

Smart Investor

www.smartinvestor.de

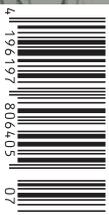
Value – vor der Wiedерentdeckung?!



Japan:
Fernost lockt mit
Wachstumswerten

Uran:
Aus dem Kern
kommt die Kraft

Compounder:
Gewinnen mit dem
Zinseszinsseffekt





10. Hamburger Mark Banco Anlegertagung

Weltfinanzsystem unter Quarantäne

Kapitalschutzstrategien in virulenten Zeiten

Referenten

Thomas Bachheimer,
Dr. Markus Elsässer,
Florian Homm,
Lars Kolbe,
Dr. Thorsten Polleit,
Volker Schnabel,
Martin Siegel,
Dimitri Speck

 **Freitag, 21.08.2020**

die Jubiläumskonferenz in Lübeck
von 10h bis 19h mit anschließendem
Roland Baader Abendessen

Verleihung der
ROLAND BAADER-Auszeichnung 2020 an
Dr. Markus Krall



Jetzt
informieren
& buchen!

Institut für Austrian Asset Management
www.ifaam.de · Telefon: 01 72 / 3 91 36 42



In Kooperation mit:

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

& **eigentümlich frei**

Reduzierte Seminarkosten für Abonnenten.

Ist Value out?



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Value galt lange Zeit als Königsdisziplin unter den Investmentstilen, und nicht wenige Anleger bekommen heute noch glänzende Augen, wenn sie darüber sprechen. Für manche ist Value geradezu eine „Religion“ und Warren Buffett ihr „Gott“. Eine mit Beispielen aus dem deutschen Nebenwertebereich angereicherte Einführung in die beiden Extreme innerhalb des Value Investing, nämlich die Stile Grahams und Buffetts, finden Sie ab S. 6. Wer es noch etwas weiter fassen will, sollte sich mit dem Thema „moderne Compounder“ beschäftigen – das ist sozusagen das „Value 3.0“. Ab S. 12 gehen wir anhand von drei Beispielen näher darauf ein.

Warren Buffett, der vermutlich erfolgreichste Investor aller Zeiten, konnte für die diesjährige Hauptversammlung von Berkshire Hathaway seine „Schäfchen“ leider nicht in das 40.000 Menschen fassende Kongresszentrum von Omaha einladen. Coronabedingt musste er die Aktionäre seiner Beteiligungsgesellschaft am 2.5. via Internetschleife über die vergangenen Entwicklungen informieren. Neben der menschenleeren Halle war noch etwas anderes bemerkenswert: Das „Orakel von Omaha“ war weit weniger zuversichtlich für die Börse, als man das sonst von ihm gewohnt ist – was selbstredend in der Pandemie bzw. den damit verbundenen Lockdown-Maßnahmen begründet war. So musste die 89-jährige Investmentlegende über einige Fehlgriffe berichten, die ihr die Anhängerschaft wohl vor einigen Monaten nicht zugestanden hätte. Insbesondere mit den Engagements bei amerikanischen Großbanken und vor allem Luftfahrtgesellschaften wurden enorme Verluste eingefahren (S. 10).

Überhaupt hat das Thema Value in den letzten Jahren an Überzeugungskraft verloren. Dies liegt insbesondere am Erfolg der Wachstumsaktien und hier wiederum

einiger weniger Techgiganten, die unter dem Akronym FAANG bekannt sind. In unserer Geschichte „Underperformance des Value-Effekts“ (ab S. 22) finden Sie die Quintessenz einiger Studien hierzu – samt Ausblick, wie es sich mit dem Auseinanderdriften von Value und Growth zukünftig verhalten könnte.

Dass Value nicht gleich Value ist, belegt unsere Fondsbetrachtung ab S. 30. Während der Weltindex (MSCI World) heute wieder auf dem Stand von vor drei Jahren notiert, ist die Spannweite der aufgeführten 16 Value-Fonds enorm: Sie reicht von -32% bis +21% – neun Fonds konnten den Index nicht schlagen, sechs aber sehr wohl, und teils auch sehr deutlich.

In der vorliegenden Ausgabe beschäftigen wir uns weiterhin mit dem Land der aufgehenden Sonne, denn die japanische Volkswirtschaft ist in den vergangenen Jahrzehnten einen ganz eigenen Weg gegangen. Unsere Gastautorin Natalie Vein sieht diesen als Blaupause für die Entwicklung für den Rest der Welt und bezeichnet ihn als „Japanisierung“. Davon abgesehen weist Nippon jede Menge an hochspannenden Aktien auf – sowohl aus dem Value- als auch aus dem Growth-Bereich –, welche wir Ihnen ab S. 16 bzw. 17 vorstellen.

Natürlich erwarten Sie noch zahlreiche weitere spannende Themen in dieser Ausgabe, bei deren Lektüre ich Ihnen Freude und viele neue Erkenntnisse wünsche.

Herzliche Grüße

Ralf Flierl

STABILITAS FONDS



Investieren in Edelmetalle. Mit den Experten.

Setzen Sie auf stabile Erfolgsgrößen. Die Edelmetalle Gold und Silber versprechen das größte Potential und bilden somit das Kerninvestment der Stabilitas Fonds.

Stabilitas Pacific Gold+Metals

Beste Goldminenaktien weltweit (A0ML6U)

Stabilitas Silber+Weißmetalle

Silber- und Weißmetallminen im Fokus (A0KFA1)

Stabilitas Special Situations

Spezialsituationen erkennen + nutzen (A0MV8V)

Ergänzt werden die Fonds durch Anlagen in den Sektoren Platin, Palladium, Basismetalle und Energie. Nutzen Sie das Expertenwissen und die langjährige Erfahrung von Martin Siegel und investieren Sie in die Stabilitas-Fonds.

WWW.STABILITAS-FONDS.DE

Stabilitas GmbH Tel.: +49.5222-795314
Wittenbreite 1 Fax: +49.5222-795316
32107 Bad Salzuffeln info@stabilitas-fonds.de

Bild: © Xero Limited



Bild: © Changereitpanthermedia.net

Märkte

- 6 Titelstory / Value-Strategien: Die inneren Werte
- 10 Titelstory / Veranstaltung: Berkshire Hathaways Hauptversammlung 2020
- 12 Titelstory / Moderne Compounder: Digitale Burggräben mit analogen Gewinnen
- 16 Japan: Jetzt muss es die Fiskalpolitik richten
- 17 Japanaktien: Ein unterschätzter Markt mit Potenzial

Hintergrund

- 20 Österreichische Schule: Japanisierung – der Weg des ökonomischen Hara-kiri; Gastbeitrag von Natalie Vein
- 22 Titelstory / Phänomene des Marktes: Underperformance des Value-Effekts
- 26 Politik & Gesellschaft: „Bei Corona gibt es heute nur Merkel oder Aluhut“; Gespräch mit Prof. Dr. Stefan Homburg, Leibniz Universität Hannover
- 28 Lebensart & Kapital – International: Finnland

Fonds

- 30 Inside: Value-Fonds
- 32 Analyse I: DNB Fund Nordic Equities A EUR; Gastbeitrag von Michael Bohn, Greiff Research
- 33 Analyse II: Schmitz & Partner Global Offensiv
- 34 Kolumne: ESG-Ungereimtheiten; Gastbeitrag von Dr. Christoph Bruns, LOYS
- 35 News, Facts & Figures: Geringes Minus

S. 12

Compounder

Die Grundidee klingt simpel: Man sucht nach Unternehmen, die eine hohe Kapitalrendite erwirtschaften. Aber damit nicht genug – diese Erträge sollen erneut zu hohen Kapitalrenditen reinvestiert werden und so für einen quasi eingebauten Zinseszineffekt sorgen. Ab S. 12 stellen wir Ihnen drei Aktien vor, denen wir hohes Potenzial zutrauen.

ab S. 16

Japan

Das Land der aufgehenden Sonne bietet eine Vielzahl von Wachstumsstorys mit attraktivem Chancen-Risiko-Verhältnis. Ab S. 17 stellen wir Ihnen ausgesuchte Einzeltitel vor und beleuchten die jüngsten Entwicklungen. In unserer Rubrik „Österreichische Schule“ wirft Gastautorin Natalie Vein einen kritischen Blick auf das gescheiterte Geldexperiment des Inselstaats, welches nun weltweit im Zuge von Corona Nachahmer findet (ab S. 20).

Titelstory: Value

S. 6, 10, 12, 22, 36

Die Value-Strategie ist vermutlich der Ansatz mit dem höchsten Ansehen in der professionellen Vermögensverwaltung – dennoch hinken Value-Aktien seit Jahren dem Gesamtmarkt und ganz besonders den Growth-Titeln des Technologiebereichs hinterher. Wir untersuchen ab S. 22, warum dem so ist, und gehen ab S.36 der Frage nach, was sich ändern müsste, damit es nicht so bleibt. Auch ist Value nicht gleich Value. Ab S. 6 behandeln wir verschiedene Value-Strategien, und ab S. 10 berichten wir von Berkshire Hathaways erster Online-HV – live aus dem Wohnzimmer. Welche modernen Compounder mit einem digitalen Burggraben für die Zukunft gerüstet sind, erfahren Sie ab S. 12.



Bild: © Rudolf Schruppler



ab S. 48

Uran

Ein massives Angebotsdefizit dürfte den Uranpreis weiter befeuern – erst recht angesichts der großen Bedeutung von Kernenergie bei der weltweiten Energieversorgung. Einen allgemeinen Überblick zum Uransektor liefern wir ab S. 48, wichtige Player im Markt stellen wir auf S. 50 vor und Gastautor David Waschnig nimmt auf S. 51 das kasachische Schwergewicht Kazatomprom genauer unter die Lupe.



S. 26, 60

Interviews

Mit dem Finanzwissenschaftler Prof. Dr. Stefan Homburg haben wir über den coronabedingten Lockdown, politische (Fehl-) Maßnahmen, die Rolle des Medienmainstreams und die weitreichenden gesellschaftlichen Kollateralschäden gesprochen (ab S. 26). Konkrete Einblicke in seinen Investmentansatz liefert Matthias Riechert von P&R Investment Management ab S. 60. Einzelne Aktien stehen dabei ebenso im Mittelpunkt wie generelle Überlegungen zu Timing, Reinvestitionen und dem Krisendauerthema Gold.

Research – Märkte

- 36 Das große Bild: Value – vor der Wiederentdeckung?
- 41 Löcher in der Matrix
- 42 Charttechnik: Wirecard
- 42 Intermarketanalyse
- 43 sentix Sentiment
- 43 Quantitative Analyse
- 44 Die GFA-Börsenampel®; Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch
- 45 Relative Stärke: Enorme Durchschlagskraft
- 46 Edelmetalle: Aufbruch in eine goldene Dekade
- 47 Marktmanipulation

Research – Aktien

- 48 Branche im Blickpunkt: Trendwende bei Uran eingeläutet
- 50 Uranaktien: „Strahlende“ Uranplayer
- 51 Aktie im Blickpunkt: Kazatomprom
- 52 Value: Europäischer Roadtrip
- 54 Musterdepot: Vorübergehend Stillstand
- 56 Buy or Goodbye: Veeva Systems und Deutsche EuroShop AG
- 58 Anleihen: Corporate High Yields schlagen Aktien

Potpourri

- 60 Interview: „Und was dann?“; Gespräch mit Matthias Riechert, P&R Investment Management
 - 62 Leserbrief: Über Steine der Weisen und Halbwertzeiten
 - 64 Buchbesprechung: „Spygate“
 - 66 Zu guter Letzt: ... und es ist erst Halbzeit
-
- 65 Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 10/2020

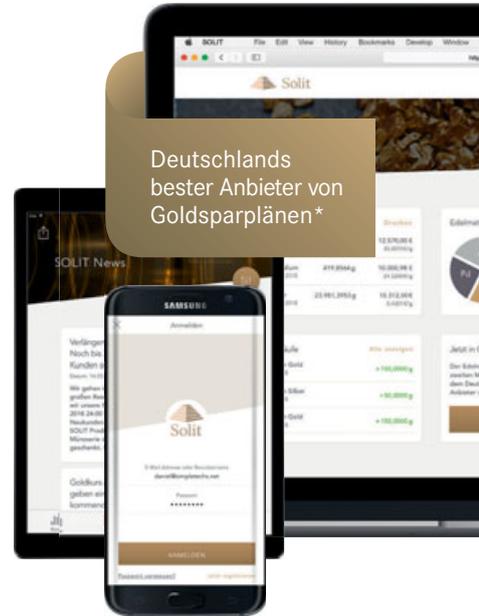


Solit

substanzoptimiert.
liquide.
transparent.

Die SOLIT App

Ihre Edelmetalle – stets im Blick und immer dabei



Deutschlands
bester Anbieter von
Goldsparplänen*

News: Jederzeit über Edelmetall-, Finanz-, Markt- und exklusive SOLIT-News informiert

Kurse: Edelmetallkurse und -ratios sowie Wechselkurse in Ihrer Wunschwährung in Echtzeit

Dashboard: Überwachen und verwalten Sie Ihren Edelmetallbestand flexibel und bequem.

Weitere Informationen unter
www.solit-kapital.de/solit-app



solit-kapital.de/apple



solit-kapital.de/google



* Gemäß Focus Money
Anbiertvergleich
2016, 2017, 2018, 2019
und 2020

Titelstory / Value-Strategien

Die inneren Werte

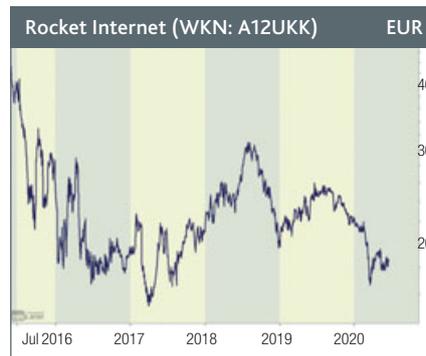
Value ist nicht gleich Value. Tatsächlich können Value-Strategien recht unterschiedlichen Prinzipien folgen, wie die beiden vielleicht berühmtesten Vertreter dieser Anlagephilosophie beweisen.

Wie alles begann

Der Schrecken des „Black Thursday“ und dessen verheerende Folgen beschäftigten Wirtschaftswissenschaftler bis heute. Ein Zeitzeuge war der US-Ökonom Benjamin Graham. Mitten in der großen Depression erschien sein Buch „Security Analysis“, welches zum Standardwert der Fundamentalanalyse und damit zu der von ihm begründeten Schule des Value Investing werden sollte. Graham befasste sich mit dem inneren Wert eines Unternehmens. Dieser „Intrinsic Value“, der anhand ganz unterschiedlicher Methoden ermittelt werden kann, bildet den Referenzkurs. Aus der Differenz des aktuellen Börsenkurses und dem inneren Wert ergibt sich die für das Value Investing entscheidende Sicherheitsmarge (Margin of Safety): Je größer diese ist, desto risikoärmer und somit attraktiver erscheint das jeweilige Investment. Eine negative Sicherheitsmarge deutet hingegen auf eine Überbewertung hin. Natürlich funktioniert dieses Konzept nur, wenn man unterstellt, dass Kapitalmärkte gelegentlich unvollkommen und ineffizient sind – andernfalls würde der innere Wert niemals vom jeweils aktuellen Aktienkurs abweichen.

NCAV vs. Buchwert

Nun stellt sich aber noch die Frage, auf welchem Wege man zum inneren Wert gelangen kann. Dafür bieten sich schließlich mehrere Ansätze an. Graham befasste sich lange mit dem Prinzip des „Deep Value Investing“. Diese Betrachtungsweise legt den sogenannten Net Current Asset Value (NCAV) einer Anlageentscheidung zugrunde, der den Versuch einer Annäherung an den wahren Liquiditätswert eines Unternehmens darstellt. Dafür werden von dem in der Bilanz ausgewiesenen Eigenkapital die langfristigen Vermögenswerte



abgezogen. Die Idee basiert auf der Beobachtung, dass im Fall einer Liquidation wesentliche Vermögenswerte wie Maschinen und Vorräte oftmals nicht zu ihrem bilanziell erfassten Wert verkauft werden können. Aus diesem Grund sollte auf das Eigenkapital ein zusätzlicher Abschlag vorgenommen werden.

Selbst der NCAV-Ansatz hat jedoch mehrere Haken. Zum einen werden sich gerade in aufwärtsgerichteten Börsenphasen kaum Unternehmen finden, die unterhalb ihres NCAV notieren; zum anderen deutet ein solcher Befund oftmals auf tief greifende Probleme hin. So könnte das jeweilige Unternehmen wichtige Trends und Entwicklungen verschlafen und/oder eine hohe Verschuldung angehäuft haben. Beides würde die erwartete Kurserholung unwahrscheinlich machen.

Etwas offensiver ist im Vergleich dazu die Bewertung anhand des Buchwerts. Übersteigt dieser den jeweiligen Börsenwert, so deutet dies zumindest auf eine Unterbewertung hin. Als Anleger vergleicht man dazu die Marktkapitalisierung mit der Höhe des in der Bilanz erfassten Eigenkapitals. Eine zusätzliche Anpassung wie beim NCAV findet hier nicht statt.



Zwei Aktien nach Grahams Geschmack

Die Schwierigkeit, überhaupt Unternehmen zu finden, die gemäß der NCAV-Strategie kaufenswert wären, ist derzeit besonders groß. Auf dem heimischen Kurszettel erfüllt die Aktie des von Oliver Samwer gegründeten Start-up-Investors **Rocket Internet** zumindest ansatzweise das strenge NCAV-Kriterium. Wie ein Blick in die Bilanz des Berliner Internetinkubators zeigt, lag der NCAV zum Ende des ersten Quartals bei 2,3 Mrd. EUR. Dieser Wert ergibt sich, wenn vom Eigenkapital in Höhe von 3,8 Mrd. EUR die gesamten langfristigen Vermögenswerte über 1,5 Mrd. EUR abgezogen werden. Dem steht aktuell ein Börsenwert von rund 2,5 Mrd. EUR gegenüber. Da bei Rocket Internet aber auch unter den langfristigen Vermögenswerten liquidierte Finanzassets (Firmenbeteiligungen) von über 1 Mrd. EUR bilanziert werden, kann der NCAV durchaus auch höher angesetzt werden. Allein die liquiden Mittel der Beteiligungsgesellschaft summieren sich auf netto 1,9 Mrd. EUR. Dass Rocket Internet trotz des Fokus auf junge, wachstumsstarke Internet-Geschäftsmodelle ohne jede Prämie auf die Substanz bewertet wird, ist bemerkenswert. Immer wieder werden auch daher Delistingspekulationen laut. Samwer könnte versucht sein, das



Unternehmen von der Börse zu nehmen. Richtig ist, dass in der Vergangenheit fleißig eigene Aktien zurückgekauft und danach eingezogen worden sind. Zuletzt warnte Samwer vor den negativen Folgen der Pandemie auf das Portfolio. Bedenkt man, dass Beteiligungen wie die in vielen Emerging Markets tätige Global Fashion Group (IK) und der Onlinehändler Home24 eher von der Verlagerung des Einkaufsverhaltens ins Internet profitieren dürften, mag man die Vorstandsaussagen als bewusstes Tiefstapeln interpretieren. Wie bei fast allen Deep-Value-Investments scheint auch hier Geduld gefragt.

Gemäß NCAV käme die **MBB**-Aktie nicht infrage – zieht man jedoch nur den Buchwert als Kriterium heran, so wird aus dem Mid Cap plötzlich ein interessantes Value-Investment. Demnach liegt das bilanzielle Eigenkapital recht nahe am aktuellen Börsenwert der Beteiligungsgesellschaft. Konkret errechnet sich bei einem Kurs von 65 EUR ein Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 1,15. Ein solcher Wert nahe eins signalisiert ein in etwa faires Kursniveau; noch besser wäre aus der Sicht eines Value-Anlegers ein KBV von unter eins. Diese Regel gilt zumindest in „normalen“ Börsenphasen. Wenn jedoch die Märkte mit Liquidität regelrecht geflutet werden – Stichwort „Crack-up-Boom“ –, wird man Notierungen unter Buchwert zumindest bei fundamental gesunden Unternehmen kaum mehr finden. MBB ist eine vorbildlich geführte, mittelständisch ausgerichtete Unternehmensgruppe mit einer langen Erfolgsbilanz. Neben der finanziellen Stabilität, die in einer Nettoliquidität von über 170 Mio. EUR zum Ausdruck kommt, überzeugt die opportunistische Beteiligungsstrategie der Berliner. Zu MBB gehören u.a. der Energieinfrastrukturkonzern Vorwerk, der stark wachsende IT-Dienstleister DTS sowie der börsennotierte Automobilzulieferer Aumann, dessen starke Marktposition im Bereich E-Mobilität trotz Autokrise einen Turnaround verspricht. Ein Gespräch mit MBB-Vorstand Dr. Christof Nesemeier finden Sie in Ausgabe 6/2020.

Der Buffett-Ansatz

Ohne Warren Buffett wäre wohl kein Artikel zum Thema Value Investing komplett. Der inzwischen fast 90-Jährige ist eine lebende Legende. Zusammen mit seinem kongenialen Mitstreiter Charlie Munger hat er das Prinzip des Value Investing über Jahrzehnte perfektioniert. Dabei baute er auf Grahams Theorie und dessen Studien auf. Das ist kein Zufall – immerhin lernte er Graham Anfang der 1950er-Jahre an der University of Columbia persönlich kennen. Am Ende wurde Graham zu Buffetts Lehrmeister. Doch statt Grahams Ideen eins zu eins zu übernehmen, entwickelte er

Tausende Chancen für Ihr Depot.

Ganz bequem bei Ihrer Bank.

Entdecken Sie die Portfolios erfolgreicher Anleger und holen sich deren Performance auch in Ihr Depot. In wikifolio-Zertifikate investieren und profitieren.

Ganz einfach. Bei jeder Bank.

[wikifolio.com](https://www.wikifolio.com)

Buffett schon damals seine eigene Value-Strategie, die zugleich das Fundament seiner Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway bildete. Anstatt auf sehr günstige Aktien zu setzen, so wie es Graham tat, baute er auf Qualitätsunternehmen. Diese lassen sich anhand mehrerer Kriterien herausfiltern: So sollten sie bereits über einen längeren Zeitraum positive Ergebnisse erzielt haben, was klassische Turnarounds ausschließt. Buffett bevorzugt Firmen mit einem verständlichen Geschäftsmodell, hohen Renditen auf das Eigenkapital, einer geringen Verschuldung und einem erfahrenen Management. Wichtig sind überdies Wettbewerbsvorteile, die im Bild des „Burggrabens“ (englisch: „Moat“) zum Ausdruck kommen. Zur Berechnung des inneren Werts greift Buffett auf die „Owner Earnings“ zurück. Dabei handelt es sich – stark vereinfacht – um Abschreibungen und alle nicht um cashwirksame Änderungen bereinigten Gewinne. Auch Änderungen im Nettoumlaufvermögen haben einen Einfluss auf die Owner Earnings. Buffett schaut somit nur auf die Gewinne, die auch tatsächlich zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.

Nebenwerte mit Buffett-Siegel

Nehmen wir einmal an, Buffett würde sich unter deutschen Small- und Mid Caps nach Investmentgelegenheiten umsehen – die Wahrscheinlichkeit wäre recht hoch, dass der Verkehrstelematikanbieter **IVU** (IK) für ihn infrage käme. Seit der Gründung im Jahr 1976 haben sich die Berliner eine führende Position im Bereich Software und IT-Lösungen für den ÖPNV und die Transportlogistik erarbeitet. Aus Buffetts Sicht besonders wichtig: Der für IVU relevante Markt wächst verlässlich und weitgehend konjunkturunabhängig, da Trends wie die Digitalisierung der Verkehrsbetriebe und der geförderte Umstieg auf umweltfreundliche Mobilität erst an ihrem Anfang stehen. Bei Ausschreibungen tritt



die Gesellschaft meist nur noch gegen einen oder zwei Wettbewerber an. Gerade dies deutet auf besagten Burggraben hin. Zuletzt erhielt man den Zuschlag für einen Großauftrag der Basler Verkehrsbetriebe und für ein Großprojekt in Slowenien. Auch für Elektrobusse hat IVU eine Komplettlösung im Angebot. Für einen Laien wie Buffett mag dabei nicht immer jedes Detail verständlich sein – darauf kommt es aber auch nicht an. Vielleicht sollten sich Anleger lieber das von Vorstandschef Martin Müller-Elschner auf der Hauptversammlung gewählte Beispiel ins Gedächtnis rufen.

Danach Sorge IVU bei vielen Verkehrsbetrieben für die „Ablösung von Papier und Bleistift und Excel“. Schließlich dürfte Buffett Gefallen an IVUs blitzsauberer Bilanz und am weiterhin hohen finanziellen Engagement der Gründer finden. Angesichts dessen erscheint die Bewertung der Aktie (KGV: 19) noch moderat.

Eine große Schwäche hat Buffett auch für Finanzwerte. Aber nicht allein deshalb passt der MDAX-Titel **Grenke** in sein Beuteschema: Als Leasinganbieter vor allem für kleinere und mittlere Unternehmen sowie Selbstständige hat sich die Gesellschaft in den vergangenen Jahren eine führende Marktposition in Europa aufgebaut. Neben Büroausstattung wie Notebooks und Kopierer bietet man aber auch Medizintechnik und andere Maschinen/Anlagen

zum Leasing an. Längst ist Grenke auch weltweit aktiv. Die recht risikoarme Gründung neuer Landesgesellschaften nach dem Prinzip der „Zellteilung“ hat sich dabei bewährt. Für Buffett ist die Verlässlichkeit der Ergebnisse von großer Bedeutung. Grenkes Return on Equity liegt seit vielen Jahren beständig im prozentual zweistelligen Bereich, und als Marktführer profitiert man zusätzlich von Skaleneffekten und seiner effizienten Kostenstruktur – beides sorgt für den von Buffett gewünschten Wettbewerbsvorteil. Auch das Versprechen einer stabilen Ausschüttung hielt der erfahrene Vorstand trotz Corona ein.

Fazit

Ganz egal, welche Value-Philosophie man verfolgt – ein eigenes Research und eine detaillierte Fundamentalanalyse sind stets notwendig für den Erfolg. Wie Buffett und Graham beweisen, sind darüber hinaus Geduld und Selbstbewusstsein gefragt. Nur dann lassen sich frühzeitig Werte entdecken, die von den meisten Anlegern übersehen werden.

Marcus Wessel

Hinweis:

Eine wissenschaftliche Abhandlung darüber, ob Value Investing nach Jahren der Underperformance noch zeitgemäß ist, finden Sie ab S. 22.

Kennzahlen der vorgestellten Aktien												
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2019**	Umsatz 2020e**	EpS 2020e	EpS 2021e	KGV 2020e	KGV 2021e	KBV	Div. 2019	Div.-Ren. 2019
Grenke [DE]	A161N3	70,30	3,3	580	620	1,55	2,60	45,4	27,0	2,7	0,80	1,1%
IVU [DE] (IK)	744850	15,25	0,3	89	98	0,69	0,75	22,1	20,3	5,0	0,16	1,0%
MBB [DE]	A0ETBQ	63,60	0,4	592	670	1,89	2,45	33,7	26,0	1,1	0,70	1,1%
Rocket Internet [DE]	A12UKK	18,40	3,4	67	89	neg.	neg.	n.ber.	n.ber.	0,9	0,00	0,0%

*) in Mrd. EUR; **) in Mio. EUR

Quellen: eigene Schätzungen, onvista



ENERGIE

PRODUKTION



Profitieren Sie vom Zukunftstrend Künstliche Intelligenz

Künstliche Intelligenz ist der Schlüssel zur erfolgreichen Digitalisierung. PSI gestaltet den Wandel in den Bereichen Energie und Industrie mit innovativen KI-Anwendungen und wird damit stark von diesem Trend profitieren.

» www.psi.de

ISIN: DE000A0Z1JH9 WKN: A0Z1JH Kürzel: PSAN

Software für Versorger und Industrie

PSI

Titelstory / Berkshire Hathaways Hauptversammlung 2020

Sei nicht gierig, wenn die anderen nicht ängstlich genug sind

Ein vorsichtiger Warren Buffett hat dieses Jahr coronabedingt zu einem virtuellen „Woodstock der Kapitalisten“ eingeladen und gab seinen Aktionären eine Lektion in Sachen amerikanische Geschichte

Mit 89 und 96 Jahren zählen die Investorenlegenden Warren Buffett und Charlie Munger eindeutig zur Corona-Hochrisikogruppe. Um nicht nur sich selbst, sondern auch die schätzungsweise 40.000 Besucher des „Woodstocks der Kapitalisten“ zu schützen, kündigte Warren Buffett bereits im März an, die Hauptversammlung von Berkshire Hathaway in diesem Jahr rein virtuell zu veranstalten. Und so saß am 2.5. ein sichtlich angekratzter Warren Buffett in einer menschenleeren Halle. Charlie Munger war aus verständlichen Gründen vorsichtshalber ganz zu Hause geblieben. Lediglich Greg Abel, Chef der Energiesparte von Berkshire Hathaway, seit letztem Jahr offiziell Vizepräsident des Unternehmens und ein heißer Kandidat auf Buffetts Nachfolge, saß neben dem „Orakel von Omaha“. Im Rampenlicht stand aber lediglich Buffett selbst, der zunächst einmal zu einem 75-minütigen Parforceritt durch die Wirtschaftsgeschichte der Vereinigten Staaten ansetzte.

Enorme Bandbreite an möglichen Ergebnissen

Zuvor gab es allerdings die von vielen Anlegern sehnlichst erwartete Einschätzung des Altmeisters zur aktuellen Corona-Situation. Dabei blieb Buffett sich selbst treu: Er verfüge in Sachen Corona über exakt dasselbe Wissen wie alle anderen auch. Als der Virus ab Ende Februar begann, das öffentliche Leben auf den Kopf zu stellen, gab es nach seiner Analyse eine enorm weite Bandbreite der möglichen Ergebnisse – sowohl gesundheitlich als auch in Bezug auf die wirtschaftlichen Folgen. Nun sei klar, dass wir nicht den Best Case, aber auch nicht den Worst Case



Bild: © Christoph Karf

Das Woodstock der Kapitalisten eignete sich 2020 auch für Couch Potatoes ...

erhalten werden. Konsequenterweise nutzte Buffett daher auch die deutlich tieferen Kurse im März nicht, um aggressiv am Markt zu investieren. Man könnte fast das Gefühl haben, dass es ihm und Charlie Munger in dieser Phase primär um das Bewahren ihres Lebenswerks ging und die beiden daher nicht gewillt waren, dieses basierend auf einer unmöglichen Prognose zu riskieren. Auch der Rat von Buffetts Freund Bill Gates und dessen zeitweise recht pessimistischen Prognosen zum Coronavirus dürften zu dieser eher vorsichtigen Haltung beigetragen haben.

Enttäuschte Hoffnungen

Die Hoffnungen vielzähliger Anleger wurden damit klar enttäuscht: Berkshire sitzt Stand heute auf rund 137 Mrd. USD Cash. Ergaben sich 2008 noch zahlreiche Gelegenheiten, die Liquidität in attraktive

Deals wie mit Goldman Sachs oder General Electric zu investieren, läutete das Telefon diesmal so gut wie nicht. Die Federal Reserve hatte die für kurze Zeit fast vollständig geschlossenen Kreditmärkte mit ihren Aktionen innerhalb weniger Wochen wieder geöffnet. Die wenigen Unternehmen, die sich zuvor für Berkshires Geld interessiert hatten, konnten sich so zu Konditionen refinanzieren, die Buffett ihnen niemals gegeben hätte. Traditionell schlägt er dann zu, wenn alle anderen von Panik erfasst werden – diesmal scheint sie ihm nicht hinreichend ausgeprägt gewesen zu sein. Klar ist jedoch auch, dass er eine Gesundheitskrise wie die aktuelle definitiv nicht zu seinem „Circle of Competence“ zählt. Mit dem Verkauf der Airline-Aktien korrigierte er lediglich eine Fehlentscheidung, denn die vielen Milliarden an Corona-Hilfen für diese Branche sind im Vorrang

vor den Aktionären. Selbst wenn sich das Geschäft der Airlines stabilisiert, wird es vermutlich viele Jahre dauern oder eine riesige Verwässerung der Altaktionäre benötigen, bis diese Summen zurückgezahlt sind.

Heute ist besser als gestern

Etwas zu weit geht auch die Interpretation diverser Buffett-Auguren, die Anfang Mai einen nie dagewesenen Pessimismus aus dessen Worten herausgehört haben wollen. Buffett war selbst am Höhepunkt der Krise mit rund 175 Mrd. USD am Aktienmarkt investiert, zu rund einem Drittel in Bankaktien – dies ist nicht das Portfolio eines langfristigen Pessimisten, sondern eines stoischen Realisten. Genau das versuchte er seinen Aktionären schließlich auch mit seiner „Geschichtsvorlesung“ nahezubringen. Kernbotschaft war der Rat, niemals gegen die USA zu wetten. Wer sich aussuchen könnte, wo und wann er geboren würde, ohne dabei zu wissen, welches Geschlecht er habe, wie intelligent er sei oder welche speziellen Talente er besitze, würde stets die heutigen USA wählen, nicht das Jahr 1720, 1820 oder 1920. Die wechselvolle Geschichte der USA sei voll von Krisen, die jedoch allesamt bewältigt werden konnten – was nichts daran ändere, dass es temporäre Rücksetzer geben könne.

22 Jahre Wartezeit

So wie im Jahr 1929, neun Monate vor Buffetts Geburt, als der Dow Jones mit 381 Punkten seinen Höchststand vor der Weltwirtschaftskrise markierte. Es sollte schließlich bis 1951 dauern, also volle 22 Jahre, bis dieser Stand wieder erreicht wurde. Ein 1929 geborenes Kind würde bereits das College besuchen. Niemand wisse genau, was morgen passiert, auch in

der aktuellen Krise. Eine Prognose für den Aktienmarkt sei daher vollkommen unmöglich. Anleger sollten ihre Wetten vorsichtig platzieren – und dabei nicht ihr eigenes Wissen überschätzen. Nichts könne jedoch den langfristigen Fortschritt aufhalten. Buffett ist überzeugt, dass nicht alle Versprechen aus der Unabhängigkeitserklärung aus dem Jahre 1776 erfüllt seien, die amerikanische Gesellschaft aber entscheidende Fortschritte gemacht habe. Es liege jedoch ein weiter Weg vor den USA, eine noch wohlhabendere und gerechtere Gesellschaft zu kreieren. In der folgenden Fragen-und-Antworten-Runde gab es dann schließlich die eine oder andere Überraschung für die coronageplagten Berkshire-Aktionäre.

Erstaunliche Antworten

Beispielsweise seien die mittlerweile 137 Mrd. USD Bargeld in Berkshires Bilanz laut Buffett gar nicht so viel, denke man an mögliche Worst-Case-Szenarien. Der langjährige Aktionär dürfte sich angesichts dieser Antwort wundern, warum man dann jahrelang auf der Suche nach einer milliardenschweren Großakquisition gewesen ist – auch, als Berkshire deutlich weniger auf der hohen Kante hatte. Die Frage, warum im März nicht deutlich großvolumigere Rückkäufe getätigt worden seien, beantwortete Buffett ebenfalls mit einem seltsamen Statement: So sei der Discount auf den inneren Wert Mitte März nicht wirklich größer gewesen als unmittelbar vor dem Ausbruch der Corona-Krise. Auch dies lässt sich nur mit einer extrem vorsichtigen Haltung und eher zurückhaltenden Aussichten für die operativen Beteiligungen erklären. So dürfte beispielsweise der Wert des sogenannten Floats – also der dauerhaft von den Versicherungstöchtern im Namen der Versicherten verwahrten

Gelder – angesichts von Zinsen nahe null nicht mehr vorhanden sein. Buffett wörtlich: „Dies ist eine großartige Zeit, um Geld zu leihen, was bedeutet, dass es möglicherweise keine so großartige Zeit ist, um Geld zu verleihen.“

Was ist Berkshire wert?

Den Aktionären dürfte vieles von dem, was sie Anfang Mai von Buffett gehört haben, gar nicht geschmeckt haben. Zumindest legt dies die deutliche Underperformance der Aktie in den letzten Wochen nahe. Prominente Investoren wie Wall-Street-Titan Bill Ackman haben sich überraschenderweise sogar von ihren Berkshire-Papieren getrennt. Umso wichtiger ist es, sich ein realistisches Bild davon zu machen, was die Aktie tatsächlich wert ist – idealerweise im Rückgriff auf die Bewertungsmethode, die Buffett indirekt selbst in seinen Aktionärsbriefen empfohlen hat. Dabei werden die drei Säulen Cash, Aktienportfolio und Wert des operativen Portfolios zu einem Wert kombiniert (siehe Tabelle). Legt man die bereits von Corona gezeichneten Zahlen zum ersten Quartal zugrunde, ergibt sich ein Discount der Aktie von ca. 20% zum inneren Wert – dies ist jedoch die pessimistische Schätzung. Unterstellt man seitdem ein 20%-Kursplus für das Aktienportfolio und ein etwas optimistischeres Szenario für die operativen Erträge, ergibt sich ein Discount von knapp 30% oder ein Upside von knapp 40%. Seit der Finanzkrise war die Aktie nie mit einem solchen Abschlag zu kaufen.

Fazit

Die erste virtuelle Berkshire-Hauptversammlung hatte es in sich, insbesondere aufgrund der ungewöhnlich pessimistischen Töne Buffetts. Genau genommen prophezeite dieser jedoch keinen Untergang, sondern er sagte lediglich, dass er keine Ahnung habe, wie er die aktuelle Situation bewerten solle. Was für ein wohlthuender Realismus, angesichts der Vielzahl der sich selbst überschätzenden Experten, von denen es an der Wall Street gerade so wimmelt. Eins stellte jedoch auch Buffett klar: Sollte ein attraktiver Deal um die Ecke kommen, würde auch er nicht nein sagen. ■

Christoph Karl

Intrinsischer Wert von Berkshire Hathaway à la Buffett		
	Q1/2020*	Schätzung*
Wert des Aktienportfolios	180,782	216,938
Cash	137,263	137,263
12x operatives Ergebnis	346,848	390,000
- latente Steuern auf Aktienportfolio	-52,571	-63,0852
Summe	612,322	681,116
je B-Aktie (in USD)	251,98	280,29
je B-Aktie (in EUR)	223,16	248,23
Upside vom aktuellen Kurs	39,8%	55,5%
Discount zum NAV	-28,4%	-35,7%

* in Mrd. USD

Quelle: eigene Recherche

Titelstory / Moderne Compounder

Digitale Burggräben mit analogen Gewinnen

Kommt die Gewinnmaschine einmal ins Rollen, kennt sie in digitalen Sphären kaum mehr ein Halten. Ideal für Anleger, die sich zutrauen, diese modernen „Compounder“ zu identifizieren.

Value Investing – was ist das überhaupt? Der junge Warren Buffett hatte noch nach sogenannten Zigarrenstummeln gesucht: Unternehmen, die einer auf der Straße liegenden Zigarre gleichen. Diese schmeckt zwar möglicherweise nicht besonders gut, ermöglicht aber ein paar kostenlose Züge. Ein paar Jahrzehnte später – u.a. bedingt durch den Einfluss von Charlie Munger – war schließlich auch das Orakel von Omaha bereit, für Qualität einen gewissen Aufpreis zu zahlen. Besser ein gutes Unternehmen für einen fairen Preis als ein mittelmäßiges Unternehmen zu einem günstigen Preis, das war nun sein Motto. Mit einer einleuchtenden Begründung: Während bei „Zigarrenstummeln“ zwar möglicherweise der Dollar temporär für 50 Cent zu haben ist, besteht ein hohes Risiko, dass aus diesem Dollar später dennoch 90 oder gar 80 Cent werden. Gibt es einen echten „Compounder“ für 70 Cent auf den Dollar zu kaufen, muss dort jedoch noch lange nicht das Ende der Fahnenstange erreicht sein. Mit rasantem Wachstum kann dieser Dollar zukünftig auch zwei, drei oder mehr Dollar auf die Waage bringen. Noch viel mehr gilt dies in der modernen, digitalen Welt, in der Geschäftsmodelle maximal skalierbar sind und hohe

Unter einem „Compounder“ verstehen Value Investoren ein Unternehmen, das hohe Kapitalrenditen erwirtschaftet und diese Erträge erneut zu hohen Kapitalrenditen reinvestieren kann. Derartige Aktien bieten damit quasi einen eingebauten Zinseszinsseffekt.



Bild: © Wix.com, Inc

Reinvestitionen eine kontinuierliche Ausweitung des Burggrabens zur Folge haben. Drei digitale Compounder, die nur auf den ersten Blick überteuert wirken, möchten wir Ihnen im Folgenden vorstellen.

Sei ein Wixer

Bereits seit Jahren spürt der US-Investor Pat Dorsey Unternehmen auf, die nicht nur über einen enormen Burggraben verfügen, sondern diesen auch noch kontinuierlich ausweiten. Schon 2018 stieß der ehemalige Chef des Aktienresearch von Morningstar so auf die Aktie von **wix.com** (IK). Die Israelis sind Weltmarktführer im Geschäft mit cloudbasierten Homepage-Baukästen und deren Hosting. Den zumindest für deutsche Ohren gewöhnungsbedürftigen Namen nimmt das Unternehmen in einem eigenen Werbespot sogar selbst auf die Schippe (unter diesem Link zu finden: <https://www.youtube.com/watch?v=4AKDZmsy5yo>). Der Fokus von wix.com liegt darauf, Offlinebusiness in die Onlinewelt zu holen. Dazu dient nicht

nur ein modularer Baukasten, sondern auch diverse Add-ons, mit denen Kunden ihren Webauftritt aufwerten können, etwa Module für diverse Industrien wie z.B. Restaurants, Hotels oder Eventveranstalter. Damit kann beispielsweise ein Fitnessstudiobetreiber seine Internetpräsenz um ein Online-Buchungssystem und eine dazugehörige App ergänzen, ein Restaurant ein Bestellsystem integrieren oder ein Händler ein Shopsystem samt Zahlungsfunktion nutzen. wix.com nutzt ein sogenanntes Freemium-Modell: Die Kunden können das System in seinen Grundzügen gratis nutzen und später auf ein umfangreicheres Abo umsteigen. Neben dem Wix Editor für selbst erstellte Websites gibt es seit Kurzem mit Corvid by Wix ein umfangreicheres System für Agenturen, womit die Israelis nun direkte Konkurrenten der weitverbreiteten Open-Source-Software WordPress sind. Im Shoppingsegment ist durchaus vorstellbar, dass wix.com sich zunehmend zu einem Konkurrenten von Shopify mausert.

Dank der bestehenden Marktposition fließen knapp 40% des Umsatzes in die Produktentwicklung. Der „Moat“ der Plattform dürfte damit auch in den kommenden Jahren weiter zunehmen. Wie „sticky“ das Geschäftsmodell ist, zeigen die Zahlen zum ersten Quartal: Im April, im Höhepunkt der Corona-Krise, konnte wix.com bei den bezahlten Abos im Vergleich zum Vorjahr um 207% zulegen; die Abos für das Shoppingsystem nahmen gar um 580% zu. Klar, dass so eine Aktie nicht wirklich „günstig“ daherkommt. Es braucht jedoch nicht allzu viel Fantasie, um die Zahlen besser einzuordnen. Unterstellt man für die nächsten Jahre ein dynamisches Umsatzwachstum von 15% oder gar 20% und reduziert den prozentualen Anteil der Entwicklungs- und Marketingaufwendungen (nicht die absoluten Zahlen!), wird schnell klar, dass es sich hier um ein Unternehmen handelt, das in einigen Jahren 500 Mio. USD und mehr verdienen kann. Bezogen auf die heutige

Marktkapitalisierung entspräche dies einem KGV von etwa 20. Die Rohmarge von mehr als 70% zeigt bereits heute auf, wie skalierbar das Geschäft ist. Wer sich mit dem Unternehmen befassen möchte, sollte zum Einstieg am besten selbst eine Homepage zusammenbasteln – schließlich wix heute ja fast jeder, wie es im Werbespot des Unternehmens so schön heißt!

Steuerberaters Schreck

Der digitale Schreck für hauptberufliche Erbsenzähler ist das neuseeländische Unternehmen **Xero**. Ähnlich wie bei wix ist die Buchhaltungssoftware des Unternehmens cloudbasiert und bietet die Integration von zusätzlichen Modulen für diverse Branchen. Der Markt für Buchhaltungssoftware ist traditionell sehr zersplittert und von regionalen Playern dominiert, die über das nötige steuerliche Know-how verfügen und die gesetzlichen Rahmenbedingungen kennen. In diese Nische stößt mit Xero nun ein weltweiter Player vor, der

Buchhaltung erstmals intuitiv und modular gestaltet: Beispielhaft hierfür ist eine Erweiterung, die sich speziell an australische Arztpraxen richtet und deren typische Vorgänge ideal abbildet. Zwar hat Xero selbst von vielen dieser Themen keine Ahnung – im Zweifelsfall gibt es jedoch einen lokalen Anbieter, der dieses Wissen auf der Plattform anbietet. Auch bestehen Erweiterungen für Amazon-Händler, Lohnkostenabrechnung, Zahlungsabwicklung, Reisekostenabrechnung und vieles mehr. Während es sich die Konkurrenten über viele Jahre in ihren Nischen gemütlich gemacht haben, hat Xero mit seinem System die Buchhaltung aus der Sicht der Kundenbedürfnisse neu gedacht. Der Vorsprung dürfte in den kommenden Jahren weiterwachsen – erst recht, wenn die Neuseeländer die Möglichkeiten der künstlichen Intelligenz voll ausspielen, die sich aus den riesigen Datenmengen ergeben, die das Unternehmen verarbeitet. Sollten sich Prozesse damit weiter automatisieren lassen, greift Xero unmittelbar ▶

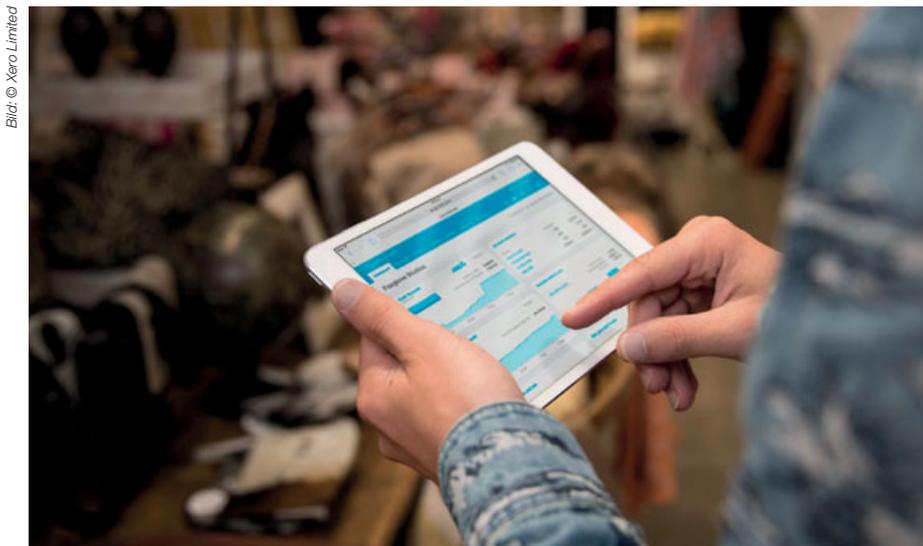
Anzeige

Handverlesen investieren.

Scherzer & Co. AG

www.scherzer-ag.de

© Bild: U. Hardberck - Fotolia.com



die Branche der Buchhalter und Steuerberater an, die es sich in ihrem relativ geschützten Biotop ebenfalls gemütlich gemacht haben.

Auch ein Qualitätsunternehmen wie Xero gibt es freilich nicht zum Schnäppchenpreis. Mit dem rund 17-Fachen des erwarteten 2020er-Umsatzes bewegt sich die Bewertung in Regionen, die vielen Value-Fans Bauchschmerzen bereiten dürften. Allerdings ist Xero verglichen mit einigen US-amerikanischen Software-as-a-Service-Unternehmen eher moderat bewertet. Wie dynamisch es aktuell läuft, zeigt das enorme Kundenwachstum: Zum 31.3.20 hatten knapp 2,3 Mio. Abonnenten die Software abonniert, was einem Plus von 25% zum Vorjahr entspricht. Anhand der Erfahrungswerte erwartet Xero mit diesen Kunden in den nächsten Jahren Umsätze von 5,5 Mrd. USD (!). Stark ist das Unternehmen bislang vor allem in seinen Heimatmärkten in Neuseeland und Australien; in Europa hat man vor allem Großbritannien in Angriff genommen. Global ausgerollt dürfte sich jedoch zeigen, welches Potenzial in der Plattform steckt. Die Rohmarge beträgt beachtliche 85% und

konnte 2019/20 sogar weiter gesteigert werden. Die größten Kostenblöcke stellen auch hier Marketing und die Weiterentwicklung der Plattform dar – beides GuV-wirksam, genau genommen aber eine zu kapitalisierende Investition. Sollte sich Xero tatsächlich zur Bedrohung aller Buchhaltungsdienstleister und Steuerberater entwickeln, haben wir es hier tatsächlich mit einem „Unicorn“ zu tun, um in Silicon-Valley-Jargon zu sprechen.

Zahlen = PayPal

Einen fast unüberwindbaren Burggraben rund um sein Geschäftsmodell hat auch der Zahlungsdienstleister **PayPal** errichtet. Die ehemalige eBay-Tochter ist heute quasi der Goldstandard für das digitale Bezahlen. Etwas per PayPal schicken ist unter jungen Menschen fast schon ein feststehender Ausdruck für „bezahlen“ – ganz anders als mit den bis heute im realen Leben praktisch nicht vorkommenden Kryptowährungen. Es dürfte an der einfachen Handhabung und dem enormen Lock-in-Effekt liegen, der greift, wenn die App des Unternehmens erst einmal auf dem Mobiltelefon installiert ist. Geldtransfers zwischen Privatpersonen werden zum größten Teil kostenlos

angeboten, was quasi als Marketing für das System zu verstehen ist. Im Gegenzug gehört es für Händler online fast schon zum guten Ton, Zahlungen per PayPal zu akzeptieren. Doch damit nicht genug: PayPal versucht zunehmend, die Größe seines Netzwerks unabhängig von der Zahlungsfunktion zu Geld zu machen. Diverse Onlineshops erfordern heute keine eigene Anmeldung mehr, sondern offerieren einen Login per PayPal. Damit fährt der Händler quasi Trittbrett auf dem Account des Zahlungsdienstleisters und bietet ein Einkaufserlebnis, das sich kaum von dem auf Amazon unterscheidet.

Die Zahlen sind selbst für die erfolgswöhnte Zahlungsdienstleistungsbranche beachtlich: PayPal erwirtschaftete im ersten Quartal einen Free Cashflow von 1,3 Mrd. USD; das abgewickelte Zahlungsvolumen wuchs um 19% und der Umsatz um 12%. 325 Mio. Menschen nutzen heute die Services des Unternehmens; 2020 dürften Zahlungen für weit mehr als 500 Mrd. USD abgewickelt werden. Natürlich ist all dies zum Neunfachen des Umsatzes und mit einem KGV von 93 für 2020 kein Schnäppchen. Für PayPal gilt jedoch das Denkmodell der „Moat-Attacke“: Je mehr Konkurrenten sich erfolglos daran abarbeiten, den Burggraben eines Unternehmens zu überwinden, umso stabiler ist derselbe. PayPal dürfte diesen Beweis in der hart umkämpften Zahlungsdienstleistungsbranche eindeutig erbracht haben.

Fazit

Moderne Compounder bieten beides: attraktives Wachstum, aber auch eine Bewertung, die mit den nächsten Wachstumsschritten der Unternehmen weiteren Spielraum eröffnet. Value-Anleger, die ihren Horizont erweitern wollen, sollten daher auch in diesem Teich fischen. ■

Christoph Karl

Moderne Compounder im Überblick											
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz* 2019	Umsatz* 2020	EpS 2019	EpS 2020e	EpS 2021e	KGV 2019	KGV 2020e	KGV 2021e
wix.com [IL] (IK)	A1W7AU	210,90	10.867	679	854	-1,53	-1,72	-1,21	neg.	neg.	neg.
Xero [NZ]	A1H4J8	54,00	7.668	318	413	-0,11	0,01	0,16	-494,5	4.698,0	348,0
PayPal Holdings [US]	A14R7U	147,58	173.111	15.868	18.008	1,85	1,54	2,54	79,9	96,1	58,0

*) in Mio. EUR; alle Angaben in EUR

Quellen: Ariva, Marketscreener, Unternehmensangaben



Smartbroker

Mein Broker von Deutschlands
größter Finanzcommunity.

Trading für 0 € pro Order!

Aktien • ETFs • Derivate

Jetzt ab 0 € pro Order!

Für weitere Informationen
mit dem Handy scannen:



www.smartbroker.de

**Online-Broker
2020**

Fonds & Sparpläne
Platz 1



Ausgabe 08/2020, 15 Online-Broker im Test

**Online-Broker
2020**

Gesamtwertung
**sehr gut
Smartbroker**



Ausgabe 06-08/2020, 15 Online-Broker im Test

**Bankentest
2020**

Brokerage
Platz 1



Ausgabe 05/2020, 33 Geldinstitute im Vergleich

justETF

„hervorragend“
★★★★★

ETF Sparplan 04/2020

ETF-Sparplan

SEHR GUT
Direktbanken



**ETF EXTRA
MAGAZIN**

Test 01/2020, extraETF.com

Broker-Test

SEHR GUT
Direktbanken



**ETF EXTRA
MAGAZIN**

Test 01/2020, extraETF.com

Japan

Jetzt muss es die Fiskalpolitik richten

Eine kompakte Bestandsaufnahme zur volkswirtschaftlichen Situation in Japan

Bonsai – eine über 800 Jahre alte Kunst der Reproduktion der Natur – ist in Japan sehr beliebt. Dabei geht es darum, Miniaturpflanzen zu züchten. Leider scheint diese Kunst auf die lokale Volkswirtschaft abgefärbt zu haben – denn Letztere ist fast schon seit Jahrzehnten geprägt von Mini-Wachstum, Mini-Zinsen und Mini-Inflation. Das Problem dabei: Während Miniaturisierung bei Bonsai als Erfolg gilt, stellt sie für die Wirtschaft eine Gefahr dar.

COVID-19 erschwert die Lage

Das sehen auch die Verantwortlichen in Japan so. Sie versuchen deswegen seit einer halben Ewigkeit mit hohem Einsatz, das Wirtschaftswachstum nachhaltig anzukurbeln und die Inflationsrate zumindest auf 2% zu hieven. Geklappt hat beides bisher nicht; dafür ist der Schuldenstand auf über 230% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und damit den höchsten Stand weltweit gestiegen.

Besserung ist dabei nicht in Sicht. Vielmehr sind die Herausforderungen zuletzt noch gewachsen: Im Sog der Corona-Krise sank das BIP im ersten Quartal 2020 auf das Jahr hochgerechnet um real 2,2%. Das war zwar besser als befürchtet, aber die weltweit drittgrößte Volkswirtschaft war schon im Schlussquartal 2019 wegen einer Erhöhung der Mehrwertsteuer geschrumpft, sodass man sich in einer Rezession befindet. Im Kampf gegen die Pandemie setzt die Politik auf ein Fiskalpaket. Damit kann sie laut DZ Bank zwar die trübe Stimmung aufhellen, aber nicht alle Konjunkturprobleme lösen. Daher prognostiziert man dort für dieses Jahr einen BIP-Rückgang um 5,5%.

Markt befürchtet erneut eine Deflation

Darüber hinaus gibt Commerzbank-Analyst Thu Lan Nguyen Folgendes zu bedenken: „Die Corona-Krise hat die Position des Yen in seiner Sicherer-Hafen-Rolle nochmals gefestigt, da sie bewiesen hat, dass die Bank of Japan an ihrer effektiven Zinsuntergrenze angelangt ist. Denn sie ist eine der sehr wenigen Notenbanken, die ihren Leitzins, obwohl die Wirtschaft derzeit die schwerste Krise der Nachkriegszeit erlebt, nicht weiter gesenkt hat.“

Dafür sei – wie 2019 – die Finanzpolitik aktiv geworden. Die Regierung habe ein Fiskalpaket in Höhe von satten 20% des BIP verabschiedet; weitere Hilfen würden diskutiert. Die Staatsverschuldung werde somit weiter steigen. Auch wenn der fiskalische Impuls ordentlich ist, so hegt der Markt laut Nguyen dennoch erhebliche Zweifel, dass er hinreichend Schwung bringen wird. Ein Indikator hierfür seien die niedrigen langfristigen

Inflationserwartungen. Der Markt glaube also, dass Corona Japan in eine dauerhafte Deflation stürzt.

Krisenerprobte Unternehmen

Vergleichsweise gut steht Japan dafür aber immerhin in Sachen Arbeitslosenquote da. Im April stieg diese zwar auf 2,6% und damit den höchsten Stand seit Ende 2017 – das ist aber immer noch sehr niedrig und im internationalen Vergleich sogar hervorragend. Einen wichtigen Vorteil hat Japan zudem auf Mikroebene, nämlich die im Schnitt robusten Firmenbilanzen – denn die damals hoch verschuldeten Unternehmen fingen nach dem Absturz der Vermögenspreise ab dem Jahr 1990 an, erhebliche Mittel für schlechte Zeiten anzusammeln. Wie Capital Research vorrechnet, machten die Barreserven japanischer Unternehmen (exkl. Finanzsektor) im vierten Quartal 2019 ca. 49 % ihrer Verbindlichkeiten aus Schuldverschreibungen und Krediten aus. Das sei weit höher als die 23% bei Nicht-Finanzunternehmen in der Eurozone und die 12% bei US-Unternehmen.

Vielleicht ist das mit einer der Gründe dafür, dass sich der Nikkei 225 jüngst fast schon wieder bis an das Vor-Coronavirus-Niveau zurückkämpfen konnte. Allerdings ist beim Blick auf den Langfristchart vor allem zu konstatieren, dass dieser noch immer meilenweit entfernt vom Rekordhoch von 38.916 Punkten (Ende 1989) notiert. Damit zeigt das Beispiel Japans, dass eine ultra-expansive Geldpolitik nicht zwingend einen ungebremsen Börsenboom bewirken muss.

Jürgen Büttner

Volkswirtschaftliche Kennziffern zu Japan

	2018	2019	2020	2021
Volkswirtschaftliche Kennzahlen (in % ggü. Vorjahr)				
Bruttoinlandsprodukt	+0,3	+0,7	-5,5	+1,9
privater Verbrauch	+0,0	+0,2	-6,3	+1,7
Staatsverbrauch	+0,9	+1,9	+2,0	+2,4
Investitionen	+0,6	+1,3	-5,4	+1,3
Ausfuhren	+3,5	-1,6	-10,9	+1,6
Einfuhren	+3,7	-0,6	-5,9	+1,0
Inflationsrate	+1,0	+0,6	+0,0	+0,4
Arbeitslosenquote	+2,4	+2,3	+2,8	+2,4
Salden (in % des BIP)				
Leistungsbilanzsaldo	+3,5	+2,9	+0,2	+1,8
Budgetsaldo	-3,0	-2,9	-9,4	-3,0
Konsensus-Prognosen (Umfrage vom 11.05.2020)				
BIP-Wachstum		+0,7	-5,5	+2,4
Inflationsrate		+0,5	-0,4	+0,1

Quelle: DZ Bank

Japanaktien

Ein unterschätzter Markt mit Potenzial

Im Land der aufgehenden Sonne bevorzugt man nicht nur eine gesunde und gesellige Lebensart bei Sushi und Karaoke, sondern pflegt auch Wettbewerbsvorsprünge und stabile Bilanzen

Unternehmensgewinne sinken

Auch japanische Unternehmen spüren die COVID-19-Pandemie: Im kürzlich abgeschlossenen Fiskaljahr 2020 sanken die aggregierten Umsätze und Vorsteuergewinne um 1,3% und 16%. Nur 41% der gelisteten Unternehmen gaben einen Ausblick auf das laufende Fiskaljahr – und der war schwach. Es wird ein Rückgang beim Umsatz und Vorsteuergewinn in Höhe von 5% und 15% erwartet.

Geld- und Finanzpolitik halten dagegen

Unterstützung beim Kampf gegen die Corona-Krise kommt von der Geldpolitik. So kündigte Zentralbankchef Haruhiko Kuroda weitere Lockerungen an – dazu will er Kreditprogramme ausweiten, Zinsen senken und vermehrt risikoreiche Vermögenswerte kaufen. Außerdem steuert die Fiskalpolitik mit einem Konjunkturpaket in Höhe von mehr als 230 Bio. JPY (ca. 1,9 Bio. EUR) beträchtliche Summen bei. Die riesige Finanzspritze entspräche 40% der Wirtschaftsleistung. Seit mehr als vier Jahren ist Japans Wirtschaft erstmals in eine Rezession gefallen und im ersten Quartal um 3,4% abgesackt.

Attraktive Bewertung, Bilanzqualität und Wachstum

Japans Unternehmen sind im internationalen Vergleich günstig bewertet: Sie notieren auf Basis der reduzierten Erwartungen mit einem KGV von nur 16. Im Gegensatz dazu liegt das geschätzte KGV in den USA bei mehr als 25 – mit zum Teil deutlich höherer Verschuldung. Die Japaner finanzieren sich dagegen überwiegend mit Eigenkapital, operativem Cashflow und kurzfristigen Finanzierungstiteln. Die Aktienrückkäufe fielen relativ niedriger aus: So wurden 2018 Aktien im Wert von 5,6 Bio. JPY (ca. 46 Mrd. EUR) und 2019 für 7,8 Bio. JPY (ca.

65 Mrd. EUR) zurückgekauft. Für 2020 erwarten Analysten deutlich geringere Rückkäufe. Im April lagen diese 83% unter dem Vorjahresniveau. Die Unternehmensauswahl sollte sich auf Firmen mit einer soliden Bilanz konzentrieren, deren langfristiges Wachstumspotenzial von strukturellen Veränderungen profitiert, wie Digitalisierung, 5G, Automatisierung, Klimawandel, Zunahme des Dienstleistungssektors und Demografie. Von den im Folgenden vorgestellten Werten befinden sich neben SMC Corp. und Nidec auch die Papiere von Shin-Etsu Chemical und GMO Payment Gateway im Portfolio von Fondsmanagerin Taeko Setaishi. Die vom Autor oder anderen Redakteuren gehaltenen Aktien aus diesem Artikel sind mit IK gekennzeichnet.

Grundsolider Automatisierer

1959 gegründet, fokussiert sich die **SMC Corp.** aus Tokio auf Pneumatikkomponenten und Automatisierung. Das Unternehmen adressiert neben der Automobil-, Elektro- und Medizinindustrie auch Verpackungs- und Lebensmittelhersteller. Zu den Triebfedern zählen Internet of Things, Cloud, Industrie 4.0 wie auch 5G, flankiert durch die Nachfrage nach umweltfreundlichen Produkten wie E-Fahrzeugen oder energie- und ressourcenschonenden Produkten. Der Erfolg spricht für SMC – das Unternehmen hält weltweit mehr als 30% des Markts und ist in Japan mit mehr als 60% führend. Die Eigenkapitalquote von knapp 90% und die üppige operative Marge bei durchschnittlich knapp 30% zeugen von Stabilität. Die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung belaufen sich auf ca. 4% des Umsatzes – Tendenz steigend. Asien gilt als Wachstumsmotor. Die umfangreiche Cashposition ist die Basis für den Expansionskurs in aussichtsreiche Regionen



Bild: © Changared/panthermedia.net

wie Vietnam oder Tianjin. Ein neues Werk in Vietnam soll Effizienzvorteile und eine steigende Wettbewerbsfähigkeit generieren. Der Aktienkurs erreichte im April neue Allzeithochs und setzt den seit 2009 etablierten Aufwärtstrend fort.

UN-Nachhaltigkeitsziele fest im Blick

Shin-Etsu Chemical, gegründet im Jahre 1926, hat sich zum führenden Chemieunternehmen in Japan entwickelt und ist weltweit an der Spitze in der Produktion von PVC für die Herstellung von Rohren, Fensterrahmen und Bodenbelägen oder auch Gewächshäusern, um nur einige Beispiele zu nennen. Außerdem produzieren die Tokioter Wafer für die Halbleiterbranche und bieten Silikone, u.a. für Kontaktlinsen sowie synthetische Quarze – beispielsweise für die DNA-Analyse. Seltene Erden finden ihren Einsatz in E-Mobilen und Spezialchemikalien, etwa in Form von Cellulose-Derivaten, in der Abgasreinigung. Der innovative Konzern investiert ca. 3,5% seines Umsatzes in Forschung und Entwicklung und wurde bereits mehrfach von Clarivate Analytics ausgezeichnet. Seine Produkte sind effizienzsteigernd, umweltfreundlich und ressourcenschonend. Vor allem der Halbleiterbereich – getrieben durch die steigende Nachfrage nach elektronischen Geräten, wie PCs, Tablets, Smartphones, Fernsehgeräten oder Navigationssystemen – sorgt für Wachstum. Mit seiner relativ hohen Profitabilität und soliden Eigenkapitalquote ▶

von mehr als 82% ist Shin-Etsu von internationalen Ratingagenturen top bewertet. Die Dividende ist in den letzten fünf Jahren regelmäßig erhöht worden und beträgt auf Basis der 2020er-Schätzungen ca. 2%.

In der Krise einen kühlen Kopf bewahrt
Daikin Industries ist Japans größter Hersteller von Klimaanlageanlagen und Marktführer auf dem Gebiet der Wärmepumpentechnologie. Außerdem produziert das Unternehmen chemische Produkte und Filter. Gegründet 1924 und beheimatet in Osaka, ist Daikin weit über die Landesgrenzen hinaus erfolgreich. Die Wärmepumpen sind für ihre hohe Qualität wie auch für ihre Effizienz bekannt und liegen voll im Trend der Energiewende. Die solide Eigenkapitalquote von mehr als 50% und Kostendisziplin verleihen dem Unternehmen Stabilität. Der Aktienkurs ist im März bereits wieder auf neue Allzeithochs vorgestoßen und setzt seinen seit 2012 etablierten Aufwärtstrend fort.

Scharfe Konturen in Nischen

HOYA erwirtschaftet zwei Drittel seines Umsatzes im Segment „Lifecare“, wobei der Löwenanteil auf Brillengläser und Kontaktlinsen entfällt. Daneben werden medizintechnische Anwendungen vermarktet, z.B. Endoskope, Intraokularlinsen und Implantate. Das letzte Drittel des Umsatzes entfällt auf den IT-Bereich, u.a. auf optische Gläser und Laserzubehör sowie Fotomasken für integrierte Schaltkreise, LCDs sowie Glasscheiben für Festplattenlaufwerke. Die Strategie besteht darin, mit innovativen Lösungen in Nischen hohe Marktanteile zu besetzen. So erwirtschaftet das Unternehmen mehr als 30% seines Umsatzes mit marktführenden sowie immerhin 44% mit zweitplatzierten Produkten. Profitabilität, Stabilität und Wachstum gehen dabei Hand in Hand, was sich in der Eigenkapitalrentabilität von fast 20% zeigt.

Auftrag: Gesundheit

Chugai Pharmaceutical blickt auf eine lange Tradition zurück. Das 1925 in Tokio gegründete Unternehmen expandierte weltweit und eröffnete hierzulande 1998 sein Büro in Frankfurt. Schwerpunkte sind Onkologie, Hämatologie und Rheumatologie sowie Knochenstoffwechsel. 2002

Atlantis Investment Research Co.

Fondsmanagerin Frau Taeko Setaishi ist Direktor bei Atlantis Investment Research Co. (AIRC), einem eigentümergeführten Fondsberater, und managt u.a. den Atlantis Japan Opportunities. Als Analyst steht ihr Robert Burghart, ebenfalls Direktor bei AIRC, zur Seite. Der aktive Managementansatz fokussiert traditionell Wachstumswerte, womit tendenziell kleine und mittlere Unternehmen überwiegen. Mithilfe des eigens entwickelten Analyseprozesses und des stringenten bottom-up-getriebenen Stock-Pickings gelang dem Atlantis Japan Opportunities seit seiner Auflegung im Jahre 2003 eine deutliche Outperformance gegenüber dem TOPIX.



Taeko Setaishi favorisiert das „junge Japan“, um mittelfristig am Wachstum zu partizipieren.

wurde die strategische Allianz mit dem Schweizer Pharmariesen Roche begründet, der mehr als 61% von Chugais Aktien hält. Weiteres Wachstum soll auch Hemlibra für die Behandlung von Hämophilie A (Blutkrankheit) und Tecentriq gegen kleinzellige Lungenkarzinome generieren. Mit innovativen Antikörper-Entwicklungstechnologien soll der Kreis um bisher nicht adressierbare Krankheiten erweitert werden. Der Einzug der Digitalisierung durch künstliche Intelligenz und die Verarbeitung von Daten aus der realen Welt soll die Effizienz erhöhen. Die Bilanz ist mit einer Eigenkapitalquote von mehr als 80% sehr solide; die operative Marge liegt bei ca. 30% und der Gewinn pro Aktie hat sich in den drei zurückliegenden Geschäftsjahren nahezu verdreifacht. Im selben Zeitraum wurde die Dividende von 52 auf 140 JPY angehoben. Die rückläufige Ausschüttungsquote gibt der Dividendenrendite in Höhe von aktuell mehr als 1% weiteres Potenzial. Die Eigenkapitalrendite lag bei knapp 20%. Das Papier befindet sich in einem seit der Lehman-Krise intakten und sich beschleunigenden Aufwärtstrend.

Neuausrichtung beschleunigt Wachstum

Im Rahmen zahlreicher Umstrukturierungen wurde 2019 die **Z Holdings Corp.** (vormals Yahoo Japan; IK) neu ausgerichtet. Neben dem Zusammenschluss mit Line (mobile Internetanwendungen) war die Integration in den SoftBank-Verbund ein Schwerpunkt. Künftig sollen die Kundenbestände aus Telekommunikation und Internetservicegeschäft miteinander verzahnt werden. Die effizientere Nutzung gemeinsamer Daten soll die Umsatzerzielung dynamisieren.

Das in der Vergangenheit hauptsächlich werbebasierte Geschäftsmodell wird um integrierte Marketing- und Fintechanwendungen sowie E-Commerce und bargeldloses Bezahlen erweitert. Die Planung sieht vor, den operativen Gewinn bis zum Fiskaljahr 2023 auf 225 Mrd. JPY (ca. 1,8 Mrd. EUR) voranzubringen, was einem jährlichen Zuwachs von durchschnittlich mehr als 10% entspräche.

Mit Optimismus in die Zukunft

Ein Slogan, der für die Philosophie von **Rakuten** steht. Auch hierzulande bietet der japanische Internetkonzern von den Standorten Bamberg und Berlin aus seine Dienstleistungen an und betreut in Deutschland mehr als 5.500 Händler. Weitere Dienstleistungen in Europa sind u.a. RakutenTV (Streamingservice), Rakuten Viber (Nachrichtendienst), Rakuten Europe Bank (lizenzierte Bank mit Sitz in Luxemburg) oder auch Rakuten Advertising (Onlinewerbung). Sponsorings mit dem FC Barcelona oder die Zusammenarbeit mit Lukas Podolski und seiner Stiftung für Kinder und Jugendliche sollen den Bekanntheitsgrad fördern. In den USA wurde dazu mit den Golden State Warriors ein Trikotsponsoring eingegangen. Rakutens Ecosystem umfasst auch E-Books, Reisen und Brokerage. Für eine mobile Cloudanwendung arbeitet der Konzern mit Intel zusammen. Der Einstieg in den japanischen Mobilfunknetzbetrieb ist aussichtsreich, aber auch mit Vorlaufinvestitionen verbunden. Der Umsatz ist im ersten Quartal um 18% auf 331,4 Mrd. JPY (ca. 2,7 Mrd. EUR) gestiegen; das Betriebsergebnis war negativ.

Pionier im japanischen Web

Das 1991 gegründete und in Tokio ansässige eigentümergeführte Unternehmen **GMO Internet** ist Japans führender Internetdomain-Registrierer und besetzt den größten Marktanteil als Server-Cloud-Provider sowie im Onlinebezahlen. Darüber hinaus ist GMO führend bei SSL-Verschlüsselungen. Das relativ stabile Segment der Internetinfrastruktur steuert mit über 11,4 Mio. Kunden mehr als 56% des Umsatzes bei. Im Onlinemedien- und -werbebusiness erwirtschaftet GMO ca. ein Fünftel seines Umsatzes; ebenso ist es im Bereich Onlinebrokerage aktiv (Nummer eins bei Währungen und Nummer sechs bei Wertpapieren). Das Segment Kryptowährungen (Mining und Handel) ist im Aufbau. Zur GMO-Gruppe gehören acht gelistete Unternehmen, darunter GMO Payment Gateway, deren anteilige Marktkapitalisierung in etwa der von GMO entspricht. Letztere hat sich auf bargeldloses Bezahlen spezialisiert. Die japanische Regierung ist bestrebt, den verbraucherseitigen Anteil bargeldloser Transaktionen von momentan ca. 20% bis 2025 auf 40% zu erhöhen.

Streaminggewinner

CyberAgent ist im Spiele- sowie im Medienbusiness präsent. Im Bereich Media wird neben der Webseite Ameba, der führenden Blogging- und Social-Networking-Seite, und der Dating-App Tapple auch AbemaTV betrieben, ein mehrheitlich gehaltener und

abonnentenbasierter Videoservice. Im Spielesegment entwickelt und betreibt CyberAgent Angebote für Smartphones. Darüber hinaus ist das Unternehmen als Internet-Werbeagentur tätig. Start-up-Finanzierungen runden das Geschäftsfeld ab. Der Streamingbereich profitierte zuletzt von „Stay at Home“: So legte die Abonnentenanzahl im ersten Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 68% auf 676.000 zu. Mittelfristig stehen die Weichen weiter auf Wachstum, welches der Investor allerdings mit einer relativ hohen Bewertung bezahlt.

Neue Akkus für mehr Dynamik

Shimano (IK) hat für diesen Sommer drei neue Akkus mit erhöhter Kapazität angekündigt. Die neuen Stromspeicher setzen die nahezu hundertjährige Tradition des Unternehmens aus Osaka fort, mit innovativen und qualitativ hochwertigen Produkten Kundenwünsche zu erfüllen. Weltweit produzieren mehr als 11.800 Mitarbeiter neben Fahrradzubehör, welches mit 80% den Löwenanteil am Umsatz stellt, auch Angelgeräte (ca. 20%). Etwa 40% tragen europäische Kunden zum Umsatz bei, gefolgt von asiatischen mit einem Drittel und 12% von japanischen. Käufer aus den USA stellen ca. 10% des Umsatzes. Bei Fahrradkomponenten besetzt Shimano mit geschätzt 80% Marktanteil die Führerschaft; Konkurrenten sind u.a. Campagnolo, SRAM und Bosch. Mit den

Fahrradkomponenten profitieren die Japaner von der E-Mobilität, die auch immer mehr zweckgebunden eingesetzt wird, beispielsweise für Auslieferungen. Außerdem ermöglicht die Stromunterstützung nicht nur die Überwindung größerer und bergiger Distanzen, sondern auch die Nutzung des Drahtesels älterer Menschen. Gesunderhaltung und ökologische Fortbewegung sind voll im Trend. Mit dem im Mai erfolgten Ausbruch aus einer seit 2015 bestehenden Range auf neue Allzeithochs reagiert der Kurs auch auf die gestiegene Nachfrage nach individueller Fortbewegung in Corona-Zeiten – insbesondere im Kernmarkt Europa, wo immer mehr fahrradfreundliche Wege entstehen.

Fazit

Die japanische Wirtschaft verbindet Tradition und Moderne. Trotz des erstarkten Yen setzen innovative Unternehmen ihren Siegeszug fort. Eine starke Bilanz erhöht die unternehmerische Flexibilität und die Wahrscheinlichkeit auf eine nachhaltige Dividende; die Anfälligkeit im Konjunkturzyklus sinkt. Die japanischen FANG-Aktien bieten eine Wachstumsstory mit attraktivem Chancen-Risiko-Verhältnis. Dies gilt auch für den japanischen Aktienmarkt als Ganzes, der in den zurückliegenden Jahrzehnten von ausländischen Investoren eher gemieden wurde und relativ niedrig bewertet ist. ■

Markus Frohmader

Kennzahlen der vorgestellten sowie weiterer Unternehmen aus Japan

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2018*	EpS 2019e	EpS 2020e	KGV 2019e	KGV 2020e	Div. 2019e	Div. 2020e	Div.-Ren. 2019	Div.-Ren. 2020
Toyota	853510	57,00	185.991	228.848	6,36	4,23	9,0	13,5	1,86	1,93	3,3%	3,4%
SMC Corp.	874794	472,00	31.798	4.603	13,77	15,18	34,3	31,1	3,61	3,83	0,8%	0,8%
Nidec Corp.	878403	56,50	33.690	11.589	0,87	1,60	64,9	35,3	0,49	0,51	0,9%	0,9%
Makita Corp.	856907	32,40	9.073	3.717	1,53	1,49	21,2	21,7	0,46	0,42	1,4%	1,3%
Kurita Water Industries (IK)	851119	24,00	2.789	1.844	1,50	1,43	16,0	16,8	0,53	0,55	2,2%	2,3%
Komatsu (IK)	854658	18,30	17.798	19.479	1,59	1,12	11,5	16,3	0,93	0,78	5,1%	4,3%
Shin-Etsu Chemical	859118	102,00	42.500	11.226	6,49	6,05	15,7	16,9	1,89	1,99	1,9%	2,0%
Daikin Industries	857771	140,30	41.124	17.839	5,65	5,72	24,8	24,5	1,38	1,45	1,0%	1,0%
Hoya Corp	856625	84,50	31.971	4.171	2,81	3,00	30,1	28,2	0,82	0,88	1,0%	1,0%
Daiichikoshoh	897103	28,00	1.603	1.101	1,84	0,85	15,2	32,9	0,96	0,96	3,4%	3,4%
Chugai Pharmaceutical	857216	142,00	79.475	4.515	2,47	3,34	57,5	42,5	1,20	1,34	0,8%	0,9%
Shimano (IK)	865682	173,20	16.059	2.711	4,80	5,27	36,1	32,9	1,33	1,26	0,8%	0,7%
Z Holdings Corp. (IK)	916008	4,18	20.158	6.987	0,14	0,08	29,9	52,3	0,07	0,07	1,7%	1,7%
Rakuten	927128	7,58	10.874	8.579	-0,20	-0,04	na	na	0,03	0,03	0,4%	0,4%
GMO Internet	925295	23,80	2.695	1.442	0,62	0,77	38,4	30,9	0,20	0,26	0,8%	1,1%
CyberAgent	936388	42,80	5.411	3.267	0,11	0,54	389,1	79,3	0,28	0,29	0,7%	0,7%

*) in Mio. EUR; alle Angaben in EUR

Quellen: onvista, Ariva

Österreichische Schule

Japanisierung – der Weg des ökonomischen Harakiri

Nun eifert die ganze Welt Tokios gescheiterten Geldexperimenten nach

Gastbeitrag von Natalie Vein



Natalie Vein hat Ökonomie mit einem speziellen Fokus auf Medien und Kommunikationswissenschaften studiert. In den letzten zehn Jahren hat sie weltweit (Monaco, Österreich, Schweiz, Belgien, Panama) als Beraterin sowohl im Finanz- und Privatbankensektor als auch für politische und Wohltätigkeitsorganisationen gearbeitet. Nach wie vor gilt ihr Interesse den Wirtschaftstheorien und ihrer sinnvollen Umsetzung.

Einsatz verdoppelt

Der globale wirtschaftliche Zusammenbruch, der durch die Lockdown-Maßnahmen anlässlich des Coronavirus ausgelöst wurde, veranlasste Zentralbanker auf der ganzen Welt, die Zinssätze zu senken und das System mit Tonnen von frischem Geld zu fluten. Während diese „Bazooka-Maßnahmen“ die Aufmerksamkeit der Medien erregt haben, sollte nicht vergessen werden, dass alle großen Zentralbanken bereits lange vor dem Auftauchen des Virus auf den Weg der geldpolitischen Lockerung eingeschwenkt waren. Schon viele Monate bevor wir überhaupt das erste Mal von COVID-19 hörten, waren Zinssenkungen und die Rückkehr zum Quantitative Easing (QE) bereits Teil der Börsenwirklichkeit – trotz ernsthafter Zweifel an deren Wirksamkeit und trotz ihrer Nebenwirkungen auf das Finanzsystem und die einfachen Bürger, denen sie einen realen, systemischen und wohl irreversiblen Schaden zufügten. Doch die bereits angerichtete massive Wertvernichtung und Pervertierung grundlegender ökonomischer Prinzipien scheint den Zentralbanken nicht länger zu reichen: Nun haben sie beschlossen, den Schaden noch einmal in einem unvorstellbaren Ausmaß zu vergrößern, indem sie in einem Ponzi-Währungssystem, das zu groß ist, um nicht zu scheitern, den Einsatz noch einmal verdoppeln.

Machen Sie es wie Japan

Der Begriff „Japanisierung“ bezeichnet die Entwicklung hin zu einer Wirtschaft, die sich trotz der außerordentlichen Maßnahmen der Zentralbank in einem Zustand chronisch schwachen Wachstums und anämischer Inflation oder sogar Deflation

befindet. Im Grunde ist es die ökonomische „Hölle“, in die sich Japan seit dem Platzen seiner gigantischen Finanzblase in den 1990er-Jahren hineinmanövriert hat. Die Bank of Japan (BoJ) erwies sich als echter Wegbereiter und Trendsetter, wenn es darum geht, mit avantgardistischen Geldkonzepten zu experimentieren. Sie versuchte buchstäblich alles und sie versuchte es als Erste – von Nullzinsen und gigantischen Anleihekäufen bis hin zu einem jahrzehntelangen Einkaufsbummel bei inländischen Aktien. Mittlerweile besitzt die BoJ die Hälfte aller ausstehenden japanischen Staatsanleihen und sie gehört bei 50% aller in Tokio börsennotierten Unternehmen zu den zehn größten Aktionären. Allerdings gibt es ein eklatantes Problem mit diesem Ansatz: Er funktioniert nicht. Die BoJ verfehlt immer wieder ihre eigenen Inflationsziele, das Land hat weltweit die höchste Verschuldung im Verhältnis zum BIP und es kämpft seit Jahren mit einem schwachen Wachstum. Tatsächlich hat diese Politik nicht nur keines der Probleme Japans gelöst, sondern sogar zahlreiche neue hervorgebracht: Sie schuf monströse Marktverzerrungen und Berge von Schulden mit negativen Renditen, sie lähmte die Preisfindungsmechanismen und löste massive Fehlallokationen von Kapital aus.

Nichts davon ist neu. Japan ist seit Langem eine ebenso lebendige wie beständige Mahnung dafür, was diese expansive Politik bewirkt – vor allem dann, wenn sie dauerhaft verfolgt wird und nicht lediglich die „Notmaßnahme“ bleibt, die sie einst sein sollte. Im Westen führte diese Politik zu ganz ähnlichen Ergebnissen, wofür die EZB ein herausragendes Beispiel ist: Ein



Jahrzehnt negativer Zinssätze und fast ununterbrochener Aufkäufe von Vermögenswerten brachte für das reale Wachstum keinerlei Vorteile – aber es richtete Verwüstungen an den Anleihemärkten an, bestrafte Sparer wie auch Rentner und destabilisierte den Bankensektor weiter.

Unbegrenzt QE

Im Vergleich zu dem, was uns jetzt erwartet, ist all dies jedoch eine Art „Best-Case-Szenario“ – denn jetzt hat sich jede Zentralbank der Welt vorgenommen, Japan in seinem eigenen Spiel zu schlagen. Zusätzlich zu Zinssenkungen auf breiter Front erleben wir eine Welle dessen, was Zentralbanker stolz als „unbegrenzt QE“ bezeichnen. Die Fed injizierte Billionen über Billionen in Form von Krediten und Ankaufprogrammen in das System, während sie gleichzeitig den beispiellosen, von der BoJ inspirierten Schritt ankündigte, Anleihen-ETFs zu kaufen, darunter sogar solche mit Schrottanleihen. Das stellt im Grunde eine indirekte Rettungsaktion dar. Die EZB, die Bank of England (BoE), die People's Bank of China (PBoC) haben ebenfalls allesamt mit einer beispiellosen Lockerungspolitik und rekordverdächtigen Liquiditätsspritzen reagiert. Wahrscheinlich ist das erst der Beginn der größten inflationspolitischen Welle in der modernen Geschichte.

„Ich bin von der Regierung und ich bin hier, um zu helfen.“

Natürlich waren sich die Zentralbanker ihrer Ohnmacht auch schon vor der aktuellen Krise bewusst. Ihnen war klar, dass sie angesichts ihrer bereits verbrauchten Munition selbst einer „gewöhnlichen“ Rezession nicht gewachsen sein würden, ganz zu

schweigen von einer Katastrophe wie der gegenwärtigen. Daher forderten EZB, Fed und ihre Pendanten seit Langem, dass die Regierungen nun auch fiskalisch stützen müssten.

Dank der Corona-Krise wird diesen Forderungen nun zügig nachgekommen – und zwar weltweit wie auch gleichzeitig. In einer politisch-rhetorischen Meisterleistung haben die Regierungen große Anstrengungen unternommen, um jedem, der es hören wollte, unmissverständlich klarzumachen, dass die Rezession, die jetzt vor uns liegt, das direkte Ergebnis von COVID-19 sei, während die Fehlentwicklungen des vergangenen Jahrzehnts mit der gigantischen Fehlallokation von Ausgaben, der Anhäufung von Schulden und den rücksichtslosen geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken damit nichts zu tun hätten. Auch wenn die Risse schon lange vor dem Auftauchen des Virus sichtbar waren – etwa im US-Repomarkt, in der Rezession des verarbeitenden Gewerbes in Deutschland, im zusammenbrechenden Bankensektor Italiens oder im chinesischen Schuldenausfallsdomino –, wären wir ohne diese lästige Störung angeblich noch immer auf dem Pfad ewigen Wachstums. Aber jetzt, da das Virus unsere „großartige“ Wirtschaft nun einmal zerstört habe, ist es wieder einmal an der Regierung, die hier ist, um zu helfen.

Zu den frischen Billionen, die von den Zentralbankern gedruckt wurden, kommen also noch all die „Begleitausgaben“ der Regierungen hinzu, die verzweifelt versuchen, die katastrophalen Auswirkungen ihrer eigenen Lockdown-Politik abzumildern. Wir haben in den USA ein 3-Bio.-USD-Paket gesehen, einschließlich Schecks in Höhe von bis zu 1.200 USD für fast jeden Amerikaner. Die EU, ihre Mitgliedstaaten und viele Regierungen rund um den Globus werfen blind mit Geld für betroffene Unternehmen und deren Angestellte um sich – ohne Sinn und ohne Plan.

Während die vorherrschende Unsicherheit und die Massenarbeitslosigkeit, die der Lockdown verursacht hat, kurz- bis mittelfristig die Verbraucherausgaben einschränken und damit für eine erste deflationäre Phase sprechen dürften, sind die länger-

fristigen inflationären Auswirkungen dieses beispiellosen Gelddruck-, Konsum- und Ausgabenrauschs wohl unausweichlich.

Kuchen für alle?

Der Hauptkritikpunkt, den selbst linksgerichtete Beobachter an den Maßnahmen der Zentralbanken während der Finanzkrise 2008 hervorbrachten, war, dass die Billionen, die sie druckten, niemals wirklich unten angekommen sind. Stattdessen wurden damit nicht-wettbewerbsfähige Unternehmen über Wasser gehalten, die Kreditaufnahme der Unternehmen weiter angereizt und eine künstliche Aktienrally inkl. Aktienrückkäufen und Boni geschürt. In die Taschen der Normalbürger gelangte damals kein einziger Cent. Tatsächlich verloren viele aufgrund der Null- und Negativzinsen mit ihren Ersparnissen und Renten sogar Geld.

Und doch war ironischerweise dieser offensichtliche Mangel des letzten Rettungsplans auch seine eigentliche und gnädige Rettung. Anders als dieses Mal hatte die Öffentlichkeit seinerzeit nämlich keinen direkten Zugang zu all dem frischen Geld – stattdessen blieb es im Banken- und Finanzsektor eingeschlossen, sodass es auch nur dort seine Negativwirkung entfalten konnte: in Form einer schwindelerregenden Inflation der Vermögenspreise, lächerlich hohen Bewertungen für chronisch defizitäre Unternehmen und massiven Fehlinvestitionen. Dagegen hat sich in der realen Welt das Leben der meisten Facharbeiter, Bäcker oder Metzger nicht verändert, als der S&P immer neue Allzeithochs erreichte. Nach den Aktienrückkaufprogrammen erwarben sie keine neuen Yachten; sie machten noch nicht einmal die Erfahrung, dass sich ihr Budget für Lebensmittel verdreifacht hätte. Dies veranlasste viele Befürworter der lockeren Geldpolitik, die Inflation für „tot“ zu erklären und die Finanzkrise als Beweis dafür anzusehen, dass man so viel Geld drucken könne, wie man nur wolle, weil dennoch nichts Schlimmes passieren werde. Das ist natürlich nicht so. Sie können nämlich auch so viele Kuchen backen, wie Sie wollen – Ihre Nachbarn werden trotzdem nicht dick, solange sie nicht zur Party eingeladen sind. Nun, dieser „Fehler“ wurde jetzt nicht gemacht – das Buffet ist eröffnet, und diesmal sind wirklich alle eingeladen. ■

Bild: © Wavebreakmedia / Alamy.com / panthermedia.net

Titelstory / Phänomene des Marktes

Underperformance des Value-Effekts

Wie lässt sie sich erklären?

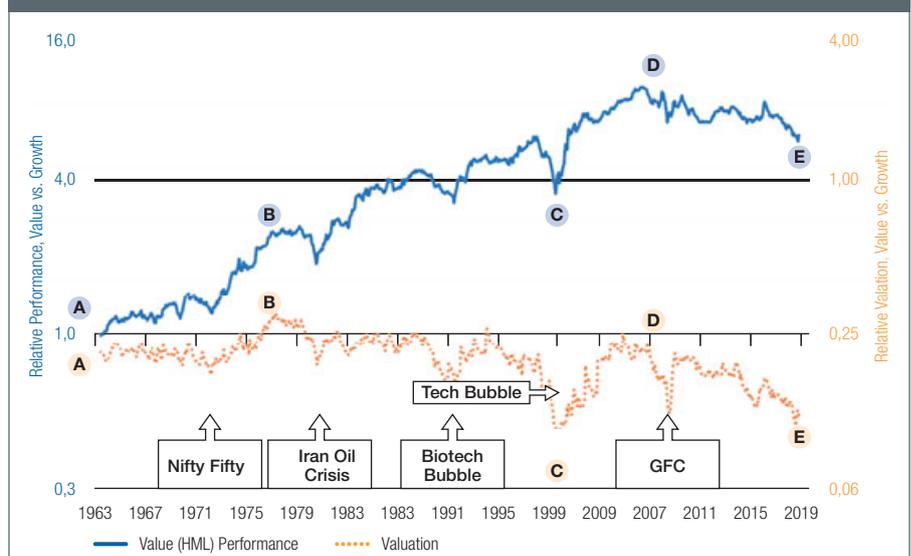
Für die Beobachtung, dass Value-Aktien historisch gesehen höhere Renditen erbracht haben als Growth-Aktien, bestehen zwei grundsätzliche Erklärungsansätze. Der erste, risikobasierte Ansatz besagt, dass die Value-Prämie eine Kompensation dafür darstellt, dass in riskantere Wertpapiere investiert wird. Das würde bedeuten, dass Aktien mit hohem Buchwert-Marktwert-Verhältnis aus fundamentaler Sicht riskanter sind, weil sie beispielsweise ein höheres Pleterisiko aufweisen. Der zweite Ansatz basiert dagegen auf Fehlpreisungen: Demnach wirken sich die Emotionen der Marktteilnehmer auf deren Anlageentscheidungen aus und verzerren die Kurse. So könnten bei Value-Aktien beispielsweise deutlich niedrigere Wachstumsaussichten eingepreist werden, sodass diese für eine gewisse Zeit unterbewertet sind oder „außer Mode“ geraten.

Allerdings hat Value in der vergangenen Dekade massiv enttäuscht. Im Januar 2020 erschien dazu die Studie „Reports of Value’s Death May Be Greatly Exaggerated“ von Rob Arnott, Campbell Harvey, Vitali Kalesnik und Juhani Linnainmaa. Wie der Titel des Papers schon vermuten lässt, gehen die

Forscher nicht davon aus, dass der Value-Effekt ausgedient hat. Sie weisen darauf hin, dass Value Investing mindestens bis in die 1930er-Jahre zurückreicht, über lange Zeit funktionierte und auf einer soliden

ökonomischen Erklärung fußt. Interessant sind die in der Studie untersuchten Gründe, die dazu beigetragen haben könnten, dass Value so deutlich underperformte. Dazu zählen strukturelle Marktveränderungen wie

Abb. 1: Value absolut und relativ



Die Grafik zeigt die Entwicklung der kumulativen Value-Prämie gegenüber Growth (durchgezogene Linie, linke Achse) sowie die relative Bewertung von Value gegenüber Growth (gepunktete Linie, rechte Achse) Quelle: Arnott, R. D./Harvey, C. R./Kalesnik, V./Linnainmaa, J. T. (2020): Reports of Value’s Death May Be Greatly Exaggerated, S. 15.



Vermögen aufbauen und bewahren

Ein strenger Auswahlprozess bringt Performance, die sich sehen lassen kann. Das aktive Verlustmanagement des FU Multi Asset Fonds begrenzt Schwankungen.

FU FONDS – MULTI ASSET FONDS

Kategorie Mischfonds
WKN A0Q5MD, ISIN LU0368998240



ANNUALISIERTE PERFORMANCE

nach 12mth Zeiträumen · P-Tranche

	1 Jahre	3 Jahre	6 Jahre
FU MA Fonds			
Rendite Gesamt	-2,1%	6,9%	51,2%
DAX ETF			
Rendite Gesamt	-5%	-16%	5%
FU MA Fonds			
Gesamtrendite p.a.	-2,1%	2,2%	7,1%
DAX ETF			
Gesamtrendite p.a.	-5%	-6%	1%

Stand 31. Mai 2020

Maximaler DrawDown seit Februar 2014

FU MA Fonds	16%	17.03.2020
DAX30 Future	38%	18.03.2020
EuroStoxx50 Future	38%	18.03.2020
S&P500 Future	34%	23.03.2020

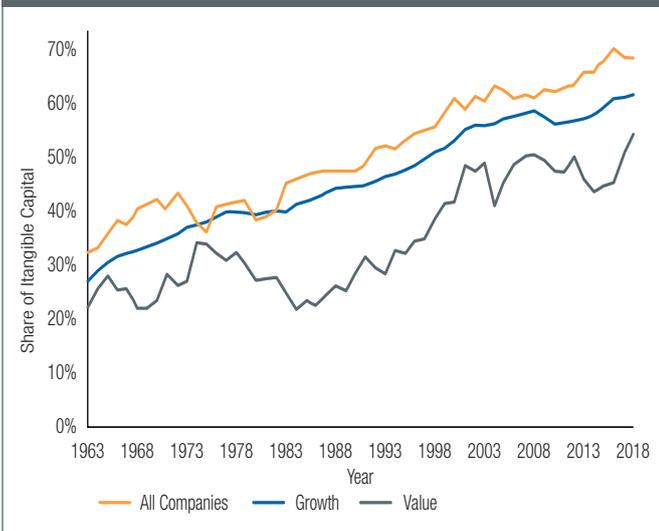
ANTEILSPREISENTWICKLUNG

inkl. Ausschüttung seit Januar 2012



Disclaimer: Diese Informationen stellen in keiner Weise eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf des dargestellten Fonds dar. Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich zur Information und sind in keiner Weise mit einer Empfehlung oder Beratung gleichzustellen. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Eine detailliertere Beschreibung der mit dem Fonds verbundenen Risiken ist im Fondsprospekt enthalten.

Abb. 2: Anteil immaterieller Vermögenswerte



Die Grafik zeigt den im Zeitablauf steigenden durchschnittlichen Anteil intangibler bzw. immaterieller Assets am Unternehmenskapital. Beim klassischen Kurs-Buchwert-Verhältnis können Unternehmen mit vielen (wenigen) immateriellen Vermögenswerten fälschlicherweise als teuer (billig) eingestuft und als Growth- oder Value-Werte fehlklassifiziert werden. Quelle: Arnott, R. D./Harvey, C. R./Kalesnik, V./Linnainmaa, J. T. (2020): Reports of Value's Death May Be Greatly Exaggerated, S. 27.

die niedrigen Zinsen und der Bedeutungsgewinn von Private Equity gegenüber börsennotierten Unternehmen. Auch wäre denkbar, dass es sich bei Value um einen sogenannten Crowded Trade handelt, in dem zu viele Marktteilnehmer unterwegs sind. All diesen Ansätzen messen die Forscher jedoch keinen nennenswerten Erklärungsgehalt bei.

Der „Haken“ beim Buchwert

Interessant wird es beim Thema immaterieller Vermögenswerte (intangible Assets), die etwa in der Forschung und Entwicklung, bei Markenwerten und für Human Resources bestehen. Sie spielen in der heutigen Wirtschaft eine immer größere Rolle, bleiben aber in klassischen Berechnungen der Buchwerte außen vor. Zwar hat sich das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) früher als Value-Maßstab bewährt – jedoch ist es in der heutigen Zeit aufgrund der fehlenden Berücksichtigung intangibler Assets weniger gut geeignet. In vielzähligen Studien wird deshalb zur Evaluierung des Value-Effekts das Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCV) favorisiert. Zusätzlich besteht beim Value-Effekt das Problem, dass sich bei den Renditen je nach Anwendung des KCV, des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) oder des KBV deutliche Abweichungen ergeben können. Überhaupt lässt sich grundsätzlich argumentieren, dass die Definition von Value allein durch solche Kennzahlen viel zu eng ist und ein wirkliches Value-Investment weitere, auch qualitative Kriterien umfasst. Dem ist durchaus zuzustimmen – jedoch gestaltet es sich im Anschluss mangels entsprechender historischer Daten sehr schwierig, umfangreiche und verlässliche Rückrechnungen durchzuführen. ▶

In der Studie berechnen die Forscher einen alternativen Buchwert, in dem die intangiblen bzw. immateriellen Assets speziell berücksichtigt werden. Die darauf basierende Aktienauswahl ergibt im Zeitablauf vor allem ab den 1990er-Jahren eine deutliche Abweichung zum klassischen Value-Effekt (Abb. 3). Allerdings ist auch in der „verbesserten“ Version eine deutliche Schwächephase des Value-Effekts zu erkennen.

Das Hauptproblem: fehlende Mean Reversion

Eine umfassendere Erklärung der Value-Schwäche finden die Autoren an anderer Stelle: Aus den Untersuchungen geht hervor, dass der deutliche Bewertungsanstieg von Growth-Aktien der größte Treiber der relativen Underperformance von Value war. Dies hatte zur Folge, dass die relativen Value-Bewertungen in die untersten 3% ihrer historischen Verteilung fielen – mit Stand vom Juli 2019; zu Beginn des Jahres 2020 war dies noch extremer.

Etwas anders sehen das jedoch Baruch Lev und Anup Srivastava in ihrer Studie „Explaining the Recent Failure of Value Investing“, die mit Blick auf die Zukunft des Value-Effekts auch weniger optimistisch ist. Auf Basis umfangreicher Analysen schlussfolgern die Autoren, dass Value Investing schon seit fast 30 Jahren schlecht performt und das Platzen der Internetblase nur eine zwischenzeitliche Wiederbelebung nach sich zog. Demnach wurden einerseits Value- und vor allem Growth-Aktien aufgrund der nicht-berücksichtigten intangiblen Assets falsch identifiziert. Andererseits haben fundamentale wirtschaftliche Veränderungen dazu geführt, dass sich der Austausch von Value- und Growth-Aktien, also die klassische Mean Reversion, gegenüber früheren Zeiträumen signifikant verlangsamt und die Value-Renditen damit ausgebremst hat.

Die Value-Falle

Dies zeigt sich daran, dass einzelne Aktien in den letzten zwölf Jahren im Vergleich zu früheren Phasen für eine um rund 30% längere Zeit im Bereich niedriger oder hoher Bewertungen verweilten, also langsamer zwischen diesen Regimes wechseln. Die Autoren führen das auf die Finanzkrise zurück, in deren Folge Value-Firmen

gegenüber Wachstumsunternehmen strukturell benachteiligt waren, sodass keine nachhaltige Rückkehr zur Profitabilität erfolgte. Ganz anders dagegen die Situation bei Growth-Werten, deren Geschäftsmodelle vorwiegend auf skalierbaren immateriellen Vermögenswerten aufbauen und die sich dauerhaft als profitable Wachstumswerte etablieren konnten, statt der schöpferischen Zerstörung zum Opfer zu fallen.

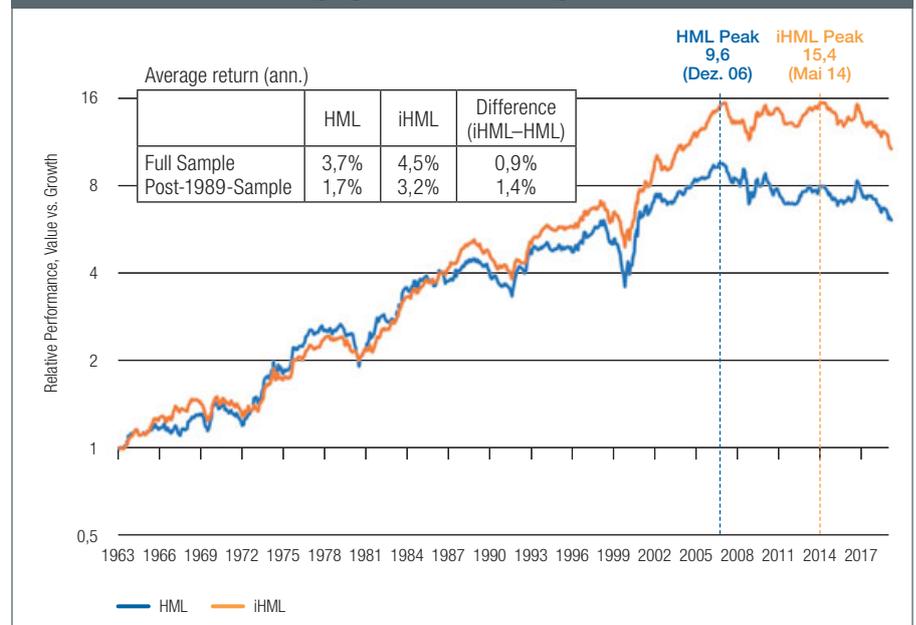
Die Autoren schreiben, dass sich manche Unternehmen in einer regelrechten „Value-Falle“ befinden und es mangels Innovationen und Investitionen nicht schaffen, sich daraus zu befreien. Schlechte Chancen haben etwa Firmen mit einem niedrigen Anteil immaterieller Vermögenswerte, geringen Investitionen, geringem Umsatzwachstum, geringer Schuldenaufnahme und hoher Marktkapitalisierung.

Die Studie „Fundamentals of Value vs. Growth Investing and an Explanation for the Value Trap“ von Stephen Penman und Francesco Reggiani beschreibt die Value-

Falle so: Für ein gegebenes KGV bedeutet ein niedrigeres (eigentlich „besseres“) KBV, dass eine geringere Wahrscheinlichkeit besteht, dass die eingepreisten Wachstumserwartungen tatsächlich erfüllt werden – obwohl die Bewertung also günstig aussieht, kauft man sich in Wahrheit ein höheres Risiko, (wieder) enttäuscht zu werden. Und anders als früher wurde dieses Risiko, das eingangs schon als Quelle für frühere Value-Prämien beschrieben wurde, eben nicht mehr belohnt.

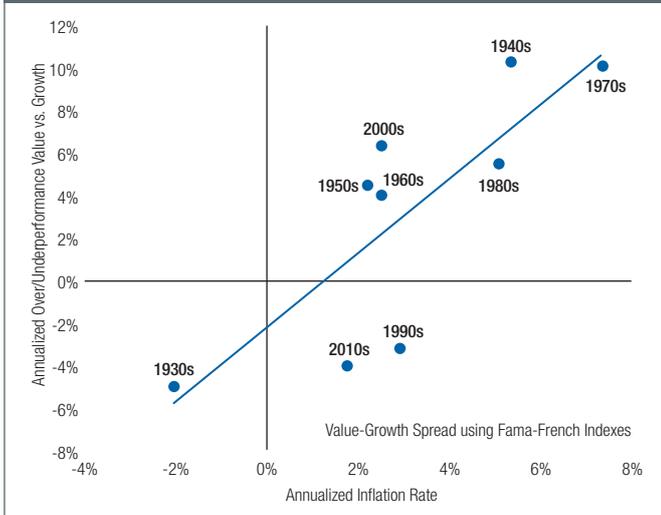
Eine gute Erklärung dafür, warum das so ist, liefert Chris Meredith im Paper „Value Is Dead, Long Live Value“. Demnach durchlief Value auf Basis von KBV und KGV von 1926 bis 1941 eine vergleichbare Schwächeperiode. Die Parallele der damaligen und heutigen Zeit sind die jeweils stattfindenden technologischen Revolutionen, die zu einer dauerhaften Abnahme des Finanzkapitals in den alten, überwiegend Value-lastigen Industrien führten. Das könnte ebenfalls erklären, warum der beschriebene Mean-Reversion-Effekt in der letzten Dekade so schwach ausfiel.

Abb. 3: Value unter Berücksichtigung immaterieller Vermögenswerte



Die Grafik zeigt wie Abb. 1 die Entwicklung der kumulativen, klassischen Value-Prämie gegenüber Growth (blaue Linie) sowie die kumulative Value-Prämie unter Berücksichtigung intangibler Assets gegenüber Growth (orange Linie). Seit den 1990er-Jahren, also dem Beginn des Internetzeitalters und damit zunehmenden immateriellen Vermögenswerten, divergieren beide Maßstäbe zunehmend. Während die klassische Value-Prämie bereits seit Ende 2006 underperforms, hielt sich die „verbesserte“ Variante bis 2014 stabil. Quelle: Arnott, R. D./Harvey, C. R./Kalesnik, V./Linnainmaa, J. T. (2020): Reports of Value's Death May Be Greatly Exaggerated, S. 28.

Abb. 4: Erklärungsansatz über Inflationsrate



Die Grafik zeigt einen groben, auf Dekaden basierenden Zusammenhang zwischen annualisierter Inflationsrate und relativer Performance von Value gegenüber Growth. Quelle: Carlson, B. (2020): *Why Value Died. A Wealth of Common Sense.*

Anscheinend kommt zusätzlich noch ein ganz allgemeiner Effekt zum Tragen: Der US-Analyst Ben Carlson wies nämlich kürzlich darauf hin, dass ein grober historischer Zusammenhang mit der Inflationsrate besteht. Demnach laufen Growth-Aktien besser, wenn Inflation und Zinsen niedrig sind, da dann die (teils weit) in der Zukunft liegenden Wachstumserwartungen bis zu deren Eintreten weniger stark erodieren bzw. auf heute bezogen weniger stark abgezinst werden. Value-Aktien haben dagegen schon heute bestehende, solide Cashflows, was ihnen bei höheren Inflationsraten und Zinsen einen strukturellen Vorteil gegenüber den Wachstumswerten verleiht (Abb. 4).

Fazit

Das schlechte Abschneiden von Value lässt sich vor allem durch die fehlende Mean Reversion von Value- und Growth-Aktien erklären, die in früheren Phasen attraktive Value-Renditen ermöglichte. Fraglich ist dabei, ob dies eine permanente Veränderung dessen ist, wie sich Investoren verhalten und wie die Märkte Risikoverhalten belohnen. Die Autoren der eingangs zitierten Studie („Reports of Value’s Death May Be Greatly Exaggerated“) gehen jedenfalls nicht davon aus, dass die letzten zwölf Jahre unterdurchschnittlicher Value-Renditen den neuen Normalzustand darstellen. Demnach bestehen für die kommende Dekade aufgrund der zuletzt hohen Bewertungslücke durchaus gute Voraussetzungen für eine deutliche Overperformance. Vielleicht braucht es dafür nur einen Trigger, wie etwa den Beginn eines (relativen) Bärenmarkts bei Growth-Aktien. Oder es ist am Ende „ganz einfach“ so, dass Value dann wieder ins Laufen kommt, wenn die Inflationsraten und Zinsen anziehen. Angesichts der aktuellen Liquiditäts- und Konjunkturprogramme ist nicht auszuschließen, dass uns eine solche Wendung, an die niemand mehr so recht glauben mag, vielleicht gerade deshalb bevorsteht. ■

Dr. Marko Gränitz

IN CASE of EMERGENCY

144 Jahre Edelmetallerfahrung.

ROBBE & BERKING

SEIT 1874

www.wertanlagen.robbeberking.de

Berlin, Kurfürstendamm 54 · Bremen, Katharinenklosterhof
 Düsseldorf, Königsallee 60a · Flensburg, Rote Straße 14
 Frankfurt, Steinweg 8 · Hamburg, Große Bleichen 3
 Hannover, Luisenstraße 10/11 · Kiel, Holtener Straße 33
 München, Theatinerstraße 32 · Nürnberg, Kaiserstraße 24 – 26
 Wien, Am Graben 26

„Bei Corona gibt es heute nur Merkel oder Aluhut“

Smart Investor im Gespräch mit dem Finanzwissenschaftler **Prof. Dr. Stefan Homburg** über die Corona-Krise, den Lockdown und die deutsche Politik



Prof. Dr. Stefan Homburg, StB ist Leiter des Instituts für Öffentliche Finanzen an der Leibniz Universität Hannover. Er hat sich bereits in der Diskussion um die Einführung des Euro und das Thema Bankenrettungen als Vertreter dezidiert marktwirtschaftlicher Positionen einen Namen gemacht. Darüber hinaus ist Prof. Dr. Homburg Autor zahlreicher Fach- und Diskussionsbeiträge und war in mehreren Gremien der Politikberatung aktiv.

Smart Investor: Herr Prof. Dr. Homburg, Sie haben sich in der Corona-Krise öffentlich stark engagiert. Warum haben Sie das Thema nicht einfach Fachexperten wie Prof. Drosten oder den Spezialisten vom Robert-Koch-Institut (RKI) überlassen?

Homburg: [lacht] Herr Drosten und Herr Wieler vom RKI haben das Publikum wiederholt und so offensichtlich irreführt, dass man sie nicht mehr ernst nehmen kann. Ich erinnere nur an die erratischen Positionswechsel zu Masken, unsaubere Studien oder die eklatante Fehlprognose von über 1 Mio. Toten. Was viele nicht wissen: Epidemiologie ist angewandte Statistik, die mit denselben Methoden und Softwarepaketen arbeitet wie die Ökonomen, nämlich „R“ oder MATLAB. Man läuft bei der Datenanalyse nicht im weißen Kittel herum, sondern arbeitet am Computer. Auf diese Weise steuere ich auch Fachartikel bei, die natürlich eine geringere öffentliche Resonanz finden als Fernsehinterviews.

Smart Investor: Liegen inzwischen eigentlich gesicherte Erkenntnisse hinsichtlich der Wirkungen der staatlichen Lockdown-Maßnahmen auf den Verlauf der Pandemie und die allgemeine Gesundheitslage der Bevölkerung vor?

Homburg: Ein internationaler Vergleich legt nahe, dass die Sterberaten pro Kopf nichts mit den Lockdown-Maßnahmen zu tun haben – die überall zu spät kamen –, sondern vor allem mit der Qualität des Gesundheitswesens und der Staatsqualität. Viele Sterbefälle beruhen auf

politischen Fehlern; deshalb stehen schlecht geführte Staaten wie Italien oder Spanien mit ihren populistischen Regierungen weit vorn. Schließung der ambulanten Medizin mit der Folge überfüllter Krankenhäuser oder das unnötige Freihalten von Krankenhausbetten haben unzählige Menschenleben gekostet. In Italien und Spanien kommt es übrigens bei Grippewellen regelmäßig zu Situationen wie in diesem Jahr – darüber wurde nur nicht groß berichtet. In New York werden Obdachlose seit jeher verscharrt, aber im Fernsehen sah man das jetzt zum ersten Mal.

Smart Investor: Würden Sie das Handeln der Politik aufgrund der jeweils vorhandenen Datenlage als insgesamt sachgerecht und verantwortungsvoll beschreiben?

Homburg: In Schweden, Taiwan oder Südkorea hat die Politik professionell agiert, während fast alle anderen Regierungen versagt haben wie in den letzten 75 Jahren nicht. Allerdings sehe ich noch eklatantere Verfehlungen aufseiten der Wissenschaft und der Medien. Wenn man sich derzeit Artikel in Topzeitschriften wie „Science“ oder „Nature“ anschaut, wird einem übel. Die Medien halten die öffentliche Meinung gezielt im Panikmodus, indem sie etwa kumulierte statt Tageszahlen zeigen und nicht zwischen absoluten und Pro-Kopf-Größen unterscheiden. Wer offizielle Zahlen analysiert, wie ich, wird von Massenmedien mit Rufmorden belegt, wenn das Ergebnis ihren vorgefassten Meinungen widerspricht.

Smart Investor: Kann wenigstens der seuchentechnische Aspekt von COVID-19 inzwischen als überwunden angesehen werden, oder sehen auch Sie die Gefahr einer „zweiten Welle“?

Homburg: Eine zweite Welle ist wahrscheinlich, weil sich so ein Virus kaum ausrotten lässt. Wegen zunehmender Immunität wird die zweite Welle, wenn sie kommt, harmloser sein.

Smart Investor: Schon jetzt sind gigantische Kollateralschäden für Gesellschaft und Wirtschaft eingetreten. Was erwarten Sie auf diesen Feldern für die nächsten Monate? Kommt die schnelle Erholung?

Homburg: Das kann man derzeit nicht sagen. Solange die Politik Investoren durch Drohungen mit weiteren Lockdowns verschreckt oder ankündigt, über das Ende der sogenannten Pandemie werde nicht medizinisch entschieden, sondern politisch, sehe ich schwarz. Wie soll ein potenzieller Unternehmensgründer in einem Klima der Willkür und Irrationalität Zutrauen gewinnen?



Das Festhalten an harten Beschränkungen bei zuletzt minimalen Sterbefällen ist einfach unbegreiflich.

Smart Investor: Wie erklären Sie sich vor diesem Hintergrund eigentlich, dass die Lockdown-Maßnahmen nur schleppend und, wie es scheint, willkürlich – Stichwort: Großdemonstrationen – angepasst bzw. zurückgenommen werden? Was treibt die Politik da eigentlich an?

Homburg: Für mich ist das alles so rätselhaft und unerwartet gekommen wie wohl für die meisten. Die Einführung der Masken-

pfligt nach Rückzug des Virus und das Festhalten an harten Beschränkungen bei zuletzt minimalen Sterbefällen ist einfach unbegreiflich. Viele Berufsgruppen, ich denke etwa an Messebauer oder darstellende Künstler, haben keine Perspektive. Politisch erwünschte Großdemonstrationen dürfen hingegen ohne Rücksicht auf Abstandsgebote stattfinden.

Smart Investor: Einmal ketzerisch gefragt – erkennen Sie Tendenzen, unter dem Vorwand der Corona-Krise schleichend in ein anderes Wirtschafts- und Gesellschaftssystem mit noch einmal verschärfter politischer Steuerung hinüberzugleiten, wie wir das schon beim Klimathema sehen? Bereits eine Rückkehr zum „alten Normal“ gilt in der veröffentlichten Diskussion ja als abwegig.

Homburg: Man sieht jedenfalls, dass die Corona-Krise einhergeht mit Grundrechtsbeschränkungen, die ich nie für möglich gehalten hätte, und dass wir uns in Richtung eines autoritären Staatsmodells nach chinesischem Vorbild bewegen. Hierbei sind mir die massive und medizinisch absolut nicht gebotene Beschränkung der Demonstrationsfreiheit wichtig, die Löschungen und die Zensur in den sozialen Medien, die ihre Ventilfunktion immer schlechter erfüllen können, und die von der EU geplanten gravierenden Einschnitte in die Meinungsfreiheit.

Smart Investor: Eine fragwürdige Rolle spielt wieder einmal der Medienmainstream, der sich oberflächlich seriös gibt, aber mit oberlehrerhaft erhobenem Zeigefinger und sogenannten Faktencheckern alles als „Verschwörungstheorie“ und „Spinnerei“ wegbeißt, was nicht dem jeweils herrschenden Regierungsnarrativ entspricht. Wie kommen wir, gerade auch bei emotional aufgeladenen Themen, endlich wieder zu einer echten Diskussionskultur im Lande?

Homburg: Man müsste Tendenzunternehmen wie „CORRECTIV“, die eine ganz klare politische Agenda haben, die Gemeinnützigkeit auf Grundlage des Attac-Urteils entziehen. Das Netzwerkdurchsetzungsgesetz muss aufgehoben werden, denn Beleidigung und Verleumdung sind ohnehin Straftatbestände, und es kann nicht sein, dass Beiträge in den sozialen Netzen

allein deshalb gelöscht werden, weil sie die Regierung kritisieren. Schlimm sind auch Giganten wie Amazon, das unlängst erklärt, es würde zu Corona keine Bücher von Wissenschaftlern mehr verlegen, sondern nur noch Regierungspropaganda. Amazon, Google und Facebook gehören allesamt zerschlagen.

Smart Investor: Sie sind mit Ihren YouTube-Interviews und Ihrem Auftritt auf der Stuttgarter Corona-Demo zu einer Art Held der Anti-Lockdown-Bewegung geworden – mit entsprechenden Konsequenzen für Ihre Reputation im Mainstream? Haben Sie Ihr Engagement eigentlich schon bereut?

Homburg: Ich bin seit 30 Jahren, wenn Sie so wollen, Teil des Systems und habe vor meinem Engagement die Folgen durchaus bedacht. Medizinische Koryphäen teilen mir mit, sie stünden hinter meinen Positionen, seien aber erst Mitte 40 und könnten daher wegen Sorge um Vertragsverlängerung, Drittmittel oder ihr soziales Ansehen nicht öffentlich Position beziehen. Ähnliches schrieb mir ein Physikkollegist, der sich ein einziges Mal zum Thema Energiepolitik geäußert hatte und danach, wie heute üblich, durch Wikipedia und die Massenmedien niedergemacht wurde. Gerade bei Corona gibt es heute nur Merkel oder Aluhut und nichts dazwischen. Da ich in den letzten Wochen 2.000 Unterstützer-E-Mails beantwortet und ein Vielfaches erhalten habe, überwiegend von Medizinerinnen und Juristen, sehe ich, dass unter der Oberfläche eine profunde Opposition heranwächst. Insgesamt dürfte es mir in der Corona-Affäre nicht anders ergehen als den meisten Menschen: Man verliert Freunde und gewinnt andere hinzu. Solange ich das Gefühl habe, mit wissenschaftlichen Arbeiten, Rundfunk- und Fernsehinterviews, Videos, Podcasts und Tweets zur Aufklärung beizutragen und unsere Gesellschaft ein wenig vom Pfad der Irrationalität wegzuschieben, bleibe ich jedenfalls am Ball – denn wie Prof. Bhakdi, Prof. Püschel oder Dr. Wodarg bin ich im richtigen Alter. Alle Rebellen befinden sich im Ruhestand oder stehen kurz davor.

Smart Investor: Vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen.

Interview: Ralf Flierl, Ralph Malisch

Lebensart & Kapital – International

Finnland

Ein Volk ohne Sorgen?



Bild: © HomeSteadDigital (YAYMicro)/panthermedia.net

Die Finnen sind glückliche Menschen – zumindest laut dem World Happiness Report vom März 2020: Da haben sie unter mehr als 150 Staaten schon zum dritten Mal in Folge den ersten Platz erlangt. Vermutlich fragt man sich andernorts, wie es möglich ist, dass die Bewohner eines Landes mit so langen Wintern und eher niedrigen Temperaturen so glücklich sein können – zumal die Finnen im Ausland auch nicht unbedingt als ein Volk mit überschäumender Lebensfreude bekannt sind. Finnland ist ein Ziel für Auswanderer, die ein ruhiges, mehr geordnetes Leben bevorzugen.

Der Grund für die stille Zufriedenheit der Finnen liegt nach Ansicht von Wissenschaftlern an den Besonderheiten ihrer Gesellschaft. Die soziale Sicherheit spielt dabei eine ganz entscheidende Rolle. Dafür spricht, dass auch alle anderen skandinavischen Staaten unter den ersten zehn im Happiness Report landeten. Der finnische Wissenschaftler Frank Martela hat sich mit den Ergebnissen der Studie befasst: „Wenn wir Zufriedenheit messen, belegt

die Forschung, dass dies mit einer gut funktionierenden Demokratie, freien Wahlen, freier Presse, einem niedrigen Korruptionsindex und Sozialversicherungsdienstleistungen korreliert, die denjenigen helfen, die Unterstützung benötigen.“ Laut Umfragen ist das Vertrauen in die Mitmenschen in Finnland besonders ausgeprägt. Die finnische Gesellschaft ist zudem nicht nur sozial, sondern auch ethnisch recht homogen. Der Ausländeranteil ist mit 4% im europäischen Vergleich niedrig. Den Finnen bleiben somit einige Konflikte erspart, die das Zusammenleben in den multiethnisch geprägten Problemvierteln vieler westeuropäischer Großstädte sehr schwierig machen.

Meist fremdbestimmt – die Geschichte Finnlands

Vermutlich wirkt sich auch die geschichtliche Erfahrung der Finnen auf ihr Glücksempfinden aus. Sie wissen ihren erreichten Wohlstand zu schätzen, denn viele Jahrhunderte war ihr Leben von großer Armut und Fremdherrschaft bestimmt. Finnland geriet ab dem Ende des 14. Jahrhunderts

vollkommen unter die Kontrolle der Schweden und übernahm von denselben um die Mitte des 16. Jahrhunderts den evangelisch-lutherischen Glauben. Schweden wurde in der Folgezeit zur bestimmenden Macht im Ostseeraum.

Im 18. Jahrhundert wurden die Schweden allerdings vom expandierenden russischen Zarenreich zunehmend in die Defensive gedrängt. 1809 mussten sie den größten Teil Finnlands an Russland abtreten. Finnland wurde zu einer armen Randprovinz des russischen Reiches und verfügte dabei allerdings über eine weitgehende Autonomie. Als Zar Nikolaus der Zweite 1899 die finnische Autonomie aufhob, gab dies der finnischen Nationalbewegung massiven Auftrieb. Die Stunde der Unabhängigkeit kam mit dem Zusammenbruch des Zarenreichs und der russischen Revolution 1917.

Finnland war im Zweiten Weltkrieg Verbündeter Deutschlands, schloss jedoch bereits 1944 einen Separatfrieden mit der Sowjetunion. In den folgenden Jahrzehnten waren die Finnen strikt neutral. Finnland richtete sich nach Westen aus und verfolgte einen Kurs der sozialen Marktwirtschaft. Gleichzeitig unterhielt das Land aber enge wirtschaftliche und politische Beziehungen zur Sowjetunion. In der Zeit des Kalten Kriegs wurde der finnische Weg der Neutralität manchmal etwas verächtlich als „Finnlandisierung“ bezeichnet. Doch angesichts der gewaltigen Übermacht der Sowjetunion war er wohl „alternativlos“, um in der neudeutschen Politsprache zu bleiben.

Wirtschaftliche Krise und Besinnung auf eigene Stärken

Der Zusammenbruch der Sowjetunion 1990 führte zu einem massiven Einbruch der finnischen Wirtschaft: So schrumpfte sie um gut 13%, was dazu führte, dass 1995 knapp 20% der arbeitsfähigen Bevölkerung arbeitslos waren. Finnland begriff die Krise aber als Chance und zog sich am eigenen Schopf aus dem wirtschaftlichen Sumpf. Diese Bereitschaft, neue Wege zu gehen und Probleme selbst anzupacken, unterscheidet das Land im hohen Norden von einigen südeuropäischen EU-Mitgliedern.



Blick auf die Altstadt Helsinkis

Bild: © scanrail/panthermedia.net



Bild: © ringomenhard/panthermedia.net

Die kleine Region Uusimaa in der auch die Hauptstadt Helsinki liegt, ist Finnlands wirtschaftliches Schwergewicht

Das früher arme Finnland liegt mit seiner Wirtschaftskraft mittlerweile markant über dem Durchschnitt der EU (Kaufkraftindex von 110 im Vergleich zum EU-Durchschnitt von 100). Das Wirtschaftswachstum erreichte 2018 ca. 1,7% und 2019 ca. 1,0%, womit es sein deutsches Pendant übertraf. Die Corona-Krise hat auch Finnland kalt erwischt – die Infektionsrate pro 1.000 Einwohner gehört bisher jedoch zu den niedrigsten in Europa. Allerdings besteht die Gefahr negativer wirtschaftlicher Einflüsse durch die wichtigsten Handelspartner: Deutschland, Schweden und Russland.

Seit 1995 ist Finnland Mitglied der EU und seit 2002 Teil der Eurozone. Die Finnen spielen in der EU insgesamt eine sehr konstruktive Rolle, doch zugleich vertreten sie manchmal sehr bestimmt ihre Interessen. So hat sich die finnische Regierung deutlich gegen die höchst umstrittenen Eurobonds (aktuell Corona-Bonds) ausgesprochen. Helsinki steuert einen Kurs der finanz- und wirtschaftspolitischen Stabilität. Dafür spricht auch die relativ geringe Staatsverschuldung von knapp 60% – wohl gemerkt vor der Krise.

Vielfalt der Regionen

Die Arbeitslosigkeit in Finnland lag 2019 mit knapp 7% ungefähr im EU-Durch-



Bild: © shalamov/panthermedia.net

Ein zugegebenermaßen stereotypes Bild von Finnland – aber durchaus in der Realität anzutreffen

schnitt. Dabei ist sie aber regional sehr unterschiedlich ausgeprägt: Besonders im Osten liegt sie höher, während der deutlich dichter besiedelte Südwesten, vor allem die Region Uusimaa mit der Hauptstadt Helsinki, eine niedrigere Arbeitslosigkeit aufweist.

Uusimaa ist das wirtschaftliche Schwergewicht des Landes. In der flächenmäßig relativ kleinen Region lebt ein Viertel der finnischen Bevölkerung, welches aber knapp 40% des Bruttoinlandsprodukts erwirtschaftet. Auch befinden sich hier die Zentralen der meisten Schwergewichte des Landes – allein in Helsinki sind über 80 der 100 größten finnischen Unternehmen beheimatet. Nokia, das immer noch bekannteste Unternehmen aus „Suomi“ (so heißt das Land in der eigenen Sprache), hat seinen Sitz in Espoo, der zweitgrößten Stadt. Dort ist ebenfalls der international erfolgreiche Aufzug- und Rolltreppenhersteller KONE zu Hause (Umsatz: 10 Mrd. EUR).

Potenzial für Auswanderer

Finnland ist kein klassisches Auswanderungsland: 2017 lebten dort nur 4.150 Deutsche. In den Nachbarländern Schweden und Norwegen sind die Zahlen höher. Einer der Gründe hierfür liegt darin, dass die ökonomische Situation Finnlands immer noch etwas schlechter ist als die der wohlhabenden Nachbarn.

Mindestens ebenso schwer dürfte aber ein sehr spezifisches Hindernis wiegen: die

finnische Sprache. Es handelt sich dabei um eine finnougriische Sprache, weshalb sie erhebliche Unterschiede zu den in Europa absolut dominanten indogermanischen Sprachen aufweist. Mit seinen 16 Fällen erscheint das Finnische geradezu weltrekordverdächtig. Wem schon die reine Vorstellung daran Bauchschmerzen verursacht, der sollte vielleicht von der Tatsache beruhigt sein, dass die Finnen in Europa zu den Völkern mit den besten Fremdsprachenkenntnissen gehören. Englisch ist fast flächendeckend als Zweitsprache verbreitet; einige Finnen sprechen auch gut Deutsch.

Wer seinen Lebensmittelpunkt nach Finnland verlegen will, profitiert davon, dass dort dieselben Arbeits- und Aufenthaltsbedingungen wie in anderen EU-Ländern gelten. Eine Aufenthaltserlaubnis muss erst beantragt werden, wenn man länger als drei Monate im Land lebt. Qualifizierte Fachkräfte wurden bisher vor allem in der Industrie (besonders Kommunikationsindustrie) und dem Bauwesen gesucht, ebenso wie in der Pflege und einigen Dienstleistungsberufen.

Fazit

Finnland stellt als Auswanderungsziel durchaus eine Alternative zu den anderen skandinavischen Staaten dar. Gerade weil es nicht zu den Top-Zielen für Auswanderungswillige gehört, bieten sich hier noch Chancen, die es andernorts so nicht mehr gibt.

Mathias von Hofen

Inside

Value-Fonds

Vor dem Aus oder vor der Wiederkehr?

Value-Investoren blicken auf eine lange Leidenszeit zurück, in welcher der Investmentstil gegenüber Growth-Ansätzen deutlich das Nachsehen hatte. Die Bewertung zwischen Value- und Growth-Titeln ist dadurch extrem auseinandergedriftet. Optimisten erwarten eine „Mean Reversion“ und damit eine Erholung für Value-Aktien; Pessimisten sehen den Value-Stil dagegen auf dem Abstellgleis. Der Blick auf die Wertentwicklung von Value-Fonds zeigt starke Unterschiede. Das ist ein deutliches Indiz dafür, dass es beim Erfolg eines aktiven Value-Ansatzes nicht nur um das „Ob“, sondern auch um das „Wie“ geht.

Abschied vom Deep Value

Value-Investor und Acatis-Chef Dr. Hendrik Leber wirft beim **Modulor Deep Value** (WKN: A12D9U) nach gut fünf

Jahren das Handtuch. Im Mai wurde die Schließung des Fonds eingeleitet. Der auf Benjamin Graham zurückgehende Deep-Value-Ansatz lohnt sich nach Auffassung von Acatis, gemessen an klassischen Kennziffern, nicht mehr. Auch jetzt würden Investoren nicht in superbillige Aktien aus Sektoren wie Stahlproduktion, Luftfahrt oder Ölförderung investieren. Der Fonds ist bei Morningstar in der Kategorie „Aktien weltweit Standardwerte Blend“ eingeordnet. Die Peergroup hat in drei Jahren 14,4% gewonnen, der Fonds hingegen 12,2% verloren. Den Value-Gedanken gibt Acatis aber nicht auf: Unter dem Schlagwort „Value 2.0“ rücken Faktoren wie deutliche Marktanteilsgewinne und eine kontinuierlich hohe Wertschöpfung bei der Aktienausswahl in den Vordergrund.

Nebenwerte im Fokus

Der **Value Partnership** (WKN: A14UV3) mit Fokus auf Nebenwerten wird von Dr. Carl Otto Schill gelenkt. Das Investmentkonzept ist langfristig ausgerichtet, bottom-up-fokussiert und bezieht Megatrends mit ein. Beim Stock Picking werden die Geschäftsmodelle, die Ertragskraft und das Verhältnis von Eigenkapital zu Schulden unter die Lupe genommen. Im Fonds aktuell am stärksten gewichtet ist die Nynomic AG, ein Anbieter photonischer Anwendungen. Bei Morningstar wird der Fonds keiner spezifischen Aktienfondsguppe zugeordnet. In der FWW-Fondsdatenbank wird der Value Partnership in der Kategorie „Aktienfonds Small & Mid Cap Welt“ geführt. In drei Jahren hat die Peergroup 4,2% erzielt und der Fonds ein Minus von 15,7% verbucht.

Die Fondsrubrik
wird Ihnen präsentiert
mit Unterstützung von



Erfolgreicher Contrarian-Ansatz

David Iben, der Fondsmanager des **Heptagon Kopernik Global All-Cap Equity Fund** (WKN: A1XEJ0) ist ein echter Contrarian unter den Value-Investoren. Ein Blick auf die Sektorenaufteilung macht seine Handschrift bereits deutlich. Zu Zwecken des Performancevergleichs wird der MSCI ACWI Net TR Index genutzt. Healthcare- und IT-Werte spielen – anders als bei der Benchmark – kaum eine Rolle; dafür sind Energie- und Rohstofftitel deutlich höher gewichtet. Zu den Top-Holdings zählen das Uranunternehmen Cameco, der australische Goldminenkonzern Newcrest Mining und die koreanische Telekomfirma KT Corp. Bei Morningstar wird der Fonds in die Peergroup „Aktien weltweit Flex-Cap“ eingeordnet. Der Ertrag der Vergleichsgruppe lag in drei Jahren bei 5,5%; der Fonds erzielte im selben Zeitraum mit 21,3% eine deutliche Outperformance.

Value in Schwellenländern

Der **Global Advantage Emerging Markets High Value** (WKN: 972996) kommt aus der von Michael Keppler gegründeten New Yorker Vermögensverwaltung Keppler Asset Management. Der Ansatz nutzt eine Value-orientierte, quantitative Fundamentalanalyse, welche die Auswahl sowohl der Länder als auch der Einzeltitel umfasst. Untersucht werden vor allem historische Daten; auf Prognosen wird verzichtet. Die Branchengewichtung im Fonds orientiert sich am

Vergleichsindex, dem MSCI Emerging Markets TR ND. Zu den Top-Holdings zählen Taiwan Semiconductor, Samsung und Alibaba. Bei Morningstar ist der Fonds in der Peergroup „Aktien Schwellenländer weltweit“ eingeordnet. Die Gruppe hat auf Sicht von drei Jahren 3,2% gewonnen und der Fonds ein Minus von 5,9% erzielt. Seit Auflegung im Dezember 1993 konnte mit einer Performance von 4,57% p.a. allerdings die Benchmark (4,47% p.a.) geschlagen werden (Stand: 31.5.2020).

Pragmatisch und werthaltig

Dr. Christoph Bruns, der Gründer der LOYS AG und Manager des **Loys Global** (WKN: 926229), möchte zwar nicht in die Value-Schublade gesteckt werden – doch auch er achtet auf Werthaltigkeit. Zu seinem Investmentstil gehören ein antizyklischer Ansatz und die Berücksichtigung einer Sicherheitsmarge. Neben deutschen Titeln (27,8%) ist Japan in dem globalen Aktienfonds mit 26,1% hoch gewichtet. Zu den am stärksten gewichteten Aktien gehören die Deutsche Post, die Deutsche Telekom und Gazprom. Der Fonds aus der Morningstar-Peergroup „Aktien weltweit Flex-Cap“ hat in drei Jahren 10,1% verloren. In seiner aktuellen Kolumne (S. 34) setzt sich Dr. Bruns mit dem ESG-Boom auseinander.

Königsanalyse

Value-Investor Prof. Max Otte setzt im **PI Global Value** (WKN: A0NE9G) auf

seinen genuinen Ansatz: die Königsanalyse. Der Fokus liegt dabei vor allem auf der Bewertung der Geschäftsmodelle mit möglichen Eintrittsbarrieren für die Konkurrenz, des Managements und der Bilanzen. Dadurch sollen Unternehmen identifiziert werden, die langfristig ihre Gewinne steigern. Details dazu lesen Sie im Interview mit Florian König (Smart Investor 6/2020, S. 34). Zu den Top Ten des Fonds, die zusammen 44,4% des Portfolios ausmachen, zählen die deutsche ATOSS Software, der kanadische Minenkonzern Barrick Gold und Google-Mutterkonzern Alphabet. Mit einem Wertzuwachs von 17,7% auf Sicht von drei Jahren hat der Fonds die Morningstar-Peergroup „Aktien weltweit Flex-Cap“ deutlich übertroffen.

Value-ETF

Der **Deka STOXX Europe Strong Value** (WKN: ETFL04) investiert in einen Aktienkorb von 20 europäischen Value-Aktien wie beispielsweise Swisscom oder den Immobilienkonzern Swiss Prime Site. Die Value-Eigenschaft der Titel wird über fundamentale Kennzahlen wie KGV, KBV und Gewinnwachstum ermittelt. Der ETF ist bei Morningstar in der Peergroup „Aktien Europa Standardwerte Value“ einsortiert, die in drei Jahren 11,5% verloren hat. Der ETF hat in demselben Zeitraum 20,7% abgegeben. ■

Christian Bayer

Fonds mit Value-Fokus

	WKN	Performance in %		Max. Drawdown (3 Jahre) in %	Volumen in Mio. EUR
		1 Jahr	3 Jahre		
Deka STOXX Europe Strong Value 20	ETFL04	-18,9	-20,7	-40,7	18,8
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	-4,3	-16,2	-30,4	1.271,4
Heptagon Kopernik Global All-Cap Equity Fund	A1XEJ0	+16,5	+21,3	-30,7	748,8*
Keppler Global Advantage Emerging Markets High Value	972996	-5,2	-5,9	-34,5	82,4
Loys Global	926229	-11,7	-10,1	-39,7	247,7
Managed Profit Plus	A0MZM1	+7,2	+19,8	-19,5	38,1
Mandarine Valeur	A0RF7M	-18,6	-26,9	-49,2	312,1
ME Fonds Special Values	663307	+2,0	+8,6	-28,5	134,3
MMT Global Value B	HAFX19	-16,5	-32,2	-53,7	14,7
Modular Deep Value	A12D9U	-11,5	-12,2	-40,0	3,9
PI Global Value	A0NE9G	+8,4	+17,7	-32,7	99,2
Value Holdings Deutschland Fund	A0B63E	-15,3	-26,7	-48,8	19,6
Value Intelligence ESG Fonds	A2DJT4	+9,7	+14,1	-16,7	22,4
Value Partnership	A14UV3	-3,0	-15,7	-44,5	20,0
VM Long Term Value	A1J17U	+3,8	+19,5	-33,0	35,0

* in Mio. USD

Quellen: Fondsgesellschaften, Morningstar, onvista

Analyse I

DNB Fund Nordic Equities A EUR

Gastbeitrag von Michael Bohn, Greiff Research GmbH

FONDS-SNAPSHOT

WKN: 987767

Fondsmanager: Øyvind Fjell

Volumen: 81,6 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 7.1.1998

Typ: Aktienfonds Nordeuropa



Michael Bohn ist Geschäftsführer der Greiff Research Institut GmbH, leitet den Bereich „Fondsanalyse-research“ und verfügt über 20 Jahre Investmenterfahrung, u.a. in der Bewertung von Investmentfonds. Die Ergebnisse und Erkenntnisse des Researchs finden sich u.a. in redaktionellen Beiträgen wieder. Er leitet das Redaktionsteam der 14-tägig erscheinenden Publikation „Der FondsAnalyst“. Vor seiner Tätigkeit bei der Greiff AG betreute er bei einer unabhängigen Vermögensverwaltung in Freiburg Privat- und Geschäftskunden. Er traf dort die strategischen Anlageentscheidungen innerhalb der Vermögensverwaltungsmandate und war hauptverantwortlich für die Produktauswahl.

Vorzeigeregion

Skandinavien – ein globales Investment in Miniaturformat! So jedenfalls nennt DNB Asset Management (DNB AM) die nordische Region. DNB AM ist der drittgrößte Assetmanager in Skandinavien und ausgewiesener Spezialist für nordische Investments, was ein Stück weit sicherlich dem Heimvorteil geschuldet ist. Warum kann es sich durchaus lohnen, in Skandinavien zu investieren? Zunächst einmal ist es aus Diversifikationsaspekten immer sinnvoll, auch außerhalb des Euroraums zu investieren: Bis auf Finnland verfügen alle skandinavischen Länder über eine eigene Währung – nach wie vor ein Grund dafür, dass viele Unternehmen zu Weltmarktführern geworden sind. Durch den schwankenden Wert der Währung sind die Unternehmen im Norden Europas gefordert, innovativ zu sein sowie nachhaltig und solide zu agieren. Im Bereich ESG sind sie größtenteils sogar vorbildlich und global führend. Jedes der Länder verfügt über einen industriellen Schwerpunkt, und in Summe ergibt sich eine völlig ausreichende sektorale Diversifikation. Historisch betrachtet funktionierten die Aktienmärkte der nordischen Länder sehr gut und brauchen einen langfristigen Vergleich gegenüber dem MSCI World oder dem MSCI Europe nicht scheuen.

Stock Picking

Kommen wir zum Fonds. Durch die ersten Filterkriterien (Marktkapitalisierung: > 10 Mrd. NOK; täglich gehandeltes Volumen: > 10 Mio. NOK; Fokus auf Mid- und Large Caps) reduziert sich das Anlageuniversum von rund 1.300 Titeln auf ca. 250 aussichtsreiche Werte. Aus diesen wählt Fondsmanager Øyvind Fjell dann 30 bis 50 Unternehmen, bei denen es an zwei Fronten passen muss: Zum einen

müssen die Firmen eine Wertschöpfung durch Steigerung der Ertragszahlen sowie ein stabiles Geschäftsmodell vorweisen und über ein entsprechendes Produktportfolio verfügen; zum anderen muss das Momentum bzw. der Trend ein positives Signal liefern. Kommt Fjell nur bei der Fundamental- oder Trendanalyse zu einem positiven Ergebnis, wird nicht investiert. Auf den Punkt gebracht: Er möchte die richtige Aktie zum richtigen Zeitpunkt im Portfolio haben – und genau darin liegt seine Stärke, wie die Ergebnisse seit seinem Amtsantritt im Mai 2018 eindrucksvoll zeigen.

Deutliche Outperformance

Fjell hat dem Fonds eindeutig zu mehr Glanz verholfen. Bevor er zu DNB wechselte, hatte er bereits bei anderen Häusern seine herausragenden Managementqualitäten unter Beweis gestellt. In seiner Peergroup „Equity Northern Europe“ (Quelle: Lipper) konnte Fjell mit seinem Fonds im Kalenderjahr 2019 sowohl alle Mitbewerber als auch die gängigen Indizes hinter sich lassen. Auch seit Jahresbeginn liegt der Fonds auf Platz eins. Seit Fjell am Ruder ist, hat er in Summe ein Alpha von 8% erzielt (Daten per 18.6.2020, Retailtranche). Eine Mindest- oder Maximalgewichtung auf Länder- und Sektorebene gibt es nicht. Fjell agiert völlig benchmarkfrei, eine taktische Cashhaltung ist nicht vorgesehen. Der Fonds ist zumeist voll investiert, ESG-Kriterien werden selbstverständlich berücksichtigt. Das Portfolio besteht aus den 30 bis 50 besten Ideen, wobei die Gewichtungen – je nach Überzeugungsgrad – zwischen 1% und 10% liegen. Fjell hat sich für DNB bis dato eindeutig als Glücksgriff erwiesen. Seine Expertise in Verbindung mit dem attraktiven Investmentstandort Skandinavien sollte in Zukunft für (noch) mehr Aufmerksamkeit sorgen. ■

Analyse II

Schmitz & Partner Global Offensiv

Vermögensverwaltung im Duo

Der vermögensverwaltende Fonds Schmitz & Partner Global Offensiv wird von Dr. Holger Schmitz gelenkt, der seine Karriere noch unter der Börsenlegende André Kostolany bei der FIDUKA gestartet hat. Der Fonds sollte im Zusammenhang mit seinem Pendant, dem Schmitz & Partner Global Defensiv, betrachtet werden. Durch die flexible Mischung beider Strategien können Anleger individuell das jeweils geeignete Chance-Risiko-Verhältnis umsetzen. Die Kombination bringt einen echten Mehrwert, denn die Portfolios beider Fonds weisen keine Schnittmenge auf. Der Fondsmanager investiert im Schmitz & Partner Global Offensiv aktuell in Aktien und ausgewählte Aktienfonds; die Anlageklasse Renten spielt in Zeiten überbordender Staatsverschuldung und Negativzinsen keine Rolle. Das Risiko wird über die Cashquote gesteuert.

Kaufen, wenn die Kanonen donnern

Der Fonds hat Anlegern trotz Coronavirus-Crash seit Jahresanfang mit einem Plus von 1,5% eine leicht positive Rendite erbracht (Stand: 14.6.2020). Die FWW-Peergroup Mischfonds dynamisch Welt hat in diesem Zeitraum im Schnitt ein Minus von 8% verbucht. In einer Morningstar-Auswertung der flexiblen Mischfonds mit Stand vom 29.5. konnte sich der Fonds im selben Zeitraum unter den besten 4% von mehr als 1.000 vergleichbaren Strategien positionieren. Oft liegt für Fondsmanager der Gewinn im Einkauf – so auch hier. Dr. Schmitz hat die schwachen Kurse im Crash an den Tagen zwischen dem 12.3. und 19.3.2020 gezielt für antizyklische Zukäufe genutzt. Anlageschwerpunkt auf der Aktienseite sind unterbewertete Unternehmen mit starker Bilanz und hoher Eigenkapitalquote; gemieden werden dagegen Firmen mit hoher Verschuldung. 68,3% des Portfolios sind gegenwärtig in die Anlageklasse

Aktien investiert. Falls die bisherigen Jahrestiefststände nochmals unterschritten werden, sind weitere Zukäufe geplant. Mit einer Cashquote von 31,7% (Stand: 10.6.2020) ist man für diese Opportunitäten gut gerüstet.

Conviction-Portfolio

Im Fonds finden sich beispielsweise der dänische Pharmatitel Novo Nordisk sowie der Medizintechnikkonzern STRATEC Biomedical. Neben Healthcarefirmen sind auch Unternehmen aus dem Nachhaltigkeitssektor wie Solar- und Wasserstofftitel im Fonds vertreten. Hinter der Aktienausswahl steht die Überzeugung des Fondsmanagers – das spiegelt sich auch in der Gewichtung der Titel wider. Die Top-Five-Aktien machen bereits knapp 29% des Portfolios aus. Beim Stock Picking achtet Eurokritiker Dr. Schmitz darauf, verstärkt Werte außerhalb der besonders von Staatsschulden belasteten Eurozone zu allokalieren. In Schweizer Franken, norwegischer Krone, US-Dollar und britischem Pfund notierende Unternehmen bieten über die Währungsseite eine zusätzliche Diversifikation.

Risiken im Blick

Der Schmitz & Partner Global Offensiv wies zum Jahresanfang 2020 eine Cashquote von rund 44% auf – dadurch war der Fonds weniger stark vom massiven Markteinbruch im März beeinträchtigt als viele andere Strategien. Der Fondsmanager legt ein starkes Augenmerk auf niedrige Risiken. Im Jahr 2019 lag die Volatilität des Schmitz & Partner Global Offensiv bei 7,7%. Fazit: Der Fonds bietet einen klaren und transparenten Investmentansatz. Der Fokus liegt auf attraktiv gepreisten Qualitätsunternehmen und einer Währungsdiversifikation über den Euroraum hinaus. Beides wird mit einer aktiven Risikosteuerung kombiniert. ■

Christian Bayer



Dr. Holger Schmitz, Fondsmanger des Schmitz & Partner Global Offensiv

FONDS-SNAPSHOT

WKN: A0MURD

Fondsmanager: Schmitz & Partner AG

Volumen: 16,5 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 1.11.2007

Typ: Mischfonds

Kolumne

ESG-Ungereimtheiten

Gastbeitrag von Dr. Christoph Bruns, LOYS AG



Dr. Christoph Bruns ist seit 2005 Fondsmanager, Teilhaber und Vorstand der Aktienfondsboutique LOYS. Von Chicago aus verwaltet er den LOYS Global MH und den LOYS Global. Vor seiner Zeit bei der LOYS AG fungierte er zuletzt bis 2001 als Segmentleiter im Fondsmanagement und als Direktor bei Union Investment. Dr. Bruns ist zudem Autor renommierter Standardwerke im Bereich Portfoliomanagement und hat bereits zahlreiche Auszeichnungen als Aktienfondsmanager erhalten.

Marketingnische ESG

Kaum ein Thema bereitet den Marketingabteilungen der Fondsindustrie derzeit mehr Kopfzerbrechen als der Umgang mit dem englischen Akronym ESG. Dabei geht es um Umwelt-, Sozial- und Wohlverhaltensregeln für Unternehmen. Wie bei anderen Finanzmarktentwicklungen auch schwappt das Thema aus den USA nach Europa über. Daher nimmt es nicht wunder, dass US-Anbieter bei ESG-Dienstleistungen führende Positionen einnehmen und die Inhalte definieren, wie das z.B. beim Thema Rating seit Jahrzehnten gegeben ist. Ebenso ist der Versuch der Fondsindustrie legitim, eine neue Marketingnische mit dem ESG-Thema zu eröffnen. Man sollte nicht übersehen, dass im Assetmanagement die Innovation i.d.R. in der Verpackung besteht, während es im Produktmanagement seit Jahrzehnten kaum wesentliche Neuerungen gibt.

Widersprüche in der Praxis

Im Hinblick auf ESG lassen sich jedoch erstaunliche Ungereimtheiten feststellen. Das Thema Umweltschutz scheint nachgerade einen dominanten Platz innerhalb der ESG-Troika einzunehmen. Danach kommen soziale Kriterien, und auf den Wohlverhaltensregeln zum Unternehmensmanagement scheint nur wenig Fokus zu liegen, wiewohl doch Investoren davon am meisten profitieren sollten. Aber selbst beim Umweltschutz scheiden sich aus guten Gründen die Geister: Wie soll etwa mit einer RWE-Aktie verfahren werden, die sich rasant zu einem Energieerzeuger aus alternativen Quellen entwickelt? Und wie steht es etwa mit der französischen EDF, die angesichts ihres hohen Atomanteils recht geringe Mengen an CO₂ ausstößt?

Wenig konsistenter sieht es bei den sozialen Komponenten des ESG aus. Wie kann es etwa sein, dass die allermeisten institutio-

nellen Investoren amerikanische Staatsanleihen halten, wenn doch – wie wir lesen – in den USA „systemischer Rassismus“ existiert? Und dann erst das „G“ in ESG. Wie kann es sein, dass Megaunternehmen wie Facebook und Google verschiedene Anteilklassen haben und damit dem Prinzip „eine Aktie, eine Stimme“ diametral entgegenstehen?

Die Liste der Ungereimtheiten ließe sich problemlos ins Unendliche fortsetzen. Insgesamt entsteht der Eindruck, als würde ESG als reinwaschendes Marketinginstrument eingesetzt. Wären die Fondsmanagementhäuser wirklich an einer konsequenten Ausrichtung hinsichtlich Umwelt-, Sozial- und Wohlverhaltensstandards interessiert, dann müssten Positionen in US-Staatsanleihen unterbleiben und Aktien der beliebten Megaunternehmen aus dem Internetbereich abgestoßen werden. Man darf aber getrost sein, dass dies nicht passieren wird.

ESG im Risikomanagement

Investoren sind aber gut beraten, die ESG-Entwicklungen in ihrem Risikomanagement gut im Auge zu behalten, wie dies die LOYS AG bereits seit 15 Jahren tut. Die versuchte Ächtung von Unternehmen, wie wir es bei Siemens angesichts von Weichenlieferungen für den Schienenverkehr eines australischen Minenbetreibers beobachten konnten, gibt einen Vorgeschmack auf das, was kommen mag. Dabei wird – wie stets im Internetzeitalter – der Gestaltung des Narrativs große Bedeutung zukommen. Die aktuelle ESG-Philie mag sich insofern zu einem Bumerang entwickeln. Tatsächlich gehörte die Identifizierung von Umwelt-, Sozial- und Wohlverhaltensrisiken immer schon zu den Kernaufgaben ganzheitlichen Fondsmanagements – daran ändert auch der Marketingcharme des ESG-Themas nichts. ■

News, Facts & Figures

Geringes Minus

Das Fondsmusterdepot hat auf Monatssicht einen Verlust von 0,5% verzeichnet; der MSCI World EUR konnte dagegen um 3,8% zulegen

Fokus Edelmetalle und Bodenschätze

Auch wenn die Edelmetallminenfonds des Depots im Berichtszeitraum Verluste verbucht haben, sind wir für den Sektor weiter positiv gestimmt. Die Abschaffung der Zinsen und die exzessive Verschuldung der Staaten, unterstützt durch billiges Geld der Notenbanken, bleiben ein ideales Umfeld für Edelmetalle und entsprechende Minen. Auch bei Goldminenfonds ist eine Streuung über unterschiedliche Strategien sinnvoll. Gerade wenn sich der Goldpreis per Saldo kaum bewegt – wie in den vergangenen Wochen –, liegt der Unterschied oft im Stock Picking. Während beispielsweise der **Tocqueville Gold** (WKN: A1C4YR) mit einem Verlust von 13,3% das Performance-Schlusslicht bildet, hat der **Commodity Capital Global Mining Fund** (WKN: A0YDDD) ein Plus von 2% erzielt. Neben dem **Stabilitas Silber+Weissmetalle** (WKN: A0KFA1; -7,5% im Vergleich zum Vormonat) rundet der **SUNARES-Fonds** (WKN: A0ND6Y; -2,3% auf Monatssicht) unser Engagement im Segment Bodenschätze ab.

Fondslenker Udo Sutterlüty kann im Sunares den kompletten Sektor „Natural Resources“ abdecken. Neben Goldminenaktien, die mit Stand Ende Mai zu knapp 30% gewichtet sind, finden sich beispielsweise auch Energie- und Agrikulturtitel im Portfolio.

Vermögensverwaltende Fonds

In den vermögensverwaltenden Fonds des Musterdepots, dem **Seilern Global Trust** (WKN: 676583; +3% auf Monatssicht), dem **FU Fonds – Multi Asset Fonds** (WKN: A0Q5MD; +1,4% im Vergleich zum Vormonat) und dem **Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen** (WKN: A0M8HD; +2,4% im Berichtszeitraum), zählen wir zur Steuerung des Risikos auf die Fondsmanager. Zur Begrenzung der Verluste werden je nach Konzept Aktien abgesichert oder Cashpositionen eingegangen. Naturgemäß können die Fonds in Haussephasen nicht mit der Performance des Aktienmarkts mithalten – dafür sorgen sie für die Minimierung zwischenzeitlicher Verluste.

Gesundheit im Depot

Mit dem Kauf des **Bellevue BB Adamant Medtech & Services** (WKN: A0RP23; -2,2% auf Monatssicht) im Mai haben wir unsere Positionierung im Healthcarsektor ausgebaut. Der Fonds investiert in das gesamte Gesundheitssegment – mit Ausnahme von Medikamentenherstellern. Im Portfolio befinden sich beispielsweise der Hersteller von Herzschrittmachern Medtronic und Becton Dickinson, ein Produzent von Kanülen und Nadeln für die Insulininjektion. Erste Käufe beim **Medical BioHealth** (WKN: 941135; +0,9% im Vergleich zum Vormonat) haben wir dagegen schon im Dezember 2016 getätigt. Mit einem Wertzuwachs von 223,8% hat er die Erwartungen mehr als erfüllt. Der Fonds investiert schwerpunktmäßig in Nebenwerte mit hohem Innovationspotenzial bei neuen Wirkstoffen. Die Unternehmen gelten vielfach als Übernahmekandidaten und werden teilweise mit satten Aufschlägen zum Aktienkurs geschluckt.

Christian Bayer

Musterdepot (Start: 1.1.2009 mit 100.000 EUR)

Performance: seit Auflage: +118,3% (MSCI Welt: +196,2%); 2020: -5,0% (MSCI Welt: -6,0%); seit dem Vormonat: -0,5% (MSCI Welt: +3,8%)

Stichtag:
19.6.2020

Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kauf- datum	Kauf zu	Kurs 19.6.	Wert 19.6.	Depot- anteil	Performance seit	
									Vormonat	Kauf
Amundi SBI FM India Equity	A0NGEP	Aktien Indien	60	19.12.19	174,20	140,72	8.443	3,9%	+7,5%	-19,2%
Xtrackers MSCI Japan Index UCITS ETF	DBX1MJ	Aktien Japan	350	07.11.19	57,29	54,36	19.026	8,7%	+4,8%	-5,1%
JPM US Growth	A0DQQ2	Aktien USA	250	30.04.20	33,63	38,62	9.655	4,4%	+4,7%	+14,8%
DNB Technology	A0MWAN	Aktien Technologie	25	14.04.16	298,57	599,95	14.999	6,9%	+4,3%	+100,9%
Seilern Global Trust*	676583	Mischfonds	60	30.04.20	276,59	284,63	17.078	7,8%	+3,0%	+2,9%
Aktienfonds für Beteiligungsunternehmen	A2PE00	Aktien Welt	110	19.12.19	103,64	104,45	11.490	5,3%	+2,5%	+0,8%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Europ. Nebenwerte	30	26.09.13	94,00	112,42	3.373	1,5%	+2,4%	+19,6%
Commodity Capital Global Mining Fund* A0YDDD	A0YDDD	Aktien Edelmetalle	150	18.07.19	65,91	93,76	14.064	6,4%	+2,0%	+42,3%
FU Fonds – Multi Asset Fonds P*	A0Q5MD	Mischfonds	60	10.03.16	189,36	214,63	12.878	5,9%	+1,4%	+13,3%
Medical BioHealth*	941135	Aktien Healthcare	30	08.12.16	204,84	663,27	19.898	9,1%	+0,9%	+223,8%
Bellevue BB Adamant Medtech & Services	A0RP23	Aktien Healthcare	25	22.05.20	527,06	515,55	12.889	5,9%	-2,2%	-2,2%
Sunares*	A0ND6Y	Aktien Bodenschätze	200	10.03.16	54,09	68,24	13.648	6,3%	-2,3%	+26,2%
Stabilitas Silber+Weissmetalle*	A0KFA1	Aktien Metalle	400	17.05.18	26,71	45,33	18.132	8,3%	-7,5%	+69,7%
Tocqueville Gold P*	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	130	22.02.19	113,80	150,91	19.618	9,0%	-13,3%	+32,6%
Fondsbestand					195.189,80	89,4%				
Liquidität					23.108,28	10,6%				
Gesamtwert					218.298,08	100,0%				

* Der Kaufkurs ist ein Mischkurs, das Datum bezieht sich auf den letzten Kauf.

Das große Bild

Value – vor der Wiederentdeckung?

Gedanken zum Value Investing in unruhigen Zeiten

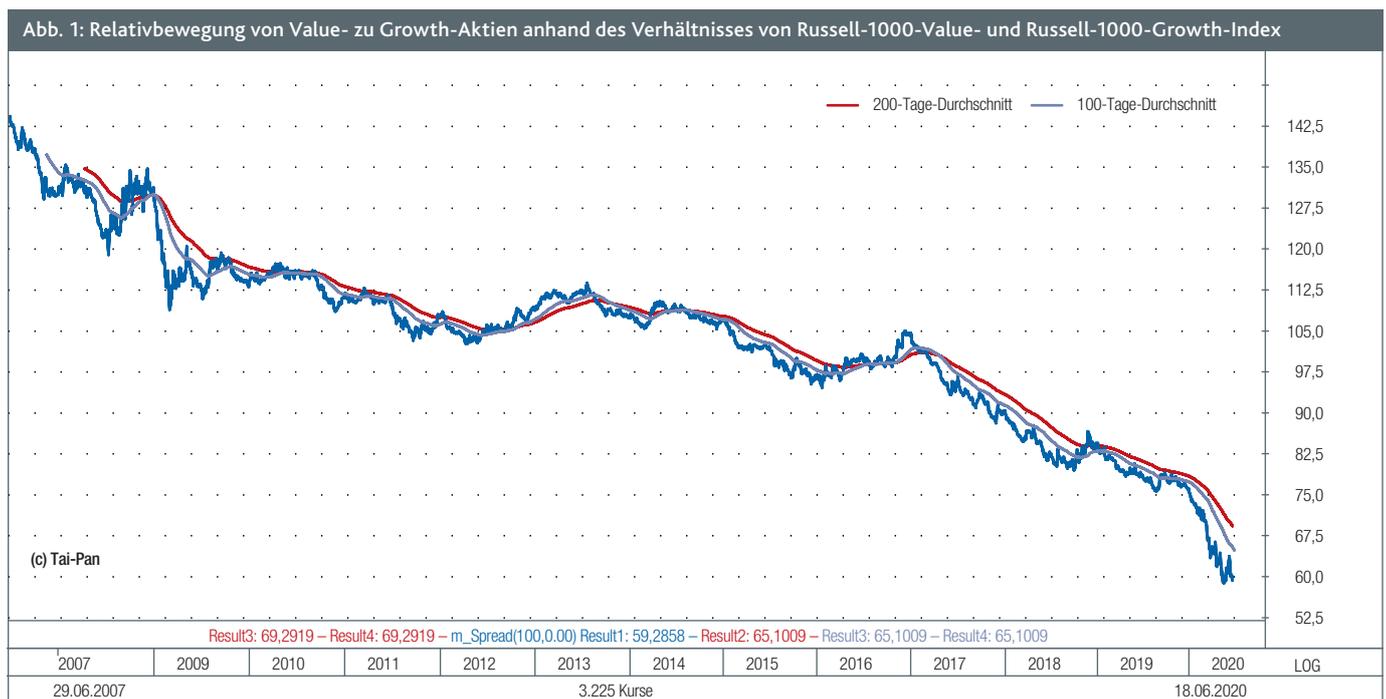
Nachholpotenzial dank Vernachlässigung?

Durch die Jahrzehnte haben sich im Wesentlichen zwei fundamental orientierte Investmentstile herausgebildet, die – zumindest phasenweise – eine Überrendite erwarten lassen: Value und Growth. Die Krux dabei ist, dass man im Vorhinein nicht wissen kann, welcher der beiden in der Zukunft die Nase vorne haben wird. Allerdings finden sich Indizien: Eine gute Richtschnur ist dabei die Historie und deren Vergleich mit der jeweils aktuellen Lage. Vordergründig überzeugt oft bereits der Hinweis, dass ein Investmentstil, so wie aktuell Value, über viele Jahre aus der Mode war und schon von daher eine Renaissance überfällig sei – dies umso mehr, als die Jahre der Underperformance das (Nachhol-)Potenzial noch zusätzlich erhöht haben sollten.

Das Gedächtnis des Markts

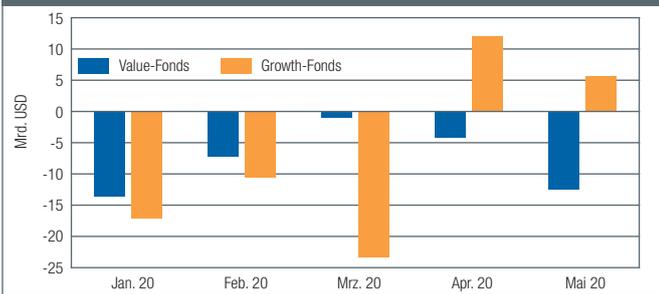
Hinter dieser Überlegung steckt also mehr als die unter dem Stichwort „Gambler’s Fallacy“ bekannt gewordene, falsche Annahme eines Spielers, dass die Farbe Schwarz am Roulettetisch wahrscheinlicher geworden wäre, nur weil zuvor mehrfach rot gefallen war – denn im Gegensatz zur Roulettekugel hat der Markt durchaus Gedächtnisanteile, die aus der Informationsverarbeitung seiner Teilnehmer herrühren dürften. Dass Entwicklungen dennoch eine starke Trendkomponente und entsprechend nur ein schwach ausgeprägtes Mean-Reverse-Verhalten zeigen, lässt sich in der Relativbewegung des Russell-1000-Value-Index im Vergleich zum Russell-1000-Growth-Index erkennen (vgl. Abb. 1). Über die letzten zehn Jahre kannte dieser Relativchart nur eine Richtung: nach unten. Auf Jahre einer relativ schwachen

Entwicklung folgt also keineswegs zwingend eine relativ starke Entwicklung. Und noch etwas ist bemerkenswert: Obwohl sich Value-Titel bereits vor dem Corona-Crash vergleichsweise schwach entwickelt hatten, verloren sie im Crash stärker und konnten sich in der Folge nur weniger stark erholen als Growth-Aktien. Zwar ist in den letzten Wochen eine leichte Stabilisierung zu verzeichnen – doch der Abwärtstrend ist noch nicht einmal angekratzt. Aus diesem Blickwinkel ist eine Wiedergeburt des Value Investing derzeit also noch nicht zu erkennen. Dennoch bleibt die lange Vernachlässigung des Themas aus antizyklischer Sicht ein Pluspunkt. Mehr darüber, ob Value tot ist oder aber vor einer Wiederentdeckung steht, bietet eine Zusammenfassung mehrerer wissenschaftlicher Studien, die Sie auf S. 22 finden.



Value kennt im Vergleich zu Growth seit Jahren nur eine Richtung: nach unten.

Abb. 2: Monatliche Mittelzu- und -abflüsse von US-Growth- und US-Value-Fonds



Der Corona-Crash führte nicht zu einer Änderung des Anlageverhaltens zugunsten von Value-Fonds

Quellen: Refinitiv Elkon data/
Gaurav Droga, eigene Berechnungen

Zins als Zünder?

Fraglich aber ist, woher eine Initialzündung für Value kommen könnte. Als ein wesentlicher Belastungsfaktor wird das anhaltend niedrige Zinsniveau gesehen, das zu einer Bevorzugung der an sich teuren Growth-Aktien führt. Allerdings ist schwer vorstellbar, dass sich das Zinsniveau in absehbarer Zeit deutlich erhöhen wird. Andererseits wäre ein steigendes Zinsniveau für Aktien auch insgesamt belastend, wobei Value-Titel lediglich weniger leiden sollten als das Growth-Segment. Aus dem Zinsargument lässt sich insgesamt also kaum Honig saugen. Ob die Argumentation stimmig bleibt, hat allerdings auch damit zu tun, wie weit die Schere zwischen Value und Growth schon aufgegangen ist. Falls der Markt hier übertrieben hat, wäre das zumindest ein Hebel für eine Gegenbewegung, die sich im Relativchart (s.o.) als Trendwechsel zeigen würde. Auch die Entwicklung der Mittelzu- bzw. -abflüsse bei den jeweiligen Fondskategorien wäre ein relativ zeitnaher Hinweis auf ein Umdenken der Anleger. Seit April 2020 verzeichnen Growth-Fonds jedoch schon wieder deutliche Zuflüsse, während Value-Fonds noch immer unter – zuletzt sogar verstärkten – Mittelabflüssen leiden (vgl. Abb. 2).

Schlechte Stimmung, wenig Interesse

Das wesentliche Argument für Value-Investments besteht derzeit im negativen Marktsentiment. Dagegen sitzen Growth-Anleger in einem klassischen „Crowded Trade“ mit entsprechendem Enttäuschungspotenzial. Allerdings sollte man – und das ist vielleicht eine der wesentlichen, momentan jedoch nur vorläufigen Lehren aus dem Corona-Crash sowie dem schnellen Wiederaufstieg der führenden Growth-Titel – nicht blind auf ein Mean-Reverse-Verhalten vertrauen, das sowohl die scheinbar über- als auch die scheinbar unterbewerteten Titel über kurz oder lang zurück in die goldene Mitte bringt. So gefährlich die Argumentation „Diesmal ist alles anders“ auch oft gewesen ist, so lässt sich nicht bestreiten, dass sich Technologie, Wirtschaft und Gesellschaft in einer beschleunigten Umgestaltungs-, ja Umbruchphase befinden. In Windeseile entstehen neue Branchen mit (regionalen) Quasimonopolen, während andere sang- und klanglos untergehen. In einer solchen, sich schnell verändernden Umgebung sind eigentlich trendfolgende Strategien das Mittel der Wahl. Sollten Value-Anlagen tatsächlich wiederentdeckt werden, würde sich dies ohnehin auch in den entsprechenden Trends zeigen.

Trash in der Täsch'

Eine Frage, um die fast ebenso engagiert gestritten wird wie über das Thema „Value oder Growth“, ist die Bedeutung von Cash in einer Anlagestrategie. Weitgehende Einigkeit herrscht noch in der Einschätzung, dass Cash eigentlich gar keine richtige Anlage ist, sondern lediglich den Charakter einer Parkposition hat. Dagegen geht das Meinungsspektrum weit auf, wenn es um die aktuelle Sinnhaftigkeit von Cashpositionen geht. Noch Ende Januar war Ray Dalio – immerhin Gründer und Chef des größten Hedgefonds der Welt, Bridgewater Associates – mit der Aussage „Cash is Trash“ zu vernehmen. Im Laufe des Corona-Crashes ruderte er zwar etwas zurück; er ist aber meilenweit von Berkshire-Hathaway-Chef Warren Buffett entfernt, der inzwischen einen Bargeldberg von rund 137 Mrd. USD vor sich herschiebt, weil er keine passenden Investitionsmöglichkeiten findet. Für beide Vorgehensweisen lassen sich gute Argumente finden. Allerdings verliert die Bargeldposition im Zuge der gigantischen Stimulierungsmaßnahmen der Notenbanken und der darin angelegten Geldentwertung zunehmend ihren Charakter als sicherer Hafen am Rande des eigentlichen Spielfelds. Gut möglich, dass Anleger deshalb im weiteren Verlauf aus ihrer Bargeldposition förmlich heraus- und in den Markt hineingedrückt werden. Wir nennen das Crack-up-Boom.

Keynes on Steroids

Eric Gujer, Chefredakteur der Neuen Zürcher Zeitung, meinte kürzlich: „Langsam sollte es den Deutschen mulmig werden.“ Kein anderes Industrieland habe angesichts des Corona-Lockdowns ein – gemessen am BIP – derart großzügiges Rettungspaket geschnürt wie Deutschland. Der Brüsseler Think Tank Bruegel taxierte es auf bis zu 1,8 Bio. (= 1.800.000.000.000) EUR. Das allerdings war Stand März – dann legten Angela Merkel und Emmanuel Macron mit dem Versprechen eines 500-Mrd.-EUR-Pakets für durch Corona gebeutelte EU-Staaten noch einmal nach. Nun sollen weitere 130 Mrd. EUR für Bürger und Unternehmen dazukommen. Während Gujer dem Merkel-Macron-Paket zumindest noch attestiert, dass sich Deutschland mit seinem Anteil eine Art Goodwill innerhalb der EU erkaufe, zeige der Kinderbonus von 300 EUR vor allem ein merkwürdig paternalistisches

Anzeige

GRUNDSTÜCK IN KANADA

mit direktem Blick auf den Atlantik

- über 22.000 m² und mit 80 m Atlantikküste
- Hanglage und Südausrichtung
- in der Nähe von Sherbrooke, Nova Scotia
- Sie können direkt bauen, kein Bauzwang
- krisensichere Geldanlage in Kanada
- provisionsfrei, direkt vom Eigentümer

INTERESSE? MELDEN SIE SICH BEI UNS!
info@atlantic-touch.ca

PREIS:
74.175 C\$
Ca 51.000 EUR

Atlantic Touch
Atlantic Canada Dream

Staats- und Gesellschaftsverständnis. Auch hinter der außerplanmäßigen Nettokreditaufnahme des Bundes von 219 Mrd. EUR stehe vor allem ein Missverständnis: „Die Regierung glaubt, sie könne Wohlstand kaufen. Wenn sie nur genügend Geld ausbebe ...“ Das ist nach der Finanzkrise nun schon das zweite Mal, dass fiskalisch gewaltig angeschoben wird. Was passiert eigentlich, wenn ein solcher Fall erneut eintritt? Gujer hält die Fragen für „zumindest legitim“, ob „das Finanzsystem endgültig aus den Fugen geriete“ und „die Schuldenexplosion den Tod auf Raten für die Schuldenbremse bedeutet“. Diese Fragen drängen sich nach unserer Auffassung angesichts einer Wirtschaftspolitik nach dem Motto „Keynes on Steroids“, nicht nur aus der neutralen Schweiz heraus, geradezu auf.

Innerhalb der Bundesrepublik ist politische Kritik dagegen nur von der fast zur Bedeutungslosigkeit geschrumpften FDP und der ebenfalls unter deutlich rückläufiger Zustimmung leidenden AfD zu vernehmen. Während sich FDP-Chef Lindner über die Finanzierung eines Strohfuebers im Rahmen der aktuellen Hyperstimulation sorgte, ging der Vorsitzende des Haushaltsausschusses im Bundestag, Peter Boehringer (AfD), insbesondere auf einen Ausnahmezustand ein, der zum Regelfall zu werden drohe, was angesichts der fehlenden Evidenzbasierung der Maßnahmen besonders schwer wiege. „Im Notstand regiert sich’s gut“, so Boehringer, zumal die verfassungsmäßige Schuldenbremse weiter außer Kraft gesetzt bleibt. Die auch von Gujer geäußerte Sorge, dass der Staat seine Macht auf Kosten der Bürger weiter ausbauen könnte, ist nicht unbegründet.

„They never come back“

In der Wirtschaft zeigen sich weiter dramatische Einbrüche und Strukturverschiebungen. Beispielsweise stand der stationäre Einzelhandel schon vor Corona kräftig unter Druck. Das Einzige, womit sich Kunden überhaupt noch ködern ließen, war das „Shopperlebnis“ vor Ort, das sich vor dem Hintergrund von Maskenpflicht und Abstandsregeln allerdings in Wohlgefallen aufgelöst hat. Entweder stemmen sich die Geschäfte noch mit Rabattaktionen gegen



Im Modeeinzelhandel zeichnet sich derzeit eine Rabattschlacht ab

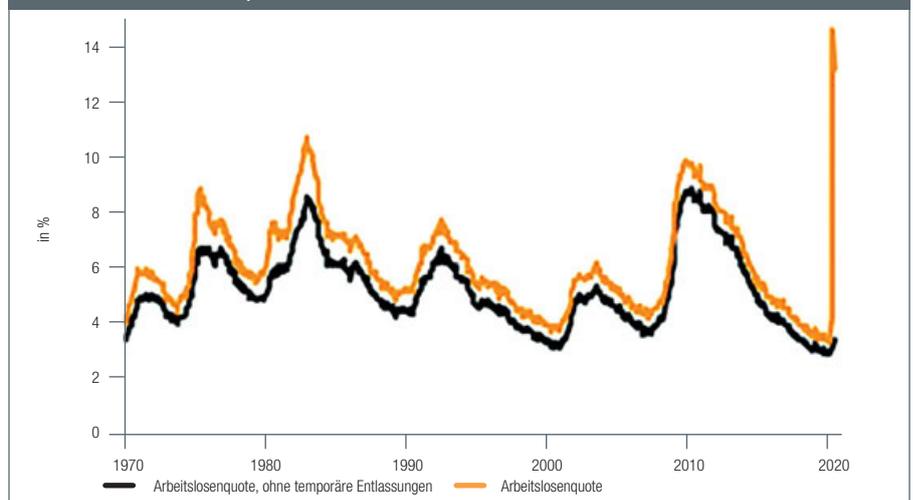
das Unvermeidliche oder sie machen gleich dicht – wie es zuletzt Karstadt Kaufhof für 62 Filialen in Deutschland ankündigte. Für den stationären Einzelhandel dürfte in der Breite das alte Boxer-Sprichwort gelten: „They never come back.“ Während in diesem Bereich der ohnehin bestehende Wandel in Richtung Onlinehandel lediglich beschleunigt wurde, ist für die Bereiche Gastro, Events und Reisen ein echter Trendbruch eingetreten. Hier geht es primär um Erlebnisse, die im Hygienestaat unattraktiv geworden sind. Der Höhenflug der Lieferdienste wird vermutlich auch wieder etwas abebben, denn sie können eben nicht dasselbe bieten wie ein Restaurantbesuch und sind im Vergleich zur heimischen Küche auf Dauer zu teuer – eigener Herd wird wieder Goldes wert sein. Das von einigen Beobachtern verwundert zur Kenntnis genommene Ausbleiben der Pleitewelle dürfte übrigens noch kein Anlass zur Entwarnung sein, denn in der ersten Phase hatten etliche Unternehmen noch ein paar

Reserven und profitierten von Kurzarbeitergeld sowie Corona-Hilfen. Die eigentliche Stunde der Wahrheit dürfte nach den Sommerferien auf die Wirtschaft zurollen. Dass jüngsten Meldungen zufolge Nischen wie der Fahrradhandel boomen (siehe hierzu die Aufnahme des Fahrradzubehörherstellers Shimano im Musterdepot; S. 54) – teils wegen des Umstiegs auf E-Bikes, teils wegen der Vermeidung des ÖPNV –, ist da nur ein schwacher Trost, denn gleichzeitig ist die Nachfrage für hochpreisige langlebige Wirtschaftsgüter wie Autos eingebrochen. Menschen, die mit Sorgen um den Arbeitsplatz konfrontiert sind, werden das für den ausgefallenen Urlaub gesparte Geld erst einmal auf die hohe Kante legen.

Amtliche Deflation kaschiert anrollende Inflation

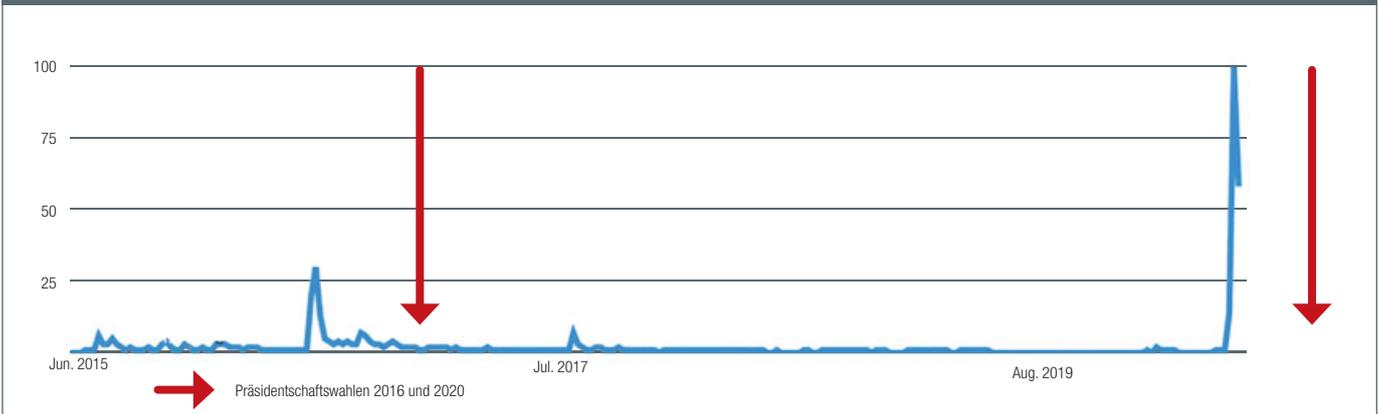
Solche Nachfrageausfälle wirken erst einmal deflationär. Dagegen stehen allerdings auch Produktionsausfälle und Lieferengpässe, die insbesondere bei Nahrungsmitteln und Gütern des täglichen Bedarfs bereits zu Preissteigerungen geführt haben. Es kann sogar passieren, dass die Preise für aktuell kaum nachgefragte Güter sinken – was paradoxerweise die amtlichen Preisindizes nach unten verzerrt, obwohl in diesen Bereichen aktuell nur geringe Ausgaben getätigt werden. Auf Sicht werden die gigantischen monetären und fiskalischen Stimulierungsprogramme aber ihre Spuren im allgemeinen Preisniveau hinterlassen, zumal das Geld diesmal nicht nur an die Finanzmärkte geleitet wird, sondern zum

Abb. 3: US-Arbeitslosenquote



Der Anstieg der US-Arbeitslosenquote wird durch den dramatischen Anstieg der temporären Entlassungen überzeichnet
Quellen: BLS, Bantleon

Abb. 4: Die Black-Lives-Matter-Kampagne im Spiegel von Google Trends



Auffällige Häufungen im Vorfeld der US-Präsidentenwahlen 2016 und 2020

Quelle: Google Trends

Teil direkt Unternehmen und Verbraucher erreicht (vgl. Interview mit Prof. Dr. Stefan Homburg auf S. 26). Was nicht nur angesichts der Demonstrationen der letzten Wochen auffällig war – Grundgesetzdemonstrationen unter starken Auflagen, Black-Lives-Matter-Demonstrationen mit zigtausenden Teilnehmern –, überall dort, wo der Staat lenkend eingreift, sind schnell auch starke Willkürelemente im Spiel. Im Wirtschaftsbereich sieht man dies z.B. recht deutlich bei der Auto- und der Fleischindustrie, um die regelrechte Glaubenskriege toben. Treffen kann es eine jede Branche. Die Gefahr, dass mit Staatsgeld – eigentlich das Geld der Steuerzahler! – eine ideologisch gelenkte Umgestaltung der Wirtschaft vorangetrieben wird, lässt sich schon deshalb nicht von der Hand weisen, weil Bestrebungen in diese Richtung inzwischen ganz offen ausgesprochen werden.

Geld treibt Kurse

Allerdings geraten beim gebannten Starren auf die aktuelle Krise auch leicht die möglichen Chancen aus dem Blickfeld. Dr. Andreas A. Busch, Senior Economist der BANTLEON BANK AG, geht in seiner jüngsten Analyse beispielsweise davon aus, dass die US-Konjunktur positiv überraschen werde. Die US-Arbeitslosenquote hatte in der Spitze binnen kürzester Zeit einen einsamen Nachkriegsrekordwert von knapp 15% erreicht. Die Konzentration auf diesen Wert dürfte die Lage allerdings überzeichnen, denn in dem bekannten US-Motto „Hire & Fire“ steckt eben auch das Wort „Hire“ („Einstellen“), und schon seit Mai kehren die ersten Amerikaner wieder

an ihre Arbeitsplätze zurück. Dagegen dürfte die Lage in Deutschland aufgrund der Kurzarbeiterregelungen tatsächlich schlechter sein, als durch die hohe Scheinbeschäftigung ausgewiesen wird. Das dicke Ende könnte hier mit einem Auslaufen der Kurzarbeiterregelungen kommen. Allerdings erwarten wir, dass die Politik da eher wieder den Steuerzahler in die Haftung nehmen wird. Insgesamt bleibt der US-Arbeitsmarkt sowohl im Abwärtsgang als auch bei einem möglichen Wiederanstieg eindeutig der flexiblere. Entscheidend sind jedoch auch in den USA die gigantischen Stützungsmaßnahmen, sowohl durch die Fed als auch durch die US-Regierung. Allerdings geht von den politischen Unruhen ein schwer abzuschätzender Negativeffekt aus, mit dem Potenzial einer weiteren Eskalation. Für fast alle aktuellen Geschehnisse in den USA ist die US-Präsidenten-

wahl im November das entscheidende Datum. Dass die im Kern (neo-)marxistische Black-Lives-Matter-Kampagne, wie schon 2016, pünktlich ein halbes Jahr vor den US-Präsidentenwahlen auf der Bühne erscheint, dürfte jedenfalls kein Zufall sein (vgl. Abb. 4).

DAX-Familie mit Problemkindern

Für den DAX steht nun einiges auf dem Spiel bzw. der Index steht auf der Kippe. Wieder einmal zeigt sich, dass man mittel- bis langfristig oft klarer sieht als für die nächsten Tage und Wochen. Unser Grundscenario bleibt der Crack-up-Boom, mit dem wir uns in der letzten Ausgabe (6/2020) ausführlich beschäftigt haben. Die Bewertungsrelationen zwischen dem massenhaft neu geschöpften Geld und den nur begrenzt vorhandenen funktionsfähigen Geschäftsmodellen, wie sie etwa in den

Abb. 5: DAX mit Szenarien



Solange Druckerpressen und Ausgabenprogramme laufen, gilt: Runter kann er, rauf muss er.

Anteilscheinen der DAX-Unternehmen verbrieft sind, sollte hier perspektivisch zu deutlich höheren Preisen/Kursen führen. Allerdings kamen gerade hier die Einschläge zuletzt gefährlich nahe.

Das Gezerre um die Deutsche Lufthansa ist dabei noch in mehrfacher Hinsicht nachvollziehbar. Naturgemäß leidet eine Fluggesellschaft unter den verfügbaren Lockdowns und Reisebeschränkungen besonders stark (s.o.). Milliardär und Knorr-Bremse-Großaktionär Heinz Hermann Thiele ist auch an der Kranichlinie mit 15% beteiligt und hatte im Vorfeld der Hauptversammlung mit einem Veto gegen den geplanten Staatsanstieg gedroht. Eigentlich ist es ein Glücksfall für die Aktionäre, dass sich hier nun eine starke Unternehmerpersönlichkeit wie Thiele engagiert, wodurch der Staatsanstieg, der mit erheblichen Auflagen für die Lufthansa verbunden wäre, vielleicht doch nicht mehr alternativlos ist. Fliegen bleibt ein Abenteuer – wenn auch auf eine neue und ziemlich unerfreuliche Art (vgl. Cover DER SPIEGEL). Der Abstieg der Airline aus dem DAX ist dagegen auf jeden Fall beschlossene Sache und wurde am 22.6. vollzogen. Nachrücker ist die Deutsche Wohnen. Mit Wirecard ist ein weiterer DAX-Konzern in schwerstem Fahrwasser, allerdings selbstverschuldet. Das Fintech-Unternehmen stand einst für den Generationenwechsel unter Deutschlands Topfirmen, wird aber schon seit längerer Zeit wegen vermuteter Unregelmäßigkeiten gebeutelt. Diesmal ist die Sache allerdings kaum zu heilen. Wirtschaftsprüfer EY verweigerte das Testat, da vorgelegte Saldenbestätigungen über Bankguthaben in Höhe von 1,9 Mrd. EUR



DER SPIEGEL 25/2020

offenbar in Täuschungsabsicht erstellt worden waren. Auf den Philippinen, wo das Geld angeblich liegen sollte, konnte es jedenfalls nicht gefunden werden. Vorstandschef Markus Braun, Gründer und Chef von Wirecard, ist inzwischen zurückgetreten. Zusätzlich zum Slogan „Reinventing Payment“ hätte sich Wirecard wohl auch „Reinventing Accounting“ („Die Buchhaltung neu erfinden“) schützen lassen sollen. Unser Fazit zu Lufthansa: Mit dem ausgebufften und mit enormen Mitteln ausgestatteten Großaktionär Thiele haben die Kleinaktionäre einen Partner im Boot, der sie bei den zukünftigen Verhandlungen mit der Politik eventuell vor dem Schlimmsten bewahren könnte. Beim ehemaligen deutschen Tech-Hoffnungswert Wirecard besteht aus unserer Sicht keine Hoffnung mehr: Hier droht die Pleite bzw. ein Aktienkurs von (annähernd) null.

Was andere meinen

Trotz des stark angestiegenen DAX sind unsere drei Gastanalysten nicht in Hochstimmung. Die Intermarktanalyse von Uwe Lang (S. 42) hat sich sogar von 1:2 im letzten Monat auf nun 0:3 noch verschlechtert. Bislang ist hier kein Umschwenken zu einem Kaufsignal absehbar. Die Quantitative Analyse (S. 43 unten; ausführliche Erläuterung auf S. 44) zeigt mit ihrer Börsenampel immerhin schon auf Gelb und könnte bei positivem Umfeld demnächst auf Grün switchen. Die Stimmungsforscher von sentix (S. 43 oben) machen trotz des Rekordanstiegs bei den Aktien immer noch eine hartnäckige Skepsis unter den Anlegern aus. Zusammenfassend können wir konstatieren: Unser Crack-up-Boom-Szenario halten wir vor dem Hintergrund dieser Analysen weiter für wahrscheinlich.

Fazit

Der Trend, dass klassische Value-Titel weiterhin nicht zu den Lieblingen der Börse gehören, dürfte erst einmal fortbestehen. Digitalisierung, Social Distancing und Niedrigzinsen sind hierbei als die maßgeblichen Treiber zu sehen. Wenngleich wir für die kommenden Monate eine gewisse Besserung bei den wirtschaftlichen Indikatoren (BIP, Arbeitslosigkeit usw.) vorhersagen, wird das Vor-Corona-Niveau in diesem Jahr wohl nicht annähernd mehr erreicht werden. Dennoch dürfte der von uns so bezeichnete Crack-up-Boom erst mal ungehindert weiterlaufen. Aufgrund der Old-Economy-lastigen deutschen Wirtschaft und einiger Sonderentwicklungen wie z.B. bei Wirecard wird der DAX vermutlich auch weiterhin den technologielastigeren US-Indizes hinterherhinken. Spannend dürfte es im Herbst werden, wenn die US-Präsidentenwahlen anstehen und (zugleich) eine von einigen Politikern angekündigte zweite Corona-Welle anrollt. Bis dahin sehen wir grünes Licht für die Börsen.

Lesen Sie unseren Smart Investor Weekly, der jeden Mittwochabend mit interessanten Neuigkeiten zu Politik, Wirtschaft und Börse aufwartet! Zudem möchten wir noch auf unser auf Allzeithoch notierendes wikifolio-Zertifikat „Smart Investor – Momentum“ verweisen, welches Sie über die Börse erwerben können (ISIN: DE000LS9CFN3). ■

Ralf Flierl, Ralph Malisch

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios	Kurs				Veränderung seit		
	19.6.20	22.5.20	31.12.19	2.1.06	Vormonat	31.12.19	2.1.06
Gold in USD	1.743,95	1.736,69	1.517,25	516,88	+0,4%	+14,9%	+237,4%
Gold in EUR	1.560,14	1.593,59	1.352,36	437,30	-2,1%	+15,4%	+256,8%
Silber in USD	17,62	17,21	17,86	8,87	+2,4%	-1,3%	+98,6%
Silber in EUR	15,76	15,79	15,92	7,61	-0,2%	-1,0%	+107,1%
Platin in USD	810,50	837,25	965,50	966,50	-3,2%	-16,1%	-16,1%
Palladium in USD	1.918,50	1.952,00	1.942,00	254,00	-1,7%	-1,2%	+655,3%
HUI (Index)	256,93	286,93	241,94	298,77	-10,5%	+6,2%	-14,0%
Gold/Silber-Ratio	98,98	100,91	84,95	58,27	-1,9%	+16,5%	+69,8%
Dow Jones/Gold-Ratio	14,83	14,09	18,81	21,20	+5,3%	-21,2%	-30,0%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1178	1,0898	1,1221	1,1819	+2,6%	-0,4%	-5,4%

Löcher in der Matrix

Antikapitalistisches Eigentum

An dieser Stelle bedarf es eines Nachtrags zu unserem Loch in der Matrix über Barbara Borchardt, die frischgebackene Richterin am Landesverfassungsgerichtshof von Mecklenburg-Vorpommern: In der letzten Ausgabe machten wir uns Gedanken über deren fehlende Distanz zur SED-Herrschaft. Das Gründungsmitglied der vom Verfassungsschutz beobachteten „Antikapitalistischen Linken“ schien in der Bundesrepublik auch nach 30 Jahren noch nicht recht angekommen zu sein. Nun aber will das Nachrichtenmagazin FOCUS herausgefunden haben, dass Frau Borchardt eine doch wesentlich größere Affinität zu Privateigentum hat, als man es der erklärten Antikapitalistin zutrauen mochte – allerdings, wie in diesen Kreisen üblich, zu fremdem Eigentum. Demnach soll Borchardt „ihre Stellung als Bürgermeisterin in der DDR ausgenutzt haben, um einem Regimegegner das Haus abzupressen“. Kurz vor der Wende soll sie es dann wieder an genau jene Gemeinde verkauft haben, deren Bürgermeisterin sie zu diesem Zeitpunkt noch war. Als eine rein marktwirtschaftliche Transaktion können wir den Immobiliendeal der sozialistischen Funktionärin daher leider nicht gelten lassen.

No-Go-Schlachthöfe

Kurz vor dem Ende der Corona-Pandemie kam es zu einem Virenausbruch in einem Schlachthof der Tönnies-Unternehmensgruppe. Reflexartig wurden daraufhin alle bekannten Narrative zur Skandalisierung der Fleischindustrie abgerufen. Es war klar, was gesagt werden würde, nur von wem – das weiß man im Vorfeld nicht immer genau. Natürlich wurden die Bedingungen in den Betrieben beklagt, ganz so, als seien Schlachthöfe rechtsfreie No-Go-Areas, für deren Überwachung nie ein Amt zuständig war. Interessanterweise wusste dennoch jeder bis hinunter zum YouTube-Influencer, wie es dort so zugeht. Bundesarbeitsminister Hubertus Heil (SPD) forderte dann mutig die Haftung des Unternehmens, wodurch beim Laien der Eindruck entstehen konnte, dass Unternehmen bislang nicht für verursachte Schäden haftbar wären. Anton Hofreiter (DIE GRÜNEN) schielte sogar nach dem Privatvermögen des Unternehmers, der doch bitte direkt für Schäden aufkommen solle, wenn es ihm mit seiner Verantwortung ernst sei. Ja, man kennt das aus der Politik, wo Verantwortung bekanntlich großgeschrieben wird und die Akteure bereitwillig die Privatschatulle öffnen, um für etwaige Fehlleistungen Buße zu tun. Und schließlich waren sich auch alle wieder einmal einig, dass Fleisch viel zu billig sei. Ganz abgesehen davon, dass eine solche Aussage fälschlicherweise impliziert, dass irgendjemand den richtigen, aber auf jeden Fall höheren Fleischpreis kennen könnte, würden höhere Preise genau diejenigen belohnen, die man eigentlich treffen möchte: Denn ein höherer Preis führt eben nicht über ein magisches „trickling down“ zu besseren Bedingungen für Mensch und Tier, sondern erst einmal einfach nur zu höheren Gewinnen.



Zwerge und Riesen

Es scheint, als würden im Zuge weltweiter Proteste allüberall Straßen umbenannt, Statuen von ihren Sockeln gestoßen und die Geschichte umgeschrieben. Dieser Schein trügt – denn das Phänomen bleibt im Wesentlichen auf jene Länder beschränkt, die man einst als den „Goldenen Westen“ bezeichnete. Lange ist es her. Mehr noch, diesen Sehnsuchtsort ganzer Generationen soll es nach neuerer Geschichtsumschreibung nie gegeben haben. In einer hysterisch aufgeheizten Stimmung, nicht aber ohne die moralische Überheblichkeit der Wohlstandsverwahrlosten des Jahres 2020, wird über Jahrhunderte westlicher Geistes-, Kultur- und Wirtschaftsgeschichte der Stab gebrochen. Unter jedem Stein, den man aufhebt, kommt ein kleiner Rassist hervorgekrochen. Das Ganze läuft sichtbar unter dem Motto „Zwerge reiben sich an Riesen“ – einäugige Zwerge, um genau zu sein. Denn wer da alles mit welcher Begründung – sofern man sich im allgemeinen Krawall überhaupt die Mühe einer Begründung macht – vom Podest gestoßen wird, ist bezeichnend: Auch George Washington, Thomas Jefferson sowieso, und Christoph Kolumbus sind dabei. Selbst Mahatma Gandhi gilt nun manchem Schneeflockchen (m/w/d) als übler Rassist. Regelrecht entlarvend aber ist, wer nicht gestürzt wird: Karl Marx etwa, der zwar weltweit für sein Wirtschaftsgeschwurbel bekannt wurde, aber auch regelmäßig durch seine rassistischen und antisemitischen Tiraden auffiel. Dem brutalen Massenmörder Wladimir Iljitsch Uljanow, besser bekannt als Lenin, wurde dieser Tage in Deutschland sogar ein neues Denkmal gewidmet – für den Moment allerdings nur im Vorgarten kommunistischer Sektierer.

Ralph Malisch

Die „Matrix“ ist im Wesentlichen Propaganda und weist zwangsläufig zahlreiche Widersprüche (=Löcher) sowohl in sich als auch zur Realität auf. Hier hinterfragen wir die Manipulationen von Politik, Wirtschaft und Wissenschaft anhand von deren Spuren in den Medien. Loch gefunden?!

*Bitte Hinweis mit Quellenangabe an:
info@smartinvestor.de, Stichwort „Matrix“.*

Hinweis in eigener Sache: Für die „Löcher in der Matrix“ sammeln wir Erstaunliches und Schräges aus der Welt der Medien. Das Beste gibt es weiterhin hier, alles andere auch laufend im Internet. Schauen Sie doch einfach mal vorbei: <http://smart-i.dellidm>

Charttechnik Wirecard

Was „wusste“ der Chart?

Methodenvielfalt

In der Technischen Analyse kann man auf eine Vielzahl von Methoden und Indikatoren zurückgreifen und entsprechend zu sehr unterschiedlichen Schlussfolgerungen gelangen. Oft genügt die Variation eines einzigen Parameters, um ein komplett anderes Bild zu erhalten. Phasen, in denen sich auch nur mehrere Gleitende Durchschnitte (GDs) in ihrer Aussage bestätigen, sind also durchaus selten. Aber selbst Wirecard kannte solche glücklichen Tage, in denen die Aktie der Schwerkraft auf Dauer entrickt zu sein schien. Im oberen Teil des Charts war dies von Anfang 2017 bis Ende 2018 der Fall, als der Kurs fast durchgängig über der 50-, 100- und 200-Tage-Linie lag, die sich ihrerseits wohlgeordnet nach oben bewegten.

Aus dem Tritt

Danach kam die Aktie – auch unter dem Eindruck immer wieder aufflackernder Betrugsvorwürfe – aus dem Tritt. Die GDs hatten keine eindeutige Vorzugsrichtung mehr, die 200-Tage-Linie ging gar in einen Abwärtstrend über und die Relative Stärke gegenüber



dem DAX (Abb., unterer Teil) löste sich in Luft auf. Hätte man aus diesem Kursverhalten also das kommende Desaster herauslesen können? Klares Nein. Ein Favorit langfristig orientierter Trendfolger war die Aktie aber schon länger nicht mehr. Beliebt war das volatile Papier dagegen bis zuletzt für den schnellen Trade – Risiken und Nebenwirkungen inklusive.

Ralph Malisch

Intermarketanalyse

Orientierungslose Börse!

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der BÖRSENSIGNALE (www.boersensignale.de)

Das GESAMTSYSTEM: **Negativ 0:3!**

1) Zinsstruktur: **Negativ!**

Der Abstand zwischen langfristigen Anleihe- und kurzfristigen Geldmarktzinsen verbessert sich leider nicht. Der geglättete Abstand bleibt bei -0,22. Die Konjunkturaussichten sind trotz der Geldspritzen unverändert schlecht.

2) Index-Trend-Methode (Nasdaq-Dow-Utility-DAX): **Negativ!**

Überraschend meldete der Nasdaq Composite Index ein neues Jahreshoch. Noch ziehen DAX und Dow Utility nicht mit – doch es erscheint nicht mehr unmöglich, dass auch sie demnächst einen positiven Trend melden.

3) Die übrigen fünf Indikatoren melden 2:3! **Negativ!**

Anleihezinsen: **Positiv!** Nach Lehrbuch sind niedrige Zinsen positiv, weil Kredite billig und Anleihen gegenüber Aktien unattraktiv sind. Heutzutage weisen die Nullzinsen aber eher auf eine schwache Konjunktur hin.

Ölpreis: **Negativ!** Der Ölpreis geht momentan wieder nach oben. Das führt zu höheren Kosten – daher die Bezeichnung „negativ“. In Wirklichkeit kann man aber derzeit froh sein, dass sich der tiefe Ölpreis wieder erholt.

CRB-Index: **Positiv!** Die Rohstoffpreise liegen tiefer als vor einem Jahr; traditionell ein gutes Zeichen, weil keine Inflation droht. Aber es besteht weiter Deflationsgefahr, wenn nicht gegensteuert wird.

US-Dollar in Euro: **Negativ!** Der US-Dollar gab mittlerweile mit einem 15-Wochen-Tief ein Verkaufssignal. Da die Börse einen festen Dollar bevorzugt, hat dieser Indikator nun ins Minus gedreht.

Saisonfaktor: **Negativ!** Mit dem Mai begann das statistisch kurschwächere Sommerhalbjahr.

Fazit

Null zu drei ist zwar ein deutliches Warnsignal. Da das Indexsignal jedoch mit dem starken Nasdaq-Index eine Trendumkehr in Reichweite meldet, wäre ein Umschwung im Laufe des Juli sogar möglich. Da aber August und September traditionell für den Anleger in Aktien die gefährlichsten Monate sind, empfiehlt sich vorläufig weiter Zurückhaltung – zumal die Börse in ihren Schwankungen derzeit völlig orientierungslos erscheint.

sentix Sentiment

Hartnäckige Skepsis

Gastbeitrag von Manfred Hübner, sentix GmbH (www.sentix.de)

Ende Mai hatte es so ausgesehen, als würde die hartnäckige Skepsis der Anleger gegenüber dem Aktienmarkt weichen. Nach Wochen des Aufschwungs kapierten die Investoren endlich, dass Skepsis und Unterinvestierung gute Voraussetzungen für steigende Aktienkurse sind – und man hatte endlich eine scheinbar schlüssige Begründung, warum sich der Kursaufschwung fortsetzen könnte: die „Hoffnung“ auf eine schnelle Wiederbelebung der krisengeschüttelten Weltwirtschaft.

Genau diese „Erkenntnisse“ des Mainstreams waren die Argumente der von uns proklamierten Hoffnungsrally. Eine Entwicklung nach Drehbuch – daher verwundert es nicht, dass der Markt just in dem Moment, in dem sich der Mainstream auf der sicheren Seite wähnt, die nächste Volte schlägt. Um fast 1.200 rauschte der DAX binnen einer Woche in die Tiefe. Die Reaktion im Sentiment fiel dabei überraschend deutlich aus, denn die Angst kommt unerwartet schnell zurück. Die Gründe dafür entsprechen dabei den Ängsten von Mitte März: Von einer „zweiten Welle“ in der Corona-Krise ist da die Rede.

Quantitative Analyse

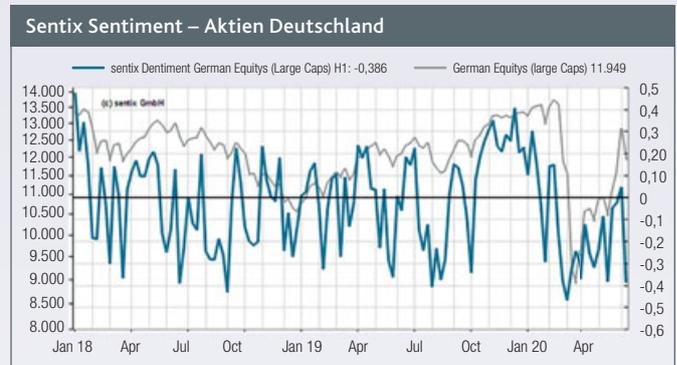
Folgt bald schon Grün auf Gelb?

Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch (gfa-vermoegensverwaltung.de)

Der DAX konnte am 16.6. die 200-Tage-Linie bei 12.144 Punkten zurückerobert. Noch in der Kalenderwoche 24 hatte es allerdings so ausgesehen, als könnte sich im Rahmen einer kurzzeitigen Aktiemarktschwäche ein zweites Bein Richtung Süden ausbilden – doch der unverändert starke Markt legt aktuell ein „Buy-the-Dip-Verhalten“ an den Tag. Sollte die massive Widerstandszone zwischen 12.300 und 12.500 DAX-Punkten überwunden werden, so könnte dies unsere Stimmungs- und Technikindikatoren positiv beeinflussen und die Börsenampel auf Grün springen lassen. Noch aber liegen sie unterhalb der Entscheidungslinie, während der Trendindikator in noch nie gekannter Dynamik seit Bestehen der Börsenampel im April 2013 nach oben geprescht ist – nach seinem ähnlich spektakulären Einbruch durch die Corona-Krise. Warten wir also ab, ob auch die nächsten Widerstände aus dem Weg geräumt werden können, zumal die saisonal schwierigsten Monate durch den Sommer hindurch noch vor uns liegen. Wie schnell sich das Blatt wenden kann, haben ja die letzten Wochen gezeigt.

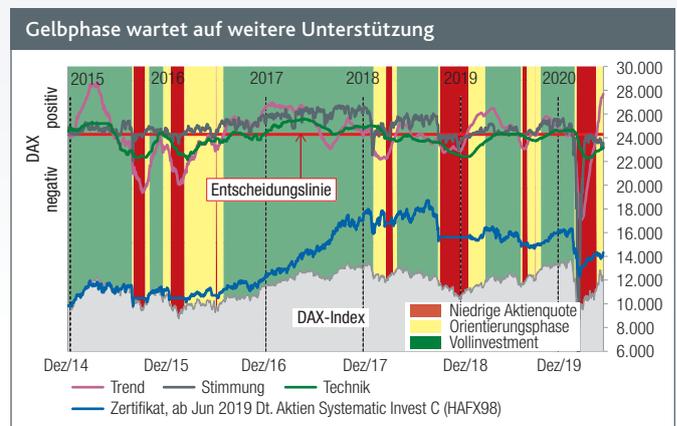
Markttrend: Der Markttrend-Indikator hat mit seiner Rally das Gelb-Signal begründet und sollte zunächst diese Rolle beibehalten.

Marktstimmung: Nach dem Durchbrechen der Entscheidungslinie nach unten ab Ende Februar hat sich der Stimmungsindikator ebenso dynamisch wieder erholt, prallt aber bisher an dieser Linie



sentix Sentiment Aktien Deutschland vs. DAX

Doch wenn alte Ängste schnell zurückkehren, ist dies sentimenttechnisch eher ein gutes Zeichen. Der Juli könnte nochmals einen Angriff auf der Oberseite bringen. Bei einem neuen Optimismus-schub sollte dann auch vor dem Hintergrund der Saisonalität neu nachgedacht werden.



Die Börsenampel steht derzeit auf Gelb. Durch weitere Marktpulse könnten Marktstimmung und Markttechnik ein Umschalten auf Grün auslösen. Stand: 18.6.2020
Quelle: www.gfa-vermoegensverwaltung.de

immer wieder ab. Mit einem Überwinden der nächsten Widerstände könnte ihm jedoch der Durchbruch gelingen.

Markttechnik: Die Markttechnik liegt weiterhin deutlich unter der Entscheidungslinie. Die weitere Erholung erfordert weiterhin nachhaltige Impulse vom Aktienmarkt.

Der Markttrend ist regelrecht durch die Entscheidungslinie hindurchgeschossen. Für ein Grün-Signal der Börsenampel benötigen aber die anderen beiden Indikatoren noch einen letzten Impuls.

Eine ausführlichere Erläuterung der Börsenampel, über welche regelmäßig im Rahmen dieser „Quantitativen Analyse“ geschrieben wird, finden Sie auf S. 44.

Die GFA-Börsenampel®

Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch (gfa-vermoegensverwaltung.de)

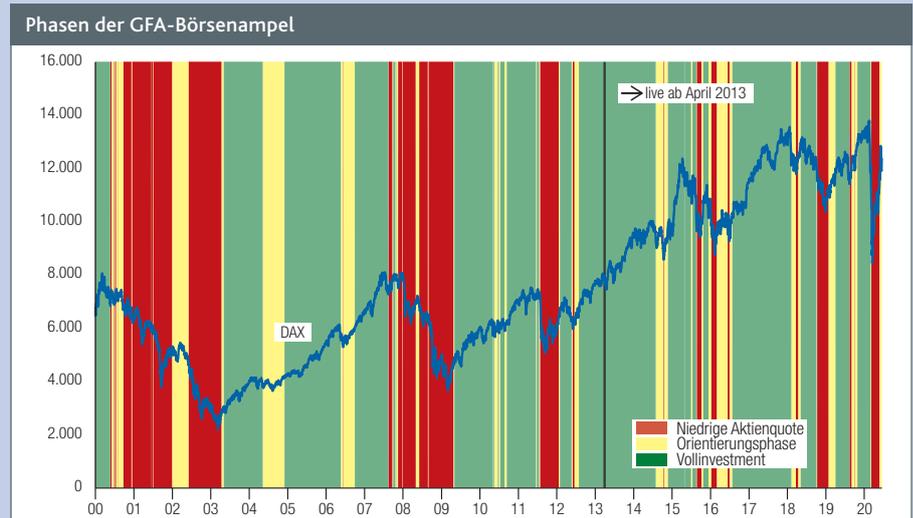
Seit April 2013 veröffentlichen und kommentieren wir im Smart Investor in der Rubrik „Quantitative Analyse“ monatlich die Signale unserer Börsenampel. Diese dient dazu, aufzuzeigen, ob eine Investition auf dem deutschen Aktienmarkt empfohlen werden kann oder nicht. Somit werden zwei wesentliche Aspekte der aktiven Anlagesteuerung mit der Börsenampel-Logik umgesetzt: einerseits die Begrenzung von Verlusten (Rot-Phasen) und andererseits die Partizipation in Marktstiegsphasen (Grün-Phasen), bis hin zu gehobenen Investments. Die Gelb-Phasen zeigen meist einen Übergang der Markt-orientierung an.

Die Investitionsphasen ergeben sich rein regelbasiert und sind das Ergebnis der Zusammenführung von drei Indikatorenblöcken: Sentiment-, trendfolgende und markttechnische Indikatoren.

Breit aufgestellte Indikatoren zur Analyse des Marktumfelds

Im Bereich des Indikators Markttrend wird die Trendstärke des deutschen Aktienmarkts aufgrund verschiedener trendfolgender Indikatoren gemessen. Die Markttechnik misst die Stabilität des Aktienmarkts; dabei kommt z.B. der Marktbreite eine besondere Rolle zu. Harte Kennzahlen zu sentimenttechnischen Indikatoren werden im Marktsentiment zusammengeführt. Volatilitätsindikatoren wie VIX und VDAX New kommt dabei eine gewichtige Bedeutung zu.

Beim Einsatz der GFA-Börsenampel werden die Signale der drei Indikatorenblöcke sowohl für eine binäre Investitionssteuerung als auch für eine mehrstufige Steuerung der Aktienquote verwendet. Bei Ersterer wird entweder zu 100% in Aktien des



deutschen Aktienmarkts investiert oder komplett auf ein Aktieninvestment verzichtet (Aktienquote: 0%). Zwischenschritte gibt es bei dieser binären Umsetzung nicht.

Mehrstufige Investitionsgradsteuerung – die GFA-Börsenampel im Fonds

„Deutsche Aktien Systematic Invest“
Bei der mehrstufigen Steuerung ist in definierten Zwischenschritten eine Investition von 0% bis über 100% (Hebel) Aktienquote möglich. So wird das Aktienexposure des im Juni 2019 aufgelegten Deutschlandfonds „Deutsche Aktien Systematic Invest“ (ISIN: LU1914900888) nach der mehrstufigen Investitionsgradsteuerung der GFA-Börsenampel umgesetzt, also auch unter zusätzlicher Beachtung von Gelb-Phasen der Börsenampel, wie in der Grafik dargestellt. Der Vorteil der Overlay-Steuerung liegt in diesem Fonds – neben den Kostenvorteilen bei Verwendung von Indexfutures – in der Beibehaltung des Basisportfolios mit Einzeltiteln, die – unabhängig vom Overlay – aufwendig nach Momentum- und Value-Kriterien ausgewählt werden.

Seit April 2013 wird das Ergebnis der Signalgenerierung monatlich veröffentlicht, u.a. hier im Smart Investor (in der Rubrik „Quantitative Analyse“). In der Livephase seit 2013 hat die GFA-Börsenampel® hervorragende Dienste zur Risiko-Overlay-Steuerung für Investments am deutschen Aktienmarkt geleistet. Auch der Backtest bis zurück zum 1.1.2000 bestätigt das Ergebnis der Livephase, wie Sie der Grafik entnehmen können.

Lesern, die sich eingehender mit den Themen regelbasierter Anlagestrategien beschäftigen möchten, empfehlen wir, sich kostenfrei für das Portfoliojournal anzumelden. Es genügt dabei, sich unter www.portfoliojournal.de mit Mailadresse zu registrieren. Gegenstand der Publikation sind vielfältige Möglichkeiten vor allem regelbasierter Anlageprozesse, um den Markt systematisch outperformen zu können. Erfolgreiche Aktienstrategien, Multistrategieansätze und interessante Interviews sind dabei genauso ein Thema wie Börsenampeln zur Absicherung gegen Crashes.

Relative Stärke

Enorme Durchschlagskraft

Vom jähren Ende einer „Erfolgsgeschichte“

Fünf Minuten Ruhm

Im Weltmaßstab gehörte Wirecard nicht zu den bedeutendsten Techunternehmen des Kurstzettels. In dieser Liga spielen

US-Giganten, wie sie etwa unter dem Kürzel FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Alphabet – vormals Google) zusammengefasst werden. Die

Ashcheimer unter dem zurückgetretenen und inzwischen festgenommenen Ex-Vorstandschef Markus Braun hatten allerdings nichts – und offenbar wirklich

rein gar nichts – unversucht gelassen, um das Unternehmen als die deutsche Wachstumsstory im Fintechbereich darzustellen. Allein die Außendarstellung scheint sich über die Jahre immer weiter von der Unternehmensrealität entfernt zu haben. Der finale Knall – Bankguthaben in Höhe von 1,9 Mrd. EUR können nicht aufgefunden werden – hatte dann eine solche Durchschlagskraft, dass er sogar in unserem Universum zu spüren war. Für den TecDAX, hier gehörte Wirecard bis zum Absturz zu den größeren Titeln, bedeutete der Krimi einen Rückgang um sechs Ränge auf Rang 11 und einen noch nicht absehbaren Reputationsschaden. Zum Vergleich: Der US-amerikanische NASDAQ 100 stieg im gleichen Zeitraum auf Rang 1 (plus zwei). Für Wirecard wird nach diesen letzten fünf Minuten internationalen „Ruhms“ nun eine vermutlich langwierige juristische Aufarbeitung der Vorgänge folgen. Zwar sind auch Wirecards Tage im DAX gezählt – als einer der großen Aktienskandale der Bundesrepublik wird das Unternehmen dennoch in die Börsengeschichte eingehen.

Ohne Gefolgschaft

Periodengewinner war übrigens Rohöl, das um zehn Ränge zulegen konnte, nachdem es über Monate stabil die Rote Laterne des Feldes innehatte. An der traditionell öllastigen Moskauer Börse wollte man diesem Braten allerdings noch nicht trauen. Der RTX gab um vier Ränge auf Rang 24 nach. ■

Ralph Malisch

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors								Ausgewählte technische Indikatoren in Landeswährung				
Index	Land	Relative Stärke zum						Lage Kurs			GD Halbjahr	
		19.6.	22.5.	17.4.	20.3.	21.2.	17.1.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig. %	Abst. %
NASDAQ 100	USA	1	3	3	7	3	4	65	89	97	+0,13	+13,0
Gold Bugs Ind.	USA	2	1	1	9	2	19	22	64	77	+0,14	+11,0
Shenzhen A	China	3	8	4	1	1	3	93	82	84	+0,13	+8,7
Gold		4	2	2	2	5	21	100	99	100	+0,13	+7,9
SMI	CH	5	9	6	6	4	7	84	66	75	+0,02	+4,3
Nikkei 225	J	6	12	12	11	21	18	73	76	73	-0,02	+4,3
Silber		7	6	11	17	11	22	76	83	77	+0,00	+5,6
DAX	D	8	16	15	19	13	14	62	70	70	-0,05	+4,0
KOSPI	Korea	9	13	14	14	22	5	67	82	59	-0,02	+5,9
MDAX	D	10	11	16	13	9	11	59	71	71	-0,03	+3,6
TecDAX	D	11	5	7	8	7	9	0	68	71	-0,01	+1,6
S&P 500	USA	12	10	8	10	6	6	50	72	72	-0,02	+3,0
All Ord.	Aus	13	18	19	23	16	17	64	52	52	-0,10	-1,9
REXP 10 *	D	14	7	5	3	23	25	82	23	61	+0,01	+0,1
S.E.T.	Thai	15	17	20	16	26	26	40	55	39	-0,10	-0,5
Rohöl		16	26	26	26	25	23	74	45	38	-0,41	+0,3
DJIA 30	USA	17	14	13	15	10	12	43	64	64	-0,07	+0,2
Merval	Arg	18	4	17	22	8	1	14	63	41	+0,10	+8,3
CAC 40	F	19	22	21	18	18	15	63	49	49	-0,14	-3,1
H Shares	China	20	15	9	4	17	8	60	44	25	-0,03	-2,5
PTX	Polen	21	23	25	24	24	24	65	46	30	-0,14	-2,8
Hang Seng	HK	22	19	10	5	19	10	62	37	24	-0,06	-3,7
Sensex	Indien	23	24	22	12	15	16	93	53	53	-0,14	-2,2
RTX	Rus	24	20	24	25	14	2	39	45	45	-0,18	-6,8
IBEX 35	E	25	25	23	20	12	20	51	31	25	-0,20	-8,4
FTSE 100	GB	26	21	18	21	20	13	58	34	32	-0,16	-12,4
		verbessert	verschlechtert	unverändert				>=70			>0	<-15
								<=30			<0	>+15

Rangfolge absteigend nach aktuellem Halbjahresmomentum entsprechend dem von Robert A. Levy entwickelten Konzept „Relative Stärke“. Der Einführungsartikel „Prinzipien des Marktes – Relative Stärke“ erschien in Smart Investor 5/2003 und kann über das GENIOS-Archiv heruntergeladen werden.

Lage Kurs: Lage innerh. des Intervalls (0 = Tief / 100 = Hoch der Periode)
Steig. %: Steigungswinkel GD130
Abst. %: Abstand Kurs zu GD130

Edelmetalle

Aufbruch in eine goldene Dekade

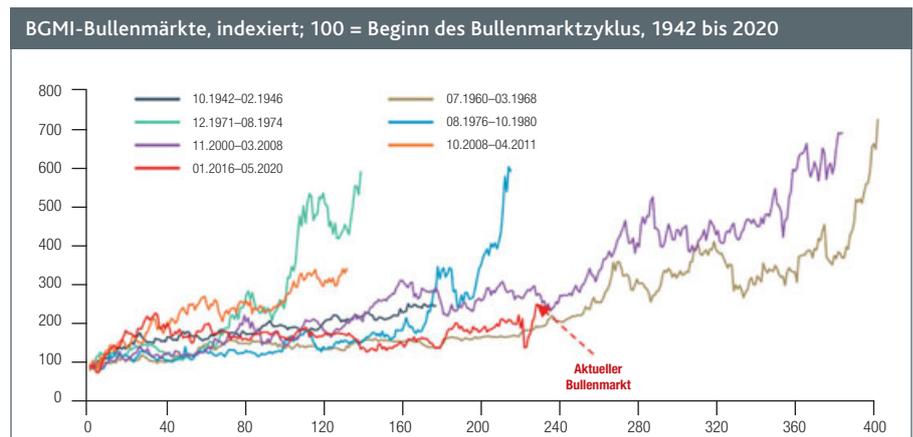
Die Liechtensteiner Vermögensverwaltung Incrementum veröffentlichte im 14. Jahr die Studie „In Gold We Trust“

Der Report „In Gold We Trust“ der Liechtensteiner Vermögensverwaltung Incrementum ist weltweit renommiert und wurde vom Wall Street Journal zum „Goldstandard aller Goldstudien“ geadelt. Die jetzt erschienene neue Ausgabe steht unter dem Titel „Aufbruch in eine goldene Dekade“ – als PDF kostenlos erhältlich bei www.ingoldwetrust.report (Kompaktversion: 100 Seiten; ausführliche Version: 350 Seiten).

Rückblick und Ausblick

Die von Ronald-Peter Stöferle und Mark Valek verfasste Studie war nach dem Einbruch des Goldpreises im Jahr 2013 zu früh zu optimistisch geworden (im Smart Investor mehrfach diskutiert). Sie lag aber – konträr zum Mainstream – goldrichtig mit der Annahme, dass die 2015 von der US-Notenbank begonnene geldpolitische Normalisierung grandios scheitern würde. Weihnachten 2018 kam als Reaktion auf den beginnenden Zusammenbruch der Finanzmärkte die abrupte Kehrtwende: fallende statt steigende Zinsen und ein neues Quantitative Easing. Angesichts der Coronavirus-Krise wird Geld gedruckt wie nie zuvor.

In der Besprechung der Studie vergangenes Jahr war noch gefragt worden, wann die psychologisch wichtige Hürde von 1.360 bis 1.380 USD beim Goldpreis fällt. Mittlerweile ist dies geschehen; der Preis des Edelmetalls pendelt um die 1.700 USD pro Feinunze (siehe hierzu auch Kasten rechts!). Das Bewertungsmodell der Autoren „weist bei konservativer Kalibrierung einen Goldpreis von 4.800 USD am Ende dieser Dekade aus. Sollte sich das Geldmengenwachstum ähnlich inflationär wie in den 1970er Jahren entwickeln, ist bis 2030 ein Goldpreis von ca. 8.900 USD denkbar.“ Die Aussage ist unmissverständlich: Geldmengenwachstum = Inflation; je mehr Geldmengenwachstum, desto höher der Goldpreis.



Gemessen an früheren Bullenmärkten birgt der heutige Goldpreis noch Steigerungspotenzial
Quelle: In Gold We Trust

Die Realzinsen werden auf lange Sicht negativ bleiben – ein hervorragendes Argument für höhere Edelmetallpreise. In einem mittelfristig inflationären Umfeld werden auch Silber und Minenaktien reüssieren, wobei Ersterem von den Autoren sogar ein noch größeres Aufwertungspotenzial eingeräumt wird als Gold.

Gold als Ankerwährung für die 2020er-Jahre

Das exponentielle Schuldenwachstum sollte unweigerlich im Kollaps des Geldsystems enden. Stöferle und Valek erwarten deshalb in der angebrochenen Dekade nicht nur richtungsweisende währungs- und geopolitische Umbrüche: Sie diskutieren mit dem Makroökonom Luke Gromen auch einen Plan für ein neues Währungssystem, der 1944 schon einmal in ähnlicher Form angedacht, aber damals von den USA verhindert worden war. Chinas Notenbank hat sich dazu schon mehrfach positiv geäußert: „Gold wird in der neuen währungspolitischen Ordnung als staatenlose Reservewährung wieder eine bedeutende Rolle spielen.“

Es wurde in zahllosen Artikeln darüber spekuliert, ob und wann der chinesische

Yuan den US-Dollar als Weltleitwährung ablösen wird. Das US-Imperium bröckelt; wir leben in einer multipolaren Welt. China legt jedoch keinen Wert darauf, den Dollar durch den Yuan zu ersetzen. Die dortigen Verantwortlichen haben am Beispiel USA auch die mit dem Weltwährungsstatus verbundenen Nachteile studiert. Gold als staatenlose Reservewährung, mit hoher Wahrscheinlichkeit in digitaler Form handelbar, wäre die Alternative. Die Zeit der imperialen Willkür, in welcher eine Nation ihre Währung als Waffe für Sanktionen gegen andere Nationen benutzt, wäre dann jedenfalls vorbei.

Insofern denkt dieser In-Gold-We-Trust-Report weit über den Tellerrand des Hier und Heute hinaus. So eine internationale Währungsordnung ist nur mit einem, relativ zu den Papierwährungen, deutlich höheren Goldpreis vorstellbar.

Rainer Kromarek

Die üblicherweise an dieser Stelle befindliche Edelmetalle-Tabelle findet sich diesmal auf S. 40.

Keine Verschwörungstheorie

Eine Studie belegt, wie Marktmanipulation in der Coronavirus-Pandemie traditionell sichere Häfen zerstört

Foto: University of Sussex, Brighton, UK



Carol Alexander, Professorin für Finanzwirtschaft an der Sussex Business School

In Smart Investor 4/2020 versuchten wir, hart am Rande zur Verschwörungstheorie, anhand von Auffälligkeiten zu zeigen, wie im Corona-Crash Edelmetallpreise gezielt nach unten manipuliert wurden. Ein Team um Prof. Carol Alexander an der britischen Sussex Business School hat unsere Mutmaßungen nun bestätigt.

Das mit den Untersuchungen befasste CryptoMarketRisk-Team an der University of Sussex Business School verfolgte über Monate das Geschehen an

den für die Preisbildung wichtigen Derivatebörsen und beobachtete riesige Verkaufsaufträge bei Futures auf Gold und Kupfer sowie gefakte Orders (Spoofing) bei Kryptowährungen. Einige einzelne Trades an der New Yorker Futuresbörse COMEX waren so groß, dass sie die Preise wesentlich beeinflussten – ein klarer Verstoß gegen US-Gesetze gegen Marktmissbrauch. Diese Manipulationen im großen Stil blieben jedoch unter dem Radar der zuständigen Aufsichtsbehörde, nämlich der CFTC.

Prof. Carol Alexander: „Als der S&P 500 im März crashte, erlebte Gold wegen der massiven Leerverkäufe an der Comex seine schlechteste Woche in acht Jahren statt eine seiner besten. Aber auch Bitcoins wurden durch einige sehr offensichtliche Manipulationen an unregulierten Börsen für Kryptoderivate, insbesondere an der BitMEX, nach unten gebracht.“

In unserer Aprilausgabe hatten wir nichts anderes geschrieben; wir sehen uns durch diese Erkenntnisse der University of Sussex bestätigt.

Geändert hat sich an der Goldpreismanipulation nichts. Durch gezielte „Minicrashes“ zu handelsarmer Zeit (wie z.B. am Freitag, 5.6.) ist es bisher gelungen, den Ausbruch des Goldpreises über die Marke von 1.750 USD zu verhindern. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) vergrößerte im Mai ihre Position an Goldswaps und auf das Edelmetall gezogenen Derivaten um weitere 84 auf 412 Tonnen – den höchsten Wert seit drei Jahren. Dies ist eine bewährte Vorgehensweise, um das Angebot an Gold künstlich zu erhöhen und so den Preis zu drücken.

Rainer Kromarek

Anzeige

WENN DER
GOLDPREIS
STEIGT...

...HABEN WIR DAS RICHTIGE

DREHMOMENT



ARGONAUT GOLD
DAS SICHERE GOLD-INVESTMENT



/ArgonautGoldInc @Argonaut_Gold Argonaut-Gold-Inc @ArgonautGoldInc

www.argonautgold.com

TSX:AR ISIN : CA04016A1012
WKN : A1C70D



URANIUM DR
LARSEN LN



Branche im Blickpunkt

Trendwende bei Uran eingeläutet

Die Kernkraft ist systemrelevant, läuft aber in ein Beschaffungsproblem hinein – damit befeuert die COVID-19-Krise eine neue Haussechance für Uran

Bild: © Sascha Burkard/panthermedia.net

Die COVID-19-Krise hat den Erdball weiter im Griff. Die massiven Interventionen in die Entfaltung der freien Wirtschaft haben tiefe Spuren hinterlassen. Massenarbeitslosigkeit und wirtschaftliche Nöte gehören plötzlich wieder zum Alltag. Doch jede Krise hat auch ihre Gewinner – und zu ebendiesen zählt bereits jetzt der Uransektor! Während vielzählige große Minen vorübergehend ihren Betrieb herunterfahren oder sogar gänzlich wegen möglicher Infektionen des Personals einstellen mussten, werden gleichzeitig die systemrelevanten Kernkraftwerke zwangsläufig weiterlaufen, damit das gesellschaftliche System nicht komplett auseinanderbricht. Immerhin etwa 11% des gesamten Energiebedarfs wird weltweit aktuell aus der Atomkraft gedeckt. Allen voran die USA, aber auch andere Nationen, bei denen die Nuklearenergie eine gewichtige Rolle spielt (z.B. Frankreich, Großbritannien und China), benötigen dringend Nachschub an Brennstoff. Kostet es, was es wolle, möchte man fast meinen – zumindest wenn man einen Blick auf den Uranspottpreis wirft. Dieser konnte binnen lediglich fünf Wochen von 24 auf 34 USD je lb zulegen – „lb“ steht für „pound“ („lb“ vom römischen „libra“) und entspricht

453,6 Gramm. Ein Plus von rund 40% und gleichzeitig ein Vierjahreshoch!

Anzahl der weltweiten Kernreaktoren auf Höchststand – Nachfrage steigt

Mitte Juni 2020 befanden sich weltweit 442 Reaktoren in 31 Ländern am Netz. 53 Anlagen befinden sich bereits in Bau, weitere 110 in der konkreten Planungsphase. Insgesamt ging die Uranförderung seit etwa Anfang März 2020 allein coronabedingt um etwa 60% zurück – wobei man festhalten muss, dass das Angebotsdefizit bereits zuvor etwa 40 Mio. lb Uran (U308) pro Jahr betragen hatte. Der aktuelle Bedarf wird also zum Großteil aus Lagerbeständen gedeckt, die damit rasch zur Neige gehen. Eine Angebotslücke besteht de facto demnach schon jetzt. So liegt der Verbrauch auf dem aktuellen Stand von 442 Kernreaktoren weltweit bei etwa 183 Mio. lb U308, wovon lediglich ca. 139 Mio. lb durch die weltweite Uranförderung abgedeckt werden (ohne Sondererfolg Corona). Die Internationale Atomenergie-Organisation (IAEA) schätzt, dass der weltweite Uranbedarf durch den Neubau von Kernkraftwerken bis zum Jahr 2030 auf bis zu 300 Mio. lb ansteigen wird.

Weiterhin laufen etwa 90% aller langfristigen Lieferverträge zwischen den Uranproduzenten und den Energieerzeugergesellschaften bis Ende 2020 aus, was vor allem die etablierten Atomstromnationen wie die USA in die Bredouille bringen dürfte.

Etablierten Uranproduzenten geht die Luft aus

Die etablierten Uranförderer Australien, Kanada, Russland und Niger hatten schon vor der Corona-Krise Probleme, ihre Produktion weiter auszubauen. Alle vier Länder zusammen produzierten im Jahr 2018 knapp 43 Mio. lb Uran; 2009 waren es noch etwa 62 Mio. lb gewesen. Australien machten wiederkehrende Probleme in BHP

Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 65).

Billitons Olympic Dam Mine, der mit Abstand ertragreichsten Uranmine des Landes, zu schaffen. In Kanada musste der Produktionsstart in Camecos McArthur River Mine zentral verschoben werden, da immer wieder große Mengen Grundwasser eindringen. Im Niger mussten ebenso geplante Mineneröffnungen hinausgeschoben werden; aufgrund des schwachen Uranspotpreises wurden teilweise aber auch Minen stillgelegt.

Uransupermacht Kasachstan fördert nicht mehr zu jedem Preis

Etwa 40% allen weltweit geförderten Urans stammen mittlerweile aus kasachischen Minen. Doch obwohl Kasachstan zu den Nationen gehört, die Uran aktuell am kostengünstigsten abbauen können, ist das Land längst nicht mehr bereit, seine Uranvorkommen zu absoluten Tiefstpreisen zu verschleudern: So gab etwa der staatliche Konzern **Kazatomprom** Anfang 2017 bekannt, dass man die eigene Uranförderung um mindestens 20% kürzen werde. Im Mai 2018 kündigte das Unternehmen aus Nur-Sultan weitere Produktionskürzungen an. Darüber hinaus musste die Produktion coronabedingt weiter heruntergefahren werden. Eine dezidierte Analyse zu Kazatomprom finden Sie auf S. 51.

Massive Minenschließungen sorgten für eine große Angebotslücke ...

Kazatomprom ist nicht der einzige Uranförderer, der angesichts des schwachen Uranspreises auf Produktionskürzungen setzte: So kündigte auch der Uran-Major **Cameco** entsprechende Produktionskürzungen an und schloss seine Mine McArthur River sowie die Anlagen auf Key Lake im Januar 2018 auf unbestimmte Zeit. Auch die Mine Rabbit Lake wurde geschlossen; beide zählen zu den zehn größten Uranminen weltweit. Mit der einstweiligen Schließung wurden schlagartig 10% der gesamten Weltförderung vom Markt genommen. Außerdem tritt Cameco seit geraumer Zeit selbst als Käufer auf, um langfristige, höher dotierte Lieferverträge mit entsprechenden Uranmengen zum Spotpreis zu bedienen.

... was die Corona-Krise nochmals beschleunigte

Seit 2017 reduzierte Kazatomprom seine Uranförderung um etwa 15%, Kanada die

eigene um etwa 45%. Weiterhin schloss Cameco seine Mine Cigar Lake im März 2020 wegen Corona für zunächst vier Wochen, was anschließend verlängert und bis Mitte Juni 2020 auch nicht wieder rückgängig gemacht wurde. Zusätzlich musste Oranos Aufbereitungsanlage McClean Lake schließen. Hinzu kommen Schließungen in Moab Khotsong in Südafrika und in den in chinesischem Besitz befindlichen Bergwerken Husab und Rössing in Namibia, um nur die wichtigsten zu nennen. Der Spotmarkt, dessen Angebot sich hauptsächlich aus Uran zusammensetzt, welches als Beiprodukt in anderen Minen gefördert wird, verzeichnete zuletzt auch einen Angebotsrückgang durch diverse Förderkürzungen bzw. Schließungen von Minen, in denen Uran nur als Nebenprodukt anfällt.

USA unterstützen eigene Uranindustrie mit Kaufprogramm

Im Januar 2018 reichten die einzigen beiden verbliebenen US-Uranproduzenten, **Ur-Energy** und **Energy Fuels** (IK), eine Petition beim U.S. Department of Commerce ein, um auf die Relevanz der US-eigenen Uranförderung hinsichtlich möglicher sicherheitspolitischer Bedenken sowie steigender Abhängigkeiten der Energiebranche durch Uranimporte hinzuweisen. Die Abhängigkeit sowohl der US-Energieindustrie (immerhin werden 20% des in den USA verbrauchten Stroms aus Atomkraftanlagen gewonnen) als auch des Militärs, hauptsächlich von Nachfolgenerationen der ehemaligen Sowjetunion, war zuletzt bedenklich angestiegen. Diese Initiative veranlasste die US-Regierung im Februar 2020 zu der Verkündung, über die kommenden zehn Jahre jährlich 150 Mio. USD zur Schaffung einer strategischen Uranreserve bereitzustellen. Diese soll gänzlich aus US-Minen stammen.

Uran-ETFs bringen Spotpreis zum Steigen

Erst jüngst kamen mehrere weitere, starke Marktakteure hinzu, die sich mittlerweile am Spotmarkt zum niedrigen Preis Uran sichern, das zumeist aus Minen stammt, in welchen es als Nebenprodukt anfällt. Außer Cameco konnten vor allem **Uranium Participation Corp.** und **Yellow Cake plc** größere Mengen Uran aufkaufen.

Fazit

Die aktuelle Situation eines noch immer viel zu niedrigen und unwirtschaftlichen Uranspotpreises plus das faktisch schon bestehende massive Angebotsdefizit dürften den Uranpreis weiter befeuern und die Energieversorger dazu zwingen, neue, gut dotierte Abnahmeverträge mit Produzenten auszuhandeln. Einen Hebel auf eine positive Uranpreisentwicklung bieten neben den etablierten Produzenten Kazatomprom und Cameco (IK) besonders die drei (Ex-)US-Uranförderer Energy Fuels (IK), **Uranium Energy** (IK) und Ur-Energy (IK), die von der beschriebenen Schaffung einer strategischen Reserve profitieren werden. Im Explorationsbereich bieten aktuell **Denison Mines**, **GoviEx Uranium**, **IsoEnergy** (IK) und **Skyharbour Resources** gute Entwicklungschancen. Weiterhin besteht die Möglichkeit, mittels Uranium Participation (IK) und Yellow Cake direkt an Uran zu partizipieren. Zusätzlich bietet sich ein Investment in der neuen Royaltygesellschaft **Uranium Royalty Corp.** oder in einem Uranfonds wie etwa dem Uranium Resources Fund der LLB Fund Services AG Liechtenstein an. Mehr zu den Urangesellschaften lesen Sie auf S. 50.

Tim Rödel

Eine ausführlichere Besprechung der Urantitel finden Sie ebenfalls auf S. 50.



Uran Report 2020
Alles, was Sie über Uran wissen müssen!

SRG

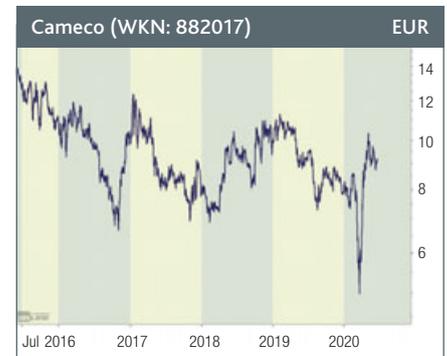
Weitere Informationen, Experteninterviews und Investmentideen rund um den Uransektor finden Sie im neuen Uranreport der Swiss Resource Capital AG unter folgendem Link:
www.resource-capital.ch/de/reports

Uranaktien

„Strahlende“ Uranplayer

Zur Gewährleistung einer grundlastfähigen Energieerzeugung führt weltweit (außer vielleicht in Deutschland) kaum ein Weg an Kernkraftwerken – und damit Uran – vorbei. Zudem dürfte sich der Bedarf nach Strom in den kommenden Jahren weiterhin steigern – Stichwort: E-Mobilität. Davon sollten auch Akteure profitieren, deren Geschäftsmodell auf der Urangewinnung basiert.

Zu den Basisinvestments unter den Uranaktien gehören die beiden Schwergewichte **Kazatomprom** (WKN: A2N9D5; siehe auch S. 51) und **Cameco** (WKN: 882017), die es jeweils auf eine Marktkapitalisierung von über 3 Mrd. EUR bringen. Während die kasachische Kazatomprom mit einer unbestrittenen Kostenführerschaft punktet, kann die kanadische Cameco mit ihren großen und hochgradigen Reserven überzeugen. Bereits deutlich kleiner (Market Cap: ca. 170 Mio. EUR) sind die beiden US-Produzenten **Energy Fuels** (WKN: A1W757; IK) und **Uranium Energy** (WKN: A0JDRR). Da US-Förderer im Schnitt einen Uranpreis von mindestens 50 bis 60 USD je Pfund (lb.) benötigen, um nachhaltig fördern zu können, wird die Luft hier bereits merklich dünner. Unterstützung kommt hingegen von der US-Regierung, die den heimischen Markt (auch aus militärisch-strategischer Sicht) finanziell stützt. Darauf setzt auch das Unternehmen



Ur-Energy (WKN: A0HMUF), das die Lost-Creek-Uran-Mine im US-Bundesstaat Wyoming betreibt. Im Zuge der COVID-19-Restriktionen musste man zwar die Produktion runterfahren; immerhin kam sie aber nicht komplett zum Erliegen. Ur-Energy-CEO Jeff Klenda zeigt sich zuversichtlich, dass man mit dem staatlichen Rückenwind bei gleichzeitiger Kostenreduktion und Wiederhochfahren der Produktion gut für die Zukunft aufgestellt ist.

In Kanada sind **Denison Mines** (WKN: A0LFYS) und **Fission Uranium** (WKN: A1T87E) beheimatet. Erst 2015 versuchte Denison, den kleineren Konkurrenten Fission zu übernehmen, was am Widerstand deren Aktionäre scheiterte. Rückt Uran weiter in den Fokus, dürfte das Unternehmen sogar selbst als Übernahmekandidat gehandelt werden, zumal es mit einer Market

Cap von 200 Mio. EUR auch für breit aufgestellte Bergbauunternehmen eine passende Diversifikation und zudem erschwinglich wäre.

Spekulativer sind die drei Explorer **IsoEnergy** (WKN: A2DMA2), **Skyharbour Resources** (WKN: A2AJ7J) und **GoviEx Uranium** (WKN: A12BL3). Das Hauptprojekt von IsoEnergy (Larocque East, Kanada) besteht aus 20 Mineralien-Claims mit einer Gesamtfläche von 8.371 Hektar. Bei gleich mehreren Bohrabschnitten konnten vielversprechende Uranmineralisierungen im zweistelligen Prozentbereich verzeichnet werden. Skyharbour Resources wiederum konnte für sein Riesenprojekt Preston in der Patterson-Lake-Region zwei Entwicklungspartner gewinnen, die u.a. über die kommenden Jahre hinweg die alleinigen Explorationskosten tragen. Auf staatliche Rückendeckung kann auch GoviEx Uranium zurückgreifen: Im Juli 2019 unterzeichnete das Unternehmen eine endgültige Vereinbarung mit der Republik Niger, was zur Gründung eines lokalen Bergbauunternehmens führte, an dem der Staat mit 20% beteiligt ist – ein Umstand, der für zusätzliche juristische Sicherheit sorgt.

Alternativ kann man mit **Uranium Royalty** (WKN: A2PV0Z) indirekt am Uransektor partizipieren: Seit Ende 2019 ist diese an der kanadischen TSX Venture Exchange gelistet und damit das erste und einzige börsennotierte Uranlizenz- und Streamingunternehmen weltweit.

Ausgewählte Uranaktien im Überblick			
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*
Produzenten			
Kazatomprom [KZ]	A2N9D5	12,15	3.151
Cameco [CA]	882017	9,20	3.641
Ur-Energy [US]	A0HMUF	0,45	72
Energy Fuels [US] (IK)	A1W757	1,39	163
Uranium Energy [US]	A0JDRR	0,85	157
Fission Uranium [CA]	A1T87E	0,19	93
Denison Mines [CA]	A0LFYS	0,30	188
Explorer			
IsoEnergy [CA]	A2DMA2	0,40	34
Skyharbour Resources [CA]	A2AJ7J	0,11	7
GoviEx Uranium [CA]	A12BL3	0,08	34
Royaltyunternehmen			
Uranium Royalty [CA]	A2PV0Z	0,66	47

*) in Mio. EUR; alle Angaben in EUR

Quellen: onvista, Marketscreener

Marc Moschetti

Aktie im Blickpunkt

Kazatomprom

Seit dem erfolgreichen Börsendebüt ist das kasachische Uranbergbau-Unternehmen auf Europas Kurszetteln zu finden

Gastbeitrag von David Waschnig

Das ehemalige Staatsunternehmen aus Kasachstan wurde 1997 gegründet und ging im Jahr 2018 an die Londoner Börse. Spätestens ab diesem Zeitpunkt musste Kazatomprom wie ein westliches Unternehmen geführt und bilanziert werden. Wer die Aktie nicht über die Hauptbörse London handeln will, kann sie auch im deutschen Freiverkehr erwerben.

Konkurrenzlos rentabel

Kazatomprom ist nicht nur der größte, sondern auch der mit Abstand günstigste Uranproduzent der Welt. Während die Konkurrenz zum rentablen Wirtschaften einen Uranpreis von 50 bis 60 USD pro Pfund benötigt, kann die Gesellschaft aus Nur-Sultan, der Hauptstadt Kasachstans, bereits bei 12 USD pro Pfund mit Gewinn arbeiten. Dies spiegelt sich auch in der Rentabilität des Unternehmens wider: Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte man trotz niedriger Uranpreise bei einem Konzernumsatz von 1.110 Mio. EUR einen Nettogewinn von etwas mehr als 310 Mio. EUR ausweisen. Davon wurden zwei Drittel als Dividende ausgeschüttet, was der langfristigen Dividendenpolitik des Unternehmens entspricht. Beim aktuellen Kurs (siehe S. 50) ergibt sich eine Dividendenrendite von 5,6%. Kein anderes Uranbergbau-Unternehmen schüttet auch nur ansatzweise so großzügig aus.

Die Welt steht still (!)

Der Uranbergbau blieb von COVID-19 nicht verschont: Aufgrund der akuten Ansteckungsgefahr mussten weltweit Minen auf unbefristete Zeit stillgelegt werden, auch von Kazatomprom. Am Höhepunkt der Krise standen beinahe 50% der weltweiten Uranproduktion still – und das

in einem Markt, der ohnehin von einem Angebotsdefizit geprägt ist. Laut CEO Galymzhan Pirmatov wird das Unternehmen erst dann wieder seine Produktion hochfahren, wenn die Ansteckungsgefahr für die beinahe 20.000 Mitarbeiter deutlich gesunken ist. Da Russland und Kasachstan erst später vom Virus getroffen wurden, könnten bis dahin noch einige Monate ins Land gehen. Kazatomprom dürfte den operativen Stillstand aber gut meistern, da man kaum verschuldet ist und über ein großes Uraninventar verfügt.

Corona sei Dank

Seit dem Ausbruch des Virus zählt das gelbe Pulver, auch bekannt als Yellowcake, zu den am besten performenden Rohstoffen. Zuvor stand der Kurs noch bei 24 USD pro Pfund – mittlerweile hat er bereits 33 USD erreicht.

Kazatomprom kann dank seiner speziellen Lieferverträge sofort vom Preisanstieg profitieren. Während der Großteil der Konkurrenz langfristige Lieferverträge zu Fixpreisen abschließt, geht Kazatomprom in der Regel nur langfristige Verträge ein, die sich am aktuellen Spotpreis orientieren. Diese Strategie macht sich aktuell bezahlt – sie kann jedoch auch nur von extrem günstig produzierenden Unternehmen verfolgt werden.

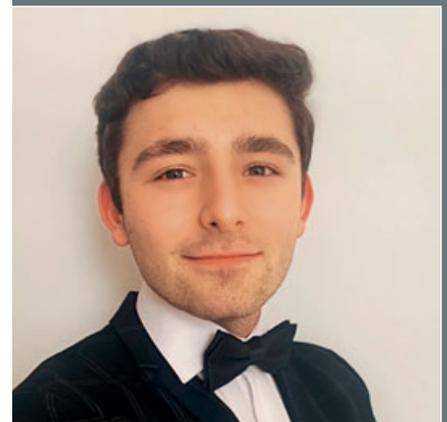
Eine Marionette Russlands?

Kazatomprom steht wegen mehrerer Joint Ventures mit dem russischen Staatsunternehmen Uranium One immer wieder in der Kritik. Den Nur-Sultanern wird vorgeworfen, man sei eine Marionette Russlands. Beschäftigt man sich jedoch genauer mit dem Konzern, dann wird sehr schnell klar, dass nicht nur mit der russischen Uranium

One, sondern auch mit Unternehmen aus China, Frankreich und Kanada Joint Ventures bestehen. Man ist somit nicht in den Händen von Russland, sondern hat mehrere starke Partner.

Fazit

Kazatomprom ist nicht nur der weltweit größte Uranproduzent, sondern auch mit Abstand derjenige mit den niedrigsten Produktionskosten. Während die Konkurrenz aktuell ums nackte Überleben kämpft, ist das kasachische Unternehmen hochprofitabel. Als wäre dies noch nicht genug, setzt sich auch noch der Uranpreis in Bewegung – was zukünftig zu exponentiell steigenden Gewinnen und einer noch höheren Dividende führen könnte. ■



David Waschnig ist Autor des Blogs www.deep-value.com, in dessen Rahmen er Investments abseits der ausgetretenen Pfade vorstellt. Aktuell beschäftigt er sich intensiv mit den Sektoren Uran, Edelmetalle und Schifffahrt.

Kennzahlen der vorgestellten Aktie

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Eigenkapitalquote	Umsatz 2019*	Umsatz 2020e*	EpS 2019	EpS 2020e	KGV 2019e	KGV 2020e	Dividendenrendite
Kazatomprom [KAZ]	A2N9D5	12,15	3.151	74%	1.110	1.265	1,20	1,62	10,2	7,5	5,71%

*) in Mio. EUR

Quellen: eigene Schätzungen, onvista, Jahresbericht

Value

Europäischer Roadtrip

Bei der Corona-Krise spielte sich anfangs fast alles in den eigenen vier Wänden ab; sogar der Sommerurlaub rückte in weite Ferne. An der Börse lohnt aber spätestens jetzt der Blick zu unseren Nachbarn.

Top-Priorität: Gesundheit

Die Pandemie warf ein Schlaglicht auf den Healthcarsektor. Es wurde deutlich, dass viele Länder bei der Ausstattung ihrer nationalen Gesundheitssysteme nachbessern dürften. Zugleich wird die Digitalisierung auch die Arbeit von Ärzten und Kliniken in der Zukunft nachhaltig verändern. Der boomende Bereich der Telemedizin ist dafür nur eines von zahlreichen Beispielen. Das französische Service- und Technologieunternehmen **Cegedim** (IK) mischt dort mit seiner Plattform **Maiia** ebenfalls mit. Nachdem das Geschäft bislang noch defizitär gewesen ist, sollte der Sprung in die schwarzen Zahlen recht zeitnah gelingen. Zurzeit bietet Cegedim den Service noch mit einem Rabatt von 50% an; ab Juli gelten dann wieder die normalen Sätze. Telemedizin anbietende Ärzte kostet **Maiia** dann knapp 100 EUR pro Monat. Beobachter schätzen, dass Cegedim mittelfristig über 30 Mio. EUR in der Telemedizin einnehmen könnte. Für den Bereich „Healthcare Professionals“, der auch Softwarelösungen für Ärzte und das Databasegeschäft umfasst, erscheint ein Umsatzziel von 200 Mio. EUR realistisch. Ein Blick auf Wettbewerber wie **CompuGroup** zeigt, dass sich mit diesem Angebot durchaus EBIT-Margen von über 20% erzielen lassen. Hinzu kommt bei Cegedim das in etwa doppelt so große Segment „Health Insurance, HR & E-Services“ mit Angeboten für die Krankenversicherer, die Personal-

einsatzplanung im Gesundheitssektor, die Digitalisierung und das (IT-)Outsourcing. Nachdem der Vorstand 2019 die letzten Baustellen im Konzern beseitigt hat, steuert Cegedim selbst bei einem Nullwachstum auf eine deutliche Ergebnissteigerung zu. Das Ertragspotenzial könnte schon im September bei Vorlage der Halbjahresbilanz aufgedeckt werden. Damit verbunden wäre ein weiterer Anstieg des freien Cashflows von 25 Mio. EUR im vergangenen Jahr auf 30 Mio. bis 40 Mio. EUR. Gelingt es, wieder an eine EBIT-Marge von 10% anzuknüpfen – ein im Branchenvergleich eher konservatives Szenario –, fällt das KGV der Cegedim-Aktie in den einstelligen Bereich. Bis dahin lässt sich der an der Pariser Börse gehandelte Small Cap noch ganz entspannt einsammeln.

Die Check24 von Italien

Vor allem hinter Italien liegen schmerzhafte Wochen. Für die Wirtschaft dürfte die Rückkehr zur Normalität eine Herkulesaufgabe werden – dennoch sind gerade italienische Unternehmen für Value-Anleger spannend. Dies zeigt die in Mailand ansässige **Gruppo MutuiOnline**, deren Geschäft auf zwei – zumindest bis Corona – äußerst erfolgreichen Säulen basiert: In der einen Sparte betreibt man mehrere Preisvergleichsseiten, hauptsächlich für Verbraucherkredite, Hypotheken und Versicherungen. **MutuiOnline** – praktisch die italienische **Check24** – erhält für



die Vermittlung von Verträgen Provisionen der Finanzanbieter. Für Privatkunden ist der Service dagegen kostenlos. Ergänzt wird das Angebot um das Vergleichsportal „trovarezzi.it“ für Elektronik- und Haushaltswaren aller Art. Sowohl mit dieser Seite als auch mit den anderen Angeboten nimmt **MutuiOnline** in Italien eine führende Position am Markt ein. Die andere Säule stellt das Outsourcinggeschäft für Finanzunternehmen und Versicherer dar. Hier übernimmt man diverse Dienste: vom Vertrieb über die Buchhaltung bis hin zu Dokumentationspflichten und der Fallabwicklung. Dank schlanker Strukturen und gut ausgebildeter Arbeitskräfte, die zumeist in Osteuropa sitzen, erzielt auch diese Sparte zweistellige Margen. Im Portal- und Vermittlungsgeschäft erreichte **MutuiOnline** 2019 sogar eine EBIT-Rendite von über 30%. Das war natürlich noch vor Corona; die Auswirkungen der Pandemie dürften im zweiten Quartal voll auf

Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2019*	Umsatz 2020e*	EpS 2020e	EpS 2021e	KGV 2020e	KGV 2021e	Div. 2019	Div.-Ren. 2019
Cegedim [FR] (IK)	895036	28,00	392,0	503	520	1,50	1,85	18,7	15,1	0,00	0,0%
EVN [AT]	878279	14,44	2.599,2	2,2	2,1	1,05	1,29	13,8	11,2	0,47	3,3%
MutuiOnline [IT]	A0MUDJ	17,52	700,8	220	195	0,60	0,86	29,2	20,4	0,12	0,7%

*) in Mio. EUR

Quelle: eigene Schätzungen

Kinder
brauchen
Perspektiven

Bettler
Drogendealer
Kfz-Mechaniker
Zuhälter
Koch
Informatiker



Bildung ist der Grundstein für den Weg heraus aus der Armut und runter von der Straße. Seit 2007 hat die Familie Jäger Stiftung zur Förderung von Waisenkindern in Lateinamerika über 230 Stipendien an Waisenkinder vergeben. Auch Sie können helfen und Straßenkinder zu Schulkindern machen!

Ihre Spende kommt zu 100% bei den Kindern an, denn die Kosten für Verwaltung und Werbung werden vollständig vom Stifter übernommen. Fragen? bernd.jaeger@mopani.org | www.mopani.org

MOPANI

Familie Jäger Stiftung

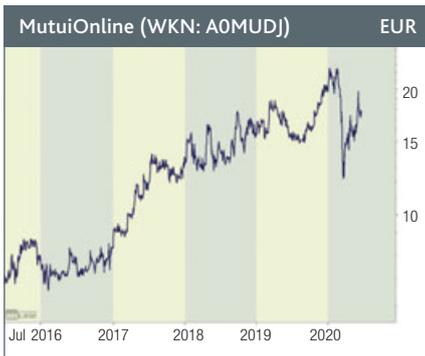
IBAN: DE89 7009 0500 0004 2586 81

BIC: GENODEF1S04 (Sparda-Bank München eG)

Die Familie Jäger Stiftung ist als rein gemeinnützige Organisation anerkannt. Spenden sind daher steuerlich absetzbar. Zuwendungsbestätigungen werden gerne ausgestellt.

Diese Spendenaktion wird unterstützt von

Smart Investor



2016 2017 2018 2019 2020

das Zahlenwerk durchschlagen. Allerdings ließ das Management bereits erkennen, dass die Zugriffe auf den Onlineportalen nach einem äußerst schwachen April zuletzt wieder angestiegen waren. Bei „trovaprezzi.it“ sei sogar weiteres Wachstum möglich. Wenngleich das Geschäft in der Vergangenheit durchaus Einbrüche verkraften musste – als der italienische Hypothekemarkt im Jahr 2012 crashte, ging der Konzernumsatz um fast die Hälfte zurück –, könnte der COVID-19-bedingte Kursrücksetzer nun eine attraktive Einstiegchance eröffnen. Das hochskalierbare Business hat eine höhere Bewertung verdient.

Stabile Renditen

Von Italien ist der Weg ins schöne Österreich nicht weit – zumindest in normalen Zeiten, bei offenen Grenzen. In Niederösterreich, dem größten Bundesland, trifft man fast überall auf den Energieversorger **EVN**. Mit einem Marktanteil von über 70% bei Strom und von über 30% bei Gas ist der mehrheitlich von der dortigen Landesregierung kontrollierte Konzern der mit Abstand führende Player in einem stabilen, durch hohe Eintrittsbarrieren gekennzeichneten Markt. In der Tat entfallen laut EVN drei Viertel des erzielten EBITDA auf besonders streng regulierte Segmente des Versorgergeschäfts. Erweitert wurde besagtes Basisgeschäft, wozu auch die Versorgung mit Trinkwasser und Wärme zählt, um diverse Energie- und Umweltdienstleistungen: So ist man im Umweltbereich inzwischen weltweit aktiv. Neben ordentlichen Chancen resultieren hieraus auch typische Projektrisiken. In Kuwait verzögert sich aufgrund von COVID-19 der Bau einer Abwasseraufbereitungsanlage. Erfreulich ist hingegen der 40 Mio.-EUR-Auftrag der Stadt

Hannover zur Errichtung einer Anlage zur thermischen Klärschlammverwertung. Wie zahlreiche österreichische Firmen besitzt EVN zudem eine starke Präsenz auf dem Balkan und in Südosteuropa (Bulgarien). Da die Risikoprämien dieser Länder infolge der Pandemie gestiegen sind, sah man sich gezwungen, Wertminderungen auf den Kundenstamm und einzelne Anlagen in der Region vorzunehmen. Zusammen mit den Projektverzögerungen im Umweltsegment führte dies bei Vorlage der Halbjahresbilanz Ende April zur Senkung des Gewinnziels im Geschäftsjahr 2019/20 – statt zuvor 200 Mio. bis 230 Mio. EUR werden nunmehr 180 Mio. bis 200 Mio. EUR in Aussicht gestellt. Damit würde man im Worst Case rund 1 EUR je Aktie verdienen. Angesichts der hochsoliden Bilanz (EK-Quote: 55%) und der im Branchenvergleich geringen Verschuldung scheint die Zahlung der Basisdividende in Höhe von 0,47 EUR erneut problemlos möglich. EVN kann zudem noch den Ausbau des Portfolios im Bereich der erneuerbaren Energien aus dem Cashflow finanzieren. Der Investitionsschwerpunkt liegt hier insbesondere auf der Windenergie, für die ein Ausbauziel von 500 MW formuliert wurde. Mit der EVN-Aktie holen sich Anleger ein weitgehend konjunkturunabhängiges Basisinvestment in ihr Depot.

Fazit

Einige der europäischen Unternehmen sind aufgrund ihrer gesunkenen Bewertungen gerade jetzt für langfristige Value-Investoren interessant. Es zählen finanzielle Solidität, eine starke Position in stabilen (Wachstums-)Märkten und ein erfahrenes Management, das über die aktuelle Krise hinausdenkt. ■

Marcus Wessel

Musterdepot

Vorübergehend Stillstand

Nach zwei starken Monaten nahm sich das Musterdepot zuletzt eine Auszeit. Das lag vor allem an seiner Zusammensetzung.

So konsolidierten die meisten Edelmetallaktien ihren starken Anstieg seit Ende März, was sich zusammen mit steigenden US-Indizes auch in einem deutlichen Rückgang unseres Gold/S&P-500-Outperformance-Zertifikats widerspiegelte. Die Verluste im Edelmetallbereich standen den zum Teil erfreulichen Zugewinnen bei anderen Musterdepotwerten wie **Rational** oder

Micron Technology entgegen. Am Ende war der vergangene Monat für unsere Depotperformance ein echtes Nullsummenspiel. Das ist angesichts des haussierenden DAX einerseits etwas unbefriedigend – andererseits lässt sich diese Entwicklung mit unserer bewusst breiten Diversifikation erklären, die uns vor allem in abwärtsgerichteten Märkten schützt. Wie ange-

kündigt verkauften wir einen Teil unserer Anteile an **Wheaton Precious Metals**, da die Position die von uns selbst gesetzte Höchstgrenze von 10% beim Depotanteil deutlich überschritten hatte. Fundamental sind wir von dem Unternehmen weiterhin überzeugt – ansonsten hätten wir zuletzt auch mehr Aktien abgegeben oder die Position sogar komplett verkauft.

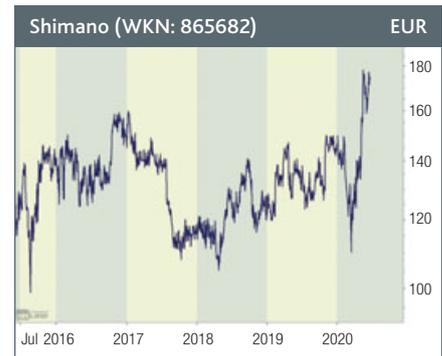
Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR)										Stichtag: 19.6.2020 (DAX: 12.330)		
Performance: -3,1% seit Jahresanfang (DAX: -6,9%); +0,0% gg. Vormonat (DAX: +11,2%); +245,6% seit Depotstart (DAX: +382,0%)												
	WKN	Branche/ Land	SIP ¹ C/R ²	Stück	Kauf- datum	Kauf zu	Kurs akt.	Wert akt.	Depot- anteil	Performance Vormo. seit Kauf		
Anthem [US] ³	A12FMV	Krankenversicherer	C 6/5	55	27.03.2014	92,86	238,15	13.098	3,8%	-6,2%	+156,5%	
Wheaton Precious Met. [CA] ³	A2DRBP	Edelmetalle	B 7/6	800	24.01.2019	17,57	37,06	29.648	8,6%	-10,6%	+110,9%	
Stada [DE]	725180	Pharma	C 2/1	200	26.05.2016	47,20	94,00	18.800	5,4%	+6,8%	+99,2%	
Bitcoin-Open-End-Zertif.	VL3TBC		C 9/9	5	11.04.2019	471,00	805,00	4.025	1,2%	-1,6%	+70,9%	
Silver Lake Resources [AU] (IK)	A0M5WY	Edelmetalle	B 8/7	20.000	20.06.2019	0,69	1,17	23.400	6,8%	-7,9%	+69,6%	
Silvercorp [CA] ³ (IK)	A0EAS0	Silberproduzent	B 8/7	7.500	16.02.2017	3,04	4,19	31.425	9,1%	+12,0%	+37,8%	
Defama [DE]	A13SUL	Immobilien	B 7/6	330	12.09.2019	15,40	17,00	5.610	1,6%	+6,3%	+10,4%	
BB Biotech [CH] ³	A0NFN3	Biotech	B 7/6	320	21.02.2019	59,68	64,60	20.672	6,0%	+0,2%	+8,2%	
Salesforce [US]	A0B87V	Software	A 8/6	80	04.06.2020	155,46	167,60	13.408	3,9%	-	+7,8%	
Agnico Eagle [CA] ³	860325	Edelmetalle	B 7/5	410	27.06.2019	49,76	52,98	21.722	6,3%	-12,6%	+6,5%	
Berkshire Hath. B [US] ³	A0YJQ2	Holding	C 6/5	150	26.01.2017	153,64	161,30	24.195	7,0%	+0,5%	+5,0%	
Rational [DE]	701080	Profiküchen	A 7/5	25	30.04.2020	475,80	495,00	12.375	3,6%	+11,1%	+4,0%	
Shimano [JP]	865682	Technologie	A 7/5	75	18.06.2020	177,00	174,70	13.103	3,8%	-	-1,3%	
Micron Technology [US] ³	869020	Halbleiter	B 8/7	375	12.09.2019	47,66	45,44	17.040	4,9%	+11,2%	-4,7%	
Gold/S&P-500-Outperf.-Zertif. ³	SG6C9T		C 9/8	300	25.10.2018	27,67	26,20	7.860	2,3%	-23,8%	-5,3%	
Datagroup [DE]	A0JC8S	IT-Dienstleister	B 8/6	300	30.04.2020	54,80	51,80	15.540	4,5%	-1,3%	-5,5%	
Gazprom [RU] ³ (IK)	903276	Öl/Gas	C 8/8	4.000	04.04.2019	5,27	4,95	19.800	5,7%	+0,8%	-6,1%	
Verbund [AT]	877738	Versorger	A 6/4	300	30.04.2020	43,74	40,74	12.222	3,5%	+9,2%	-6,9%	
CropEnergies [DE]	A0LAUP	Energie	C 7/6	1.750	15.01.2020	9,70	8,56	14.980	4,3%	+16,5%	-11,8%	
Argonaut Gold [US]	A1C70D	Edelmetalle	B 7/6	5.000	30.08.2019	1,67	1,26	6.300	1,8%	-1,6%	-24,6%	
Bolloré [FR]	875558	Holding	D 5/7	2.500	24.08.2017	3,91	2,87	7.175	2,1%	+14,3%	-26,6%	
Fiat Chrysler [NL]	A12CBU	Automobile	D 7/8	1.130	24.08.2017	12,48	8,45	9.549	2,8%	+14,0%	-32,3%	
							Aktienbestand	341.946	99,0%			
							Liquidität	3.623	1,0%			
							Gesamtwert	345.569	100,0%			

IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis im Kasten rechts sowie im Impressum auf S. 65!

1) **C/R**: gibt Chance und Risiko jeweils auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 9 (hoch) an.

2) **SIP**: Das SI-Potenzialometer zeigt an, in welcher Phase einer Kursbewegung sich eine Aktie befindet (von A= „Einstieg jederzeit ratsam“ bis E= „Aktie wirkt angeschlagen“ bzw. F= „Verkauf“) und welche Handlungsprämissen wir hieraus ableiten. Veränderungen beim C/R oder SIP gegenüber dem Vormonat werden farblich hervorgehoben. **Verbesserungen** sind grün und **Verschlechterungen** rot markiert.

3) Durchschnittskurs



Ein Silberwert glänzt

Gegen den negativen Sektortrend stemmte sich einzig **Silvercorp Metals (IK)**. Der Grund hierfür ist erklärungsbedürftig. So legte die Aktie deutlich zu, als bekannt wurde, dass die von Silvercorp bereits als nächstes Akquisitionsziel auserkorene Guyana Goldfields ein höheres Übernahmeangebot einer anderen Partei erhalten hätte. Die Börse schloss daraus, dass sich der Silvercorp-Vorstand nicht in einen teuren Bieterwettbewerb stürzen, sondern die Akquisitionspläne beenden würde. Die offizielle Bestätigung seitens des Unternehmens folgte dann wenige Tage später. Als vertraglich vereinbarte Entschädigung für die bereits vor der Hochzeit vollzogene Scheidung fließen Silvercorp umgerechnet knapp 6 Mio. EUR (9 Mio. CAD) zu – ein nettes Trostpflaster.

Zwei neue Wachstumsstorys

Inzwischen haben wir unsere Investitionsquote auf fast 100% hochgefahren. Damit verbunden war die Aufnahme von zwei neuen Titeln, die beide eine intakte Wachstumsstory bieten. Zunächst kauften wir uns beim US-Softwarehersteller **Salesforce** ein (siehe auch Ausgabe 6/2020 auf S. 54). Der Spezialist für CRM-Lösungen, mit denen Unternehmen alle Aspekte ihrer

Kundenbeziehungen verwalten und managen können, ist ein echtes Schwergewicht in der Branche. Die starke Marktposition ist mit der von SAP durchaus vergleichbar. Und wie bei den Walldorfern boomt bei Salesforce ebenfalls vor allem das Cloudgeschäft. Auch charttechnisch macht die Aktie einen starken Eindruck. Gelingt der Ausbruch über das Februarhoch bei 195 USD, winken schnelle Anschlussgewinne. Die Bewertung (KGV: 52) ist natürlich wie bei fast allen vergleichbaren US-Hightechs recht ambitioniert – kurzfristige Korrekturen sind daher jederzeit möglich. Eine stramme Bewertung weist zugegebenermaßen auch unser zweiter Neuzugang auf. Der Kurs des japanischen Fahrradkomponentenherstellers **Shimano** ist bereits aus einer mehrjährigen Konsolidierung nach oben ausgebrochen. Hinzu kommt der sprichwörtliche Rückenwind im operativen Geschäft. Fahrrad fahren liegt nicht erst seit Corona voll im Trend. Dementsprechend robust zeigt sich die Nachfrage nach den Schaltungen und Komponenten des Konzerns. Wir erwarten hier eine Fortsetzung des Wachstumstrends. Mehr zu Shimano lesen Sie im Artikel auf S. 17.

Solider Jahresauftakt bei CropEnergies

Im Monatsvergleich zog der Kurs des Ethanolproduzenten **CropEnergies** deutlich an. Dieser Anstieg lässt sich mit fundamentalen News erklären: Anders als noch im April angenommen, gelang es, im Auftakt-

quartal (März bis Mai) einen operativen Gewinn von 8 Mio. EUR (Vj.: 15 Mio. EUR) zu erwirtschaften. Ursprünglich hatte man aufgrund der Belastungen aus der Corona-Pandemie nur ein ausgeglichenes Ergebnis erwartet. CropEnergies litt während des Shutdowns unter der gesunkenen Kraftstoffnachfrage und ebenfalls rückläufiger Preise für Bioethanol. Einen Teil der Produktion stellte man zudem auf Ethanol um, das für die Herstellung von Desinfektionsmittel genutzt werden kann. Der Ausblick stimmt jedoch zuversichtlich. Vor dem Hintergrund der umgesetzten Lockerungen erwartet der Konzern im laufenden zweiten Quartal eine weitere Verbesserung der Nachfrage; eine genaue Prognose traut man sich aber bislang nicht zu. Es bleibt bei der Aussage, dass Umsatz und Gewinn gegenüber dem Rekordjahr 2019/20 abnehmen dürften. Der aktuelle Börsenwert von 750 Mio. EUR berücksichtigt noch keine Erholung zu Vor-Corona-Margen.

Fazit

Trotz der zuletzt gebremsten Dynamik bleiben wir für unser Musterdepot zuversichtlich. Die Mischung aus defensiven Titeln, die sich mitunter sogar antizyklisch zum Gesamtmarkt verhalten, und klassischen Wachstumswerten sorgt für Balance und Stabilität. Der nächste Lackmустest steht mit der Berichterstattung über das zweite Quartal an.

Marcus Wessel

Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 65).

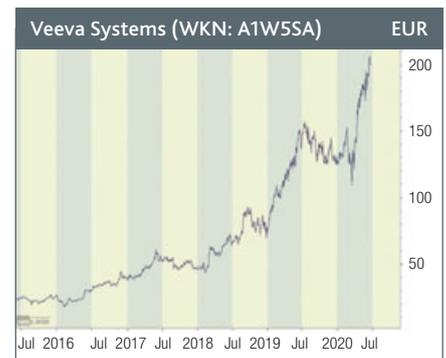
Durchgeführte Käufe/Verkäufe							
Käufe	WKN	Kurs	Stückz.	Kaufwert	Datum		
Salesforce	A0B87V	155,46	80	12.437	04.06.2020		
Shimano	865682	177,00	75	13.275	18.06.2020		
Verkäufe	WKN	Kurs	Stückz.	Verkaufswert	Perform.	Datum	Kaufkurs
Wheaton Precious Metals	A2DRBP	34,86	350	12.201	98,4%	04.06.2020	17,57

Buy or Goodbye

Buy: Veeva Systems

Technologieaktien gehören zu den großen Gewinnern der laufenden Erholung. Die Pandemie hat vielzähligen Unternehmen noch einmal die Bedeutung einer leistungsfähigen IT- und Softwarearchitektur vor Augen geführt. Für Veeva Systems, die wie so viele aufstrebende Techkonzerne in Kalifornien zu Hause ist, könnte Corona am Ende sogar zusätzliches Geschäft bedeuten: Schließlich betreibt man mit „Veeva Vault“ eine in ihren Funktionen erweiterbare Cloudplattform für die Life-Science-Industrie. Über 850 Unternehmen – von Big Pharma wie Bayer und GSK bis hin zu innovativen Biotechfirmen – zählt Veeva zu seinen Kunden, die mit der Cloudlösung ihre R&D-Programme managen, klinische Studien auswerten oder ihre laufenden Zulassungsprozesse verwalten. Die Tools können Nebenwirkungen tracken oder die eigenen Vertriebsmitarbeiter beim Verkauf vor Ort unterstützen.

Man muss nicht jede Funktion im Detail kennen, um zu ahnen, dass sich Veeva damit unersetzlich macht. Die Ablösung alter IT-Systeme durch moderne Cloudangebote wird die selbst in Corona-Zeiten relativ krisenfeste Branche auf Jahre beschäftigen. Gegründet wurde Veeva 2007 von CEO Peter Gassner, der zuvor bei Salesforce die Fäden in den Händen gehalten hatte. Mit Veeva, die er 2013 an die Börse brachte, hat er seitdem in keinem einzigen Quartal die Erwartungen der Wall Street verfehlt. Für das laufende Jahr erwartet Gassner trotz aller Unsicherheiten einen Umsatzanstieg um weitere 25% auf knapp 1,4 Mrd. USD; der Gewinn je Aktie könnte gleichzeitig auf 2,55 USD (Vj.: 21,9 USD) zulegen. Die Kehrseite dieser Erfolgsgeschichte liegt in der strammen Bewertung mit dem 20-Fachen des Jahresumsatzes und einem 2021er-KGV von über 70. Während einer



Techhausse, in der vor allem stetiges Wachstum honoriert wird, rückt dieser Kritikpunkt jedoch in den Hintergrund.

Marcus Wessel

Goodbye: Deutsche EuroShop AG

Als fokussiertes Unternehmen, das hochwertige Einkaufszentren in gehobenen Lagen betreibt, hat die Deutsche EuroShop AG (DES) lange eine positive Börsenstory geschrieben. Das Konzept, mit steten Mieteinnahmen aus langfristigen Verträgen einen Liquiditätsüberschuss zu realisieren, der es erlaubt, verlässlich hohe Dividenden zahlen, sprach ausschüttungsorientierte Anleger an.

Bei Betrachtung der Zahlenreihen der vergangenen Jahre zeigt sich aber bereits ab 2016 eine negative Tendenz. War 2015 mit einem Ergebnis pro Aktie von 5,83 EUR ein Rekordergebnis eingefahren worden, bröckelte der Wert bis 2018 auf 1,29 EUR ab. Dennoch wurde eine Dividende in Höhe von 1,50 EUR ausbezahlt. Für 2019 wollte DES 1,55 EUR Dividende ausschütten, strich diese aber aufgrund der Corona-Pandemie, um die Liquidität zu erhalten.

Die Aussichten sind stark eingetrübt, was bereits zu Ratingabstufungen des gesamten Bereichs geführt hat. Die damit verbundene Erhöhung der Kreditkosten – EuroShop plant bei Investitionen mit einer Fremdkapitalquote von bis zu 55% – belasten absehbar die zukünftigen Ergebnisse. Zudem gehen Analysten davon aus, dass in den kommenden Jahren mit bis zu -20% erhebliche Einbußen bei den Mieteinnahmen zu verkraften sein werden.

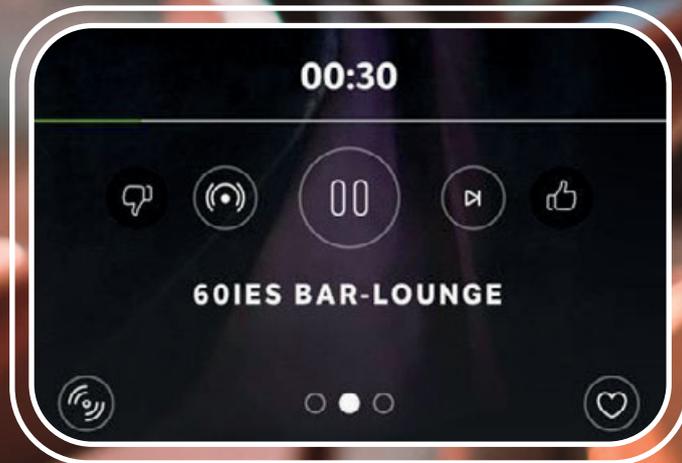
In der aktuellen Situation fällt dem Unternehmen die Single-Use-Strategie – in Zeiten fröhlichen Shoppings ein Pluspunkt wegen Marktmacht und Fokussierung – auf die Füße. Es zeigt sich, dass die Diversifizierung über Länder nicht ausreicht, da die Pandemie, anders als „normale“ konjunkturelle Zyklen, alle Standorte betrifft. Erschwerend kommt



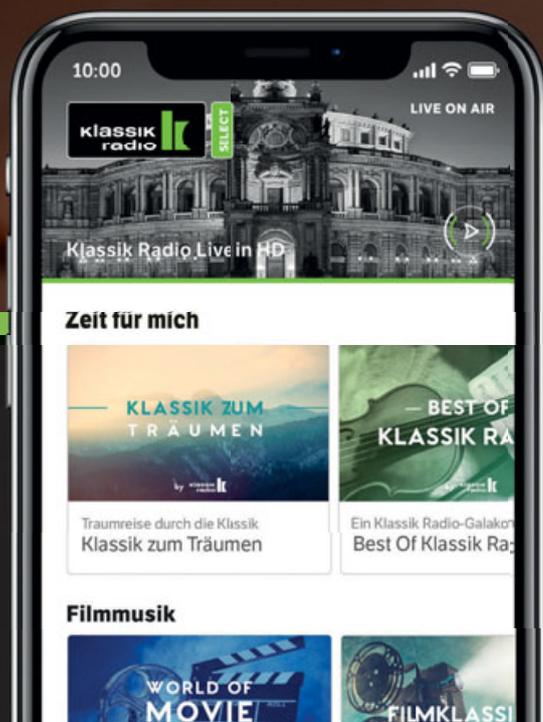
hinzu, dass sie den übergeordneten Trend vom stationären zum Onlinehandel beschleunigt.

Stefan Preuß

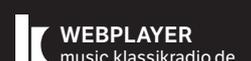
klassik
radio



Die ganze Welt der Klassik,
Jazz und Lounge Musik auf
einer Streaming-Plattform.



Mehr zu unserer Streaming-App:
select.klassikradio.de



Anleihen

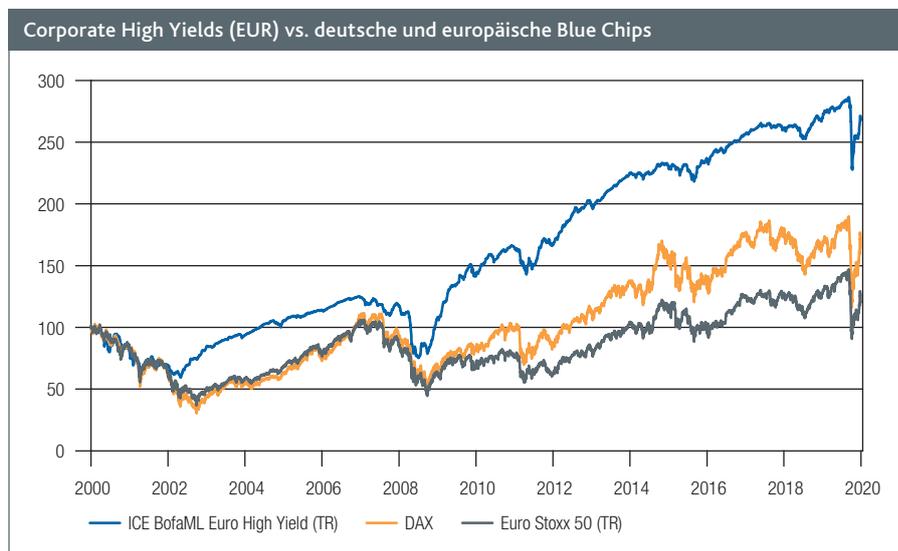
Corporate High Yields schlagen Aktien

In der Corona-Krise ist Cash wieder King – daher werden vielzählige Firmen derzeit mehr aus Bondholdersicht als im Sinne ihrer Aktionäre geführt. Das stärkt die relative Vorteilhaftigkeit hochverzinslicher Unternehmensanleihen.

Langfristig betrachtet gelten Aktien als die renditestärkste Wertpapierklasse. Möglicherweise zur Überraschung des einen oder anderen Anlegers haben sich auf Euro lautende Corporate Bonds unterhalb des Investment-Grade-Bereichs (Rating: BB bis CCC) zumindest in den zurückliegenden 20 Jahren aber erheblich besser entwickelt als deutsche und europäische Blue Chips – und das bei deutlich geringerer Volatilität. Diese Entwicklung könnte sich in den kommenden Monaten durchaus fortsetzen.

Hohe Risiken – aber relative Vorteilhaftigkeit

Dabei soll zunächst ein Blick auf die Risiken von Euro-High-Yields geworfen werden: Die Weltwirtschaft ist im Rahmen der Corona-Pandemie massiv eingebrochen, und eine Erholung ist bisher nicht abzusehen. Die Ausfallraten von Ramschanleihen werden deshalb deutlich nach oben schießen, was sich in der Regel erst mit einer gewissen Verzögerung bemerkbar macht. So rechnet S&P Global in



Quelle: FAM Frankfurt Asset Management AG

seinem Basisszenario bei europäischen High Yields bis kommenden März mit einer Verdreifachung der Defaults auf 8,5%, im pessimistischen Fall sogar auf bis zu 11,5%. Auf der anderen Seite werden Käufer entsprechender Papier allerdings auch mit

deutlich ausgeweiteten Credit Spreads belohnt; die Default-Rate könnte erheblich niedriger ausfallen (positives S&P-Szenario: 3,5%), und bei einer zweiten Corona-Welle dürften die Aktienmärkte erneut sehr viel stärker einbrechen, was insgesamt zumindest für eine relative Vorteilhaftigkeit von High Yields spricht.

Ausgewählte Fonds und ETFs mit Schwerpunkt Euro-High-Yields						
Unternehmen	WKN	Kurs (EUR)	TER (%)	Perf. 1 J. (%)	Perf. 3 J. (%)	Perf. 5 J. (%)
Candriam Bonds Euro High Yield	971353	182,04	1,38	0,72	5,95	19,45
DWS Invest Euro High Yield Corporates	DWS04F	109,4	1,18	-1,43	1,83	17,97
FAM Renten Spezial (IK)	A14N87	102,74	0,71	0,14	5,17	19,7*
HSBC Euro High Yield Bond	120850	43,50	1,35	0,03	4,64	16,09
Lyxor BofaML EUR High Yield ex Financial (ETF)	LYX0YX	109,19	0,45	-1,75	1,38	9,87
Xtrackers II EUR High Yield Corporate Bond (ETF)	DBXOPR	16,26	0,35	-1,51	1,54	10,91

* Rendite seit Auflage (15.9.2015, vier Jahre und neun Monate)
Stand: 21.6.2020

Quellen: comdirect, Consors

Gläubiger vor Aktionäre

Zum Überleben müssen Unternehmen zunächst das Fremdkapital bedienen – erst danach kann es um eine verbesserte Eigenkapitalrendite gehen. Entsprechend werden derzeit Dividenden gekürzt oder gänzlich gestrichen und Aktienrückkaufprogramme ausgesetzt. Kosten werden so weit wie möglich reduziert, Investitionen zurückgefahren, Akquisitionsvorhaben erst

einmal hintenangestellt usw. Einige dieser Maßnahmen gehen zulasten des Wachstums und wirken sich auf den Wert der betreffenden Unternehmen negativ aus. Tatsächlich dreht sich alles darum, so viel Liquidität wie möglich zu beschaffen und die Finanzierungsfähigkeit zu erhalten bzw. wieder zu verbessern. Verschlechterte Kreditkonditionen werden dabei notgedrungen in Kauf genommen. Anders als in den vergangenen Jahren werden viele Gesellschaften somit wesentlich stärker aus Sicht der Bondholder, denen es am Ende allein um die Erfüllung von Zins- und Tilgungsverpflichtungen geht, als im Sinne der Aktionäre gemanagt.

Einfluss der EZB

Auch die gigantischen Konjunkturprogramme der Europäischen Union sowie der einzelnen Länder und die Maßnahmen der EZB kommen zunächst den Gläubigern zugute: So haben die Währungshüter rund um Christine Lagarde erst Anfang Juni noch einmal nachgelegt und ihr Anleihekaufprogramm von bisher geplanten 750 Mrd. um weitere 600 Mrd. EUR aufgestockt. Zusätzlich wurde die Dauer des Programms um ein halbes Jahr bis Ende Juni 2021 verlängert. Zwar sind High Yields von den Ankäufen der EZB (noch) nicht

direkt betroffen – durch den sogenannten Portfolio-Channel-Effekt sind allerdings auch bei ihnen weiter sinkende Credit Spreads möglich.

Sektorwahl vor Rating

Während bei der Aktienauswahl unzählige Faktoren zu berücksichtigen sind, geht es beim Erwerb hoch verzinsten Unternehmensanleihen insbesondere darum, Ausfälle im Portfolio so weit wie möglich zu vermeiden. Um dies zu gewährleisten, empfiehlt Ottmar Wolf, Vorstand der FAM Frankfurt Asset Management AG, den Fokus weniger auf das konkrete Rating als auf die Sektorwahl zu legen: So sollten die Emittenten weder übermäßig stark vom Lockdown noch vom Ölpreisverfall betroffen sein. Ebenfalls zu meiden seien zyklische Werte. Damit bleiben insbesondere Unternehmen aus der Gesundheitssparte, dem Telekom- und Infrastrukturbereich sowie dem Verbrauchsgütersektor. „Ergänzend bzw. teils auch alternativ empfehlen sich große Firmen mit starken Ankeraktionären, bei denen eine hohe Bereitschaft, die Gesellschaft in jedem Fall erhalten zu wollen, zu vermuten ist“, so der Rentenfondsmanager mit Schwerpunkt Non-Investment-Grade weiter. Dazu zählt etwa der Beautyriese Coty, an dem die deutsche Unternehmerfamilie Reimann

Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 65).

indirekt mit 60% beteiligt ist. Für die bis Oktober 2021 laufende TUI-Anleihe mit der WKN A2BPFK spricht dagegen der von der Bundesregierung bewilligte KfW-Überbrückungskredit in Höhe von 1,8 Mrd. EUR. „Lebenserhaltend“ wirken zudem Staatsbeteiligungen. „Diese waren bisher nur von Frankreich bekannt, scheinen zunehmend aber auch bei anderen Ländern auf die Agenda zu rücken“, so Wolf. Mit der Auswahl einzelner Sektoren oder gar Titel müssen sich Privatanleger in der Regel aber ohnehin nicht intensiver auseinandersetzen. Aufgrund der Mindeststückelung von meist 100.000 EUR bleibt ihnen in der Regel nur der Rückgriff auf entsprechende Fonds oder ETFs (siehe Tabelle). ■

Dr. Martin Ahlers

Anzeige

Smart Investor

**3 MAL GEGEN
DEN MAINSTREAM:**

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Smart Investor
Weekly

SmartInvestor.de



Lernen Sie eine Sicht der Dinge kennen, die Sie im Mainstream nicht finden werden.

Interview

„Und was dann?“

Smart Investor sprach mit dem Investor **Matthias Riechert** von P&R Investment Management über die Corona-Krise, moderne Compounder und die Frage, ob Gold eine Versicherung ist

Smart Investor: Herr Riechert, Sie investieren extrem konzentriert und nehmen damit bewusst eine gewisse Volatilität Ihres Portfolios in Kauf. Konnten Sie während des Höhepunkts der Corona-Krise noch ruhig schlafen?

Riechert: Kurze Antwort: ja. In einer Phase wie im März zeigt sich meiner Meinung nach sehr schnell der Unterschied zwischen denjenigen, die sich intensiv mit einem Unternehmen beschäftigt sowie ein gutes Verständnis von dessen Wert haben, und denjenigen, die das nicht haben. Wenn ich nicht weiß, was meine Aktien tatsäch-

lich wert sind, versuche ich in einer solchen Phase, Sicherheit zu bekommen, indem ich mich an den Meinungen anderer, an Charts oder Ähnlichem orientiere. Sehr schnell führt das dann dazu, dass gerade in ungünstigen Momenten verkauft wird. Ich habe viele Bekannte, die im März darauf stolz waren, die Krise erahnt und sich an der Börse entsprechend positioniert zu haben. Kaum einer von denen war jedoch dabei, als der Markt gedreht hat – denn wer Timing betreibt, muss eben zweimal recht haben. Es lohnt sich also, die richtigen Werte zu haben und langfristig dabei zu bleiben.

Smart Investor: Vor einigen Jahren lag der Fokus Ihres Unternehmens P&R auch auf der Österreichischen Schule und deren Implikationen für unser Geldsystem. Sie haben diesen Gedanken mit Investitionen in Goldminen und Gold Rechnung getragen. Nun sind Sie aber davon abgekommen – was ist der Grund dafür?

Riechert: Zu Beginn des Fonds habe ich mit Prof. Dr. Thorsten Polleit zusammengearbeitet, meiner Meinung nach einer der besten deutschen Ökonomen und Kenner des Geldsystems. Ich habe allerdings schnell gelernt, dass es praktisch unmöglich ist, Insights auf der Makroebene in überlegte Investmententscheidungen zu übertragen. Investieren bedeutet, den Wert einer Anlage unabhängig vom heutigen Preis zu kennen. Gold lässt sich beispielsweise nicht bewerten, da es nichts produziert. Es eignet sich daher nur als Cashersatz in Konkurrenz zu anderen Währungen. Aber warum sollte ich langfristig Cash halten? Denn wenn ich langfristig Angst vor Inflation habe, investiere ich besser in solche Unternehmen, die einen Mehrwert schaffen, der die Inflationsrate übersteigt. Gold hilft auch als

„Versicherung“ in einem Portfolio nicht, da es die Inflation nicht überproportional wie bei einer Feuerversicherung ausgleicht. Wer das Ende des Geldsystems erwartet, sollte Gold besser direkt und in physischer Form halten.

Smart Investor: Ihr Fokus liegt auf Unternehmen, die ihre Erträge über lange Zeiträume zu hohen Renditen reinvestieren können. Die meisten davon sind jedoch bereits im Fokus der Anleger und daher teuer. Wie finden Sie unterschätzte und daher günstige „Compounder“?

Riechert: Wir haben auf unserer Webseite ein Excel-Sheet, auf dem der Leser relativ simpel simulieren kann, wie stark der Zinseszinsseffekt über lange Zeiträume das eigene Vermögen beeinflusst. Wenn ich das realisiert habe, muss ich eigentlich sofort jedes Festgeld auflösen und in Aktien investieren – vollkommen unabhängig von der damit einhergehenden Volatilität. Das einzige Risiko ist der permanente Kapitalverlust. Genau diese Denke wenden wir auch auf einzelne Unternehmen an – wir suchen solche, die quasi einen eingebauten „Zinseszinsmotor“ haben. Ideal ist es, wenn ein Unternehmen bereits über einen gewissen Track Record verfügt, aber gleichzeitig noch sehr lange wachsen kann. Das Wichtigste ist aber natürlich der Preis, den man dafür bezahlt. Eine Kennzahl wie das KGV ist für uns nicht ausreichend, weil es lediglich das aktuelle Jahr berücksichtigt.



Matthias Riechert ist Gründer der P&R Investment Management Ltd. (www.pr-realvalue.com), mit der er den P&R Real Value Fonds berät. Nach mehr als zwölf Jahren Erfahrung im Bereich Sales & Trading (Citigroup etc.) richtete er seine Karriere neu aus und wurde 2012 Investor. Riechert hat einen MBA von der London Business School und der Columbia Business School und lebt und arbeitet in London.

Unternehmen, die P&R seit Langem im Portfolio hält:

Carvana (WKN: A2DPW1)
Cimpress (WKN: A2PWHR)
Credit Acceptance (WKN: 884343)
Judges Scientific (WKN: 912588)
World Acceptance (WKN: 892493)

Wichtig ist, mit einem systematischen Prozess gute Unternehmen auszuwählen, viel Arbeit in die Analyse der künftigen Cashflows zu stecken und zuzuschlagen, wenn die Börse diese heute falsch bepreist.

Smart Investor: Genau diese Übung ist in der heutigen Welt aber häufig nicht mehr ganz so einfach. Die technologische Disruption macht viele „Burggräben“ obsolet. Unternehmen lassen sich oft nicht mehr anhand klassischer Kennzahlen bewerten.

Riechert: Die Herausforderung ist, die Bilanzzahlen zu verstehen und in die tatsächlichen ökonomisch relevanten Zahlen zu übersetzen. Ein Beispiel: In den 1980er-Jahren ist Walmart sehr stark gewachsen und hatte über viele Jahre hohe Kapitalinvestitionen durch die Eröffnung neuer Märkte. Das konnte man relativ einfach aus den veröffentlichten Zahlen ablesen. Heute haben viele Unternehmen aber kaum Capex, sondern sogenannte Opex. Sie investieren also beispielsweise in Personal oder Marketing, was aber nicht als Investment auf der Bilanz erscheint, sondern als Aufwand in der GuV-Rechnung untergeht. Am Ende kommt ein relativ schmaler Gewinn heraus, der aber das wahre Ertragspotenzial unterschätzt. Die dadurch generierten Umsätze führen aber häufig über viele Jahre zu positiven Cashflows. Irgendwann wird das Unternehmen in eine „Steady-State-Phase“ kommen, in der die Investitionen zurückgefahren werden und die wahre Ertragskraft sichtbar wird. Als Anleger sollte man daher die Buchhaltung nicht automatisch mit der ökonomischen Realität gleichsetzen. Gute Unternehmen helfen Anlegern, diese Denkübung zu machen.

Smart Investor: Bevor Sie Assetmanager wurden, hatten Sie bei einer großen Investmentbank im Handelssaal gearbeitet. Was hat Sie dazu bewogen, nicht mehr das schnelle Geld zu suchen, sondern langfristig in reale Unternehmen zu investieren?

Riechert: Das ist richtig, ich habe neun Jahre bei der Citigroup im Bereich der strukturierten Produkte gearbeitet. Am Jahresende habe ich mich immer gefragt, woher es kommt, dass ich mein eigenes Geld nicht in meine eigenen Produkte investiere. Und die Antwort war stets: Weil ich nicht davon überzeugt bin. Ich wollte aber ein gleichgerichtetes Interesse mit meinen Kunden haben. Nach einer längeren Lernphase bin ich so zur Auflage eines eigenen Fonds gekommen. Heute ist mein eigenes Vermögen fast vollständig im Fonds investiert. Es gibt Fonds, deren Geschäftsmodell primär das Einsammeln von Assets ist, und solche, die vor allem auf die Performance aus sind. Erstere erkennt man relativ schnell daran, dass sie viele beliebte Themen aufgreifen, viele Marketingleute beschäftigen und diverse Experten haben, die Interviews geben. Ich habe beispielsweise in den letzten Jahren lediglich zwei Interviews gegeben, dieses eingeschlossen. Ich stecke meine Zeit sinnvoller in das Verständnis unserer Portfoliounternehmen, deren Geschäftsmodelle und Zahlen.

Smart Investor: Noch einmal zurück zu Corona und den Folgen. Was waren für Sie die interessantesten Erkenntnisse der letzten Wochen?

Riechert: Ich habe in den letzten Wochen eine sehr gute Frage entdeckt. Sie lautet: Und was dann? Im März erkannten beispielsweise die Anleger, dass bei vielen Unternehmen die vereinbarten

Covenants in den Kreditverträgen und Anleihebedingungen gerissen werden können. Viele haben daher instinktiv auf den Verkaufsknopf gedrückt. Die richtige Frage wäre gewesen: Und was dann? Für gute Firmen gibt es einen breiten Fächer an Möglichkeiten, wie man auf dieses Problem reagieren kann, ohne dass Aktionäre alles verlieren. Einige Unternehmen, wie Carvana, die wir im Portfolio haben, haben neue Aktien ausgegeben; andere haben Kreditverträge nachverhandelt oder frische höher verzinsliche Anleihen begeben. Teilweise war dies mit relativ geringen Schmerzen und Kosten verbunden. Andere Unternehmen sind gar nicht so dramatisch von der Krise betroffen, wie das am Markt wahrgenommen wird. Ein Beispiel dazu: Wir haben die Aktie vom US-Auto-Subprime-Lender Credit Acceptance in unserem Fonds. Durch den CARES Act in den USA haben viele der Kunden heute mehr Geld in der Tasche, als wenn sie arbeiten würden. Natürlich fällt das Neugeschäft in der Lockdown-Phase denkbar schwach aus, aber Credit Acceptance kann enorm hohe Kreditausfälle aushalten und profitiert darum langfristig, wenn sich andere Gläubiger zurückziehen müssen. Wie vorhin bereits gesagt: Es lohnt sich also, die richtigen Werte zu haben und langfristig dabeizubleiben.

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

Interview: Christoph Karl

Anzeige

BULLIONART
S i l b e r k u n s t



>> Maximilian Verhas | "Small Ring of Kerry"
Silbervollguss (999) | 10 kg | Durchmesser 20 cm | 25 Expl.

BullionArt | Silberkunst | Frauke Deutsch

Telefon 089 33 55 01 | silber@bullion-art.de | www.bullion-art.de

Leserbriefe

Über Steine der Weisen und Halbwertzeiten



? Stein der Weisen?

Ich lese seit Jahren den Smart Investor und informiere mich weiterhin in der (alternativen) Presse zum Thema Geldanlage. Doch ich suche immer noch den Stein der Weisen. Wie sieht in der aktuellen Zeit eine Geldanlage – möglichst risikolos mit einer begrenzten Rendite – aus?

Meine aktuelle Geldanlage ist grob wie folgt strukturiert: Edelmetalle 48%, Aktien 32%, Fremdwährungen (SNG, NOK, CHF in UK und CH) 12%, Cash 8%.

Mein Schwachpunkt scheint mir der hohe Anteil an Edelmetallen sowie an Währungen zu sein. Ich bin im Übrigen ein Anhänger von Dr. Markus Krall und seinem Szenario einer Deflation mit anschließender Inflation sowie einer Währungsreform, und dies alles innerhalb kurzer Zeit. Wie lege ich in diesem Krall-Szenario richtig an? Ich bin 55 Jahre alt und möchte einen großen Teil für meine Rente „retten“.

Oliver Zerber

SI Niemand kennt die Zukunft genau – weder wir noch der auch von uns geschätzte Dr. Krall. Zudem muss eine Vermögensanlage immer auch auf die ganz konkrete persönliche Situation zugeschnitten sein. Insofern kann es den „Stein der Weisen“ hier auch nicht geben. Es bleibt uns nur, mit Wahrscheinlichkeiten für mögliche Szenarien zu rechnen. Dabei gehen wir mit Dr. Krall und dem von ihm beschriebenen Szenario weitgehend konform; wir sehen also auch einen Zerfall des Euro. Edelmetalle, am besten physisch und anonym gelagert, erscheinen uns dabei der wichtigste Tipp. Insofern sehen wir in Ihrem hohen Anteil an Edelmetallen und Fremdwährungen nicht einen Schwach-, sondern einen Pluspunkt.

Bei den meisten anderen Anlageformen kommt es auf die Entscheidungen des Staates bzw. der Finanzbehörden an, und hierbei sollte man für die Zukunft eher mit dem Schlimmsten rechnen. Die Gesetzesvorlagen bzw. -beschlüsse sowie Äußerungen von vielen Politikern bzgl. weiterer Maßnahmen lassen kaum ein anderes Fazit zu – lesen Sie hierzu bitte in Ausgabe 3/2020 auf S. 20 „Die Taten der Kleptokraten“, in 4/2020 auf S. 20 „Neues aus Absurdistan“ oder die Titelgeschichte zur kommenden Vermögensabgabe in 5/2020.

Ganz allgemein: Wir dürfen als Verlag keine Einzelberatung vornehmen. Aber so viel lässt sich sagen: Mit Ihrer Depotstruktur dürften Sie weitaus besser auf die kommenden Zeiten vorbereitet sein als ein Großteil der Anleger, die meist einseitig in Sparbücher, Lebensversicherungen oder Immobilien investieren. In unseren Kapitalschutzartikeln in den Novemberheften haben wir unsere allgemeinen Ratschläge bereits dargestellt, welche über das Online-Heftarchiv auch nachgelesen werden können.

? Entkopplung von Wohlstand und Börse

Sehe ich das richtig, dass es inzwischen keinen Zusammenhang (mehr) gibt zwischen steigenden Börsen und der Entwicklung des Wohlstands in der breiten Bevölkerung? Ich meine, dass das früher (vor der Jahrtausendwende) noch anders war. Gibt es heute Entlassungen, die Börse jubelt. Niedrige oder Negativzinsen, die Börse jubelt – aber nicht der durchschnittliche Bürger. Ich halte diese Entwicklungen für mehr als bedenklich, und es stellt sich mir die Frage, was die steigenden Börsen überhaupt signalisieren sollen.

Günter Zinneker

SI Da sprechen Sie schon einen sehr wichtigen Punkt an: Aufgrund der überbordenden Bürokratie und Regulierung einerseits sowie Minuszinsen und der sperrangelweit geöffneten Geldschleusen der Zentralbanken andererseits kann man heutzutage in keiner Weise mehr von freien und damit sich selbst regulierenden Märkten sprechen. Es werden völlig falsche Signale und auch Anreize für die Marktteilnehmer gesetzt. Dadurch kommen die von Ihnen genannten und noch viele weitere Fehlentwicklungen in der Wirtschaft und an den Börsen zustande. Die Marktteilnehmer wissen nicht mehr, woran sie sich orientieren sollen.

Ausgelöst durch den Corona-Schock, im Zuge dessen die Regulierung und das Geld drucken noch absurdere Züge angenommen haben, dürfte das Finanzsystem nun in seine letzte Phase eingetreten sein: erst Deflations-, dann Inflationschock. Die Folge dürfte eine Katastrophenhausse an den Börsen sein, was wir ja im Heft 6/2020 beschrieben haben. Dies dürfte zum Schluss hin eine völlige Entkopplung von Wirtschaft und Börse nach sich ziehen, z.B. in Form einer rekordhohen Arbeitslosigkeit bei gleichzeitigen Allzeithochs an den Börsen. Das Ganze wird in eine gigantische Umverteilung münden:



Smart Investor 6/2020

GBC Director's Dealings Value Strategy / UBS1GB



also eine Enteignung der Bürger zugunsten des überschuldeten Staates und einiger weniger Finanzeliten. Insofern geben wir Ihnen recht: Das alles ist mehr als bedenklich.

? Deutlich höhere Halbwertzeit

Ich bin kürzlich anlässlich des Börsentags in Frankfurt auf das von Ihnen herausgegebene Magazin Smart Investor aufmerksam geworden. Ich hatte ein dort ausliegendes Ansichtsexemplar mitgenommen. Ich war von den Inhalten der Beiträge und deren Einordnung in das System der Weltpolitik und -wirtschaft sowie der perspektivischen Ausrichtung der Inhalte so begeistert, dass ich umgehend ein Abonnement abschloss. Die Aussagen und Botschaften der Beiträge haben anders als solche in sonstigen Magazinen aus meiner Sicht eine deutlich höhere Halbwertzeit, die über das Tages-, Wochen- oder Monatsgeschehen hinausgeht; sie haben einen echten Mehrwert.

Auf frühere Ausgaben des Magazins bezogen stellt sich für mich die Frage, ob es ein elektronisches Archiv gibt, auf das aktuelle Abonnenten Zugriff haben. Gerne möchte ich beispielsweise die Ausgabe 4/2009 mit dem Titel Crack-up-Boom einsehen oder andere Ausgaben, welche sich im Schwerpunkt mit der Österreichischen Schule, mit Freiheit und Eigentum, mit Anreiz und den Botschaften von Hayek und von Mises befassen oder auch mit der Standortattraktivität anderer Länder für Investoren.

Michael Schröder

SI Schön, dass Ihnen der Smart Investor gefällt. Auch unserer eigenen Ansicht nach ist das Magazin in seiner Ausrichtung einzigartig. Der Mix an Themen, die Orientierung an der Österreichischen Schule und unsere ungeschönten Analysen zu Politik und Geldsystem verträgt aber auch nicht jeder Leser. Und auch wenn wir u.a. von Anzeigen leben, so können Sie versichert sein, dass wir uns dadurch in unserer Ausrichtung nicht verbiegen

lassen. Mit der witzig ausgedrückten „deutlich höheren Halbwertzeit“ treffen Sie unser Erachtens damit den Nagel auf den Kopf: In der Tat versuchen wir, Themen wie z.B. die Vermögensabgabe in Ausgabe 5/2020 einigermaßen erschöpfend so darzustellen, dass diese Geschichte über Monate hinweg noch gut lesbar und mehrwertig ist.

Aus diesem Grunde gibt es ein Online-Heftarchiv, in welchem Sie alle früheren Ausgaben nachlesen können. Das Passwort sollten Sie als Abonnent bereits haben – andernfalls können Sie es jederzeit unter abo@smartinvestor.de wieder anfordern.

Über den Umgang mit diesem mächtigen Archiv finden Sie einen einführenden Artikel in Ausgabe 3/2020 auf S. 62/63.

? Rechte vor und nach der Krise

„Die Grundrechte gelten, aber sie gelten anders als vor der Krise.“ Dieses Zitat stammt ausweislich der Meldung in der SÜDWEST PRESSE vom 25. Mai 2020 nicht von Roland Freisler, nicht von Walter Ulbricht und auch nicht von Erich Honecker, sondern vom Stephan Harbarth – seit 15. Mai 2020 ist er der Präsident des Bundesverfassungsgerichts. Ich habe Angst um Deutschlands und um meine Zukunft.

Birte Schindler

SI Die Geschichte zeigt, dass der Weg zu einem totalitären Staat meist über eine Uminterpretation der Grundrechte stattfindet. Mehr muss man hier nicht mehr sagen. ■

Die Redaktion behält sich vor, Leserbriefe zu kürzen. Je kürzer ein Leserbrief (bitte mit Namen und Ort), desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass er an dieser Stelle abgedruckt und beantwortet wird. Leserbriefe bitte an info@smartinvestor.de oder an die im Impressum angegebene Postadresse senden.

Investieren wie die Insider

Wenn Vorstände und Aufsichtsräte Aktien von ihrem Unternehmen kaufen, sollten Anleger dies auch tun. Es lohnt sich. Keiner kennt ein Unternehmen so gut wie die Insider.

Seit mehr als 10 Jahren analysiert das Augsburger Research und Investmenthaus GBC AG die Insidertransaktionen aller Unternehmen mit Sitz im deutschsprachigen Raum und Börsennotierung in Deutschland. Mit Erfolg: u.a. Sieger im Focus Money Musterdepotcontest 2015/2016 mit deutlicher Outperformance. Und auch der im September 2016 aufgelegte GBC-Insider-Focus-Index entwickelt sich deutlich besser als Dax & Co.

Anleger können von dem Investmentansatz seit Juli 2017 profitieren. Seitdem notiert das UBS AG GBC Directors' Dealings Value Zertifikat mit der Wertpapierkennnummer UBS1GB an den Börsen in Frankfurt und Stuttgart und kann dort erworben werden.

Informationen unter
www.insider-zertifikat.com

RECHTLICHE HINWEISE:

Diese Information ist keine Finanzanalyse, sondern stellt Produktwerbung dar. Um ausführliche Informationen, insbesondere zur Struktur und zu den mit einer Investition in derivative Finanzinstrumente verbundenen Risiken, zu erhalten, sollten potentielle Anleger den Basisprospekt lesen, der nebst den ergültigen Angebotsbedingungen und etwaigen Nachträgen zu dem Basisprospekt auf der Internetseite des Emittenten UBS AG, <http://keyinvest-de.ubs.com/produkt/detail/index/isin/CH0358664750> veröffentlicht ist.

Buchbesprechung

„Spygate“

Man mag sich fragen, was das größere Wunder darstellt – dass Donald Trump überhaupt 45. Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika werden konnte oder dass er es noch immer ist. Seitdem Trump als Präsidentschaftskandidat der Republikaner feststand, verging kaum eine Woche, in der medial nicht scharf gegen ihn gefeuert wurde. Einige Schlagworte wie „Stormy Daniels“, Crossfire Hurricane, Steel-Dossier, Mueller-Report oder Impeachment verdeutlichen, dass auch mit seinem Amtsantritt im Januar 2017 keine Ruhe einkehrte. Autor Helmut Roewer fällt das bemerkenswerte Verdienst zu, Struktur, Ordnung und Chronologie in den schier unübersehbaren Daten- und Personenwust gebracht zu haben. Wie verhielt sich der ehemalige FBI-Direktor James Comey, was gibt es zur „Rollbahnaffäre“ von Ex-Justizministerin Loretta Lynch anzumerken und welche Rollen spielen Huma Abedin, Hillary Clinton, Christopher Steele, das Ehepaar Ohr oder Senator John McCain?

Interessanterweise schlägt sich der Autor dabei nicht auf die Seite von Donald Trump. Und er kommt auch ohne Vokabeln wie Verschwörung, Deep State oder militärisch-industrieller Komplex aus – vielmehr handelt es sich um eine mit Quellen belegte Skizzierung inner-amerikanischer Vorgänge, die im Bereich der Politik, Justiz und Geheimdienste stattgefunden haben. Im Grunde genommen geht es sogar sehr wenig um Trump, der vielmehr zu Reaktionen genötigt ist und „nebenbei“ ja auch noch seine staatspolitischen Führungsaufgaben zu wahren hat.

Fazit

Kein US-Präsident zuvor hatte jemals mit solch starken Widerständen innerhalb der eigenen Administration zu kämpfen – wenig verwunderlich, dass die Personalrohaden in Trumps Umfeld ihresgleichen suchen. Ob man dies als Zeichen charakterlicher Schwäche des Präsidenten oder mangelnder Loyalität seiner Mitarbeiter interpretiert, sollte man am Ende des Buches entscheiden.

Bastian Behle



„Spygate: Der Putsch des Establishments gegen Donald Trump“
von Helmut Roewer;
Kopp Verlag; 176 Seiten;
19,99 EUR

Anzeige



Ihr dauerhaftes und sicheres Einkommen



Mit dem Rendite-Brief profitieren Sie von zahlreichen Vorteilen. Wöchentlich erhalten Sie eine Trade-Vorankündigung inklusive aktueller Depot-Performance, sodass Ihnen jede Woche die aktuellsten Gewinn-Trades zur Verfügung stehen. Eric Ludwig zeigt Ihnen, wie Sie mit der Logik von Optionen und einem ausgeklügelten Sicherheitssystem Ihr Depot schützen und von permanenten Geldeinnahmen profitieren, selbst in den schwersten Börsenzeiten.

Aboinhalte auf einen Blick:

- Wochenreport
- wöchentliche Trade-Alerts
- exklusives Buch zur vorgestellten Strategie
- Sonderausgaben
- Videos mit wertvollen Inhalten

Der neue Börsenbrief – jetzt bestellen unter [www.der-renditebrief.de!](http://www.der-renditebrief.de)

Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
Agnico Eagle	860325	54	Komatsu (IK)	854658	19
Anthem	A12FMV	54	Kurita Water Industries (IK)	851119	19
Argonaut Gold	A1C70D	54	Makita Corp	856907	19
BB Biotech	AONFN3	54	MBB	A0ETBQ	7
Berkshire Hathaway (IK)	A0YJQ2	10, 54	Micron Technology	869020	54
Bolloré	875558	54	MutuiOnline	A0MUDJ	52
Cameco	882017	49	Nidec Corp	878403	19
Cegedim (IK)	895036	52	PayPal Holdings	A14R7U	14
Chugai Pharmaceutical	857216	18	Rakuten	927128	18
CropEnergies	A0LAUP	54	Rational	701080	54
CyberAgent	936388	19	Rocket Internet	A12UKK	6
Daiichikosho	897103	19	Salesforce	A0B87V	54
Daikin Industries	857771	18	Shimano (IK)	865682	19, 54
Datagroup	A0JC8S	54	Shin-Etsu Chemical	859118	17
DEFAMA	A13SUL	54	Silver Lake Resources (IK)	A0M5WY	54
Denison Mines	A0LFYS	49	Silvercorp (IK)	A0EAS0	54
Deutsche EuroShop	748020	56	Skyharbour Resources	A2AJ7J	49
Energy Fuels (IK)	A1W757	49	SMC Corp	874794	17
EVN	878279	52	STADA	725180	54
Fiat Chrysler	A12CBU	54	Toyota	853510	19
Fission Uranium	A1T87E	50	Uranium Energy	A0JDRR	49
Gazprom (IK)	903276	54	Uranium Royalty	A2PVOZ	49
GMO Internet	925295	19	Ur-Energy	A0HMFU	49
GoviEx Uranium	A12BL3	49	Veeva Systems	A1W5SA	56
Grenke	A161N3	8	Verbund	877738	54
Hoya Corp	856625	18	Wheaton Precious Metals	A2DRBP	54
IsoEnergy	A2DMA2	49	wix.com (IK)	A1W7AU	12
IVU (IK)	744850	8	Xero	A1H4J8	13
Kazatomprom	A2N9D5	49, 51	Z Holdings Corp. (IK)	916008	18

Themenvorschau bis Smart Investor 10/2020

Infrastruktur: Investieren in einen Megatrend

Immobilien: Gefahr am Horizont?

Euro: Ist Corona sein Todesurteil?

Kostolany: Gedanken zum 21. Todestag

Wasser: Lebensnotwendiger Rohstoff

Nachhaltigkeit: Was taugen die Ratings?

Analystenempfehlungen: Was taugen sie?

Wasserstoffaktien: Wie lange hält der Hype?

Goldbulle: Wie man ihn am besten reitet

Growth-Aktien: Sind die besten Zeiten vorbei?

Lebensart & Kapital – International: Ungarn

Spirituosen: Alkohol geht immer

Neues aus der Meyerei: Die SI-Talkrunde

Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden

Smart Investor

18. Jahrgang 2020, Nr. 7 (Juli)

Verlag:

Smart Investor Media GmbH
Hofmannstr. 7a, 81379 München
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38
E-Mail: info@smartinvestor.de
Internet: www.smartinvestor.de

Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),
Christian Bayer, Ralph Malisch,
Marc Moschettini

Redaktionsanschrift:

s. Verlag, Fax: +49 (0) 89-2000 339-38,
E-Mail: redaktion@smartinvestor.de

Freie Mitarbeiter:

Holger Aderhold, Dr. Martin Ahlers, Bastian Behle,
Jürgen Büttner, Benjamin Eder, Markus Frohmader,
Dr. Marko Gränitz, Fabian Grummel, Mathias von
Hofen, Christoph Karl, Rainer Kromarek, Stefan
Preuß, Tim Rödel, Marcus Wessel

Gastautoren:

Michael Bohn, Dr. Christoph Bruns, Manfred Hübner,
Dr. Werner Koch, Werner Krieger, Uwe Lang, Natalie
Vein, David Waschnig

Interviewpartner:

Prof. Dr. Stefan Homburg, Matthias Riechert

Gestaltung:

Holger Aderhold
Rudolf Schuppler (Cartoons)
Titelbild: © Rudolf Schuppler

Bilder:

panthermedia.net
bzw. jeweiliger Bildnachweis

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3
vom 1. Dezember 2007; Ansprechpartner:
Ralf Flierl; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-84

Erscheinungstermine 2020:

21.12.2019 (1/2020), 25.1.2020 (2/2020), 29.2.2020
(3/2020), 28.3.2020 (4/2020), 25.4.2020 (5/2020),
30.5.2020 (6/2020), 27.6.2020 (7/2020), 25.7.2020
(8/2020), 29.8.2020 (9/2020), 26.9.2020 (10/2020),
24.10.2020 (11/2020), 21.11.2020 (12/2020),
19.12.2020 (1/2021)

Redaktionsschluss:

19.6.2020

Preise:

Einzelpreis 6,40 EUR, Jahresabo: 64 EUR in Deutsch-
land, 84 EUR im Rest der Welt (Zustellung im Ausland
jeweils per Luftpost). Alle Preise inkl. Versandkosten
und 7% MwSt.

Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH
Hofmannstr. 7a, 81379 München
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38
E-Mail: abo@smartinvestor.de

Charts:

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

Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Haftung und Hinweise:

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

Börsenpflichtblatt:

Smart Investor ist Börsenpflichtblatt
der Börsen Düsseldorf und München.

Datenschutz:

Der Schutz Ihrer Daten ist uns wichtig. Es gilt die
Datenschutzerklärung der Smart Investor Media
GmbH, ebenfalls abrufbar auf unserer Website
www.smartinvestor.de/datenschutz.

Nachdruck:

© 2020 Smart Investor Media GmbH, München.
Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in
fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche
Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist
es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus
auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikro-
kopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen
auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken,
Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479

Interessenkonflikte:

Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbei-
ter, die an der Erstellung einer Aktienempfehlung
beteiligt sind, haben sich verpflichtet, etwaige Inte-
ressenkonflikte offenzulegen. Alle mit der Erstellung
von Aktienanalysen und -empfehlungen betrauten
Parteien haben sich verpflichtet, jeweils fünf Börsen-
tage vor und fünf Börsentage nach dem Erscheinen
dieser Publikation keine Transaktionen in der betref-
fenden Aktie durchzuführen. Eine Gattstellung einer
bisherigen Position ist nur in dem Ausnahmefall
gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums von
zehn Börsentagen sehr gravierende negative Ent-
wicklungen im Aktienkurs, im Unternehmen oder im
Gesamtmarkt ergeben, die in der zur Empfehlung
führenden Analyse nicht berücksichtigt werden konn-
ten. In dem Fall, dass zum Zeitpunkt der Veröffent-
lichung des Smart Investor in einer zum Kauf oder
Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-Posi-
tionen gehalten werden, wird dies im entsprechenden
redaktionellen Artikel kenntlich gemacht. Auszuwei-
sende Interessenkonflikte können nur bei Analysen
zu Wertpapieren wie z.B. Aktien oder Anleihen auf-
treten, jedoch nicht bei Analysen zu Märkten wie
z.B. DAX, Gold oder EUR/USD.

Zu guter Letzt

... und es ist erst Halbzeit

Von Fabian Grummes, seit Monaten wegen Corona in Hongkong gestrandet¹



Was für ein Jahr! Wer Anfang Januar dachte, dass der Ärger mit der Einführung der Bäckpflicht für Bäckereien eigentlich ausreichen würde, den belehrte 2020 eines Besseren. Zu ihrem Neujahrsfest entdeckten die Chinesen ein angeblich einer Fledermaussuppe entflochtenes Killervirus und sperrten ihren Laden darob erst einmal komplett zu. Weil die Europäer ihrerseits nicht vom Mantra der offenen Grenzen lassen wollten, schaute das Virus alsbald auch bei ihnen vorbei – und von dort ging's in alle Welt. Nachdem man lange genug gewartet hatte, griffen die Herrschenden in Ost und West die Gelegenheit dann beim Schopf: Freiheitliche Grundrechte wurden überall eingeschränkt, wenn nicht sogar komplett aufgehoben und en passant die Realwirtschaft in den Orkus geschickt.

Wie hoch die Überlebensrate von kleinen und mittelständischen Unternehmen ebenso wie von Selbstständigen ist, wird sich erst gegen Jahresende einigermaßen abschätzen lassen. Aber bereits heute kann man sagen: Je mehr Menschen in einem EUR-Land verstarben, desto höher sind die TARGET2-Schulden des betreffenden Staats. Korrelation ist freilich keine Kausalität, und Solidarität bleibt in jedem Fall alternativlos, weshalb Röschen von der Leyen das Füllhorn auszuschütten gedenkt. In den USA wiederum starb es sich im demokratisch regierten New York besonders schnell und leicht, weshalb Donald Trump für das Desaster verantwortlich gemacht wurde. Angesichts der Meldungen, dass man sowohl in New York als auch in Mittelspanien und

Norditalien „leichte“ COVID-Fälle in Altersheime einquartierte, kommen freilich nur böse Menschen auf böse Gedanken.

Dann wurde das Killervirus binnen weniger Stunden völlig irrelevant, denn ein krimineller Gewaltverbrecher und Junkie war durch eine Kombination aus Fentanyl im Blut, 75%iger Atherosklerose und Polizeigewalt dahingeshied. Folgerichtig demonstrierten friedliche Aktivisten, indem sie weltweit Luxusshops plünderten. Die Staatsmacht, die zuvor noch Proteste gegen Corona-Maßnahmen mit der zu Gebote stehenden Härte niedergeschlagen hatte, schaute zu bzw. kniete nieder. Statuen von Bösewichten der Weltgeschichte, darunter Ghandi und Jefferson, werden nun enthauptet. In Seattle errichteten die roteingefärbten Bilderstürmer sogar eine „Freiheitszone“. Dieser gingen nach zwei Tagen die Lebensmittel aus, ein rappender Warlord riss die Macht an sich und schwerbewaffnete Gestalten verteidigten deren Grenzen gegen illegale Ein- und Auswanderung ... Einmal mehr wurde die Chance zur richtigen Umsetzung des Sozialismus verpasst.

Wenn das so weitergeht, landen spätestens im September Außerirdische auf dem Piccadilly Circus und im Oktober tut sich dann der Kyffhäuser auf. Angesichts des Zustandes des heilig'n römischen Reichs ist allerdings nicht auszuschließen, dass sich der heraustretende Barbarossa lobesam sofort wieder in seinen Berg zurückflüchtet.

Die Börsen wiederum blieben vom Wahnsinn in der realen Welt weitestgehend unberührt bzw. leben ihren eigenen Wahnsinn aus: Die Nasdaq markierte gerade mal wieder ein Allzeithoch und Apple ist – trotz geplünderter Stores – mehr wert als alle DAX-Titel zusammen. Die Rettungsbillionen kommen eben in erster Linie den börsennotierten Großkonzernen zugute. Und so bleibt dann, allen Revoluzzern zum Trotz, doch Konstanz: Die ständigen, mit dem Deflationsdruck der Realwirtschaft begründeten Staatsinterventionen treiben auch in diesem Jahr die Inflation der Vermögenswerte. ■



¹ Unternehmerische Verpflichtungen machten für Fabian Grummes einen regelmäßigen Besuch in Hongkong notwendig. Seit Februar besteht bei Einreise dies- und jenseits der Grenze eine 14-tägige Quarantänepflicht, und seit Ende März ist die Grenze nach China für Ausländer wie Grummes geschlossen.

Das One-World-Establishment im Kampf gegen Donald Trump

■ Wie kein anderer Präsident in der Geschichte der USA wurde und wird Donald Trump vom Establishment und den Massenmedien bekämpft. Dabei ist ihnen jedes Mittel recht: illegale Maßnahmen, Verleumdungen, Lügen, haltlose Anschuldigungen, Beleidigungen und persönliche Angriffe. Der »Putsch« gegen Trump nimmt immer obskure Züge an.

Lesen Sie hier, was die deutschen Massenmedien Ihnen verschweigen!

Erfolgsautor Helmut Roewer, ein profunder Kenner der politischen Situation in den USA, beleuchtet die Angriffe und Putschversuche im Detail. Minutiös analysiert er amtliche Quellen, FBI-Akten und Insiderberichte. Was er ans Tageslicht bringt, widerspricht fundamental dem, was uns von den Massenmedien hierzulande über Donald Trump tagtäglich aufgetischt wird. Erfahren Sie:

- Was sich tatsächlich hinter der berühmten »Clinton Foundation« verbirgt.
- Weshalb Trump gar nichts anderes übrig blieb, als viele seiner Berater und Minister zu entlassen.
- Wie Barack Obama sein Amt missbrauchte, um Trump zu verhindern.
- Wie das Geschäft der »Dreckbeschaffung« gegen Trump genau vor sich geht.
- Wie höchste Stellen die Verstrickungsgeschichte Trumps mit Russland einfädelten.
- Welches die wahren Hintergründe des Scheiterns des Impeachment-Verfahrens sind.
- Wie die Demokraten mithilfe von George Soros Trump doch noch zu Fall bringen wollen.
- Warum gerade wir Deutschen uns künftig warm anziehen müssen.

Der Autor geht aber auch noch weiteren brisanten Fragen nach, die in deutschen Medien ebenfalls keine Beachtung finden:

- Warum verhinderte die US-Regierung die Aufklärung der E-Mail-Affäre von Hillary Clinton, und was hat George Soros damit zu tun?
- Was hatten die Clinton-E-Mails ausgerechnet auf dem Laptop des Sexophilen Anthony Weiner zu suchen?
- Weshalb log Präsident Barack Obama der Presse förmlich ins Gesicht?
- Warum fädelten FBI-Agenten mit einem russischen Oligarchen einen »Deal« ein, um Trump zu schaden?

Helmut Roewer entlarvt in bisher nie gekannter Deutlichkeit die unglaubliche Verteufelung des US-Präsidenten und die mediale Heiligsprechung der Demokratischen Partei. Nach der Lektüre dieses Buches werden Sie Donald Trump und dessen Widersacher mit ganz anderen Augen sehen.



Helmut Roewer: Spygate
gebunden • 176 Seiten • zahlreiche Abbildungen
Best.-Nr. 979 400 • 19.99 €

»Wir werden verhindern, dass Trump Präsident wird.«

Peter Strzok, ehemaliger Chef der Spionageabwehr beim FBI

KOPP VERLAG

Telefon (0 74 72) 98 06 10 • Telefax (0 74 72) 98 06 11 • info@kopp-verlag.de • www.kopp-verlag.de
Jetzt bestellen! Versandkostenfreie Lieferung innerhalb Europas

The background is a textured blue surface. Two hands, rendered in a light brown color with visible brushstrokes, are pointing towards the text. One hand is in the top right corner, pointing down and left. The other is in the bottom left corner, pointing up and right.

ZWEI SÄTZE, DIE SIE NIEMALS
VON UNS HÖREN WERDEN:
„WIR HABEN DA EIN INTERESSANTES
PRODUKT FÜR SIE!“ UND
„IHR BERATER HAT GEWECHSELT“.

Wir verstehen uns nicht nur als unabhängige Vermögensverwaltung, sondern leben dieses Prinzip. Intransparente Produkte lehnen wir strikt ab. Vertrauensvolle Mitarbeiter der VM Vermögens-Management GmbH finden Sie seit 1986 an Standorten wie Düsseldorf, Dortmund, München und Stuttgart. www.vmgruppe.de

Ein Unternehmen der August von Finck Gruppe