit goldgeränderten Bilanzen auf. Ergo: Wenn „der Daimler“ kein gutes Unternehmen war, wer dann!?

Wer 1986 einen Betrag von 10.000 Euro in Aktien der damaligen Daimler-Benz AG gesteckt und sich dann getreu dem Rat des ungarischen Altmeisters mit gutem Gewissen aufs Ohr gelegt hat, erlebt indes gut 17 Jahre später eine böse Überraschung: Nicht nur, dass der deutsche Nobelautobauer inzwischen zu einer kunterbunten Welt-AG namens DaimlerChrysler umgebaut wurde – der erhoffte Reichtum ist ebenfalls ausgeblieben. Stattdessen ging sogar Geld verloren; die 10.000 Euro von einst wären im Sommer 2003 gerade noch lumpige 7.000 Euro wert. Einen Neuwagen mit Stern bekommt man dafür schon lange nicht mehr...

Dass sogar Omis Sparbuch die bessere Wahl gewesen wäre, liegt überdies

nicht an allgemein schlechten Zeiten wie wir sie etwa seit der Jahrtausendwende erlebt haben, sondern schlichtweg daran, dass die Aktie des Autokonzerns sich auf wundersame Weise von der allgemeinen Markttendenz abgekoppelt hat. Klar wird das mit einem Blick auf den DAX. Denn die Gesamtheit der 30 wichtigsten deutschen Standardwerte (zu denen freilich auch DaimlerChrysler selbst gehört) bescherte dem Anleger im selben Zeitraum trotz kräftiger Baisse zum Ende immer noch ein veritables Plus von 124 Prozent. Statt eine einzelne „gute“ Aktie herauszupicken, wäre es also weitaus besser gewesen, gleich auf den ganzen Index zu setzen.

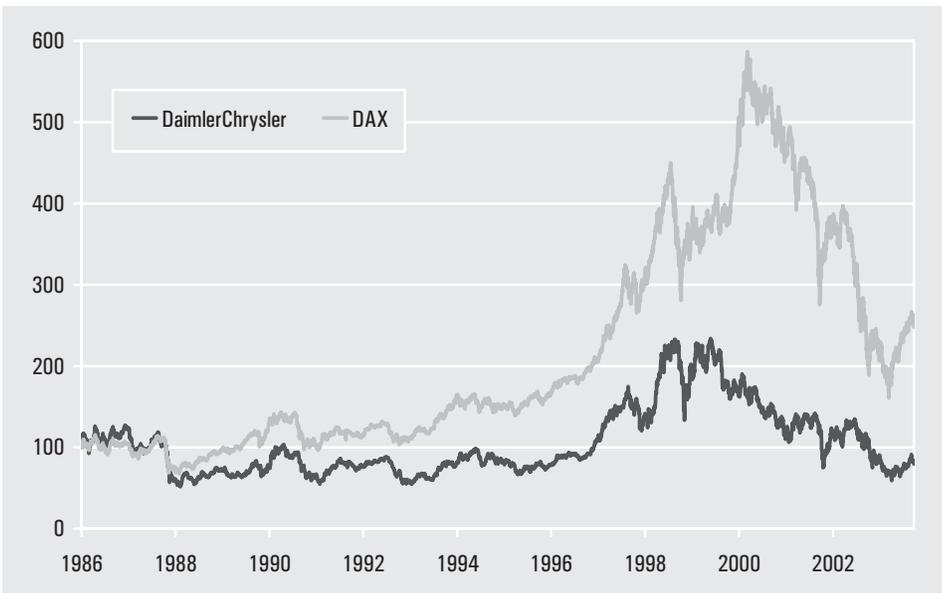


Abbildung 2: DaimlerChrysler (früher Daimler-Benz) versus DAX seit 1986

Wer sich ein bisschen mit Indizes auskennt, wird an dieser Stelle vielleicht kritisch anmerken, dass wir hier Äpfel mit Birnen vergleichen – nämlich die Preisentwicklung einer Aktie mit einer Index-Performance, die sich aus Kursveränderungen und wieder angelegten Dividenden ergibt. Die mitunter recht üppi- gen Ausschüttungen, die der Daimler-Aktionär 17 Jahre lang vereinnahmen konnte, fallen also unter den Tisch. Akademisch mag dieser Einwand richtig sein. In der Praxis ist freilich zu berücksichtigen, dass die Dividenden erstens im Gegensatz zu Kursgewinnen (außerhalb der Spekulationsfrist) prinzipiell mit dem Fiskus geteilt werden müssen und dass zweitens die im Index rechnerisch

durchgeführte Wiederanlage von Ausschüttungen für den einzelnen Privatanleger faktisch unmöglich ist.

Bei 10.000 Euro Kapitaleinsatz wird man netto selten mehr als 100 bis 200 Euro Dividende im Jahr einstreichen – will man für diesen Betrag dann an der Börse neue Aktien kaufen, würden die Orderprovisionen der Banken den Großteil des frischen Geldes gleich im Vorhinein auffressen. Gleichwohl sind Dividenden ein signifikanter Bestandteil der mit Aktien zu erzielenden Rendite, weshalb die steueroptimierte Realisierung und die kosteneffiziente Reinvestition der Ausschüttungen im Rahmen der Überlegungen zur privaten Portfolio-Strategie eine nicht zu unterschätzende Rolle spielen.

Bei aller Beliebtheit, die Dividenden hierzulande als Indikator für die Substanz und die Ertragskraft eines Unternehmens genießen, sollte jedoch eines nicht vergessen werden: Der ganze Spaß kostet kräftig Geld. Wenn eine große Publikumsgesellschaft wie DaimlerChrysler oder die Deutsche Telekom jedes Jahr „Kleckerbeträge“ von 30 oder 60 Euro-Cent pro Aktie an eine sechs- oder sogar siebenstellige Zahl von Aktionären im In- und Ausland überweist, ergibt das schnell einen Aufwand in Millionenhöhe. Diese Ausgaben schmälern wiederum den Gewinn des Unternehmens und damit das Vermögen der Aktionäre. Da die Transaktionskosten dieselben sind, egal ob nun 5 Cent oder 2 Euro je Anteilsschein gezahlt werden, sind also zumindest läppische *Good Will*-Dividenden eher ein Ärgernis als ein positives Signal.

Nicht umsonst kaufen US-Unternehmen – jenseits des Atlantiks werden Dividenden irrwitzigerweise sogar im Quartalsrhythmus gezahlt – schon seit Jahren lieber eigene Aktien zurück statt durch Überweisung von „Kleinvieh“, das dann letztendlich doch keinen (oder je nach Perspektive eben besonders viel) Mist macht, bloß den Reichtum der Abwicklungsbanken zu fördern. Denn indem man die Anzahl ausstehender Aktien durch Rückkäufe und anschließende Annullierung vermindert, steigt logischerweise der Wert der noch im Umlauf befindlichen Titel. Eine effiziente und steueroptimierte Methode, um überschüssige Liquidität an die Eigentümer auszuschütten.

In Deutschland dagegen sind Aktienrückkäufe (bis zu einer Grenze von 10 Prozent des Grundkapitals) zwar ebenfalls erlaubt, doch mit diesem Instrument umgehen können nur wenige Vorstände. So manche Gesellschaft wird vor allem dann an der Rückkauf-Front aktiv, wenn ihre Aktien (oftmals infolge von Mana-

gement-Fehlern) kräftig eingebrochen sind. Die Unternehmenslenker wollen dann „den Kurs stützen“ oder – natürlich nicht aus ihrer Tasche, sondern mit dem Geld der Aktionäre – „dem Markt ein Zeichen geben“, dass man die eigene Aktie für unterbewertet hält. Dieses Kalkül geht jedoch nur in den seltensten Fällen auf. Oftmals fallen die Papiere in der Folgezeit noch tiefer und zusätzlich zu den Verlusten, die jeder Anteilseigner bereits am Depotauszug ablesen kann, wird durch kurskosmetische Zockerei noch weiteres Aktionärsvermögen verschleudert.

Doch zurück zum Daimler-Desaster. Wir haben es hier mit einem muster-gültigen Gegenbeispiel zu den zwei beliebtesten Börsen-Paradigmen zu tun, nämlich *Buy & Hold* und *Stock Picking*. Die ungebrochene Begeisterung der Anlegerschaft für diesen Ansatz, durch qualitative Analyse vermeintlich aussichtsreiche Einzeltitel aufzuspüren und diese dann nach dem Kauf bis zum Sankt-Nimmerleins-Tag im Depot zu halten, ändert nichts daran, dass das System in der Praxis auf Dauer versagen muss. Denn was nützt die schönste Börsenhausse, wenn ausgerechnet das Unternehmen, in das man sein Geld gesteckt hat, durch interne Probleme (die im Vorhinein noch schwieriger abzuschätzen sind als generelle Marktrisiken) ins Schlingern kommt!?

Genau das war „beim Daimler“ der Fall. Bis 1986 stand das Vorzeigeunternehmen aus dem Musterländle tatsächlich glänzend da, doch dann kam Edzard Reuter mit seiner Vision vom „integrierten Technologiekonzern“. Auch die blumigen philosophischen Ergüsse des asketischen Managers mit der randlosen Brille und dem SPD-Parteibuch konnten nicht allzu lange darüber hinwegtäuschen, dass die milliardenschwere Einkaufstour (AEG, MBB, Dornier, Fokker) zwar den unternehmerischen Machtinstinkt der Person auf dem Chefsessel befriedigte, für die Aktionäre jedoch zum Horrortrip geriet. Nach Reuters Ablösung vollzog dann mit Jürgen E. Schrempp ausgerechnet der Mann den radikalen Schnitt, der bis dato glück- und hilflos zugesehen hatte, wie der Flugzeugbauer Fokker in die Pleite trudelte und für die Stuttgarter Muttergesellschaft zum Fass ohne Boden wurde.

Nach kurzen Anfangserfolgen bei der Repositionierung stürzte Schrempp die Aktionäre dann ins nächste Abenteuer, die Fusion mit dem US-Konkurrenten Chrysler. Das vermeintliche Schnäppchen entpuppte sich bald als Rohrkrepierer, denn die vielgerühmte Profitabilität der Nummer drei auf dem amerikani-

schen Automarkt beruhte ausschließlich darauf, dass man in Auburn Hills einfach jahrelang nichts mehr in die Entwicklung neuer Fahrzeuge investiert hatte. Und jetzt, wo Chrysler mit großzügigen Überweisungen aus Stuttgart allmählich wieder hochgepöppelt und wettbewerbsfähig gemacht wurde (bis der ganze Aufwand sich amortisiert, dürfte freilich noch viel Wasser den Neckar hinunterfließen), zieht es den Rotwein- und Zigarrenliebhaber Schrempp nach Asien. Dort sollen deutsche Aktionärsfelder nun die Löcher bei Mitsubishi und Hyundai stopfen, damit der Traum von der *Welt-AG* weiterleben darf.

Natürlich lassen sich aus den Achtziger und Neunziger Jahren auch erfolgreiche Einzelaktien-Stories zitieren. Dazu gehören etwa der unaufhaltsame Aufstieg der kleinen Softwareschmiede SAP zum Weltkonzern (seit Anfang 1990 legte die Aktie um knapp 3.000 Prozent zu) oder die Wiedergeburt von BMW als ebenbürtigem Mercedes-Rivalen, die den Aktionären seit 1991 immerhin 650 Prozent Kurszuwachs bescherte. Der Versuch, solche Volltreffer im Vorhinein zu erkennen, ist jedoch schon aus Gründen der Wahrscheinlichkeit zum Scheitern verurteilt.

Das Exempel eines anderen langjährigen Börsenlieblings lehrt obendrein, dass das zum überwiegenden Teil auf purem Zufall basierende „Stock Picking“ noch lange keine Gewähr für tatsächliche Gewinne gibt. Mindestens genauso wichtig ist das richtige *Timing* beim Ausstieg, das indes ebenfalls nur Glücksrittern oder notorischen Lügnern gelingt. Denn wer zu den Wenigen gehört hat, die vielleicht schon im Jahre 1992 bei (rechnerischen) Kursen von 1,71 Euro frühzeitig auf die Wachstumsstory des Finanzdienstleisters MLP gesetzt haben, konnte sich zwar bis Oktober über die famose Verhundertfachung seines Kapitals freuen (Allzeit-Hoch am 6. Oktober 2000: 171,00 Euro). Im Sommer 2003 stand die Aktie des Heidelberger Unternehmens allerdings nach bösen (und bis dato nie restlos geklärten) Anschuldigungen im Hinblick auf Bilanztricksereien nur noch bei 15,00 Euro. Mit Kostolany's Schlafmittel-Märchen wäre vom schönen Gewinn also inzwischen das meiste zerronnen.

Das T-Desaster und die Aktionärsrechte

Ein anderes Musterbeispiel dafür, dass mit dem Credo des ungarischen Gurus auf Dauer kein Staat zu machen ist, legt den Finger in eine wohl bei vielen Anlegern noch lange nicht verheilte Wunde: die Deutsche Telekom, quasi das „Ur-Ei“ des deutschen Aktienbooms. Denn auch der magentafarbene Ex-Monopolist hat denjenigen, die gleich beim Börsengang im November 1996 den Lockrufen Manfred Krugs gefolgt waren und Aktien gezeichnet haben, per saldo keine Gewinne gebracht. Nur während des aberwitzigen Technologie-Hypes 1999 / Anfang 2000 war die „Volksaktie“ dem DAX klar überlegen; in allen übrigen Marktphasen trotte(l)te sie dem Index dagegen hinterher.

Natürlich hätte man – entgegen der Kostolany-Doktrin – irgendwann zu Kursen bei 80, bei 60 oder selbst noch bei 40 Euro aussteigen und einen dicken steuerfreien Gewinn einstreichen können. Mit dieser an sich sinnvollen Entscheidung für einen *Stopp-Kurs* wäre man allerdings aus dem *Treueaktien-Programm* herausgefallen, mit dem die Telekom und der Staat Privatanleger dazu motivieren wollten, die T-Aktie nicht als Spekulationsobjekt, sondern als biblische Daueranlage anzusehen – frei nach dem schönen Motto aus 1 Korinther 13, „Glaube, Liebe, Hoffnung“ (dass die Kurse ewig steigen). Da sieht man, welche abstruse *Aktienkultur* – ob absichtlich oder aus dem üblichen Dilettantismus heraus, ist da eigentlich egal – mit dem Börsengang der Telekom etabliert worden ist. Statt den in Börsen-Angelegenheiten bis dato mehrheitlich extrem unbedarften Deutschen Chance/Risiko-optimiertes Investieren nahezubringen, wurde mit Treueaktien und anderem Marketing-Firlefnaz lediglich eine Art Kadaver-Loyalität zur Volksaktie gefördert. Doch *Shareholder Involvement* und ähnliche Mätzchen sind bekanntlich die sicherste Methode, am Aktienmarkt auf Dauer Geld zu verlieren.

Überhaupt kann man aus dem „Fall Telekom“ eine ganze Reihe trauriger Rückschlüsse über die Zustände am Finanzplatz Deutschland ziehen. Die unrühmliche Hauptrolle in diesem rosa-roten Drama, das (wenn die Charaktere nicht so erschreckend wenig Tiefgang hätten) geradezu danach schreit, von Starregisseur Dieter Wedel („Der große Bellheim“) verfilmt zu werden, spielt die Politik. Rekapitulieren wir einmal: Nachdem in einer mehrstufigen Postreform,

die naturgemäß Milliarden von Steuergeldern verschlingen musste, aus einem mausgrauen Beamtenapparat drei fröhlich bunte Beamtenapparate (magenta, gelb und blau) geworden sind, entschließt man sich irgendwann, die Behörde mit der coolsten Farbe und dem am besten zum von blindem Technologie-Glauben geprägten Zeitgeist passenden Geschäftsmodell in eine Aktiengesellschaft umzuwandeln und an die Börse zu bringen.

Dank witziger Werbespots, einer sommerlich-adretten Führungskraft und des ohnehin grassierenden Aktienwahns öffnet die Meute der Steuerzahler ihr Portemonnaie schneller als gedacht und spült Unmengen frischen Geldes in die Kassen des Staatskonzerns. Weil alles ziemlich schnell gehen muss, bewertet man zwar im Eifer des Gefechts einige Telefonhäuschen und Geräteschuppen wie Büroflächen auf der Düsseldorfer Königsallee, doch was soll's – ohne Börsengang hätte man, um den Monopolisten mit dem für den Aufbruch ins digitale Zeitalter dringend benötigten Kapital ausstatten zu können, womöglich die Steuern erhöhen müssen. Der gemeine Bürger wäre also in jedem Fall zum Aderlass gebeten worden, aber so fühlt er sich wenigstens als Miteigentümer, den man nicht nur der einbezahlten Knete wegen schätzt.

Dank der Begeisterung über diese neuen Miteigentumsrechte („Hey, an der Telefonzelle da gehört mir jetzt die Schnur zum Hörer!“) steigen die Kurse un-
aufhörlich weiter, so dass man in der Folgezeit weitere Tranchen der Volksaktie an den Mann bringen kann. Besonders der dritte Börsengang der Telekom wird ein Hit, denn nun kriegt nicht mehr nur das Unternehmen selbst eine fette Kapitalspritze – zum Ausgabekurs von 66,50 Euro schmeißt auch der Bund als Altaktionär Papiere auf den Markt und erlöst mit diesem direkten Griff in die Tasche der nach weiteren Aktiengewinnen gierenden Steueresel satte 15,3 Mrd. Euro. Das *Aktien-Marketing* ist nun zwar etwas mühsamer, doch englisches Kauderwelsch („Ich sag nur TIMES“) hilft ja immer. Und im Übrigen weiß ja trotz der Durchhalteparolen aus dem zu dieser Zeit von einem Ex-Fliesenleger geführten Sozialministerium inzwischen fast jeder Depp, dass man auch privat fürs Alter vorsorgen muss. Und wie könnte man das besser tun als mit Aktien, die ja langfristig immer steigen!?

Doch auch die frisch vereinnahmten 15,3 Mrd. Euro sind leider nur ein Tropfen auf den heißen Stein der gähnend leeren öffentlichen Kassen, weshalb die Politik bald einen neuen Trick ersinnt, um auch noch an das eigentlich für

das Unternehmen bestimmte Geld aus dem dritten Börsengang zu kommen. In einem wahren Geniestreich trommelt man alsbald zur teuersten Versteigerung der Weltgeschichte. Verauktioniert werden Lizenzen für den neuen Mobilfunkstandard UMTS – in ihrer Gestaltung an Siegerurkunden bei den Bundesjugendspielen erinnernde DIN A4-Zettelchen, deren betriebswirtschaftlicher Nutzwert fast so dubios ist wie bei Schürfrechten auf dem Mond. Doch was zählt das schon in einer Zeit, in der viel von „Zukunftspotentialen“, „Medienkonvergenz“ und „vernetzter Kommunikation“ die Rede ist. Und so macht das heiße Bietergefecht im Sommer 2000 nicht nur einen blassen Beamten zum Medienstar (RegTP-Chef Scheuerle avancierte später sogar noch zum Investment-Banker), sondern es lässt auch die öffentlichen Kassen klingeln. Satte 50,5 Mrd. Euro streicht der Fiskus ein; allein aus der Staatskuh Telekom werden auf diese Weise weitere 8 Mrd. Euro herausgemolken. Da sage noch einmal jemand, unsere Politiker seien nicht kreativ...



Abbildung 3: Deutsche Telekom versus DAX seit November 1996

Aber dann – wir schreiben inzwischen das Jahr 2002 und da Arbeitslosigkeit, Rentenmisere und Wirtschaftskrise ja keine wirklichen Probleme sind, kämpft der Bundeskanzler vor Gericht um das Grundrecht auf ungefärbtes Haupthaar – erhält das bis hierhin so heitere Lustspiel plötzlich eine Wendung

ins Dramatische: Nachdem die Technologie-Blase geplatzt, das „TIMES“-Fieber verklungen und die Ernüchterung über magentarote Zahlen eingetreten ist, findet sich der Kurs der T-Aktie plötzlich sogar noch unter dem Erstausgabepreis vom November 1996 wieder. Und weil Aktionäre – das wusste schon Bankier von Fürstenberg anno 1900 – nicht nur dumm, sondern auch frech sind, proben nun vor allem diejenigen Kleinanleger den Aufstand, die zwei Jahre zuvor den ermunternden Worten der Politik folgend zum Kurs von 66,50 Euro eingestiegen waren. Es gibt also tatsächlich einige Aufrechte, die das schrittweise „Going Public“ der Telekom nicht von vornherein als verkappte Steuererhöhung angesehen, sondern tatsächlich eine Chance auf (womöglich noch steuerfreie) Kursgewinne gewittert hatten.

Dummerweise stehen einige Monate später zufälligerweise Wahlen auf dem Plan, bei denen leider auch miesepetrige Kleinaktionäre, die auf bis zu 80 Prozent Verlust sitzen, zum Urnengang berechtigt sind. So vergisst der „Basta“-Kanzler für einen Moment Haartönungen und zotige Pferde-Witze und schreitet zur Tat. Getreu dem kleinen Vorbild eines singenden Kanzlerfreundes aus Siebenbürgen schallt bald ein gar nicht so leises „Es war Sommer“ aus dem Kanzleramt. Es gilt, den einst hofierten Telekom-Lenker nicht nur als alleinigen Sündenbock zu brandmarken, sondern ihn auch möglichst schnell davonzujagen und eine Abkehr von der bis zum bitteren Ende politisch unterstützten, nun aber offensichtlich grandios fehlgeschlagenen Internationalisierungsstrategie des Unternehmens zu erzwingen – um den Ärger wenigstens bis zum Wahltag unter der Decke zu halten.

Zu diesem Zeitpunkt hätte sich eigentlich eine unangenehme Nebenwirkung der staatlichen Aktienkäufe der Vorjahre niederschlagen müssen; durch die deutlich gesunkene Beteiligungsquote ist die Regierung bei der Telekom schließlich nicht mehr der Herr im Haus. Doch was zählen schon die Rechte der nervigen Aktionäre, wenn eine Wahl ansteht!? Als ginge es um die Neubesetzung des Vorsteher-Postens im Fernmeldeamt Recklinghausen-Nord, wird munter in die Ex-Behörde hineinregiert. Während im Vorstand nach wie vor Sommer-Zeit ist, machen sich Kanzleramt, Finanzminister und der mit Politikern, Gewerkschaftern und anderen in Sachen Dilettantismus allesamt höchst kompetenten Funktionären besetzte Aufsichtsrat auf die Suche nach einem Nachfolger. Jeder intrigiert gegen jeden und als sich auch nach wochenlangem

Gezeter und fieberhaftem *Headbunting* kein Top-Manager gefunden hat, der für ein fürstliches Gehalt das Äffchen auf dem rosaroten Leierkasten der Politik spielen will, hievt man schließlich den sicherlich verdienten, im Alter von 73 Jahren freilich etwas zauseligen und obendrein gänzlich branchenfremden Ex-Aufsichtsratschef auf den Chefposten. Der Aktienkurs bricht durch diese Posse zwar noch weiter ein, die Reputation Deutschlands als Finanzplatz auch, aber immerhin ist vorerst Ruhe im Karton.

Inzwischen nennt die Deutsche Telekom zum Glück wieder einen Vollzeit-Vorstandsvorsitzenden ihr Eigen, der noch nicht das Rentenalter erreicht hat und sich auch sonst wohltuend von den selbstdarstellenden Lichtgestalten der Vergangenheit abhebt. Zuklappen kann man die „Akte Magenta“ derweil noch lange nicht. Dafür ist die Art und Weise, wie sich die Politik hier der Veruntreuung von Volksvermögen und der Verhohnepiepelung des Steuerzahlers schuldig gemacht hat, einfach zu grotesk. Unter dem liberalen Label der Privatisierung verbirgt sich nichts Anderes als eine gigantische Umverteilungsaktion von oben nach unten – das Eigentum aller wird zum überhöhten Preis an die gesellschaftliche Minderheit der Aktienkäufer verknopft, um dann den Erlös mit der Gießkanne auf die gesellschaftliche Mehrheit der Leistungsempfänger bzw. die durch diese entstandenen Haushaltslöcher zu verteilen. Der Aktionär mutiert bei dieser Art von Privatisierung zum De-facto-Steuerzahler, von dem man hofft, dass er die krumme Tour erst merkt, wenn es schon zu spät ist.

Beim Telekom-Deal wurden indes nicht nur die Aktionärsrechte mit Füßen getreten, auch die staatliche Fürsorgepflicht kam böse unter die Räder. Vor allem die zur Zeit der Aktienplatzierungen amtierenden Kassenwarte Theo Waigel und Hans Eichel sowie der letzte Dienstherr des inzwischen gottlob aufgelösten Postministeriums, Wolfgang Bötsch, haben in dieser Beziehung so einiges auf dem Kerbholz. Da sind einerseits die eventuell fehlerhaften oder unvollständigen Angaben in den Verkaufsprospekten (überzogene Bewertung des Anlagevermögens, Verschleierung von Risikofaktoren), mit denen sich nun die Gerichte herumschlagen müssen und für die bei gewöhnlichen Unternehmen zumindest in der Theorie auch die abgebenden Altaktionäre bzw. ihre Vertreter haften.

Andererseits geht es um die grundlegende Tatsache, dass es wohl kaum Sinn der Sache sein kann, wenn dem Gemeinwohl verpflichtete Politiker sich plötz-