

# Liebes Investor!

In den Boomjahren, als es an den Börsen (zu) leicht war, rasch Geld zu verdienen und die Banker wenig Probleme hatten, Finanzprodukte mit nicht immer über alle Zweifel erhabener Qualität zu platzieren, ist viel falsch gelaufen. Die Spätfolgen dieser Fehlentwicklung kommen zum Teil erst jetzt an den Tag, beispielsweise weil sich Gerichte damit befassen müssen oder weil sie über Leserbriefe an die Öffentlichkeit gelangen.

## Anlageberatung

Praktikus erhält regelmässig solche Zuschriften, deren Lektüre wenig erbaulich ist. Oft enden mit sie der gleichen Frage: Kann ich auf Ersatz des Schadens klagen? Auch ein Leser aus Zug will dies wissen: «Kann ich bei meiner Bank zwecks Rückzahlung des vollen Investmentbetrags vorstellig werden, mit dem Hinweis auf irreführende Anlageempfehlung und einseitiger Risikoabschiebung auf den Käufer?» In fast allen Fällen sind die Chancen auf Erfolg gering, wird sich der beträchtliche finanzielle Aufwand einer Klage (Anwaltskosten) nicht lohnen.

Dieser Fall ist in jeder Hinsicht exemplarisch, er zeigt, wo damals so viel falsch gelaufen ist. Auf «wärmste Empfehlung» der Bank hat die Frau des Lesers im April 2007 einen Osteuropa-Basket gekauft – ein Produkt, das von dieser Bank emittiert worden war. Heute sei der Basket noch knapp 54% der investierten hohen fünfstelligen Summe wert. Was ihn besonders irritiere, sei der Umstand, dass das Produkt nicht als langfristiges Vehikel lanciert wurde, sondern nur eine Laufzeit von drei Jahren (bis März 2010) aufweist. Jede Bank wisse doch, dass Investitionen in Emerging Market langfristig sein müssen. Seiner Ansicht nach habe der Anlageberater ungenügend auf die Risiken dieses Investments hingewiesen.

Wäre damals das Beratungsgespräch korrekt verlaufen, hätte der Bankberater

erst abklären müssen, ob für die Kundin ein Aktienfonds oder ein strukturiertes Produkt (Basket) in Betracht kommt. Für Osteuropa-Aktien wäre hier ein Fonds vermutlich die bessere Lösung als ein Basket mit kurzer Laufzeit gewesen. Mit einem Fonds hätte sie geduldig auf eine Markterholung warten können. Legt die Bank kein Nachfolgeprodukt für den Basket auf, ist ein hoher Verlust gewiss. Dass der Berater damals aus eigenen Interessen subtil zur Basket-Lösung gedrängt hat, ist möglich. Dies aber heute zu beweisen, wird für die geschädigte Kundin kaum möglich sein. Deshalb wird sich eine Klage nicht lohnen, und freiwillig dürfte die Bank kaum zu einer Entschädigungszahlung bereit sein.

## Befreiung

Winston Churchill hatte etwas gegen Sozialisten (inklusive der Nationalsozialisten): «Sozialismus ist die Philosophie des Versagens, das Credo der Ignoranz und das Evangelium des Neids», sagte er einst. An solchen Einsichten richte ich mich auf, wenn mir die Forderungen der Schweizer Jungsozialisten das sonntägliche Frühstück verderben: «Der Mensch soll schlussendlich befreit werden vom Zwang, arbeiten zu müssen, um zu überleben», liess sich Juso-Obergenosse Cédric Wermuth jüngst vernehmen.

Da wird mir tatsächlich ganz weh(r) müt(h)ig ums Herz – a) weil es zu schön ist, um wahr zu sein b) weil es nicht wahr

*Den Fortschritt  
verdanken die Menschen  
den Unzufriedenen.*

ALDOUS HUXLEY

brit. Schriftsteller («Brave New World») und Kulturkritiker (1894–1963)

sein darf, dass jemand, der mindestens über eine schweizerische Grundschulbildung verfügen müsste, derart hanebüchchen daherschweifelt. Churchills Zitat liesse sich wie folgt ergänzen: «... und das Bekenntnis zur Dumm-/Faulheit.»

## Zuwanderung hilft Lufthansa

Im Nachhinein ist es immer leicht zu beurteilen, ob ein Geschäftsentscheid klug war oder nicht. Doch der Kauf der damals maroden Fluggesellschaft Swiss durch Lufthansa im Jahr 2005 war ein exzellenter Schachzug. Dafür spricht nicht nur der günstige Preis, den die Lufthansa aushandelte. Nein, die deutsche Airline machte sich dadurch auch zu einem der grössten Profiteure der Zuwanderung von Deutschen in die Schweiz.

Die vielen deutschen Autos fallen im Schweizer Strassenverkehr kaum mehr auf. Weniger bekannt ist, wie viele Deutsche das Flugzeug für Reisen in die Schweiz und zurück in ihre Heimat benutzen. 2002, im Jahr nach dem Kollaps der Swissair, flogen 1,9 Mio. Personen aus Deutschland nach Zürich respektive von Zürich nach Deutschland. 2004, im Jahr vor der Swiss-Übernahme durch Lufthansa, waren es 2,6 und 2008 schon 3,8 Mio. Daraus ergibt sich eine Steigerung von 100%. Im selben Zeitraum stieg der Anteil der von Deutschland anreisenden respektive von Zürich dorthin fliegenden Passagiere in Zürich von 10,6 auf 17,7%.

Vielleicht war alles nur Zufall. Wahrscheinlicher scheint mir jedoch, dass für die Lufthansa-Spitze der Wachstumstrend glasklar war. Dass auch sie wegen der von Deutschland verhängten An- und Abflugbeschränkungen zeitaufwendige und wegen des höheren Kerosinverbrauchs auch kostspielige Umwege in Kauf nehmen muss, ist für die deutsche Fluggesellschaft das kleinere Übel. Sie beherrscht den boomenden Passagierverkehr von und nach Deutschland in

Zürich fast allein. Der einzige ernstzunehmende Wettbewerber ist Air Berlin. Easyjet fliegt ab Zürich nicht nach Deutschland, und Ryanair meidet Zürich aus Kostengründen ganz.

Das Beispiel zeigt, wie wichtig es in Investitionsentscheiden ist, Entwicklungen vorauszu sehen. Die Optik darf nicht zu kurzfristig sein und muss ausser betriebswirtschaftlichen auch gesellschaftspolitische Überlegungen berücksichtigen. Unternehmen, die nach dieser Devisen handeln, haben überdurchschnittliche Chancen auf Erfolg. Wer hingegen abwartet, ärgert sich später über die verpasste Gelegenheit. Willie Walsh, CEO von British Airways (BA), räumte vor kurzem in Genf ein, dass er die Swiss gerne auch übernommen hätte, wegen des grossen Lochs in der BA-Pensionskasse aber kein Angebot unterbreiten konnte. Die Unterdeckung ihrer Pensionskasse haben die Briten übrigens bis heute nicht beseitigt.

## Dividende oder Reserven?

Die amerikanische Versicherungsgruppe Travelers macht es vor: Sie hat nicht nur ein über den Markterwartungen liegendes Ergebnis präsentiert, sondern auch die Quartalsdividende gleich um 10% erhöht. Die Börse hat dies sofort mit einer deutlichen Höherbewertung der Aktien, die neuerdings Teil des Dow Jones Industrial sind, quittiert. Renditestarke Aktien sind weiterhin sehr beliebt – wer also die Dividende regelmässig erhöht, kann an Anlegergunst nur gewinnen.

Sollen somit auch Schweizer Unternehmen, die trotz Krise gut arbeiten, ihre Ausschüttung erhöhen oder muss vorderhand die Reservebildung Priorität haben? Diese Frage stellen wir unter [www.fuw.ch](http://www.fuw.ch) zur Diskussion.

*Ihr Praktikus*

## Meinungen zur Börsenlage

### Aktien Schweiz

«Die zum grossen Teil positiv verlaufende Berichtssaison sowie positive Makrodaten haben die Aktienmärkte in den letzten Monaten weiter nach oben getragen. Der Schweizer Aktienmarkt ist allerdings nicht mehr günstig bewertet. Das wird in jüngster Zeit auch von verhaltenen Kursreaktionen auf überzeugende Zahlen dokumentiert. Der Markt will auf diesem Niveau nicht mehr nur gute Profitabilität sehen, sondern auch Umsatzwachstum oder die Aussicht auf nachhaltiges Wachstum. Der Dollar wird vermehrt im Fokus der Investoren stehen, da die Dollarschwäche in den nächsten Quartalen einen zweistelligen, negativen Währungseffekt zur Folge hat. In diesem Umfeld gefallen uns wegen dem Tiefzinsumfeld Gesellschaften mit hoher und gesicherter Ausschüttung (Coltene, Nestlé, PSP, Sika) und Gesellschaften, die Potenzial für Margenverbesserungen und Umsatzwachstum haben. Hier gilt es Sonova und Georg Fischer zu nennen.» **BANK SAL. OPPENHEIM (SCHWEIZ)**

### Aktien global

«Wir halten an unserem grundsätzlich positiven Szenario für Wirtschaft und Aktienmärkte fest. Noch bestehen viele Unsicherheiten, was zu Enttäuschungen von möglicherweise zu optimistischen Erwartungen führen könnte. An den Börsen muss daher jederzeit mit Korrekturen gerechnet werden. Diese werden indes Kaufgelegenheiten eröffnen. Überkapazitäten, eine moderate Konjunkturerholung und die Tiefzinspolitik vieler Notenbanken sprechen vorderhand für ein Andauern der Phase mit geringer Teuerung und tiefen Kreditkosten. Allerdings sehen wir das als vorübergehendes Phänomen. Das unabhängige Research-Institut «The Bank Credit Analyst» schreibt, eine der wichtigsten Erkenntnisse der Krise sei die Einsicht, die US-Notenbank habe unter Greenspan zu wenig auf die monetären Kennzahlen geachtet. Wir sind überzeugt, dass eine Zeit, in der Aktien den Obligationen deutlich überlegen sein werden, nicht lange auf sich warten lässt»

**SALMANN INVESTMENT MANAGEMENT**

# Tele2 überzeugt die Anleger

**DAS AKTIENEXPOSÉ** Der alternative schwedische Telecomanbieter profitiert von der Neuausrichtung – Aktien nicht ausgereizt

OLIVER PFADENHAUER

Grundbedürfnisse wie Trinken und Essen, aber auch Kommunizieren, stehen quasi über der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung, wollen sie doch auch in schwierigen Zeiten gestillt werden. Davon zeugt die solide Geschäftsentwicklung des alternativen schwedischen Telecomanbieters Tele2, der sich in den beiden vergangenen Jahren aus verschiedenen gesättigten, hart umkämpften Märkten wie der Schweiz zurückgezogen hat und dafür die Expansion in Russland und Osteuropa forcierte.

Trotz des generell garstigen Konjunkturmilieus und der akuten Wirtschaftskrise im Baltikum steigerte Tele2 im dritten Quartal den Umsatz aus den fortgeführten Aktivitäten im Jahresvergleich 3% auf 9,76 Mrd. sKr. (1,46 Mrd. Fr.). Der Betriebsgewinn vor Abschreibungen und Amortisation (Ebitda) wurde 6% auf 2,375 Mrd. sKr. verbessert. Unter dem Strich resultierte eine Verdoppelung des Dreimonatsüberschusses auf 1,71 Mrd. sKr. Im Vorjahr wurde das Quartalsergebnis allerdings durch Wertberichtigungen von rund 840 Mio. sKr. belastet.

## 3 Mio. neue Mobilkunden

An der Börse wurde der gute Leistungsausweis mit einem kleinen Kursfeuerwerk gefeiert: Tele2 stiegen am Mittwoch und Donnerstag in Stockholm rund 10% auf 106.30 sKr. und notierten am Freitagmorgen 105.80 sKr. Während der Dreimonatsumsatz die Markterwartung nur knapp erfüllte, übertraf der Gewinn die Durchschnittsschätzung der Analysten von 975 Mio. sKr. bei weitem.

Auf Neunmonatsbasis erhöhte der Telecomkonzern den Umsatz aus dem fortgeführten Geschäft 4% auf 29,4 Mrd. sKr. und den Ebitda 16% auf rund 7 Mrd. sKr.



CEO **Koponen** hat keinen Grund zur Sorge.

Insgesamt erwirtschaftete Tele2 von Januar bis September einen Gewinn von 3,5 (Vorjahr: 1,5) Mrd. sKr.

Die Sorge der Anleger, dass die verstärkte Ausrichtung des Unternehmens auf die aufstrebenden osteuropäischen Länder wegen der dortigen wirtschaftlichen Probleme zu einem schmerzhaften Flop würde, hat sich als unbegründet erwiesen. In Russland, wo Tele2 mehr als die Hälfte seiner insgesamt 25,7 Mio. Kunden hat, wurde der leichte Geschäftsrückgang auf dem schwedischen Heimmarkt wettgemacht.

Die Zahl der Kunden im Mobilfunkbereich stieg im Jahresvergleich per Ende September um 3 Mio. auf 21,3 Mio. In Russland, wo Tele2 über Lizenzen für GSM (Global System for Mobile Communication) in 37 Regionen (davon zwanzig neue) mit über 60 Mio. Einwohnern verfügt, kamen allein im dritten Quartal dank der Marktlancierung in sieben Regionen 1,1 Mio. Neukunden hinzu.

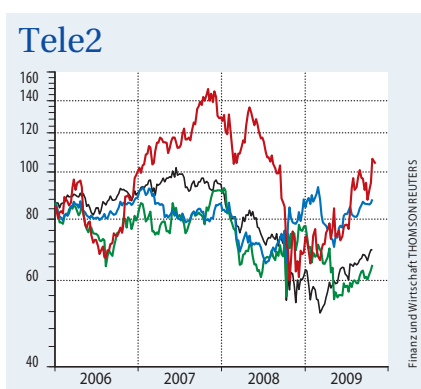
Im Jahresvergleich erweiterte sich die Kundenbasis in Russland um 1,8 auf 13,3 Mio. Konzernchef Harri Koponen ist zuversichtlich, dass Tele2 bis im ersten Halb-

jahr 2010 in allen zwanzig neuen Regionen operativ sein wird. In den ersten neun Monaten 2009 erhöhte sich der Umsatz in Russland rund 12% auf 5,45 Mrd. sKr. Der Ebitda nahm wegen der Anfangsverluste in den neuen Regionen lediglich 3% auf 1,78 Mrd. sKr. zu. Auf dem schwedischen Heimmarkt sank in der gleichen Periode der Umsatz 0,8% auf 8,46 Mrd. sKr., der Ebitda verbesserte sich aber leicht um 1,7% auf knapp 2,3 Mrd. sKr.

## Auf Wachstum eingestellt

Das Telecomunternehmen, das vor 23 Jahren unter dem Namen Comvik Skypport gegründet worden war und sich im Zuge der Markteröffnung in Europa vor allem als alternativer Mobilfunk- und Internetanbieter etablierte, ist ausser in Schweden und Russland auch in den Niederlanden (Neunmonatsumsatz von 5,1 Mrd. sKr.), Deutschland (2 Mrd.), Norwegen (2,5 Mrd.), Österreich (1,7 Mrd.), Litauen (1,3 Mrd.), Lettland (1,3 Mrd.), Estland (0,8 Mrd.) und Kroatien (1 Mrd.) aktiv. Durch den Verkauf der französischen Aktivitäten im laufenden Quartal, die im Zwischenbericht bereits nicht mehr zum fortgeführten Geschäft gezählt wurden, ist die seit 2007 vorangetriebene Portfoliobereinigung weitgehend abgeschlossen.

Der Leistungsausweis und die solide Bilanz – die Nettoverschuldung wurde per Ende September auf 3,95 Mrd. sKr. abgebaut – stimmen zuversichtlich, dass Tele2 den eingeschlagenen Wachstumspfad erfolgreich weitergehen wird. Die Aktien sind trotz der Erholung in diesem Jahr mit einem moderaten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10 bewertet. Die gute Position in Russland wird sich früher oder später in einer weiteren Beschleunigung der Gewinnentwicklung niederschlagen. Tele2 sind vor diesem Hintergrund nicht ausgereizt und bleiben kaufenswert.



## Unternehmenszahlen

in Mrd. sKr.	2008	2009 <sup>A</sup>	2010 <sup>A</sup>
<b>Bilanz</b>			
Bilanzsumme	47,1		
Eigenkapital	28,2		
Nettoverschuldung	5,0		
<b>Erfolgsrechnung<sup>1</sup></b>			
Umsatz	38,3	39,7	41,5
– Veränderung in %	–2	+4	+5
Ebitda	8,2	9,5	10,0
– Veränderung in %	+24	+16	+5
Gewinn	1,7	4,7	4,6
– Veränderung in %	–	176	–2
Branche	Telecom		
Anzahl Mitarbeiter	rund 6000		

## Aktienstatistik

	2008	2009 <sup>A</sup>	2010 <sup>A</sup>
Gewinn je Aktie in sKr.	3,82 <sup>1</sup>	10,70	10,50
KGW		10	10
Dividende in sKr.	5,00	6,00	6,00
Rendite in %		5,7	5,7
Börsenkap. in Mrd. sKr.		47,4	
– in % des Umsatzes		119	
– in % des Eigenkapitals		168	

<sup>A</sup>Schätzung <sup>1</sup>aus dem fortgef. Geschäft 1 sKr. = 0,15 Fr.

**Hauptaktionär:** Investment AB Kinnevik (Kapital 30,4%; Stimmen 47,6%)

**Analysten-Rating (auf 12 Monate)**  
Kaufen: 52% Halten: 20% Verkaufen: 28%  
Durchschnittliches Kursziel: 106,95 sKr.

## Ölpreis

«Der Ölpreis hat ein Jahreshoch erreicht. Treibende Kraft der Ölnachfrage sind die aufstrebenden Märkte und hier besonders Asien. Zusätzlich gewinnt der Lageraufbau in den OECD-Ländern an Fahrt. Die Internationale Energieagentur IEA sieht für 2010 bereits wieder ein Spitzenniveau wie vor der Krise. Damals stieg der Preis bis auf 150\$ je Fass. Seitdem hat sich auf der Angebotsseite nicht viel getan. Allerdings werden im laufenden Jahr die Investitionen um 20% gekürzt. Dies ist eine gefährliche Entwicklung, denn die Ölförderung wird aufgrund des Versiegens bisheriger Quellen immer aufwendiger. Es besteht also die Gefahr, dass die ohnehin sehr engen theoretisch freien Kapazitäten von ca. drei Mio. Fass pro Tag gar nicht verfügbar sind und zudem der hohe Auslastungsgrad von 96% nicht gehalten werden kann. Wir bleiben auf der Kaufseite und erwarten den Ölpreis im ersten Halbjahr 2010 über 100\$ je Fass.»

**DRESDNER BANK (SCHWEIZ)**

Vermögensverwaltungsbank  
Ein Unternehmen der Oetker Gruppe

## Unbefangen gut

Othmarstr. 8, 8008 Zürich  
Tel.: +41 (0)44 266 58 88  
[www.atlanticbank.ch](http://www.atlanticbank.ch)