

# Smart Investor

www.smartinvestor.de



## Die Zwei

### Impressionen aus Omaha



**Clean Energy:**  
Über Wind, E-Mobile,  
Solar und YieldCos

**Beteiligungsfirmen:**  
Deutsche Holdings  
auf dem Prüfstand

**Marktausblick:**  
Droht der Börse ein  
Horror-Sommer?

# GOLD, DIE STÄRKSTE WÄHRUNG SEIT 2001. VOR CHRISTUS.

Physisches Edelmetall hat seinen Wert über Jahrtausende und durch alle Finanzkrisen beibehalten. Damit ist es ein grundsolides Investment für Menschen mit einem langen Anlagehorizont. In unseren Niederlassungen beraten wir Sie ganz persönlich und haben Anlage-Edelmetalle in vielfältiger Form für Sie vorrätig – zum Beispiel unsere Degussa Combi Goldbarren, die aus 20 oder 50 einzeln gestalteten 1 Gramm Goldbarren bestehen. Gerne können Sie Ihre Wertanlagen auch in Ihrem Schließfach bei uns lagern. Informationen und Online-Shop unter:

**DEGUSSA-GOLDHANDEL.DE**



## Seien Sie wachsam!

Am 14. Mai versammelten sich an der Frankfurter Hauptwache rund 500 Menschen, um gegen ein drohendes Bargeldverbot zu demonstrieren.

Ja, ja. Mir ist schon klar, was viele Leser dagegen einwenden werden. Erstens: Wer nichts zu verbergen hat, der kann auch gegen das Bargeldverbot nichts haben.

Zweitens: Plastikgeld ist doch viel handlicher und vorteilhafter als Bargeld. Die Schlagworte, die gegen das Bargeld vorgebracht werden, kennen Sie ja zur Genüge: Schwarzgeld, Terrorfinanzierung, Bakterien-Schleuder usw.

Nicht, dass Sie mich missverstehen: Ich habe nichts gegen elektronischen Zahlungsverkehr oder Kreditkarten. Solange die Bürger die Wahlfreiheit haben zu zahlen, womit sie wollen, ist alles in Ordnung. Aber wehe, wenn wir diese Wahl nicht mehr haben. Dann ist auch unsere Freiheit dahin. In Zeiten von NSA-Schnüffeleien und an nähernder Totalüberwachung sind wir ohne Bargeld der Machtelite ausgeliefert. Wer es sich dann mit ihr verscherzt, könnte mit einem Knopfdruck vom Zahlungsverkehr abgeschaltet werden. Und dann?

Auf der Frankfurter Demo beeindruckte mich vor allem Prof. Max Otte – unser Interviewpartner im Heft 5/2016. Er sang auf der Bühne das Lied „Sei wachsam!“ des großartigen Liedermachers Reinhard Mey. Vor allem diese Lied-Passage hat es mir angetan:

„Paß auf, dass du deine Freiheit nutzt.  
Die Freiheit nutzt sich ab, wenn du sie nicht nutzt!“

Unsere Gesellschaft ist tatsächlich auf dem besten Wege, die Freiheit zu verlieren. Nicht nur in Anbetracht eines drohenden Bargeldverbotes, aber eben auch deswegen. Natürlich führen auch die katastrophalen politischen Entscheidungen in Sachen EU-, Euro- und Migrationspolitik zu einer immer stärkeren „Einschnürung“ der Gesellschaft. Auch hier verlieren wir Stück für Stück unsere Freiheit.



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Themenschwenk:

Nun schon im elften Jahr bringen wir einen umfassenden Report zu den börsennotierten Beteiligungsgesellschaften in Deutschland. Ab S. 6 finden Sie die wichtigsten Entwicklungen aus diesem Bereich samt einer großen Tabelle mit den relevanten Kennzahlen zu allen Firmen.

Mein Kollege Christoph Karl reiste Ende April/Anfang Mai in die USA, genauer gesagt nach Omaha. Dort wohnte er der Hauptversammlung der Berkshire Hathaway bei, der Gesellschaft des legendären Investors Warren Buffett. Was es dabei alles zu erleben gab und welche Aussagen die HV-Teilnehmer dem Orakel von Omaha entlocken konnten, das erfahren Sie in unserer Titelgeschichte ab S. 14.

Schließlich möchte ich Sie auf das Special „Clean Energy 2016“ auf den Seiten 35 bis 50 hinweisen, welches in Kooperation mit dem Öko-Invest-Verlag aus Wien entstand. Dieser 16-seitige Report, der als Heft im Heft gestaltet ist, bietet Ihnen einen umfassenden Überblick über die wichtigsten Clean-Energy-Sektoren. Herzlichen Dank an dieser Stelle an Max Deml von Öko-Invest für die gute Zusammenarbeit!

Nun bleibt mir noch, Ihnen viel Freude beim Lesen und viele neue Erkenntnisse zu wünschen. Und vergessen Sie Reinhard Meys eindringliche Worte nicht: Seien Sie wachsam!

Herzlichst

## 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. Ergänzt werden die Fonds durch Anlagen in den Sektoren Platin, Palladium, Basismetalle und Energie.

### Unsere erfolgreichen Stabilitas-Fonds

Das Basisinvestment:

**Stabilitas Gold+Ressourcen**

(WKN A0F6BP)

Das Potential von Silber nutzen:

**Stabilitas Silber+Weissmetalle**

(WKN A0KFA1)



Goldminen in Australien:

**Stabilitas Pacific Gold+Metals**

(WKN A0ML6U)



Von Spezialsituationen profitieren:

**Stabilitas G+R Special Situations**

(WKN A0MV8V)

[www.stabilitas-fonds.de](http://www.stabilitas-fonds.de)

Stabilitas GmbH  
Wittenbrede 1  
32107 Bad Salzuffen

Tel.: +49.5222-795314  
Fax: +49.5222-795316  
info@stabilitas-fonds.de

Diese Anzeige dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleinnige Grundlage für den Anteilserwerb sind der aktuelle Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglements sowie der aktuelle Halbjahres- und Jahresbericht. Die genannten Dokumente sowie die wesentlichen Anlegerinformationen erhalten sie kostenlos in deutscher Sprache sowohl bei der IPConcept Fund Management S.A. (www.ipconcept.com), als auch bei der Stabilitas GmbH (www.stabilitas-fonds.de) sowie bei den Zahl- und Informationsstellen. Für die Bundesrepublik Deutschland ist dies die DZ Bank AG, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main. Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Hinweise auf die vergangene Wertentwicklung sind kein Indikator für künftige Ergebnisse und garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft. Eine Garantie für die Richtigkeit aller Angaben kann nicht übernommen werden. Änderungen vorbehalten.

## Märkte

- 6 Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften: Viele Chancen unter einem Dach
- 14 Titelstory / Omaha-Impressionen Die Zwei

## Hintergrund

- 19 Phänomene des Marktes Normalverteilte Finanzmarktdaten?; Gastbeitrag von René Kempen, Stanislaus Maier-Paape und Andreas Platen
- 22 Politik & Gesellschaft „Großer Hammer der Moral“
- 24 Österreichische Schule Wider die gesellschaftliche Fehlentwicklung
- 26 Lebensart & Kapital – International Billig ist nicht immer günstig

## Fonds

- 28 **Inside** Gutes Gewissen, gute Rendite?
- 30 **Analyse** Earth Gold Fund UI; Gastbeitrag von Volker Schilling, Greiff capital management AG
- 31 **Kolumne** Der alternative Weg zur Aktie; Gastbeitrag von Ufuk Boydak, LOYS AG
- 32 **Interview** „Das älteste und größte Vorurteil, das ich kenne“; Gespräch mit Thomas Hellener, PRIMA Fonds
- 34 **News, Facts & Figures** Verluste minimiert

## Special „Clean Energy 2016“

- 37 Editorial Max Deml, Öko-Invest
- 38 YieldCos Stetig strömende Stromerträge
- 39 Interview Förderung und Notbremsung; Gespräch mit Thorsten Müller
- 42 Windkraft Weiter im Aufwind
- 44 E-Mobility Elektromobil an der Börse
- 46 Solarenergie Bald aus dem Schatten?
- 48 Alternative Fonds und Anleihen Prüfe, wer sich ewig bindet



6

35

### Beteiligungsunternehmen

Alle Jahre wieder widmet sich Smart Investor in seiner Juni-Ausgabe besonders den deutschen Beteiligungsgesellschaften. Welche Auf- und Absteiger es in diesem Segment in den letzten 12 Monaten zu vermelden gibt und wo spannende Storys bzw. Ungemach zu erwarten sind, erläutern wir ab Seite 6.

### Clean Energy

Ab S. 35 berichten wir zusammen mit dem Öko-Invest-Verlag im 16-Seiten-Special „Clean Energy 2016“ über aktuelle Entwicklungen und Anlagemöglichkeiten im Bereich der Erneuerbaren Energien. Schwerpunkte sind neben Windkraft, Sonnenenergie und E-Mobility auch sogenannte YieldCos und alternative Fonds und Anleihen.

## Die Zwei

14

Ein 85 jähriger Mann und sein 92 jähriger Kompagnon laden zu einer Aktionärsversammlung – und 40.000 Menschen folgen ihrem Ruf. Nicht wegen kostenloser Würstchen, sondern um von zwei der profiliertesten Investoren der Welt lernen zu können. Doch worin liegt sie begründet, die Faszination an Warren Buffett und Charlie Munger, den beiden Superstars des Value Investing? Und lohnt sie sich wirklich, die Reise in den mittleren Westen der USA? Ja, eindeutig, das tut es. Warum, lesen sie in unseren Impressionen vom Berkshire Hathaway-Aktionärstreffen 2016 auf S. 14.



Illustration: © Rudolf Schuppeler



## 62, 68, 72

### Interview

John Hathaway und Doug Groh von Tocqueville geben ab S. 62 interessante Einschätzungen zu den Edelmetallmärkten und benennen vielversprechende Einzeltitel. Wie ein echter Shortseller vom Format eines Carson Block tickt, skizzieren wir ab Seite 76, ehe Dr. Georg Issels, CEO der Scherzer & Co. AG, ab S. 68 den Beteiligungsansatz seiner Firma vorstellt.



## 51

### Börsenausblick

Der Pustebulle (vgl. Titelstory 5/2016) scheint erst einmal eine „Pustepause“ einzulegen. Zwar bleibt die EZB expansiv, aber Brexit-Abstimmung, erneutes Migrationschaos und Terroranschläge können jederzeit verunsichern. Dazu kommen hausgemachte Probleme, wie die geplante Monsanto-Übernahme durch Bayer. Mehr ab S. 51.

### Research – Märkte

- 51 Das große Bild  
Pustepause statt Pustebulle
- 54 Löcher in der Matrix
- 56 Charttechnik  
Seitwärts heißt die Devisen!
- 58 Relative Stärke  
Stürmischer Stillstand
- 59 Sektoranalyse
- 59 Intermarketanalyse
- 60 Demografie & Börse
- 60 Handelssysteme
- 61 sentix Sentiment
- 61 Quantitative Analyse
- 62 Edelmetalle / Interview  
„Nur steigende Preise lösen die Knappheit“; Gespräch mit John Hathaway und Doug Groh, Tocqueville Asset Management

### Research – Aktien

- 64 Aktien im Blickpunkt  
Der Superbowl der Investmentkonferenzen
- 66 Buy or Good Bye  
Chipotle und Pantaleon
- 68 Moneytalk  
„Manche Geschäftsmodelle werden missverstanden“; Dr. Georg Issels, Scherzer & Co. AG
- 70 Turnaround-Aktien  
Ausgebremste Überflieger
- 72 Musterdepot  
Klammheimlich überholt
- 74 Mittelstandsaktien  
Fin & Funky
- 75 Anleihen  
Aus süßen Träumen aufgewacht

### Potpourri

- 76 Interview mit einem Investor  
Carson Block
  - 78 wikifolio  
„Ungeduld ist der natürliche Feind des Traders“; Gespräch mit Lars Erichsen
  - 79 Leserbrief  
Voll des Lobes...
  - 80 Buchbesprechung  
„Lobbykratie“
  - 82 Zu guter Letzt  
„Für England, James!“
- 
- 81 Unternehmensindex / Impressum  
und Vorschau bis Smart Investor  
10/2016



Solit

substanzoptimiert, liquide, transparent.

## Edelmetalle sicher lagern



- Direktkauf in Kanada
- Silber- und Platinkauf ohne MwSt.
- Segregierte Einzelverwahrung in Halifax („Allocated Storage“)
- Bankenunabhängig
- Weltweit führender Sicherheitsdienstleister

[www.solit-kapital.de](http://www.solit-kapital.de)



Auszeichnung des SOLIT Angebotes  
GoldSilberShop.de SICHERLAGER

**(0800) 4004 220**  
(kostenlose Servicehotline)



Solit  
Canada

Frieden, Freiheit und  
Sicherheit –  
für Sie und Ihr Kapital!

Investieren Sie jetzt grundsolide in  
Kanada und wählen aus unseren  
attraktiven See-, Atlantik- & Wald-  
grundstücken!

[www.solit-canada.com](http://www.solit-canada.com)



## Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften

# Viele Chancen unter einem Dach

Im Jahresrhythmus befassen wir uns mit der Entwicklung der hierzulande gelisteten Beteiligungsunternehmen. Dabei brachte das letzte Jahr Überraschendes – in vielerlei Hinsicht.



## Die Highflyer

Eine ruhige Hand, Erfahrung und ein klarer Kompass verhalfen der **Shareholder Value Beteiligungen AG (SVB)** auch 2015 zum Erfolg. Das Team um Reiner Sachs und Frank Fischer folgt der Anlageidee des Value-Investing. Das Unternehmen investiert in unterbewertete Mid und Small Caps mit einem mittel- bis langfristigen Zeithorizont. Dank der richtigen Einzeltitel legte der innere Wert des SVB-Portfolios sogar während des turbulenten ersten Quartals 2016 nochmals zu. Konträr zum Gesamtmarkt kletterte der innere Wert von Januar bis Ende März um knapp ein Fünftel auf 77,92 EUR je SVB-Aktie. Kursgewinne bei den Top-Holdings i:FAO, Software AG und Washtec waren hierfür ausschlaggebend. Zuletzt machte der über die Shareholder Value Management vollzogene Einstieg als neuer Ankeraktionär bei der Jenaer Softwareschmiede Intershop Schlagzeilen.

Der Kurszuwachs der **Kremlin**-Aktie von fast 100% sieht eindrucksvoll aus. Tatsächlich ist dieser jedoch das Ergebnis äußerst dünner Börsenumsätze. Seit die Gesellschaft 2013 ihr altes Geschäft mit Anlagen in russischen Aktien aufgegeben hat, investiert man vor allem in Goldtitel sowie in physisches Gold. Bislang liegen uns trotz Anfrage an die Gesellschaft noch keine Ergebnisse für das letzte Geschäftsjahr vor. Besondere Brisanz erhält die Kremlin-Story durch die Person von Alleinvorstand Wolfgang Reich, zu dessen Firmengeflecht auch andere Micro Caps wie die Beteili-

gungen im Baltikum und die Konsortium AG gehören. Nach mehreren Mandatsniederlegungen besaß die Kremlin bis zuletzt keinen beschlussfähigen Aufsichtsrat. Die geplante Hauptversammlung musste abgesagt und ein neues AR-Mitglied gerichtlich bestellt werden.

Erklärungsbedürftig scheint auch der spektakuläre Kursanstieg der **Solvesta**-Aktie von über 2.000%. Eine Performance, die vor allem der Historie als „virtueller Börsenmantel“ geschuldet ist. So notierte die



Gesellschaft vor der Aufnahme der Geschäftstätigkeit vor einem Jahr bei 1,60 EUR. Erst ab September 2015 gab es bei Kursen von knapp 30 EUR erste nennenswerte Umsätze. Seitdem hat die Gesellschaft drei operative Beteiligungen erworben und sich über eine Kapitalerhöhung zu 10 EUR und mehrere Wandelanleihen frisches Kapital von rund 12 Mio. EUR besorgt (mit Wandlungspreisen zwischen 35 und 41 EUR). Alleinstellungsmerkmal der Gesellschaft ist der Fokus auf Übernahmen vom Insolvenzverwalter. Durch eine clevere

rechtliche und wirtschaftliche Ausgestaltung wird dabei das Risiko auf verhältnismäßig kleine Summen beschränkt (sogenanntes Cash at Risk). Durch die ersten drei Transaktionen konnte Solvesta einen Zugewinn von rund 10 Mio. EUR an HGB-Buchwert verbuchen. Rund ein Drittel der aktuellen Marktkapitalisierung sollte daher durch Buchwerte gedeckt sein. Die Nische, in der sich Solvesta bewegt, dürfte auch in den nächsten Monaten ähnliche Transaktionen und damit ein Hineinwachsen in die Bewertung ermöglichen. Allerdings bleibt die Aktie weiterhin sehr illiquide. Durch die Wandelanleihen „droht“ zudem eine zukünftige Verwässerung.

## Echte und scheinbare Verlierer

Wie sehr der Blick auf eine unbereinigte Performance täuschen kann, zeigen die Beispiele **Tokugawa** und **Deutsche Technologie Beteiligungen (DeTeBe)**. Bei Tokugawa sind seit dem vergangenen Frühjahr scheinbar Kursverluste von rund 60% aufgelaufen. Tatsächlich hat die Gesellschaft bereits 2014 ihre Auflösung beschlossen.





Seitdem ist der Vorstand mit einer Abwicklung der Anlagen beschäftigt. Im Februar kam es zu einer ersten Ausschüttung in Höhe von 7 EUR je Tokugawa-Anteil. Somit notiert das Papier de facto auf Vorjahresniveau. Im Fall der DeTeBe folgte auf die letztjährige Dividendenzahlung (0,58 EUR) eine Kapitalherabsetzung, aus der den Aktionären weitere 0,49 EUR je DeTeBe-Anteil zufließen. Das „echte“ Kursminus beträgt folglich deutlich moderatere 15%. Bedeutsam war zudem der Verkauf der gesamten Beteiligung an Plan Optik an einen institutionellen Investor zu einem Preis über dem damaligen Börsenkurs.

Foto: © Björn Wjeseich / www.fondista.com

In schwieriges Fahrwasser geriet derweil die **Greiffenberger-Gruppe**. Als Folge einer schleppenden Konjunktur schloss die Industrieholding das Jahr operativ mit einem Verlust ab. Dieser betraf vor allem die Tochter ABM, bei der darüber hinaus ein substanzieller Abwertungsbedarf festgestellt wurde. Zusammen mit Abschreibungen auf Forderungen in Höhe von rund 28 Mio.



EUR führte das bei der Greiffenberger AG zu einer Verlustanzeige, die ein außerordentliches Aktionärstreffen notwendig machte. Der zunächst nur krankheitsbedingt von Marco von Maltzan vertretene Stefan Greiffenberger legte im April sein

Vorstandsmandat nieder. Von Maltzan leitete schon seit Herbst die Restrukturierung der Gruppe. Er führte auch die Gespräche mit den Kreditgebern, die einer Verlängerung der Finanzierungs- und Stundungsvereinbarungen zustimmten. Aktionäre brauchen vor dem Hintergrund erratischer Kursausschläge wohl noch eine ganze Weile starke Nerven, zumal jüngst bekannt wurde, dass zur Umsetzung der Sanierung weitere 10 Mio. EUR benötigt werden. Diese sollen durch den Einstieg von Investoren bei den einzelnen Töchtern beschafft werden. ▶



**KEPPLER** ASSET MANAGEMENT INC | NEW YORK  
**GSLP** International S.à r.l. Luxembourg  
 Vermögensverwaltersozietät

## ABAKUS World Dividend Fund

WKN A0JDNT | ISIN LU0245042477

Stand: 30. April 2016

	seit Jahresanfang	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage
<b>Gesamtrendite</b>	0,3 %	-9,8 %	20,4 %	41,9 %	53,2 %
<b>Gesamtrendite p.a.</b>	–	-9,8 %	6,4 %	7,2 %	4,3 %

Wertentwicklung von 100 Euro seit Auflage am 28. Februar 2006



## Einfach investieren – Zweifach profitieren

Die ABAKUS Dividendenstrategie setzt auf langfristige Wertsteigerungen und attraktive Dividendenrenditen, mit denen Sie den Niedrigzinsen ein Schnippchen schlagen.

### Investmentberater:

Kepler Asset Management Inc.  
 350 West 57 Street  
 New York, NY 10019, USA  
 Tel: +1 212 245 0239  
 Fax: +1 212 262 8150  
 info@kamny.com  
 www.kamny.com

### Investmentmanagement und Vertrieb:

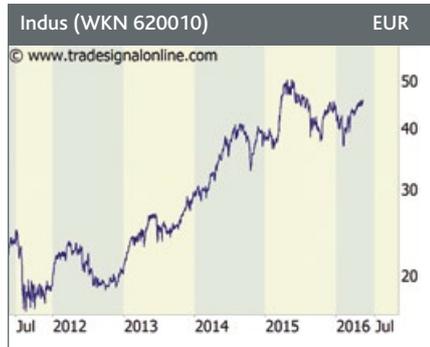
GSLP International S.à r.l.  
 3, Place Clairefontaine  
 L-1341 Luxemburg  
 Tel: +352 47 11 82  
 Fax: +352 47 11 73  
 gslp@gslp.lu  
 www.gslp.lu

Diese Anzeige dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind der aktuelle Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglement sowie der aktuelle Halbjahres- und Jahresbericht. Die genannten Dokumente sowie die wesentlichen Anlegerinformationen erhalten sie kostenlos und in deutscher Sprache bei VP Bank (Luxemburg) S.A. 26, Av. de la Liberté, L-1930 Luxemburg, sowie bei den Zahl- und Informationsstellen. Für die Bundesrepublik Deutschland ist dies HSBC Trinkaus & Burkhardt AG nebst sämtlicher inländischer Niederlassungen, Königsallee 21/23, D-40212 Düsseldorf. Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Hinweise auf die vergangene Wertentwicklung sind kein Indikator für künftige Ergebnisse und garantieren keine positive Entwicklungen in der Zukunft.



### Börsen-Milliardäre

Mit ihrer breiten Aufstellung sowie Beteiligungen an derzeit 43 Unternehmen eignet sich die **Indus Holding AG** durchaus als Gradmesser des deutschen Mittelstands. Dieser blickt demnach auf ein positives Jahr 2015 zurück. Dank des 2013 eingeleiteten Wachstumsprogramms blieb die



Mittelstands-Holding auch 2015 auf Erfolgskurs. Wie prognostiziert gelang es, den Umsatz (+11% auf 1,4 Mrd. EUR) und das EBIT (+7% auf 136 Mio. EUR) erneut zu verbessern. Einer starken Entwicklung in den Kernsegmenten Anlagen- und Maschinenbau, Gesundheit/Medizintechnik sowie Bau/Infrastruktur stand eine temporäre Schwäche in der Fahrzeugtechnik aufgrund von Sonderbelastungen gegenüber. 2015 wurden unter Vorstandschef Jürgen Abromeit weitere fünf Zukäufe getätigt und mehr als 100 Mio. EUR in das Wachstum der Holding investiert. Dass die Aktie dennoch leicht schwächer notierte, liegt vor allem an der Skepsis mancher Börsianer bezüglich der weiteren konjunkturellen Entwicklung. Abromeit selbst rechnet 2016 mit einem stabilen Umsatz und Ergebnis. Deutlich aufregender und dynamischer – bei weitaus höheren Risiken – verlaufen die Geschäfte bei der Start-up-Schmiede Rocket Internet. Der Internetinvestor verbuchte vergangenes Jahr einen Fehlbetrag von knapp 200 Mio. EUR. Der abgesagte Börsengang des Lebensmittel-Lieferdienstes HelloFresh, bei dem die von **Rocket Internet** erwartete Bewertung von 2,6 Mrd. EUR nicht zustande kam, sowie höhere Verluste der größten Beteiligungen waren hierfür maßgeblich. Gründer Oliver Samwer hält gleichwohl an dem Ziel fest, schon im nächsten Jahr mindestens drei Beteiligungen in die Gewinnzone führen zu wollen. Ein Lichtblick für die arg gebeutelten Aktionäre dürfte der zuletzt gemeldete

Verkauf eines Anteils (9,1%) am asiatischen Online-Händler Lazada an den Internetriesen Alibaba sein. Dieser spülte rund 137 Mio. USD in die Kassen von Rocket Internet. Die neun größten Beteiligungen konnten 2015 ihre Erlöse um fast 1 Mrd. EUR auf 2,4 Mrd. EUR deutlich ausweiten. Gleiches gilt jedoch auch für die dabei aufgelaufenen Verluste.

Getrieben von den Akquisitionen des Vorjahrs konnte unser Musterdepotwert **Aurelius** (IK) erfolgreich ins neue Jahr starten. Mit einem Umsatz von 686 Mio. EUR (+58%) im ersten Quartal 2016 stieß das Unternehmen sogar in eine völlig neue Dimension vor. Beeindruckend ist daneben der riesige Cash-Bestand, den Aurelius zuletzt vor allem durch die Verkäufe eines Aktienpaketes an Berentzen und der Tochter fidelis auf rund 600 Mio. EUR erhöhen konnte. Mehr als ein Drittel der Marktkapitalisierung von rund 1,6 Mrd. EUR ist damit durch Cash gedeckt. Zusammen mit einer Sonderausschüttung von 1,55 EUR je Aktie wird es in Summe eine Dividende von 2,45 EUR je Aktie geben – eine Rendite von aktuell rund 4,8%. Laut Analysenschätzungen wird CEO Dirk Markus ca. 350 bis 400 Mio. EUR des heutigen Liquiditätspolsters in fünf bis acht neue größere Akquisitionen stecken. Allerdings notiert die Aktie mit rund 25% Aufschlag



zum NAV, die Chancen aus den kommenden Akquisitionen werden also teilweise bereits mit eingepreist.

Auch Biotech-Anleger benötigten in den letzten Monaten starke Nerven. Insbesondere während der Korrektur im Sommer zeigte sich eine deutlich erhöhte Volatilität. Gleichwohl gelang es der Schweizer **BB Biotech**, ihren Portfoliowert um knapp ein Fünftel zu steigern. Das laufende Rück-

kaufprogramm und eine Anhebung der Dividende um ein Viertel haben die nach einem Aktiensplit optisch günstigere Notiz erkennbar gestützt. Angesichts neuer klinischer Studien, einer höheren Zahl marktreifer Produkte sowie der ungebrochenen Attraktivität von Biotechfirmen als Übernahmeziele hält das Management unseres Musterdepotwertes an seinem positiven Ausblick fest.

### Spannende Schlagzeilen

Lange hat sich der Vorstand der **MBB SE** mit einer Übernahme Zeit gelassen, was durchaus zu Kritik führte. Immerhin saßen die Berliner auf einer Netto-Liquidität im deutlich zweistelligen Millionenbereich. Vergangenen November konnte CEO Dr. Christof Nesemeier dann aber mit der Übernahme der Aumann-Gruppe einen strategisch klugen Zukauf vermeiden. Der Anlagenbauer ist in den Zukunftsfeldern Elektromobilität und Elektromotoren tätig. Gemeinsam mit der MBB Fertigungstechnik sollen zukünftig neue Konzepte im Bereich der E-Mobilität realisiert werden. Aumann selbst erzielte 2015 einen profitablen Jahresumsatz von rund 33 Mio. EUR. Die Übernahme dürfte sich bereits im laufenden Jahr positiv im Zahlenwerk der MBB niederschlagen. Dank eines überraschend starken Jahresauftakts und der hierzulande neu entfachten Fantasie bei Elektrofahrzeugen gelang der MBB-Aktie Ende April der Ausbruch auf ein neues Allzeithoch.

Eine wichtige Personalie gab indes die **mic AG** bekannt. Der Venture Capitalist für junge Technologieunternehmen und sein Finanzchef Manuel Reitmeier gehen seit Ende April getrennte Wege. Reitmaier war über 15 Jahre für die mic AG tätig und maßgeblich für das Gelingen des Börsengangs und der nachfolgenden Kapitalmaßnahmen verantwortlich. Für Kontinuität sorgt hingegen die zeitgleich gemeldete Vertragsverlängerung mit Vorstandschef und Gründer Claus-Georg Müller um weitere fünf Jahre. Gleichwohl setzt die mic AG auch in ihrer Beteiligungsphilosophie fortan andere Akzente. So wird sich die Holding im Zuge der neu definierten „Buy & Build“-Strategie zukünftig stärker auf Cashflow-positive Technologiefirmen mit überdurchschnittlichen Wachstumschancen ►

# Wir verbinden Stärke mit Beständigkeit

## DJE – DIVIDENDE & SUBSTANZ

Der mehrfach ausgezeichnete\*, substanzorientierte Dividendenfonds.

Viel wichtiger als schnelle Gewinne sind stabile Erträge. Diese lassen sich bei derzeitigen niedrigen Zinsen und Börsenschwankungen am besten mit Dividenden erzielen.

Seit über zwölf Jahren setzt Dr. Jan Ehrhardt mit dem mehrfach ausgezeichneten Fonds „DJE – Dividende & Substanz“ (ISIN: LU0159550150) auf ertragsstarke und werthaltige Unternehmen mit hohen und vorzugsweise steigenden Dividendenzahlungen.

**Unsere Stärke:** Ein aktives Fondsmanagement, basierend auf einem tiefgründigen Research und unserer bewährten Analysemethode.

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlungen dar. Aktienkurse können markt-, währungs- und einzelwertbedingt relativ stark schwanken. Auszeichnungen, Ratings und Rankings sind keine Kauf- oder Verkaufsempfehlungen. Weitere Informationen zu Chancen und Risiken finden Sie auf der Webseite [www.dje.de](http://www.dje.de). Der Verkaufsprospekt und weitere Informationen sind kostenlos bei der DJE Kapital AG erhältlich. \* Quelle: €uro (Ausgabe 02/2014)

\* Informationen zu den Ratings und Auszeichnungen finden Sie auf unserer Website.

### Sie haben Fragen?

Unser Team steht Ihnen gerne unter **089/790453-0** oder **info@dje.de** zur Verfügung.

Weitere Informationen finden Sie auch unter **[www.dje.de](http://www.dje.de)**

Beteiligungsgesellschaften im Überblick

Unternehmen	Sparte	WKN	Kurs	Perf.	Perf.	Perf.	Aktienzahl (in Mio.)	Mcap**	GJ- Ende	EpS 2013	EpS 2014	EpS 2015	KGV 2013
			2005.16	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre							
Solvesta AG	Sanierung	A12UKD	52,00	+3150,0%	-	-	0,8	43,2	31.12.	-	-0,19	-0,75	-
Kremlin AG	Branchenfokus	A1PHFR	2,00	+181,7%	+98,0%	-2,0%	0,4	0,8	31.12.	-1,16	-0,32	k.A.	neg.
FinLab AG (ehem. Altira)	Branchenfokus	121806	12,90	+55,4%	+323,0%	+392,4%	4,5	58,6	31.12.	-0,27	0,36	1,44	neg.
Shareholder Value Bet. AG	Value Investments	A16820	78,80	+50,1%	+65,9%	+85,8%	0,7	55,0	31.12.	-0,20	14,90	k.A.	neg.
Konsortium AG	Value Investments	A1EWZA	1,00	+33,3%	+51,5%	+5,3%	1,9	1,9	31.12.	0,01	0,02	k.A.	75,0
MBB SE	Mittelstandsholding	A0ETBQ	29,60	+31,2%	+18,4%	+43,7%	6,6	195,4	31.12.	2,09	2,01	1,78	10,8
Heliad Equity Part. KGaA	Sondersituation	A0L1NN	6,32	+23,7%	+62,5%	+276,2%	9,5	60,0	31.12.	1,22	1,87	2,38	4,2
GBK Beteiligungen AG	Mittelstandsholding	585090	9,95	+23,6%	+47,0%	+65,8%	6,8	67,2	31.12.	0,76	0,88	0,18	10,6
Aurelius AG (IK)	Sanierung	A0JK2A	53,09	+23,3%	+99,2%	+170,7%	31,7	1.681,9	31.12.	0,07	3,14	4,95	615,1
Value-Holdings AG	Value Investments	760040	3,02	+20,8%	+19,8%	+34,2%	2,0	6,1	31.12.	0,45	0,06	0,31	5,6
Instant IPO Holding	Sondersituation	541840	2,90	+19,3%	+42,9%	+48,0%	0,4	1,2	31.12.	k.A.	k.A.	k.A.	-
RM Rheiner Manag. AG	Sondersituation	701870	18,01	+19,3%	+6,0%	-5,5%	0,2	4,0	31.12.	-0,82	-0,22	4,10	neg.
M.A.X. Automation AG	Branchenfokus	658090	5,94	+17,6%	+26,4%	+37,2%	26,8	159,1	31.12.	0,38	0,37	0,40	13,3
Bavaria Industries Group AG	Sanierung	260555	50,65	+15,1%	+31,2%	+115,5%	5,6	284,1	31.12.	15,90	1,14	5,30	2,8
Falkenstein Nebenwerte AG	Sondersituation	575230	3,41	+11,8%	+19,2%	+36,4%	0,5	1,7	31.12.	0,06	-0,53	-0,03	50,8
Allerthal-Werke AG	Sondersituation	503420	16,25	+8,3%	+10,5%	+35,9%	1,2	19,5	31.12.	1,70	1,61	2,97	8,8
SCI AG	Sondersituation	605101	21,56	+6,7%	+5,7%	+26,8%	0,5	9,7	31.12.	1,03	0,04	k.A.	19,6
bmp media investors AG	Wagniskapital	330420	0,80	+6,7%	-8,0%	+8,1%	20,7	16,6	31.12.	0,07	-0,01	-0,14	10,7
Sparta AG	Value Investments	A0NK3W	81,00	+6,2%	+23,1%	+35,0%	0,8	61,3	31.12.	4,50	10,05	13,47	16,9
Impera Total Return AG	Sondersituation	575130	0,90	+3,4%	+16,9%	+119,5%	6,3	5,7	31.12.	0,04	k.A.	0,03	21,8
Deutsche Balaton AG	Sondersituation	550820	11,70	+2,5%	+2,6%	-6,5%	11,6	136,2	31.12.	5,51	-0,24	-0,39	2,1
Horus AG	Value Investments	520412	1,23	+2,5%	+4,2%	+19,4%	2,7	3,3	31.12.	0,06	-0,04	0,09	20,0
Scherzer & Co. AG	Sondersituation	694280	1,66	+1,8%	+1,8%	+32,8%	29,9	49,7	31.12.	0,16	0,13	0,18	10,2
DLB Anlageservice AG	Value Investments	554030	11,70	-1,3%	+11,4%	+55,8%	0,4	4,5	31.12.	0,90	0,91	0,90	13,2
Blue Cap AG	Sanierung	A0JM2M	6,09	-2,7%	+22,0%	+44,3%	4,0	24,2	30.06.	0,59	0,33	0,40	10,6
U.C.A. AG	Branchenfokus	A12UK5	12,80	-2,8%	+9,4%	+29,3%	0,7	8,5	31.12.	-1,30	2,24	0,28	neg.
Value-Holdings Int. AG	Value Investments	756362	2,94	-3,6%	-2,0%	+12,2%	3,7	10,8	31.12.	0,74	0,03	0,17	4,1
Gesco AG	Mittelstandsholding	A1K020	72,13	-4,1%	-1,6%	-7,3%	3,3	239,8	31.03.	6,30	5,45	3,72	11,9
Trade & Value AG	Sonstige	603919	4,00	-5,0%	-20,0%	-27,1%	0,4	1,5	31.12.	-1,58	-0,73	0,04	neg.
Bet. im Baltikum AG	Branchenfokus	520420	1,71	-5,0%	-38,9%	-57,3%	0,9	1,5	31.12.	-0,19	0,04	k.A.	neg.
Effecten-Spiegel AG	Sondersituation	564760	16,20	-5,5%	+8,9%	+21,8%	3,8	61,7	31.12.	0,78	0,61	0,83	22,0
Indus Holding AG	Mittelstandsholding	620010	45,70	-5,8%	+32,1%	+78,6%	24,5	1.117,4	31.12.	3,02	2,74	2,78	16,1
Capital Stage AG	Branchenfokus	609500	6,35	-6,8%	+79,4%	+64,9%	82,7	525,3	31.12.	0,24	0,35	0,25	28,4
Clere AG (ehem. Balda)	Branchenfokus	A2AA40	25,73	-6,9%	-22,5%	-41,3%	5,9	151,5	30.06.	2,30	1,00	-2,20	12,0
mic AG	Wagniskapital	A0KF6S	1,81	-7,2%	-40,7%	-53,1%	10,2	18,5	31.12.	-0,68	0,16	0,36	neg.
KST Beteiligungs AG	Sondersituation	A16130	1,60	-8,6%	+30,1%	+49,5%	5,9	9,5	31.12.	0,05	-0,02	0,27	35,0
mutares AG	Sondersituation	A0SM5H	14,91	-9,2%	+11,1%	+370,3%	15,4	230,1	31.12.	-3,88	3,64	0,51	neg.
Deutsche Beteiligungs AG	Mittelstandsholding	A1TNUT	26,38	-11,8%	+36,5%	+43,2%	13,7	360,8	31.10.	2,36	3,51	1,98	12,7
Sandpiper Digital Payments	Wagniskapital	A0MYNQ	0,15	-16,7%	+200,0%	+500,0%	168,4	25,3	31.12.	-0,06	-0,02	-0,01	neg.
BB Biotech AG	Branchenfokus	A0NFN3	43,16	-20,3%	+80,4%	+126,6%	59,3	2.557,2	31.12.	14,97	23,76	10,70	3,6
New Value AG	Value Investments	552932	1,30	-20,7%	-14,5%	-22,2%	3,3	4,3	31.03.	-0,18	-0,25	0,09	neg.
Fonterelli KGaA	Sondersituation	A1TNUU	2,35	-21,9%	-24,2%	+240,6%	0,3	0,8	30.06.	-0,29	0,11	0,05	neg.
MS Industrie AG	Mittelstandsholding	585518	2,93	-27,1%	-18,6%	+69,4%	30,0	87,9	31.12.	0,07	0,14	0,21	57,4
DEWB AG	Wagniskapital	804100	1,55	-28,6%	-16,2%	+19,2%	15,2	23,6	31.12.	-0,04	-0,10	-0,08	neg.
Nanostart AG	Branchenfokus	A0B9VV	1,30	-34,3%	-52,4%	-64,9%	6,2	8,1	31.12.	0,05	-1,42	-0,89	39,6
Dt. Techn. Beteiligungen AG	Mittelstandsholding	A1X3WX	1,86	-48,2%	-47,6%	-52,7%	1,1	2,0	31.12.	1,43	0,55	0,08	2,5
MAX21 AG	Branchenfokus	A0D88T	1,61	-53,2%	-53,3%	-11,5%	10,7	17,2	30.06.	-0,04	-0,03	-0,02	neg.
Rocket Internet	Branchenfokus	A12UKK	20,06	-55,7%	-	-	165,1	3.311,9	31.12.	1,05	-0,07	-1,24	43,2
UET Unit. Elect. Techn. AG	Branchenfokus	A0LBKW	0,35	-59,3%	-20,5%	+118,8%	9,5	3,3	31.12.	0,05	0,10	-0,07	17,2
Greiffenberger AG	Mittelstandsholding	589730	1,59	-60,3%	-74,6%	-72,1%	5,3	8,5	31.12.	0,27	-0,09	-4,83	14,9
AG Tokugawa (i.A.)	Sondersituation	628164	4,50	-60,9%	-55,9%	-45,8%	0,6	2,7	31.12.	0,14	0,80	k.A.	82,1
Surikate AG (Delisting)	Mittelstandsholding	A1PG55	-	-	-	-	2,9	-	31.03.	0,01	k.A.	-	700,0
Auden AG (IK)	Wagniskapital	A16144	4,15	-	-	-	6,1	25,4	31.12.	-0,26	-0,35	k.A.	-
Elbstein AG	Value Investments	A1YDGT	12,00	-	-	-	2,0	24,0	31.12.	-	-0,15	0,25	-
German Startups Group KGaA	Wagniskapital	A1MMEV	3,00	-	-	-	12,0	35,9	31.12.	-	0,32	0,49	-

Eigene Schätzungen \* Premium (+) oder Discount (-) zum NAV \*\* in Mio. EUR IK: Interessenkonflikt

KGV 2014	KGV 2015	Div. 2015	Div.- Rend.	NAV/Aktie 2014	NAV/Aktie 2015		NAV von (Datum)	(+) oder (-) zum NAV*	Investment-Fokus	Strategie
neg.	neg.	0,00	0,0 %	0,47	3,10	EK	31.12.15	+1577,4%	Insolvente Unternehmen	Buy-and-Sell
neg.	-	k.A.	n.ber.	2,19	-	-	-	-	Edelmetallinvestments	Special Situations / Value
23,1	9,0	0,00	0,0 %	8,70	12,12		31.12.15	+6,4%	Fintech-Unternehmen	Wachstumsfinanzierung / VC
3,5	-	0,00	0,0 %	61,59	74,90		30.04.16	+5,2%	Unterbewertete Aktien	Special Situations / Value
37,5	-	k.A.	n.ber.	2,36	-	-	-	-	Nicht notierte Mittelständler	Pre-IPO / Wachstumsfinanzierung
11,2	16,6	0,59	2,0 %	11,89	13,92	EK	31.03.16	+112,6%	Mittelständler	Buy-and-Sell
2,7	2,7	0,20	3,2 %	8,53	10,87		31.12.15	-41,9%	Dienstleistungsunternehmen	Buy-and-Build
9,1	55,3	0,70	7,0 %	9,87	9,75	EK	31.12.15	+2,1%	Nicht notierte Mittelständler	Mehrheitlich Buy-and-Hold
13,7	10,7	2,45	4,6 %	36,30	39,52		31.12.15	+34,3%	Umbruch- und Sondersituationen	Buy-and-Sell
41,7	9,7	0,00	0,0 %	2,91	3,22	EK	31.12.15	-6,2%	Börsennotierte dt. Nebenwerte	Value-Investing
-	-	k.A.	n.ber.	k.A.	-	-	-	-	Handel m. Börsenmänteln	Buy-and-Sell
neg.	4,4	0,00	0,0 %	11,91	16,50		31.12.15	+9,2%	Aktien Deutschland	Nachbesserungen / Special Situations
13,6	14,9	0,15	2,5 %	3,73	3,96	EK	31.12.15	+50,0%	Mittelständ. Automationspezialisten	Langfristige Beteiligungen
38,6	9,6	0,00	0,0 %	21,53	21,70	EK	31.12.15	+133,4%	Umbruchsituationen	Buy-and-Hold
neg.	neg.	0,00	0,0 %	0,70	0,67	EK	31.12.15	+409,0%	Aktien Deutschland	Special Situations / Value
9,3	5,5	1,15	7,1 %	15,56	16,31	EK	31.12.15	-0,4%	Aktien Deutschland	Special Situations / Value
505,0	-	0,00	0,0 %	24,66	-	-	-	-	Sondersituationen	Beteiligungen
neg.	neg.	0,00	0,0 %	0,96	0,82	EK	31.12.15	-2,4%	Media&Marketing-Beteiligungen	Buy-and Hold
7,6	6,0	0,00	0,0 %	57,42	70,84	EK	31.12.15	+14,3%	Börsennotierte Wertpapiere	Special Situations / Value
-	30,0	0,00	0,0 %	k.A.	0,88	EK	31.12.15	+2,3%	Later-Stage	Minderheitsbeteiligungen
neg.	neg.	0,00	0,0 %	17,71	18,63	EK	31.12.15	-37,2%	Aktien Deutschland	Value Investing
neg.	13,7	0,00	0,0 %	1,09	1,14	EK	31.12.15	+7,9%	Börsennotierte dt. Nebenwerte	Value Investing
12,5	9,2	0,05	3,0 %	1,94	1,99		30.04.16	-16,6%	Aktien Deutschland	Special Situations / Value
13,0	13,0	0,70	6,0 %	11,21	11,46	EK	31.12.15	+2,1%	Mid-, Small- und Micro-Caps	Value Investing / Turnaround
19,0	15,2	0,00	0,0 %	4,42	4,55	EK	31.12.15	+33,8%	Industrie und Anlagenbau	Buy-and-Hold
5,9	45,7	0,40	3,1 %	15,56	16,00	EK	31.12.15	-20,0%	Technologie-Unternehmen	Wachstums-, VC-Finanzierungen
101,7	17,3	0,07	2,4 %	3,20	2,86		30.04.16	+2,8%	Börsennotierte europ. Nebenwerte	Value Investing
13,8	19,4	1,75	2,4 %	54,40	57,32	EK	31.12.15	+25,8%	wirtschaftlich gesunde Mittelständler	Buy-and-Hold
neg.	100,0	0,00	0,0 %	6,57	6,37		31.03.16	-37,2%	Nebenw., Squeeze-Outs, Sondersituat.	Value-Investing, Trading, Hedging
45,0	-	k.A.	n.ber.	4,03	-	-	-	-	Osteuropa / Baltikum	Value Investing
28,1	19,5	0,80	4,9 %	25,07	21,68		31.03.16	-25,3%	Aktien	Special Situations / Value
17,7	16,4	1,20	2,6 %	22,50	24,35	EK	31.12.15	+87,7%	wirtschaftlich gesunde Mittelständler	Buy-and-Hold
19,5	25,4	0,18	2,8 %	3,30	3,47	EK	31.12.15	+83,0%	Solar-/Windparks	Wachstumsfinanzierungen
27,6	neg.	0,00	0,0 %	41,00	39,70	EK	30.06.15	-35,2%	mittelständ. Industrieunternehmen	Aktives Vermögensmanagement
12,2	5,0	0,00	0,0 %	5,05	4,51	EK	30.06.15	-59,9%	Junge Technologieunternehmen	Buy-and-Build
neg.	5,9	0,10	6,3 %	1,76	1,92		31.03.16	-16,7%	Dt. Small- und Mid-Caps	Pre-IPO
4,5	29,2	0,60	4,0 %	21,67	22,79		31.12.15	-34,6%	Untern. in Umbruchsituationen	Buy-and-Sell
8,5	13,3	1,00	3,8 %	23,17	24,41	EK	31.12.15	+8,1%	Management-Buyouts	Buy-and-Sell
neg.	neg.	0,00	0,0 %	0,23	0,21		31.12.15	-28,6%	Digitale Zahlungslösungen	Buy-and-Build
2,3	4,0	2,64	6,1 %	66,89	49,25		21.04.2016	-12,4%	Biotech-Unternehmen	Wachstumsorientiert
neg.	14,4	0,00	0,0 %	2,76	2,47		31.03.16	-47,4%	Unnotierte Wachstumsuntern.	Wachstumsorientiert
27,4	47,0	0,00	0,0 %	2,75	3,56	EK	30.06.15	-34,0%	Minderheitsbeteiligungen	Buy-and-Build
28,7	14,0	0,00	0,0 %	1,57	1,57	EK	31.12.15	+86,6%	mittelständ. Industrieunternehmen	Buy-and-Hold
neg.	neg.	0,00	0,0 %	1,97	1,91	EK	31.12.15	-18,8%	Photonik und Sensorik	Buy-and-Build
neg.	neg.	0,00	0,0 %	5,38	3,11	EK	31.12.15	-58,2%	Nanotech-Unternehmen weltweit	Wachstumsfinanzierung / VC
6,5	23,3	0,08	4,3 %	3,11	2,22	EK	31.12.15	-16,2%	Technologie- und Wachstumsuntern.	Mehrheitlich Buy-and-Hold
neg.	neg.	0,00	0,0 %	2,28	2,47	EK	31.12.15	-34,8%	Junge Technologieuntern.	Early-Stage-Finanzierungen
neg.	neg.	0,00	0,0 %	22,63	25,91	EK	31.12.15	-22,6%	Internet-Start-ups	Wachstums- & VC-Finanzierungen
8,6	neg.	0,00	0,0 %	neg.	neg.	EK	31.12.15	n.ber.	Mittels. im Umbruch & Technuntern.	Buy-and-Hold
neg.	neg.	0,00	0,0 %	6,15	1,32	EK	31.12.15	+20,5%	mittelständ. Industrieunternehmen	Buy-and-Hold
14,4	-	7,00	155,6 %	11,00	12,40		04.02.16	-63,7%	Aktien und Anleihen Deutschland	Special Situations / Value
-	-	k.A.	n.ber.	3,26	-	-	-	-	Mittelständler	Buy-and-Hold
-	-	0,00	0,0 %	k.A.	k.A.	-	-	-	Start-ups, junge Unternehmen	Wachstums- & VC-Finanzierungen
-	48,0	0,40	3,3 %	10,56	11,00	EK	31.12.15	+9,1%	Nebenw., Immobilienwerte, Sondersituat.	Value Investing
-	6,1	0,00	0,0 %	2,15	2,46	EK	31.12.15	+22,0%	Start-ups	Wachstumsfinanzierung & VC



fokussieren. Die Bereiche Big Data, Industrie 4.0, Internet der Dinge und E-Health definierten bislang die Kerninvestments der Münchener.

Bei der **Nanostart AG** hat man sich trotz des „Nano“ im Namen größtenteils von den alten Beteiligungen in der Nanotechnologie verabschiedet. Stattdessen will der Vorstand jetzt auf dem deutschen Immobilienmarkt mitmischen. Eine geplante Sachkapitalerhöhung zur Einbringung von Anteilen an einer Frankfurter Wohnimmobiliengesellschaft musste jedoch erst im März abgesagt werden. Nun soll die Hauptversammlung über die angekündigte Neuausrichtung abstimmen. Nanostart bleibt ein hochriskanter Micro Cap.



Mit einer spannenden Mitteilung kann auch die Mittelstandsholding **Blue Cap AG** aufwarten. Denn die Münchener gaben die Übernahme des Geschäfts der insolventen Neschen AG im Rahmen eines Asset-Deals bekannt (ca. 60 Mio. EUR Umsatz). Neschen ist ein Hersteller von klebstoffbeschichteten Produkten für die Druck- und Werbeindustrie. Neben Planatol und Biolink kann Blue Cap damit sein Portfolio im Klebstoffbereich um eine weitere Tochter ergänzen.

### New Kids on the Block

Ein nur auf den ersten Blick neuer Name ist die **Finlab AG**. Denn es handelt sich hierbei um die frühere Altira. Aus diesen Zeiten rührt auch noch die Beteiligung an der Heliad Equity Partners KGaA, bei der Finlab neben einer Beteiligung von 47% auch heute noch indirekt die Funktion des Komplementärs innehat. Daneben baute der Vorstand zuletzt mehrere Beteiligungen an jungen Fintech-Unternehmen auf. Finlab hat sich zum Ziel gesetzt, neue Technolo-



Die German Startups Group verzeichnete auch im ersten Quartal 2016 eine positive Entwicklungen bei den Startups in ihrem Portfolio.

gieansätze im Bereich der Finanzdienstleistungen zu entwickeln oder Firmen mit Frühphaseninvestments zu unterstützen. Mit Stolz verweist Finlab auf die Entwicklung bei seiner Beteiligung Deposit Solutions. Die Hamburger, die eine offene B2B-Plattform für Tages- und Festgeldanlagen entwickelt haben, konnten Paypal-Mitgründer Peter Thiel als Investor gewinnen. Auch dank dieser Meldung befindet sich das Finlab-Papier seit Monaten im Aufwind. Seit November ist die **German Startups Group** im Entry Standard gelistet. Die Berliner sehen sich als klassischer VC-Investor. Als Ziel kommen daher junge Unternehmen mit skalierbaren Geschäftsmodellen und unterschiedlichen Reifegraden in Frage. 90% des Portfoliowertes entfallen derzeit auf 23 Minderheitsbeteiligungen – darunter so bekannte Namen wie Mister Spex, reBuy, Delivery Hero (Lieferheld, Foodora) und Soundcloud. Gründer ist der frühere Frogster-CEO Christoph Gerlinger, der seine Videospieldfirma 2010 gewinnbringend verkaufte. Er ist in der Gründerszene gut vernetzt und hat bereits den Beweis für einen erfolgreichen Exit erbracht. Dass der Small Cap nur unwesentlich über dem bilanziellen Eigenkapital (2,46 EUR je Aktie) gehandelt wird, lässt Spielraum für Kurssteigerungen.

Spätestens mit der Umbenennung in **Auden AG** (IK) ist die Neuausrichtung der ehemaligen Kilian Kerner AG ein weiteres Stückchen vorangekommen. In den nächsten Wochen ist nun der Erwerb mehrerer Startup-Beteiligungen (darunter OptioPay, ProvenExpert und Modomoto) geplant. Zusätzlich wird es in Kürze eine 10%-Kapitalerhöhung geben. Mit der Bestellung von Christofer Radic zum Vorstand wurde die Gesellschaft personell neu aufgestellt, durch den geplanten Verkauf des Modelabels

Kilian Kerner dürfte auch das letzte operative Überbleibsel aus früheren Tagen bald der Vergangenheit angehören. Durch diese Transaktion sollte die neue Auden AG das Jahr 2016 voraussichtlich mit einem Gewinn abschließen. Die alles entscheidende Frage ist nun aber die Bewertung der Beteiligungen. Da die Verkäufer jedoch identisch mit den Großaktionären von Auden sind, sollte es hier keine Übervorteilung geben.

Mit der **Elbstein AG** gibt es seit letztem Jahr zudem eine neue Beteiligungsgesellschaft, die sich auf börsennotierte Small Caps fokussiert. Das Team um den erfahrenen Nebenwerte-Spezialisten Dr. Olaf Hein (ehemals Sparta AG und Falkenstein Nebenwerte AG) hat dabei jedoch eine besondere Struktur gewählt: Durch Umwandlung einer GmbH aus dem Besitz der Familie Ehlerding (ehemals Großaktionär bei WCM) wurde eine börsennotierte AG mit steuerlich nutzbaren Verlustvorträgen von mehr als 100 Mio. EUR kreiert. Da die Familie Mehrheitsaktionär bleibt, wird dieser auch zukünftig nutzbar bleiben. Teile des Eigenkapitals von rund 21 Mio. EUR sind noch in diversen Grundstücken gebunden, sollen aber nach und nach zugunsten von Nebenwerte-Investments veräußert werden. Das Aktienportfolio von aktuell rund 12 Mio. EUR hat Vorstand Hein derzeit vor allem in Schweizer Nebenwerte, wie unseren Musterdepotwert Hochdorf, sowie in deutsche Immobilienaktien investiert. Auf dem aktuellen Kursniveau notiert das Papier lediglich knapp über dem NAV. Die steuerlichen Vorteile, die ein Vielfaches des heutigen Kurses betragen, gibt es damit praktisch gratis.

### Stetiger Erfolg

Eine schon seit Jahren überaus erfreuliche Entwicklung nimmt das Portfolio der

Wer wachsen und expandieren will, braucht Ideen, Produkte und vor allem Kapital. Über die Börse können auch mittelständische Unternehmen Eigen- oder Fremdkapital aufnehmen. Als dauerhafte Finanzierungsquelle bietet m:access neue Perspektiven für unternehmerisches Wachstum.

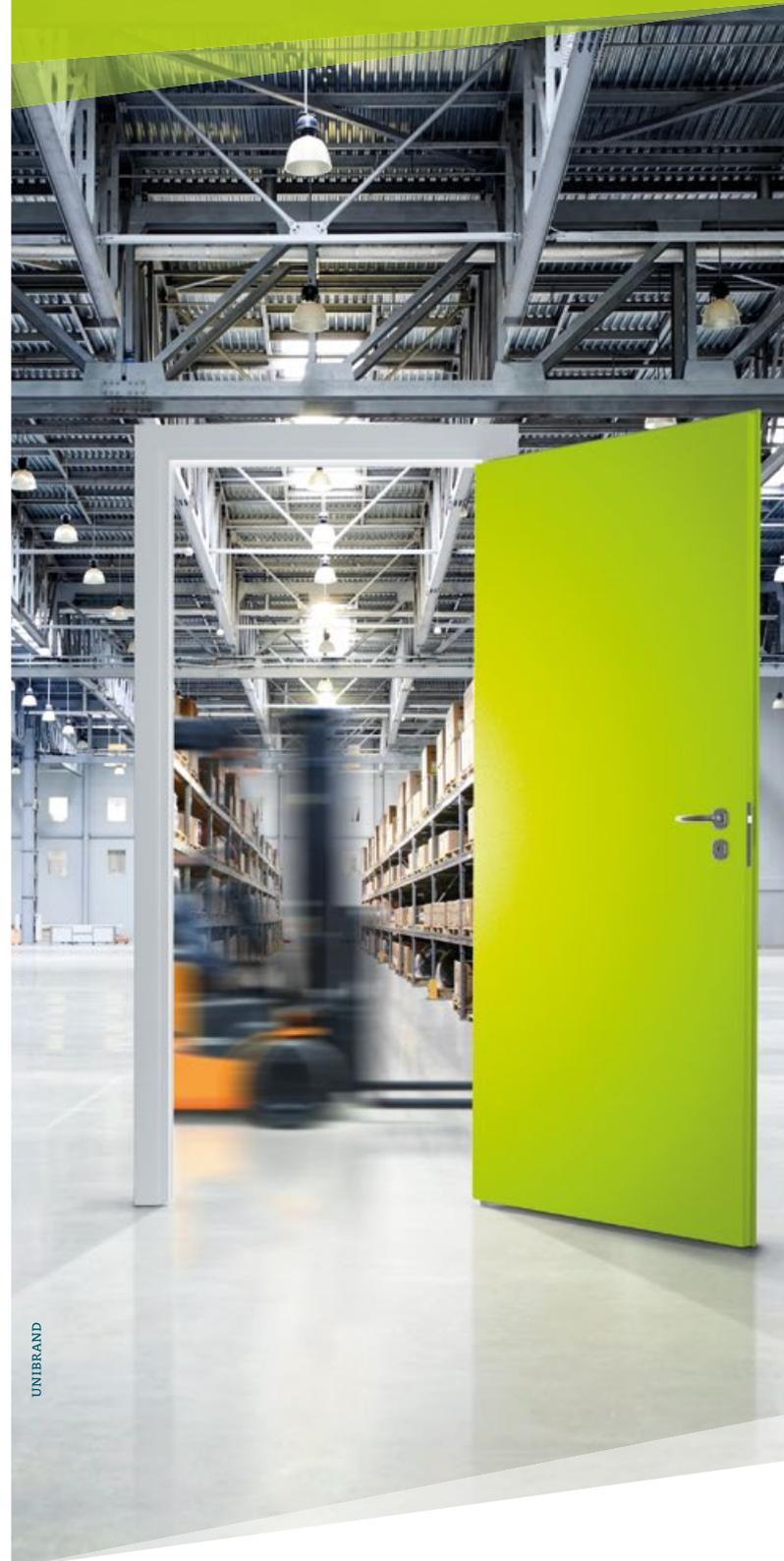
**GBK Beteiligungen AG.** Inzwischen scheint auch die Börse das Potenzial der Niedersachsen erkannt zu haben. Begleitet von positiven Schlagzeilen kletterte die Aktie um fast ein Drittel im Vergleich zum Vorjahr. Die GBK verfügt über ein breit diversifiziertes Beteiligungsportfolio. Zusammen mit der Hannover Finanz-Gruppe als Co-Investor erwirbt die Gesellschaft Anteile an Produktions-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen im deutschsprachigen Raum. Ziel ist es, die operative Entwicklung der Beteiligungen aktiv zu unterstützen und so langfristig Werte zu heben. 2015 realisierte die GBK einen Veräußerungsgewinn in Höhe von 6,9 Mio. EUR aus fünf erfolgreichen Exits. Zusammen mit weiteren Erträgen lag das realisierte Ergebnis am Ende sogar bei 7 Mio. EUR, womit die Voraussetzung für eine deutliche Dividendenanhebung auf 0,70 EUR (Vj.: 0,30 EUR) gegeben war. Man darf davon ausgehen, dass die GBK-Aktie im Vorfeld der für Anfang Juni angesetzten Hauptversammlung noch einmal zulegen wird. Mit einem Eigenkapitalwert von 9,75 EUR je Aktie und der Aussicht auf eine stabile Entwicklung der meisten Beteiligungen überwiegen auf dem aktuellen Kursniveau eindeutig die Chancen.

Ein seit vielen Jahren etablierter Name ist die **Deutsche Beteiligungs AG (DBAG)**. Zusammen mit den von ihr aufgelegten und verwalteten Private-Equity-Fonds investiert die Gesellschaft auch selbst in meist mittelständische Industrieunternehmen. Diese bilden derzeit auch den Schwerpunkt der 24 Unternehmensbeteiligungen. Die DBAG strebt sowohl Minderheitsbeteiligungen als auch mehrheitliche Übernahmen, beispielsweise im Zuge von Management-Buy-outs oder Wachstumsfinanzierungen, im Vorfeld eines Börsengangs an. Mit dieser Strategie erwirtschaftet die DBAG kontinuierliche Wertzuwächse für Aktionäre und Anleger der PE-Fonds. Nach dem Verkauf der 2011 erworbenen Spherogruppe an den französischen Automobilzulieferer Valeo sowie der Veräußerung einer Beteiligung durch einen ausländischen Buy-out-Fonds, an dem die DBAG Anteile hält, erwartet der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr 2015/16 neben einem deutlichen Anstieg des bereinigten Konzernergebnisses zusätzliche Veräußerungsgewinne von rund 10 Mio. EUR. Damit scheint die Grundlage für eine erneute Sonderausschüttung gelegt. Aktuell notiert der SDAX-Wert nur unwesentlich über dem ausgewiesenen Eigenkapital (24,41 EUR je Aktie), was antizyklische Anleger zu nutzen wissen.

## Fazit

Die Bandbreite der Beteiligungsstrategien reicht von konservativen Buy-and-Hold-Ansätzen über opportunistische Finanzanlagen bis zu riskanten VC- und Start-up-Finanzierungen. Die abermals heterogene Kursentwicklung unterstreicht gleichzeitig die Bedeutung einer genauen Analyse der einzelnen Geschäftsmodelle. In der Mehrjahresbetrachtung zeigt sich, dass vor allem die großen, etablierten Adressen eine nachhaltige Outperformance erzielen. Gleichzeitig tummeln sich gerade unter den kleinen Gesellschaften auch viele schwarze Schafe, die unter dem Label „Beteiligungsgesellschaft“ offensichtlich etwas ganz anderes als die Vermehrung des Shareholder Values verstehen. ■

*Christoph Karl, Marcus Wessel*



UNIBRAND

[www.maccess.de](http://www.maccess.de)

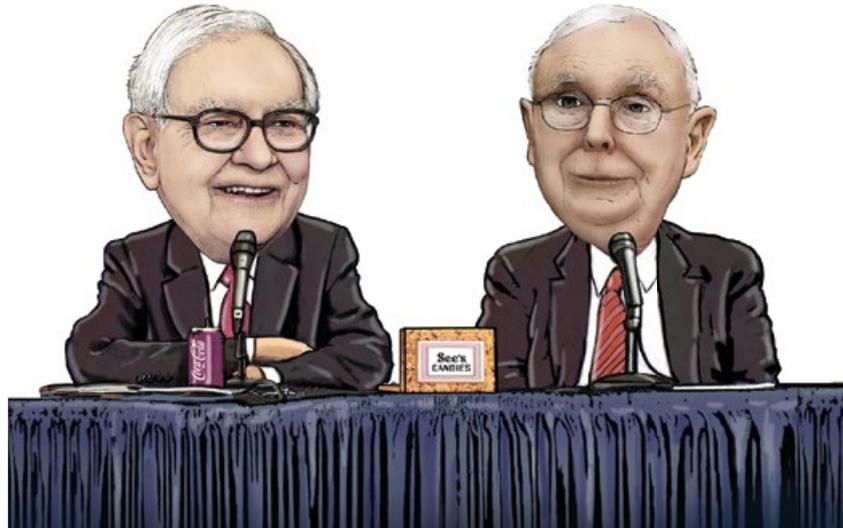
183059  
2701891  
328907  
börse  
münchen

Perspektiven für den Mittelstand.  
m:access

## Titelstory / Omaha-Impressionen

# Die Zwei

Cherry-Coke, See's Candies und jede Menge Altersweisheit – wenn Warren Buffett seine Aktionäre zum „Woodstock der Aktionäre“ ruft, wird es kultig und dennoch hochinteressant.



Im Bekannten- und Freundeskreis ist es teilweise schwer vermittelbar: Man steht um halb sieben in der Früh vor einer Multifunktionsarena im mittleren Westen der USA – in Omaha –, um dort zwei Männern im Alter von 85 und 92 Jahren beim Beantworten von Fragen zuhören zu können. Es regnet in Strömen. Macht aber nichts. Zumindest für mich. „Wo, Omaha?“ fragten mich nicht wenige, als ich von der bevorstehenden „Pilgerreise“ erzählte. Aber das können „Ungläubige“ eben einfach nicht verstehen. Denn es geht um die Hauptversammlung von Berkshire Hathaway (IK), um Warren Buffett und Charlie Munger, die beiden Superstars des Value-Investing, die zwei renommiertesten Anleger der Welt. Kurzum: Die Zwei! Doch woher kommt er, dieser Ruhm, der die beiden umgibt?

Nur der Kontostand kann es nicht sein. Denn die meisten Multimilliardäre und Hedgefondsmanager dieser Welt sind kaum dafür bekannt, als große Volkshelden zu dienen. Buffett und Munger schon – weil sie mehr sind als einfach nur reich. Weil sie ihrer Leidenschaft – dem Investieren – nachgehen, ohne es des Geldes wegen zu tun. Weil sie dabei so unglaublich bodenständig geblieben sind. Und nicht zuletzt aufgrund des großartigen Humors,



An die 40.000 Aktionäre folgten der Einladung des „Orakels von Omaha“.

den die beiden immer wieder unter Beweis stellen. All dies lässt sich beim „Woodstock der Kapitalisten“ aus nächster Nähe beobachten. Denn Berkshire Hathaway, eines der größten Unternehmen der USA, handelt sein jährliches Aktionärstreffen nicht als juristische Formalität ab, sondern als ein Event, das Aktionäre mit dem Berkshire-Virus infizieren soll. Und wenn ich diesen nicht schon vorher hatte, habe ich mich dieses Jahr in Omaha angesteckt!

Illustration: © Rudolf Schuppler

Als das CenturyLink-Center um kurz vor 7:00 Uhr öffnet, drängen sich rund 40.000 Aktionäre in die Halle. Denn jeder möchte möglichst nah an den beiden Hauptdarstellern dran sein. Wie von deutschen Touristen im Mittelmeerraum werden deshalb Plätze belegt. Statt mit einem Handtuch überwiegend mit der Sonderausgabe des Omaha World-Herald. Einer Zeitung, die sich selbstverständlich im Besitz von Berkshire Hathaway befindet. Um 8:30 startet schließlich der traditionelle Aktionärsfilm, mit niemand Geringerem als Arnold Schwarzenegger als Gaststar sowie Warren Buffett und Charlie Munger als Protagonisten. Zwischen Werbeclips für diverse Berkshire-Töchter kommt auch im Film der großartige Humor der beiden nicht zu kurz. Dann ist es schließlich soweit: Warren Buffett und sein Stellvertreter betreten die Bühne – die Fragen- und Antworten-Runde kann beginnen.

## „Ordentliche“ statt „außerordentliche“ Renditen

Und es geht sofort richtig ins Detail: Warum sich Buffett zuletzt immer stärker auf kapitalintensive und stark regulierte Unternehmen konzentriert, die deswegen deutlich geringere Erträge auf das ▶

## 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. 81).



Treasure *for* Life™

## Die Britannia 2016 – Ein Britischer Klassiker

Die vor über 1.100 Jahren gegründete Royal Mint präsentiert Ihnen die Britannia 2016.

- International anerkanntes Symbol für Schönheit, Beständigkeit und Stärke
- Aus dem reinsten Silber und Gold geprägt, das die Royal Mint zu bieten hat (999er Feinsilber und 999,9er Feingold)
- Ihr Gewicht und ihre Qualität wurden beim jahrhundertealten jährlichen Trial of the Pyx bestätigt.
- Diese Münzen können ab sofort käuflich erworben werden.



*Näher als auf der Berkshire Hathaway Hauptversammlung kommt man an Warren Buffett nicht heran!*

eingesetzte Kapital erzielen, möchte ein Aktionär mit der ersten Frage wissen. Laut Buffett gibt es dazu alleine aufgrund der Größe von Berkshire kaum eine Alternative. Liebend gerne würde er Unternehmen, die wenig Kapital benötigen und dennoch wachsen, kaufen. Allerdings gäbe es in der Größenordnung von 10 bis 30 Mrd. USD nur wenige solcher Unternehmen. Dies treibt Berkshire in Branchen wie die Energieversorgung (Berkshire Hathaway Energy) oder das Bahngeschäft (BNSF). Allerdings werden dort eben nur „ordentliche“ Renditen erwirtschaftet, nicht die „außerordentlichen“, wie in manch anderer Berkshire-Beteiligung.

#### **Unters Berkshire-Dach geschlüpft**

Kritisch hinterfragt wurde auch die Akquisition von Precision Castparts, die im Januar abgeschlossen wurde. Denn für ein klassisches Value Investment war hier einigen Aktionären die Bewertung zu hoch (ein KGV von 18 und eine Prämie von mehr als 20% auf den letzten Kurs vor Angebotsbekanntgabe). Kurz zur Erinnerung: Wir hatten die Aktie von Precision Castparts letztes Jahr im Heft 8/2015 beim Kurs von 178 EUR empfohlen, ca. zwei Wochen vor Bekanntgabe der Übernahme zu umgerechnet rund 210 EUR. Liest Warren Buffett also den Smart Investor? So schön dies wäre, vermutlich gab ihm eher Todd Combs, einer der beiden Berkshire-Invest-

ment-Manager, diesen Tipp. Den bezahlten Preis sehen Buffett und Munger übrigens als relativ unproblematisch an. Denn der Hersteller von Guss- und Schmiedeteilen für die Flugzeugbranche habe außerordentliche Wachstumsaussichten. Ohne die lästigen Pflichten einer Börsennotiz könne sich CEO Mark Donegan voll auf das operative Geschäft konzentrieren. Zudem habe er mit Berkshire im Rücken nun unbegrenzten Finanzierungsspielraum.

#### **Bonität ist alles**

Deutlich wurden Buffett und Munger auch, als es um das Thema Versicherungsgeschäft ging. Insbesondere Rückversicherungen würden in den nächsten zehn Jahren nicht so positiv abschneiden wie in der vergangenen Dekade. Und dafür kennen sie mehrere Gründe: Die Liquiditätsflut an den Märkten Sorge für zusätzliches Angebot im Versicherungssektor, über CAT-Bonds oder neu geschaffene Konkurrenten. Es gäbe daher ein massives Überangebot. Geringere Prämien könnten aufgrund der Niedrigzinsen allerdings auch kaum durch überdurchschnittliche Erträge aus Investments ausgeglichen werden. Exakt deswegen hat Berkshire die nennenswerten Beteiligungen an der Münchener Rück (10% Anteil) und Swiss Re (3% Anteil) vollständig abgebaut. Dennoch will Buffett an den vollständig im Unternehmensbesitz befindlichen Versicherungstöchtern festhalten. Mit einem überzeugenden Argument: Aufgrund des Kapitalpolsters von Berkshire könne hier der sogenannte „Float“ an Versicherungsprämien völlig anders angelegt werden – vor allem in Aktien. Die Niedrigzinsthematik treffe die Berkshire-Versicherer daher deutlich weniger als die restliche Branche.

#### **Mehr als eine „Modeerscheinung“**

Wenig Sorgen macht sich das „Orakel von Omaha“ auch über die zunehmende Konkurrenz für verschiedene Berkshire-Unternehmen durch das Internet. Er werde nicht versuchen, amazon.com in deren eigenem Geschäft zu überholen, denn darin sei dessen Chef Jeff Bezos schlichtweg zu gut. Dafür könnten sich aber diverse Tochterunternehmen gut mit dem radikalen Wandel, der in den letzten zwanzig Jahre stattgefunden hat, arrangieren. Als Beispiel

nannte er GEICO, die Auto-Direktversicherungstochter von Berkshire. Diese hatte das Internet zunächst verschlafen, schlicht und ergreifend, weil der Vertrieb per Telefon so wunderbar funktionierte. Mittlerweile habe sich dies jedoch geändert und GEICO sei „mit beiden Beinen“ im Internetzeitalter angekommen. Laut Charlie Munger würde der Gesamtkonzern Berkshire Hathaway netto sogar vom Internet und dessen Möglichkeiten profitieren. Auch Munger selbst scheint sich daher mittlerweile intensiv mit diesem Medium zu befassen, das er noch im Jahr 2000 als eine „Modeerscheinung“ bezeichnete.

#### **Warrens Quelle des Glücks**

Alles andere als eine „Modeerscheinung“ ist auch Coca-Cola, an der Berkshire unverändert mit 9,3% beteiligt ist. Bedenken aufgrund der Gefahren bezüglich Diabetes und Fettleibigkeit hat Warren Buffett keine. Vielmehr sei der Genuss von Coca-Cola für ihn persönlich eine Quelle von Glück. Er habe noch keinen Beweis dafür gefunden, dass er eher 100 Jahre alt würde, wenn er stattdessen Wasser und Brokkoli konsumieren würde. Auch für Munger greift die Kritik an Coca-Cola zu kurz. Denn es würden stets nur die negativen, nicht aber die positiven Effekte der Zuckerbrause herausgestellt. Ein Mensch müsse pro Tag mehrere Liter Wasser trinken. Einen Teil davon mit Geschmack zu versehen, könne dabei kein Nachteil sein. Der regelmäßige Griff in die Schachtel Peanut Brittle von See's Candies (ein Berkshire-Unternehmen), die vor den beiden steht, ist wohl ein ähnlicher Quell von Glück – und vermutlich die beste Werbung, die sich See's Candies vorstellen kann!

#### **Keine Wolken am Berkshire-Himmel zu erkennen**

Insgesamt stehe Berkshire mit seinen Beteiligungen heute so gut da wie nie zuvor. Wirkliche Gefahren für das Portfolio der Holding können beide kaum am Horizont ausmachen, auch ein Präsident Donald Trump könne daran kaum etwas ändern. Zwar hat sich Warren Buffett noch nicht öffentlich für eine Wahl von Hillary Clinton im Herbst ausgesprochen, es ist jedoch bekannt, dass er traditionell ein Demokrat ist. Munger andererseits ist bekennender

Republikaner, hat seinerseits jedoch ebenfalls noch keine Empfehlung für den Wahlkampf abgegeben. Eine verbleibende Gefahr gebe es jedoch: CNBC! Und damit ist nicht etwa der gleichnamige Fernsehsender gemeint, sondern Cyber-, nukleare, biologische oder chemische Anschläge. Diese sind laut Warren Buffett eine reale Gefahr. Bislang hatte die Menschheit schlicht und ergreifend Glück.

### Beteiligungen unter Druck

Zwei der größten Aktienpositionen von Berkshire wurden von mehreren Aktionären kritisch angesprochen: American Express und IBM. Beide gelten als persönliche Favoriten von Warren Buffett. Das Investment in IBM ist jedoch bereits in der Vergangenheit vielfach auf Unverständnis gestoßen. Die Nachfrage, worin denn exakt der „Burggraben“ rund um IBMs Geschäftsmodell bestehe, lässt Buffett auf der Hauptversammlung unbeantwortet. Laut Charlie Munger sehe man im Geschäft von IBM einen fundamentalen Wandel. Ob IBM all diesen Veränderungen makellos begegnen könne, wisse wohl auch Warren selbst nicht, merkt er dann noch an. Beide scheinen jedoch ein enormes Grundvertrauen in das Unternehmen zu besitzen, schließlich erhöhte Berkshire vergangenes Jahr seine Beteiligung an „Big Blue“ noch einmal auf rund 8,4%. Auch an American Express hält Buffett gerne fest. Deren Geschäftsmodell werde derzeit von vielen Seiten attackiert, so Buffett, denn es sei einfach zu interessant. Allerdings sei dies auch in der Vergangenheit stets so gewesen.

### Kursziel 100.000

Diskussionsbedarf gab es schließlich auch zum Thema negativer Zinsen, wie sie in Europa ja bereits Realität sind. Laut Charlie Munger ist dies eines der Themen, zu dem aktuell viele Wissenschaftler etwas sagen, ohne Genaueres zu wissen. Warren und er dagegen wüssten, dass sie es nicht verstehen, und handelten danach. Was Buffett jedoch nicht daran hinderte, am Montag nach der Hauptversammlung in einem TV-Interview noch einmal dieses Thema aufzugreifen. Würde die aktuelle Politik der Nullzinsen für 50 Jahre Bestand haben, könne er sich einen Dow Jones-Index bei 100.000 Punkten vorstellen. Bereits in der Vergangenheit hatte er immer

wieder auf die Bedeutung von Zinsen hingewiesen, die wie die Schwerkraft seien. Unsichtbar, aber mit einer Wirkung auf alles. Indirekt stellt er damit eine ähnliche Überlegung an wie wir im „Großen Bild“ im Smart Investor 5/2016. Dort hatten wir die „KGVs“ von Aktien mit denen von Staats- und Unternehmensanleihen verglichen – und damit auf die relativen Chancen von Aktien bei einer Beibehaltung der Nullzinsen hingewiesen.

### „Kloake“ statt „neue Berkshire“

Einen kleinen Seitenhieb gab es am Ende noch gegen das abgestürzte Pharma-Unternehmen Valeant. Diese wurde vom Hedgefondsmanager Bill Ackman früher auch als „die neue Berkshire“ bezeichnet. Buffett bezeichnete Valeants Geschäftsmodell erneut als „unethisch“. Valeant provozierte in der Vergangenheit mehrmals durch exorbitante Preiserhöhungen bei hinzuge-

hin zur Berkshire-Unterhose mit den Logos aller Konzernunternehmen. Ein Konzern, der keine Kunden, sondern Fans zu haben scheint, hat so viel nicht falsch gemacht! Neben klassischen Berkshire-Memorabilia gibt es ein komplettes Fertighaus von Clayton Homes zu sehen, das es zum Aktionärspreis von 78.000 USD zu kaufen gibt. Daneben die Kabine eines Challenger-Jets, für den man bei der Berkshire-Tochter Netjets ein Stundenkontingent erwerben kann, oder erstmals die Flugzeugteile, die die Neuerung Precision Castparts produziert. Kurz vor Beginn der Hauptversammlung drehte dann auch Warren Buffett selbst eine kurze Runde, umringt von jeder Menge Fans und Journalisten.

Doch Omaha hat am Aktionärswochenende noch mehrere Hotspots zu bieten: Beim Juwelier Borsheim's – eine Berkshire-Tochter, wie sollte es anders sein, und nach



*Ein ganzes Haus aus Pralinschachteln von See's Candies. Deren Inhalt soll genau jener Menge entsprechen, die Warren Buffet in seinem Leben bislang gegessen hat.*

kauften Präparaten. Laut Munger ist es nach dem Absturz der Aktie nun klar, dass Valeant eine „Kloake“ ist. Diejenigen, die sie kreierte haben, würden die Schmach verdienen, die sie nun bekämen.

### Aktionärsrabatt auf alles

Parallel zur laufenden Hauptversammlung gibt es im Convention-Center quasi eine „Berkshire-Hausmesse“. Zu speziellen Sonderpreisen wird dort alles verkauft, was das Aktionärsherz höher schlagen lässt – bis

Tiffany's in New York die umsatzstärkste Filiale eines Juweliers – gibt es am Freitagabend einen Aktionärs Empfang. Am Sonntagnachmittag schließlich spielen Warren Buffett und Bill Gates, ein Freund Buffetts und ein Board-Member von Berkshire Hathaway, im Foyer Tischtennis. Traditionell steht Buffett dann auch noch für einige Minuten selbst hinter einem Verkaufstresen. Denn schließlich sollen die Aktionäre ihr Geld beim „Berkshire-Hofjuwelier“ ausgeben. Auch hier locken üppige Rabatte, ▶

daneben aber auch das Gefühl, nicht irgendwo, sondern quasi „direkt“ bei Warren Buffett einzukaufen. Für Borsheim's ist das Aktionärswochenende daher wie ein zweites Weihnachten im Mai – 10% des Umsatzes sollen angeblich an diesen wenigen Tagen erzielt werden. Es gibt eben auch diese Seite des Warren Buffett. Er ist nicht nur ein großartiger Investor, sondern auch ein guter Geschäftsmann. Seine Hauptversammlung betrachtet er deswegen

nicht als lästige Pflicht, sondern nutzt sie als Verkaufsveranstaltung.

**Fazit**

Berkshire Hathaway ist kein normaler Großkonzern. Es ist ein Mythos, den man wohl nur vor Ort in Omaha komplett versteht. Dass die Aktie des Konglomerats dennoch auch aktuell hochattraktiv ist (siehe Kasten auf dieser Seite), macht die Sache umso interessanter. Natürlich ist die Reise nach

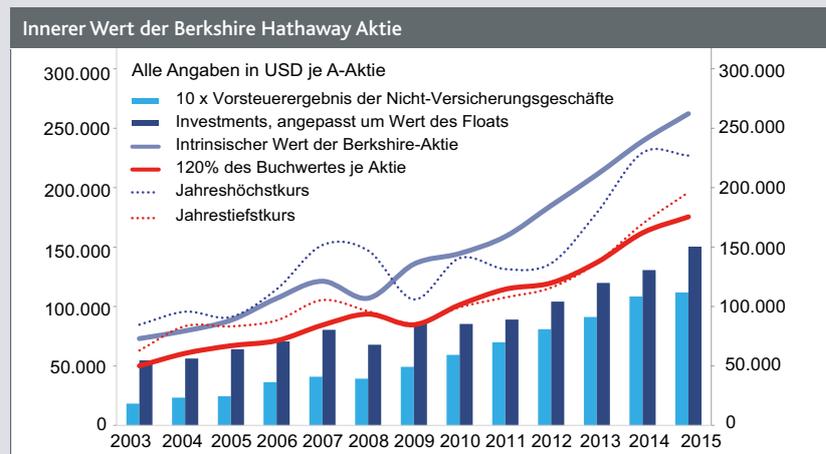
Omaha wie ein Pilgern zum Idol mehrerer Generationen von Investoren. Man kann dies als vollkommen bescheuerten Personenkult ansehen, der einen persönlich wenig weiter bringt. Doch es ist wie das Aufladen der „Value-Akkus“, das Einnorden des eigenen Verstandes auf das Wesentliche beim Investieren. Omaha ist deswegen eine Reise wert, denn man kommt aus Omaha als besserer Value-Investor zurück.

*Christoph Karl*

**Der „Buffett-Put“ und der „Berkshire-Call“**

Vor exakt 51 Jahren übernahm Warren Buffett die Kontrolle bei Berkshire Hathaway, einem sanierungsbedürftigen Textilhersteller aus Massachusetts. Was danach geschah, ist wohl eine der märchenhaftesten Erfolgsgeschichten der Wirtschaftsgeschichte. Durch neue Beteiligungen an Versicherungen, Banken und Industrieunternehmen sowie erfolgreiche Aktieninvestments verwandelten Warren Buffett und sein Partner Charlie Munger das Unternehmen in die erfolgreichste börsennotierte Beteiligungsgesellschaft der Welt. Die heutige A-Aktie stieg von 19 USD auf zuletzt 212.000 USD. Zunehmend mehren sich nun die Hinweise, dass Buffett die Renditen der Vergangenheit zukünftig nicht fortschreiben können wird. Ist die Berkshire-Aktie also noch immer ein interessantes Investment?

Vermutlich mehr als je zuvor. Zwar werden Berkshire-Aktionäre zukünftig keine Erträge von 30 oder gar 50% p.a. realisieren können, eine Rendite von 8 oder 10% auf das eingesetzte Kapital sollte aber auch in den nächsten Jahren möglich sein. Die Diversifikation aus vielen finanziell unabhängigen Tochtergesellschaften macht das Berkshire-Modell einzigartig. Denn es gibt kaum Garantien oder Bürgschaften, Risiken werden damit kleingehalten. Dazu kommt die enorme Bonität, die Berkshire selbst in Krisen oder bei Naturkatastrophen (über die Versicherungen) nicht wanken lassen wird. Durch die Fähigkeiten der Kapitalallokation von Warren Buffett und Charlie Munger, aber auch des neu hinzugekommenen Teams



Quelle: Ronny Ruchay

um Todd Combs und Ted Weschler ist auch zukünftig sichergestellt, dass die Erträge ideal reinvestiert werden.

Die von Buffett selbst angewandte „Drei-Säulen-Methode“ zur Bewertung von Berkshire zeigt aktuell eine deutliche Unterbewertung an. Die erste Säule sind dabei die klar bewertbaren Investments in Aktien, Anleihen und Cash. Die zweite Säule ist die Ertragskraft der Unterneh-

mensbeteiligungen. Und schließlich muss die Fähigkeit der Gesamtorganisation, Geld zu reinvestieren, mitbewertet werden. Sollte der Kurs unterhalb von 120% des Buchwertes notieren, kündigte Buffett zudem Aktienrückkäufe an. Der „Buffett-Put“ würde heute bereits rund 12% unter dem heutigen Kurs greifen.

Damit ergibt sich zum Jahresende 2015 folgende Rechnung:

Intrinsischer Wert und „Buffett-Put“ bei der A- und B-Aktie (in USD)			
	A-Aktie 2014	A-Aktie 2015	B-Aktie 2015
Investments + Float aus Versicherungen	130.689	150.362	100,24
Operative Beteiligungen (KGV 10)	108.470	111.860	74,57
<b>Intrinsischer Wert je A-Aktie in Summe</b>	<b>239.159</b>	<b>262.222</b>	<b>174,81</b>
Buchwert je A-Aktie	146.137	155.521	103,68
<b>120% des Buchwertes je A-Aktie</b>	<b>175.365</b>	<b>186.626</b>	<b>124,42</b>
<b>Aktueller Kurs</b>		<b>212.833</b>	<b>141,83</b>
Discount zum intrinsischen Wert		-18,8%	-18,9%
Maximales Risiko durch „Buffett-Put“		-12,3%	-12,3%

*Christoph Karl*

## Phänomene des Marktes

# Normalverteilte Finanzmarktdaten?

## Teil 2: Retracements

Gastbeitrag von René Kempen, Stanislaus Maier-Paape, Andreas Platen

### Dow Trends in der Technischen Analyse

Bei der Untersuchung der logarithmischen Aktienmarktrenditen wurde in Teil 1 dieses Beitrags<sup>1</sup> eine Verteilung beobachtet, die einer Normalverteilung ähnelt. Das Phänomen Normalverteilung beschränkt sich jedoch nicht nur auf die (Tages-)Renditen, sondern kommt an den Märkten noch in anderen Bereichen vor. Wie sich im Folgenden zeigen wird, ist einer dieser Bereiche der markttechnische Trend.

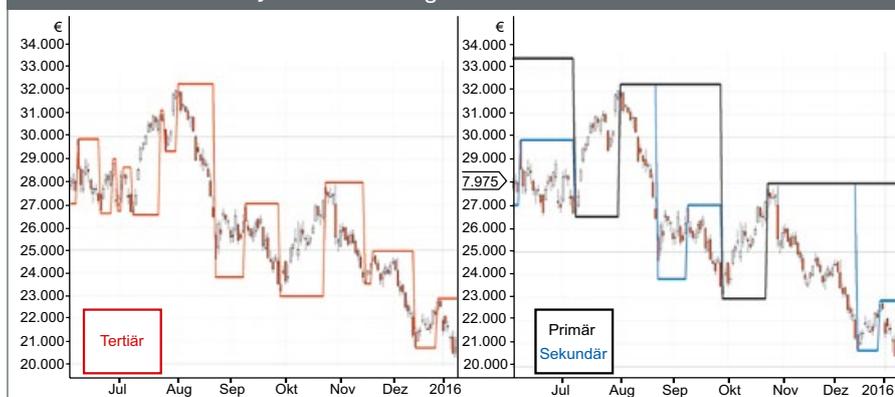
Die Trend-Idee nach Charles Dow ist so alt wie die Technische Analyse selbst und hat sich als deren zentraler Bestandteil etabliert. Die auf Dow zurückgehende (markttechnische) Trenddefinition<sup>2</sup> besagt Folgendes: Ein Markt ist in einem Aufwärtstrend, wenn (mindestens) die letzten zwei relevanten Tiefpunkte und die letzten zwei Hochpunkte jeweils steigen. Genau umgekehrt ist ein Abwärtstrend durch

fallende Hochs und Tiefs definiert. Ein Trend ist auf diese Weise bereits genau charakterisiert, wenn relevante Extrempunkte eindeutig definiert sind. Eine automatische Erkennung dieser relevanten Hoch-/Tiefpunkte ist durch den MinMax-Prozess nach Maier-Paape<sup>3</sup> möglich, welcher in Abb. 1 veranschaulicht wird. Dort ist für den Tageschart auf Basis des MACD für drei verschiedene Parametereinstellungen der jeweilige MinMax-Prozess eingezeichnet. Der MACD wird dabei als „Stop and Reverse“ (SAR)-Prozess interpretiert, wobei seine Standardparameter (12/26/9 Tage) jeweils mit einem Skalierungsparameter multipliziert werden (in Abb. 1: rot = 0,5, blau = 1, schwarz = 4). Die Linien in Abb. 1 weisen jeweils den letzten zur Periode notierten Extrempunkt aus. Es ist direkt ersichtlich, dass die Skalierung als Kontrollschraube für die Sensitivität des MinMax-Prozesses dient.



*Prof. Dr. Stanislaus Maier-Paape lehrt am Institut für Mathematik der RWTH Aachen und ist Geschäftsführer der von ihm gegründeten Firma SMP Financial Engineering GmbH. René Kempen und Andreas Platen promovieren unter der Betreuung von Prof. Dr. Maier-Paape. Die Forschungsschwerpunkte dieser Arbeitsgruppe im Bereich „quantitative finance“ sind die statistische Analyse und mathematische Modellierung von Finanzmärkten und mechanischen Handelssystemen, insbesondere unter Berücksichtigung der Markttechnik, sowie Portfolio- und Moneymanagement für Asset Allocation.*

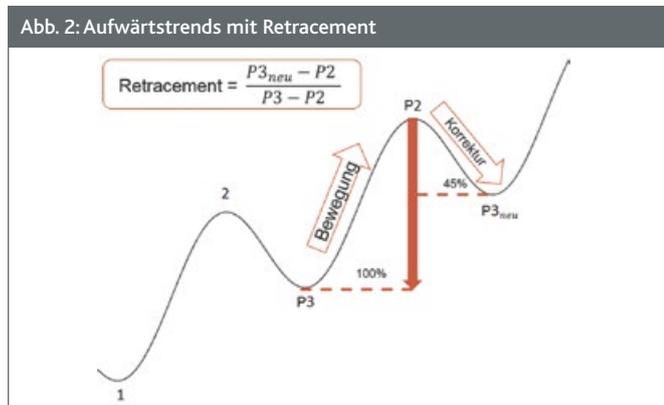
Abb. 1: Deutsche Bank von Juli 2015 bis Anfang 2016



Verschiedene MinMax-Indikatoren auf Tagesbasis

- 1 Phänomene des Marktes: Normalverteilte Finanzmarktdaten? Teil 1: Tagesrenditen; R. Kempen, S. Maier-Paape, A. Platen
- 2 The Dow Theory Today, Snowballpublishing 2012, S. 5, R. Russel
- 3 Automatic one two three, Quantitative Finance Vol. 15 (2015), 247-260, S. Maier-Paape ►

Aufbauend auf den relevanten Hoch- und Tiefpunkten ist die automatische Erkennung des markttechnischen Trends einfach umzusetzen. Dies ermöglicht es, eine Vielzahl von Trendphänomenen statistisch zu untersuchen. So wurde bereits das Retracement in einem Trend eingehend von Kempen<sup>4</sup> analysiert. Das Retracement ist dabei das Verhältnis von Korrekturtiefe zur Höhe der vorherigen Bewegung, wie in Abb. 2 an einem Aufwärtstrend gezeigt.



Schematische Darstellung eines Aufwärtstrends mit 45%igem Retracement

### Logarithmische Normalverteilung

Nach der Messung aller Retracements in Auf- und Abwärtstrends innerhalb der Charts für die Aktien des aktuellen S&P 100 (Kurs-historie maximal bis zum Jahr 1970) ergibt sich eine Verteilung wie in Abb. 3 zu sehen. Die Daten sind dabei als Histogramm aufbereitet, d.h. die Höhe der einzelnen Balken entspricht der jeweiligen Anzahl an Daten in diesem Bereich. So bedeutet ein Wert von 770 für den Balken von 0,45 bis 0,55, dass genau 770 Retracement-Werte zwischen 45% und 55% beobachtet wurden.

Die Verteilung der Retracements  $x$  aus Abb. 3 kommt einer logarithmischen Normalverteilung sehr nahe. Namensgebend gilt für eine logarithmische Normalverteilung, dass die Logarithmen der Daten normalverteilt sind. Die „Dichte“ der Log-Normalverteilung hängt von zwei Parametern  $\mu$  und  $\sigma$  ab und ist gegeben durch

$$f(x; \mu, \sigma) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}\sigma x} \exp\left(-\frac{[\log(x) - \mu]^2}{2\sigma^2}\right), x > 0.$$

Die Log-Normalverteilung kann dabei leicht an die Retracement-Daten angepasst werden, indem man  $\mu$  als Mittelwert und  $\sigma^2$  als Varianz der Logarithmen der gegebenen Retracements schätzt. Als Konsequenz bedeutet dies, dass die Retracements zwar zufällig sind, aber dieser Zufall gewissen Regeln folgt. Die Häufigkeit für ein Retracement  $x$  korrespondiert dabei mit dem Wert der Dichte  $f(x; \mu, \sigma)$ . Man beachte, dass die Retracement-Daten mit der Log-Normalverteilung schon auf den ersten Blick deutlich besser übereinstimmen, als dies bei den Tagesrenditen aus Teil 1<sup>5</sup> der Fall war.



Andreas Platen

René Kempen

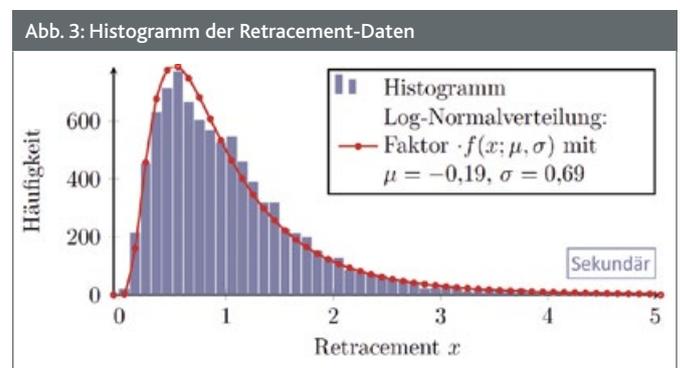
### Resultate der Retracement-Verteilung

Dow teilte bereits Trends abhängig von ihrem zeitlichen Rahmen und der damit korrespondierenden Signifikanz in drei Klassen (Primär, Sekundär und Tertiär) ein. Neben der Messung der Retracements für sekundäre Trends sollen daher auch primäre und tertiäre Trends betrachtet werden. Die Auswahl der Skalierungsparameter für den MACD erfolgte bereits unter diesem Gesichtspunkt, sodass jeder eine andere Trendklasse abdeckt. Die Messungen für die beiden anderen Trendklassen ergeben jeweils die gleiche charakteristische Log-Normalverteilung, wie in Abb. 4 eindrucksvoll zu sehen ist.

Insgesamt können drei bemerkenswerte Resultate festgehalten werden:

- Die Retracements sind logarithmisch normalverteilt.
- Die Verteilung der Retracements ist skalierungsinvariant.
- Es sind keine statistisch signifikanten Ausreißer messbar.

Die ersten beiden Aussagen wurden bereits erörtert. Die dritte Aussage leitet sich schlicht aus der Tatsache ab, dass keine Ausreißer, also deutliche Ausbrüche über die gefittete Dichte-Kurve hinaus, bei bestimmten Retracement-Werten erkennbar sind. Dieser Punkt wurde umfangreich von Kempen<sup>4</sup> in seiner mit dem



Histogramm der Retracement-Daten (8.951 Werte) für sekundäre Trends (Skalierung 1) mit Anpassung einer logarithmischen Normalverteilung.

<sup>4</sup> *Fibonacci's are Human (Made)*, 1. Preis VTAD Award 2015, R. Kempen

<sup>5</sup> *Phänomene des Marktes: Normalverteilte Finanzmarktdaten? Teil 1: Tagesrenditen*; R. Kempen, S. Maier-Paape, A. Platen

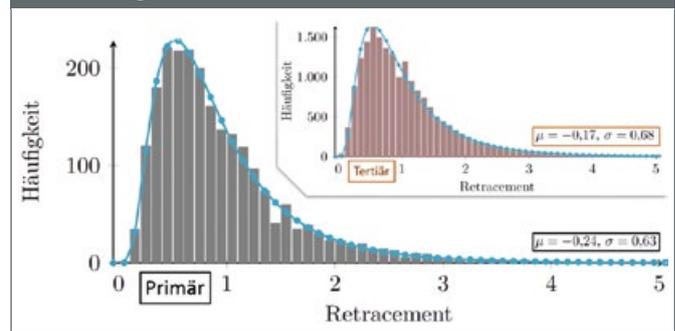
VTAD Award 2015 ausgezeichneten Arbeit untersucht. Erst durch deutlich feinere Auflösungen der „Bin“-Größen wurden für einzelne Trendklassen einige signifikante Retracement-Level beobachtet.

Die sogenannten „Fibonacci-Retracements“ wurden dagegen nicht beobachtet, was die weit verbreitet angenommene Signifikanz dieser – zumindest auf Tagesbasis – empirisch widerlegt hat. Nichtsdestotrotz ist der Peak der Retracement-Dichte in etwa bei 50% und die meisten Retracements liegen zwischen 33% und 66%. Dies wurde so auch schon von Murphy beobachtet<sup>6</sup>.

#### Fazit

Die Anwendung des MinMax-Prozesses zur automatisierten Auf- und Tiefpunkten nach Maier-Paape lieferte äußerst interessante Ergebnisse. Es zeigte sich, dass das Retracement in Dow Trends einer stetigen Verteilung – der Log-Normalverteilung – folgt. Weiterhin ist es bemerkenswert, dass die Verteilung der Retracements quasi unabhängig von der betrachteten Trendklasse ist. Durch die Verteilungsannahme kann damit das Phänomen Retracement mathematisch greifbar gemacht

Abb. 4: Histogramme der Retracement-Daten



Histogramm der Retracement-Daten für primären (2.308 Werte, Skalierung 4) und tertiären Trend (18.788 Werte, Skalierung 0,5) mit Anpassung einer logarithmischen Normalverteilung.

werden. Dies öffnet die Tür für weitere Analysen<sup>7</sup>. Da der Fit der Retracement-Daten an die Log-Normalverteilung in vielen Märkten extrem gut übereinstimmt, liegt die Vermutung nahe, dass es sich bei diesem Phänomen um eine Art Grundgesetz der Technischen Analyse handelt, das bisher so noch nicht beobachtet wurde. ■

<sup>6</sup> *Technical Analysis of the Financial Markets*, Kap. „Percentage Retracements“, J.J. Murphy

<sup>7</sup> z.B. in der Masterarbeit von R. Kempen, <http://www.instmath.rwth-aachen.de/~maier/publications/Kempen2015.pdf>

Anzeige

# Smart Investor

3 MAL GEGEN  
DEN MAINSTREAM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Smart Investor

Weekly

SmartInvestor.de



Besuchen Sie uns auf  
Facebook!



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

# „Großer Hammer der Moral“

Professor Udo Di Fabio, früherer Richter am Bundesverfassungsgericht, über Flüchtlinge, Grenzen und die EU

## Prominenter Vorredner

Am 12.5.2016 referierte Professor Udo Di Fabio, ehemaliger Richter am Bundesverfassungsgericht, im Rahmen der Münchner Wirtschaftsgespräche über das Thema „Aktuelle politische und rechtliche Folgen der Migration“. Die einführenden Worte sprach der frühere bayerische Ministerpräsident, Edmund Stoiber. Er verwies auf die enorme Emotionalisierung der Debatte nach der Entscheidung der Bundeskanzlerin zur Öffnung der Grenzen – eine Entscheidung, die er für einen schweren Fehler hält. Auch zeigte er sich überrascht, wie fundamental die Flüchtlingssituation Europa auseinandertreibe. Dem „sehr moralischen Beispiel“ Deutschlands werde nicht gefolgt. Eine europäische Lösung könne aber nur ein Kompromiss sein, der die Identität und Gefühle in den anderen Mitgliedsstaaten stärker akzeptiere, nicht aber eine Politik mit dem „moralischen Zeigefinger“.

## Differenzierte Betrachtung

Gleich zu Beginn seines Referats unterschied der ehemalige Bundesverfassungsrichter Di Fabio zwischen dauerhafter Migration und vorübergehender Schutzsuche. Die Motive für die Zunahme der Wanderungsbewegungen seien sehr unterschiedlich – Krieg, Not, Vertreibung, aber auch das bloße Kalkül auf ein verbessertes Leben. Die Öffnung der Grenzen wirke verstärkend. Solange die Heterogenität zwischen den Ländern bestehe, könne dies für Deutschland mehr Zuwanderung bedeuten. Dennoch wirkten nicht nur die entwickelten Sozialstaaten anziehend. Die Welt um die westlichen Kernstaaten verändere sich. Das könne zwar positiv sein, habe aber auch



Professor Udo Di Fabio

zu neuen autokratischen Strukturen und dem Zerfall von Staaten geführt: „Die Welt ist unübersichtlicher geworden.“

## Grundidee „Atlantik-Charta“

Dann räumte Di Fabio mit einigen hartnäckigen Mythen auf, etwa der These, dass die Globalisierung die Welt ungerechter gemacht habe. Das Gegenteil sei der Fall. Hinter Maos geschlossenen Mauern seien weit mehr Menschen gestorben. Die „Atlantik-Charta“ sei die westliche Grundidee einer idealen Ordnung, in

der sich demokratische Rechtsstaaten dem Handel öffnen und jeder Einzelne auf seine Art in seiner selbstbestimmten Nation daran mitwirken könne. Die Idee sei gut und habe eine machtvolle Wirklichkeit erschaffen, stoße aber inzwischen an Widersprüche und Grenzen.

## Gefährliche Bilder einer Integrationslogik

Di Fabio hält das Bild eines immer näher zusammenrückenden Europas für falsch. In einem Mietshaus würde das bedeuten, dass man die Wände durchbreche. Das vom ehemaligen EG-Kommissionschef Jacques Delors entwickelte Bild eines Fahrrads, das immer in Bewegung bleiben müsse, damit es nicht umfalle, sei sogar noch fataler. Ein Fahrer, der an einer roten Ampel nicht anhalten könne, gehöre nicht in den Straßenverkehr. Ein tragfähiges Bild sei dagegen das Zusammenwachsen in den Ideen, kombiniert mit einer pragmatischen Politik. Es sei übermäßiger Ehrgeiz gewesen, eine gemeinsame Asylpolitik für Europa voranzutreiben, obwohl die rechtlichen und sozioökonomischen Voraussetzungen unterschiedlich waren. Das habe sich in unheilvoller Weise manifestiert.

## Kein Menschenrecht auf freie Staatswahl

Dennoch sei die Wahrnehmung, dass die EU die Hoheit übernommen habe, unrichtig. Wie wir ganz praktisch erfahren haben, können Grenzkontrollen wieder aufgenommen werden, wenn die Sicherung an den Außengrenzen nicht funktioniere. Mit dem Dublin-System sei zwar auch die Behandlung von Asylantträgen in Europa geregelt worden, nicht aber, dass eine unbestimmte Anzahl an Menschen aufgenommen werden müsse. Weiter gefasste, internationale Begriffe wie „Schutzsuchende“ seien an der Leistungsfähigkeit zu orientieren. Es gebe kein Menschenrecht auf die subjektive Entscheidung, in welchem Staat man leben möchte. Aber es gebe einige, die davon träumten und damit die Welt der Staaten ein Stück weit zum Verschwinden bringen wollten. Allerdings zeige die Erfahrung, dass Menschenrechte gerade dort gefährdet seien, wo Staaten zerfallen.

## Territorialität vs. Universalität

In der Folge arbeitete Di Fabio den Gegensatz zwischen der Universalität der Menschenrechte und der Territorialität politischer Ordnungen heraus. Der weltweite Schutz der Menschenwürde könne nicht das Thema eines Landes sein. Diese für alle Menschen zu garantieren, wäre Wahnsinn. Dublin sei ein unausgeglichenes, wirres Recht, das geradezu den Moral Hazard fördere. Wie aber soll Europa mit Migration in einer unsicherer werdenden Welt umgehen?

Die Antwort laute: Wie klassische Einwandererstaaten, die aber eher „harte“ Staaten sind, obwohl auch sie humanitäre Schutzmaßnahmen kennen. Es sei eine Kernfrage, ob man solche Entscheidungen überhaupt vergemeinschaften könne. Dahinter stünden knallharte soziologische Fakten. Keine Kultur könne beliebig viele Menschen aus einer anderen Kultur aufnehmen. Ein „Menschenrecht“, in die Schweiz auszuwandern – dies wäre eine Pervertierung des Rechts. Die Menschenrechte und die demokratische Selbstbestimmung müssten wieder zusammengebracht werden.

### Gesinnungs- vs. Verantwortungsethik

Bis zum Spätsommer 2015 sei Europa immer das zähe Ringen gewesen, der institutionalisierte Verhandlungskompromiss, der pragmatische Geist. Ziemlich sicher sei, dass man einen Preis für die deutsche Flüchtlingspolitik verlangen werde. Sollte dieser in einer Vergemeinschaftung der Schulden bestehen, dann gerate das europäische Projekt weiter in Schieflage. Und dann wurde Di Fabio noch einmal deutlich: Wer mit dem „großen Hammer der Moral“ komme, den sollten wir des Platzes verweisen. Wer Grenzen öffnen will, sei nicht per se der Gute, und wer sie schließen will, sei nicht per se der Böse. Verantwortungsethik kalkuliere auch die Folgen der Gesinnungsethik. Es sei nicht richtig, Diskussionen mit gesinnungsethischem Rigorismus zu unterbinden. Wieder habe sich gezeigt, dass vor allem die größeren Nationen nicht



Professor Udo Di Fabio und Dr. Edmund Stoiber

davor gefeit seien, Sonderwege zu gehen. Das „europäische Korsett“ gebe eben auch Halt. Eine offene Welt, so Di Fabio, sei keine Märchenwelt, sondern eine der gesteigerten Verantwortung.

### Fazit

Die anschließende Diskussion zeigte, wie sehr die Themen den Anwesenden auf den Nägeln brannten. Es ist Di Fabios Verdienst, eine komplexe Materie verdaulich zu machen und mögliche Antworten auf aktuelle Fragen entlang tragfähiger Prinzipien zu entwickeln. ■

*Ralph Malisch*

Anzeige



**INDUS**  
Die Mittelstands-  
gruppe

[www.indus.de](http://www.indus.de)

**[INDUS]**

Österreichische Schule

# Wider die gesellschaftliche Fehlentwicklung

Bericht von der 12. Internationalen Gottfried-von-Haberler-Konferenz am 20. Mai 2016 in Vaduz/Liechtenstein

## Sparen und Freiheit

Zum mittlerweile zwölften Mal fand im liechtensteinischen Vaduz die Internationale Gottfried-von-Haberler-Konferenz statt. Ohne das Engagement des Fürstenhauses wäre eine solche, kontinuierliche Abfolge hochkarätiger Tagungen nicht denkbar. Für die Organisation zeichnet sich die European Center of Austrian Economics Foundation (ECAEF – [www.ecaef.li](http://www.ecaef.li)) verantwortlich. Deren wesentliche Leitideen sind Unternehmertum, Eigenverantwortung, persönliche Freiheit und freie Marktwirtschaft. In seiner Einführungsrede hielt ECAEF-Präsident, S. D. Prinz Michael von und zu Liechtenstein, ein leidenschaftliches Plädoyer für das Sparen. Nicht nur sei dies die einzige Art, auf die Vermögen entstehe, ohne Ersparnis wachse auch die Abhängigkeit der Menschen vom Staat. Die wesentlichen Fehlentwicklungen sah er in der extremen Überregulierung, dem Kontrollwahn und einer ebenfalls extremen Gleichheitsdiskussion. Sorge bereiteten ihm auch die jüngsten Attacken auf das Bargeld. Wenn erst einmal alle Daten gespeichert sind, dann sei zu erwarten, dass diese auch missbraucht werden.

## Zentralbanken und Währungswettbewerb

Die diesjährige Konferenz stand unter dem Titel „Über Zentralbanken, Schuldenpolitik und den geprellten Bürger“. Das war nicht nur die Gliederung in drei Themenblöcke, sondern auch eine Entwicklungslogik: Zentralbanken ermöglichen jene notorische Schuldenpolitik an deren Ende der geprellte Bürger steht. In „Session I“ ging es um „Zentralbanken und Währungswettbewerb“. Als Einführung gab der Chef des Wirtschaftsressorts der Neuen Züricher Zeitung (NZZ), Dr. Peter Fischer, einen historischen Abriss des Münzwesens und der Geldgeschichte – je nach Betrachtungsweise der immer neue Anlauf, aus Fehlern zu lernen, oder eine Geschichte, die von einem Desaster in das nächste glitt. Wesentlich zur letzten großen Krise habe die US-Fed beigetragen, indem sie den regelgebundenen „Pfad der Tugend“ verließ. Der US-Wirtschaftsprofessor John B. Taylor hatte mit der später nach



Professor John B. Taylor,  
Vater der „Taylor-Regel“

ihm benannten Taylor-Regel bereits in den 1960ern über eine Regelbasierung der Notenbankpolitik nachgedacht. Ihm sei es vor allem um eine einfache und robuste Regel gegangen. Das lief erstaunlich gut, solange sich die Notenbank an die Regel hielt, und ziemlich schlecht, sobald sie es nicht tat. Heute leben wir in einer regellosen Welt, die wesentlich instabiler sei als jene der 1980er und 1990er Jahre. Hinsichtlich einer Regelbasierung gehe es darum, von aktuell „nichts“ wieder zu „etwas“ zurückzukehren. Professor Peter Bernholz identifizierte als Auslöser der Krise die Zentralbanken und die Politik. Bei der ausschließlichen Ausrichtung auf monetäre Größen wurde das Verhältnis zum „natürlichen Zins“ nicht berücksichtigt. Dieser lag historisch bei rund 3,5% p.a. Zwar sei eine Depression verhindert worden, dafür habe man aber eine historisch einmalige, negative Situation geschaffen. Für eine Normalisierung führe an einer schrittweisen Zinserhöhung kein Weg vorbei. Ein mutiger Schritt, der nur von der Fed ausgehen könne.

## Fiskalpolitik

In „Session II“ beschäftigt sich Dr. Tillmann C. Lauk mit der „Schulden-, Transfer- und Bankenunion“. Die ursprünglich geplante „Stabilitäts- und Wachstumsunion“ sei zur „Überschuldungs- und Schrumpfungunion“ mutiert. Die deshalb verfassungsmäßig gebotene Option des Austritts werde von der „Rettungsklasse“ nicht einmal mehr diskutiert. Der „Rettungsschirm“ stelle sich sachlich als gewaltige Collateralized Debt Obligation (CDO) dar – also genau jene finanzalchemistische Konstruktion, die in der Krise virulent geworden war. Dass Staatsanleihen auch nach Basel III noch immer als risikolos behandelt werden, sei „kafkaesk“. Lauk ging davon aus, dass die Schulden in absehbarer Zeit vergemeinschaftet werden. Damit sei das eigentlich unveräußerliche Recht auf Selbstbestimmung dahin. In der Folge sezierte Professor Thorsten Polleit in gewohnt launiger Weise die zentralen Glaubenssätze keynesianischer Fiskalpolitik. Dazu müsse man nur überlegen, wie der Staat diese Politik finanziere. Aufgrund der Besteuerung sinke die Produktionsleistung der Besteuerten, während bei den Nettosteuerempfängern der Anreiz gesetzt werde, auf produktive Tätigkeiten zu verzichten. Die von den Keynesianern erhoffte Win-win-Situation könne daher nicht erreicht werden. Auch sei die „Instabilität der Marktwirtschaft“ ein Mythos ihrer Gegner. Die großen Krisen des 20. Jahrhunderts ließen sich auf staatliche Eingriffe zurückführen.



Smart Investor Redakteur Ralph Malisch im Gespräch mit S. D. Prinz Michael von und zu Liechtenstein

Dennoch schaffe das staatliche Ausgabeverhalten Begünstigte und solche, die sich begünstigt fühlen, was zur Fortsetzung dieser Politik führe.

#### Geprellte Bürger

Die abschließende „Session III“ über den geprellten Bürger eröffnete Dr. Michael von Prollius. Im Geld bzw. Währungsstandard werde das Verhältnis von Bürger zu Staat sichtbar. Es sei das Thema, in dem „alle Schlachten“ gewonnen oder aber verloren werden. Nicht nur zwischen den Euroländern, auch innerhalb der Länder gebe es einen Überschuss- und einen Defizitsektor. Der Überschussektor – also die

Sparer – werde in diesem nicht nachhaltigen System einen Teil seiner Lebensleistung verlieren. Der Schweizer Dr. Henricque Schneider befasste sich mit Grundrechten als Abwehrrechte gegen den Staat. Dieser „status negativus“ lag den großen liberalen Staatsgründungen zugrunde. Nun aber tritt der Staat als Nutzenmaximierer in eigener Sache auf und begründet seinen Wunsch als Recht der Bürger, aus dem er für sich Leistungsaufträge generiere („status positivus“). Auch Zentralbanken handeln in diesem Sinne politisch. Ein Teil der heutigen „unorthodoxen“ Geldpolitik beruhe darauf, dass sich die Zentralbank immer neue Ziele gebe – Regulierung, Wirtschafts-

wachstum, Vollbeschäftigung, etc. Die Lösung bestehe in der Rückkehr zum „status negativus“ – Rechte als einklagbare Rechte auf staatliche Unterlassung. Der schwedische Autor Johan Norberg befasste sich mit den Auswirkungen der niedrigsten Zinsen seit mindestens 5.000 Jahren auf unser Verhalten. Kreditnehmer werden belohnt und Sparer bestraft. Früher war die Zentralbank diejenige, die die Party gebremst habe, heute schaffe sie frischen Alkohol heran. Dabei sind Rezessionen wichtig, um Fehlentscheidungen zu korrigieren. Neben unserer Gier, die uns ins Risiko treibt, bedürfen wir der Angst als Gegengewicht. Diese Angst wurde vom Markt genommen.

#### Fazit

In seinem Schlusswort forderte Professor Kurt Leube die Zuhörer auf, die Gedankenlosigkeit der Mainstream-Ökonomie zu hinterfragen, sich zu engagieren und zu diskutieren – besonders auch mit Studenten und jungen Leuten. Wer mehr wissen will, dem sei die Website der ECAEF ([www.ecaef.li](http://www.ecaef.li)) empfohlen – eine wahre Schatzkiste guter österreichischer Ideen und Argumente.

Ralph Malisch

Anzeige

# GARDASEE

## Trading-Campus

Weitere Informationen und Anmeldung unter [www.kursplus.de](http://www.kursplus.de)

**kurs**<sup>+</sup>  
www.kursplus.de

Lernen Sie, wie Sie Ihr Trading professionalisieren und Ziele dauerhaft erreichen!

- 6-tägiges Intensivseminar mit 3 Profi-Tradern
- Trading-Wissen mit Urlaub kombinieren
- Mit den Experten ganz privat – schon beim Frühstück fachsimpeln



Ort: Hotel Relais Corte Cavalli,  
Ponti sul Minico – Gardasee – Italien

Seminarpreis: 2.100,- €

Dr. Raimund Schriek

Daniel Schütz

Uwe Wagner

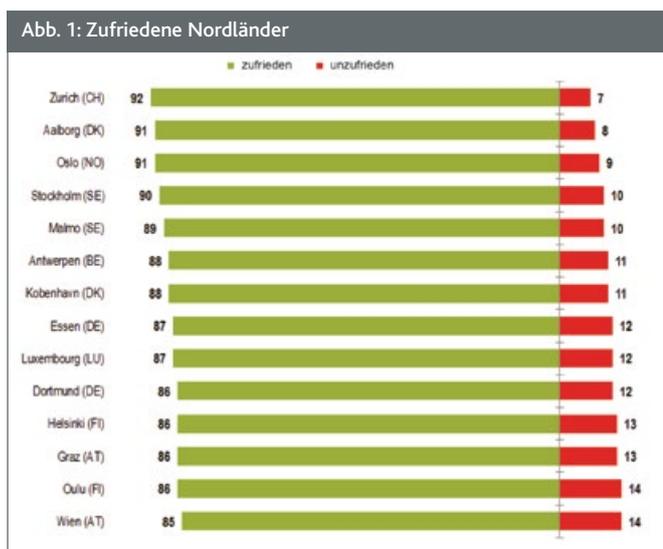
28.08. – 04.09.2016

## Lebensart &amp; Kapital – International

# Billig ist nicht immer günstig

## Wissenswertes über Lebensqualität und Lebenshaltungskosten im Ausland

Viele Menschen verbringen in unserer globalisierten Welt zumindest einen Teil ihres Lebens außerhalb der Landesgrenzen, in denen sie geboren wurden. Alleine aus Deutschland wanderten beispielsweise im Vorjahr 859.000 Menschen aus, wobei die überwiegende Mehrheit davon Ausländer waren. Wer aus freien Stücken in ein anderes Land zieht, der verbindet damit primär meist zwei Ziele: den Horizont erweitern und hoffentlich die Lebensqualität erhöhen. Ist speziell Letzteres nicht der Fall, braucht es schon viel Idealismus oder Liebe, um trotzdem den Sprung ins kalte Wasser zu wagen.



*In skandinavischen bzw. in Nordeuropa gelegenen Städten sind die Menschen relativ zufrieden mit ihrer finanziellen Situation.  
Quelle: European Commission*

Bei der Beurteilung der Lebensqualität spielt wiederum oft der Lebensstandard eine wichtige Rolle. Es geht letztlich also darum, sich etwas leisten und das auch genießen zu können. Denn was hilft es schon, wenn man zwar in einem tollen Land wohnt, aber wegen hoher Preise, die das eigene Budget übersteigen, trotzdem schlecht lebt? Oder aber, wenn man in einem Billigland gestrandet ist, dafür außer niedrigen Preisen aber nichts geboten bekommt. Diese beiden Hinweise machen deutlich, wie wichtig es ist, nicht nur auf das absolute Preisniveau zu schießen, sondern darauf, was unter dem Strich mit dem eigenen Einkommen möglich ist.

### Eigenes Einkommensniveau wichtig

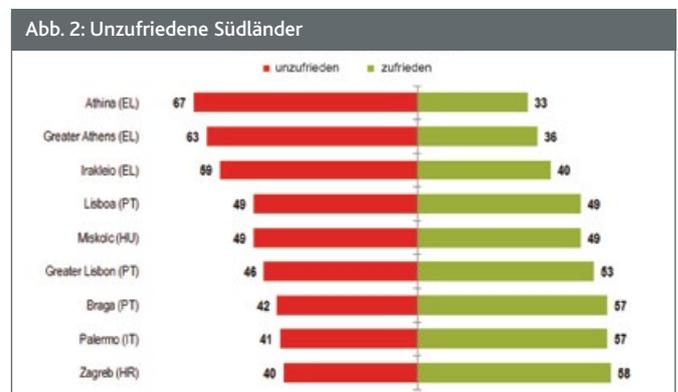
Mit dieser Grundüberzeugung im Hinterkopf sollten auch alle Studien gelesen werden, die Länder und Städte in Sachen Lebens-

standard vergleichen. Zudem muss unterschieden werden, ob man als dort lebender Angestellter mit den üblichen Löhnen zurechtkommen muss oder man als Gut-Betuchter, Rentner, Freiberufler/Selbstständiger über ein davon abweichendes Budget verfügt.

Wie wichtig diese Unterscheidung ist, zeigt sich an einer Studie, die Llewellyn Consulting im Auftrag von Glassdoor Economic Research durchgeführt hat. Darin wird die Schweiz als teures Pflaster ausgewiesen. Genf und Zürich sind demnach die beiden einzigen europäischen Städte, in denen das Leben leicht teurer ist als in New York. Doch alleine deswegen ein Leben bei den Eidgenossen auszuschließen, greift zu kurz – zumindest für Bezieher ortsüblicher Einkommen. Denn laut Glassdoor sind in der Schweiz auch die Nominallöhne mit 72.000 EUR im Schnitt unter den einbezogenen 17 europäischen Ländern am höchsten. Zum Vergleich: Deutschland rangiert mit rund 44.000 EUR nur auf Platz 11. Und selbst Norwegen (61.000 EUR) und Dänemark (56.000 EUR) weisen gemessen am Schweizer Niveau als Zweit- und Drittplatzierte einen deutlichen Abstand auf.

### Kaufkraft zählt

Etwas relativiert werden die europäischen Kräfteverhältnisse auf Basis der Kaufkraftparitäten, die Unterschiede im Preisniveau zwischen verschiedenen Ländern bereinigen. Mit rund 42.000 EUR liegt auch hier die Schweiz vorne, wobei Irland und Norwegen aber auf fast ähnlich hohe Werte kommen. Unter dem Strich führt das dazu, dass die Schweiz in der Glassdoor-Studie beim Lebensstandard mit klarem Vorsprung auf Platz eins geführt wird. Auf den Rängen zwei und drei folgen Dänemark und Deutschland fast gleichauf. Sie liegen



*In Südeuropa gelegenen Städten sind die Menschen relativ unzufriedener mit ihrer finanziellen Situation.  
Quelle: European Commission*

# Freiheit und Selbstbestimmung durch Eigeninitiative –

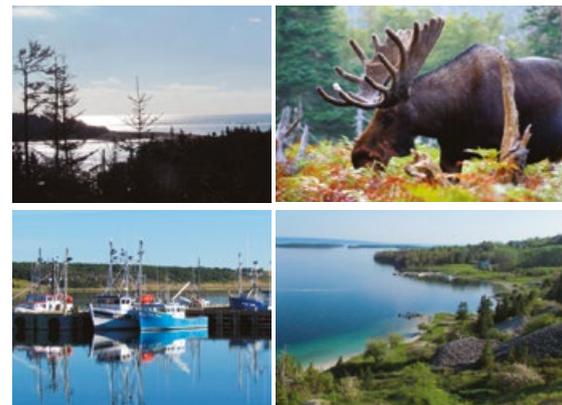


Ihr Land in Kanada

[www.FE-PropertySales.com](http://www.FE-PropertySales.com)

- \* Kapital- und Vermögensanlage in Sachwerte außerhalb Europas
- \* Landerwerb als Direktkauf
- \* Immigrationsbasis – Möglichkeit zur persönlichen Autarkie
- \* Urlaubsdomizil oder Altersruhesitz
- \* Rechtssicherer Eigentumsübertrag durch deutschsprachigen Notar
- \* Bebauungsmöglichkeit aller angebotenen Grundstücke
- \* Unterstützung bei Bank- und Behördenangelegenheiten

Weitere Informationen unter:  
[www.fe-propertysales.com](http://www.fe-propertysales.com)



## Nova Scotia ist eine Reise wert

Nachdem die Smart Investor Reise nach Nova Scotia bereits Anfang Juni 2014 stattfand, aber noch genügend weitere Interessenten Besichtigungswünsche zu anderen Terminen äußerten, haben wir uns entschlossen auch für einzelne Personen oder kleinere Gruppen gesonderte Besuche der Ländereien zuzulassen. Bei Interesse wenden Sie sich bitte per Email an Smart Investor unter:

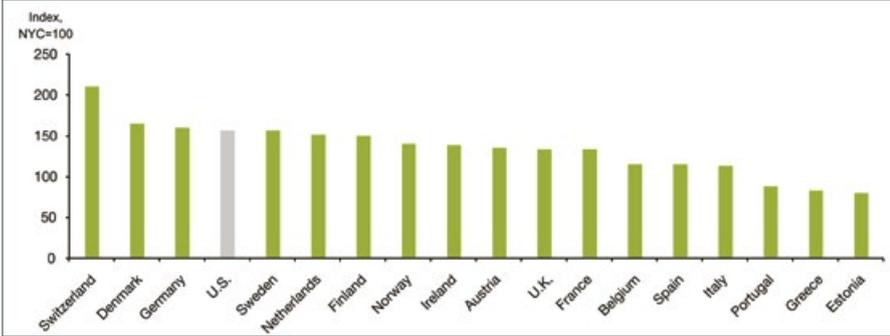
[info@smartinvestor.de](mailto:info@smartinvestor.de), Betreff „Nova Scotia“



F.E. Property Sales+ CANADA

Smart Investor

Abb. 3: Lebensstandard in ausgewählten Ländern



Die Schweiz führt mit deutlichem Abstand, Griechenland und Portugal liegen erwartungsgemäß weit hinten. Quelle: Llewellyn Consulting im Auftrag von Glassdoor Economic Research

damit jeweils mit einem knappen Vorsprung vor dem außereuropäischen Vergleichsland USA.

Das Ergebnis zeigt, dass hohe Lebenshaltungskosten nicht gleichbedeutend mit geringer Lebensqualität sein müssen und geringe Lebenshaltungskosten nicht zwangsläufig mit einem hohen Lebensstandard gleichzusetzen sind. Das belegen auch die Beispiele Griechenland, Portugal oder Estland. Zwar lässt es sich in Städten wie Tartu und Tallinn (beide Estland), Lissabon und Porto sowie in Athen und Thessaloniki theoretisch mit Preisen von 60 – 70% unter dem Niveau von New York günstig leben. Doch dafür sind auch die durchschnittlichen Nominaleinkommen mit 18.500 EUR in Griechenland, 15.500 EUR in Portugal und 13.000 EUR in Estland am niedrigsten. Auf Basis bereinigter Kaufkraftparitäten ergeben sich für diese drei Länder Werte von 20.000 EUR oder weniger, was in der Glassdoor-Studie die letzten Plätze beim Lebensstandard bedeutet.

### Bermuda ist teuer – Indien günstig

Wer weltweit nach den billigsten und teuersten Ländern und Städten sucht, für den ist die Datenbank Numbeo eine hilfreiche Quelle. Gespeist werden die Daten hier von Angaben lokal angesiedelter Menschen, und darauf aufbauend weist Numbeo unter anderem unter Berücksichtigung von Kosten für Lebensmittel, Gastronomie, Nahverkehr, Energie, Wasser und Internet Bermuda, die Schweiz und Hongkong als teuerste Länder weltweit aus. Der Lebenshaltungskostenindex wird dabei für Hamilton auf den Bermudas mit 137,90 Punkten angegeben und für Zürich mit 135,45 Punkten.

Zum Vergleich: Der Wert für Frankfurt beträgt 76,80 Punkte und für Berlin 67,46 Punkte. Deutsche Städte sind somit im internationalen Vergleich keineswegs teuer. Das gilt abgesehen von New York auch für etliche US-Städte. So ist Tampa an Floridas Westküste ähnlich erschwinglich wie Berlin. In einigen durchaus beliebten Städten geht es sogar noch günstiger. Etwa in Palma de Mallorca (61,30), Thessaloniki (55,72), Malaga (53,93), Lissabon (53,10), Prag (45,05) oder an der bulgarischen Schwarzmeerküste in Varna (36,66) sowie dem bei Lateinamerika-Liebhabern recht beliebten Medellin (31,98). Das Ende der Rangliste wird zudem geziert von indischen Städten wie dem Schlusslicht Thiruvananthapuram (19,964).

### Fazit

In indische Städte wie Thiruvananthapuram dürfte es trotz der dort sehr günstigen Lebenshaltungskosten letztlich nur die wenigsten deutschen Auswanderer ziehen. Ein Umstand, der belegt, dass Lebenshaltungskosten und Kaufkraftparitäten nicht die einzigen Determinanten dafür sind, wie gut oder schlecht einem ein bestimmtes Land gefällt. Über das Wohlbefinden entscheiden vielmehr auch andere Faktoren wie etwa Infrastruktur, Gesundheitssystem, Kultur/Lebensstil, Korruption oder schlicht und einfach das Klima. Wer dabei worauf am meisten Wert legt, ist stark individuell geprägt. Deshalb wäre es ein Fehler, ein Auswanderungsziel nur wegen des dortigen Preisniveaus auszusuchen oder abzulehnen. Denn ob ein Land zu einem passt oder nicht, lässt sich letztlich nur mit eigenen Besuchen vor Ort erfahren.

Jürgen Büttner

## Inside

# Gutes Gewissen, gute Rendite?

## Nachhaltigkeits- und Ökologiefonds – Der Teufel steckt im Detail

Das Universum ethischer, nachhaltiger und ökologischer Fonds glänzt nicht gerade durch Übersichtlichkeit. Unterschiedliche Gesichtspunkte entscheiden über Auswahl und Ausschluss von Firmen und Branchen. Das Best-in-Class-Prinzip ohne Ausschlusskriterien führt beispielsweise dazu, dass auch in die nachhaltigsten Unternehmen in grundsätzlich unerwünschten Branchen investiert werden kann. Ein unruhliches Beispiel in diesem Zusammenhang war beispielsweise die Präsenz der BP-Aktie in verschiedenen Sustainability-Fonds- und -Indizes. Die Explosion der Ölplattform Deepwater Horizon hat das ehemals positive Nachhaltigkeits-Image des Unternehmens mit einem Schlag im wahrsten Sinne des Wortes in Luft aufgelöst.

### Nachhaltigkeits-Pioniere

Zu den Ethik-Fonds der ersten Stunde zählt der Ende 1995 aufgelegte H & A Prime Values Income (WKN: 986054). Der Schwerpunkt des Mischfonds liegt klar im Anleihen-Segment. Aktuell sind 74% in Bonds bzw. im Geldmarkt und 24% in Aktien investiert. Darunter finden sich Healthcare-Unternehmen wie die deutsche Fresenius und der US-Konzern Becton Dickinson & Co, ein führender Hersteller von Nadeln zur Insulin-Injektion. Auf Sicht von zehn Jahren haben Investoren knapp 40% verdient.

Vor wenigen Wochen, am 2. Mai, war der 20. „Geburtstag“ des ÖkoWorld ÖkoVision Classic (WKN: 974968), ein global ausgerichteter Aktienfonds. Durch die Nachhaltigkeits-Kriterien sind u.a. Firmen aus den Segmenten Atomenergie, Erdöl und Militärausrüstung ausgeschlossen. In den vergangenen fünf Jahren lag der Wertzuwachs bei 57%. Unter den Investment-Themen dominieren Healthcare mit knapp 20% und nachhaltiges Bauwesen mit knapp 15%. Am stärksten sind momentan das Grafiktechnologie-Unternehmen Nvidia, die Baumarktkette Home Depot und der japanische Medizintechnik-Konzern Sysmex im Fonds gewichtet.

### Schwerpunkt „Sauberes Wasser“

Der Vontobel Clean Technology (WKN: A0RCVW) setzt u.a. auf Unternehmen mit Schwerpunkt Energieeffizienz und Zukunftstechnologien in der Umweltbranche. Unter den Investment-Themen dominiert aktuell mit knapp 28% das Segment „Sauberes Wasser“. Ein regionaler Schwerpunkt mit gut 40% liegt auf den USA. Momentan sind die Aktien von Aqua America, einem Wasserversorger aus Pennsylvania, am stärksten im Fonds vertreten. Auf Sicht von fünf Jahren haben Anleger mit dem Produkt knapp 55% verdient.

## Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:

**AQLT** AQUA-LUTUM

[www.aqualutum.de](http://www.aqualutum.de)

**BANTLEON**  
Der Anleihemanager

[www.bantleon.com](http://www.bantleon.com)

**HAUCK & AUFHÄUSER**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1796

[www.hauck-aufhaeuser.de](http://www.hauck-aufhaeuser.de)

**HEEMANN**  
VERMÖGENSVERWALTUNG

[www.heemann.org](http://www.heemann.org)

**hwb** CAPITAL MANAGEMENT

[www.hwbcm.de](http://www.hwbcm.de)

**LOYS**  
GENUINES INVESTMENT

[www.loys.de](http://www.loys.de)

**NESTOR FONDS**

[www.nestor-fonds.com](http://www.nestor-fonds.com)

**prima**  
Fonds

[www.primafonds.de](http://www.primafonds.de)

**SCHMITZ & PARTNER AG**  
Privates Depotmanagement

[www.schmitzundpartner.ch](http://www.schmitzundpartner.ch)

**StarCapital**<sup>®</sup>

[www.starcapital.de](http://www.starcapital.de)

**UNIVERSAL INVESTMENT**

Administration • Insourcing • Risk Management

[www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de)

Mit freundlicher Unterstützung von:

**V | U | V**

Verband unabhängiger Vermögensverwalter  
Deutschland e.V.

[www.vuv.de](http://www.vuv.de)

Nachhaltigkeits-/Öko-Fonds					
	WKN	Perf. 1 J. (%)	Perf. 3 J. (%)	Max. Drawd. 3 J. (%)	Volumen (Mio. EUR)
BGF New Energy	630940	-10,1	20,9	-24,7	937,4 (USD)
DNB - Renewable Energy	A0MWAL	-20,4	14,2	-35,1	31,8
GreenEffects NAI-Wertefonds	580265	-0,7	34,9	-14,5	51,3
H & A Prime Values Income	986054	-3,1	6,3	-9,5	158,9
iShares Global Clean Energy UCITS ETF	A0M5X1	-31,3	14,6	-39	99,5 (USD)
ÖkoWorld ÖkoVision Classic	974968	-5,7	23,1	-19,8	521,7
PRIMA – Global Challenges	A0JMLV	-12,5	21,8	-20,1	65,6
SafePort LOICK Bio-Products & Bio Energy Fund	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	29,7
Sarasin-FairInvest-Universal-Fonds	A0MQR0	-2,2	8,5	-8,4	260,3
Swisscanto (LU) Equity Fund Global Climate Invest	A0MKFU	-20,2	-0,8	-31,8	47,4
UBS – MSCI World Socially Responsible UCITS ETF	A1JA1R	-6,2	28,1	-17,9	145,4 (USD)
Vontobel Clean Technology	A0RCVW	-6,9	37,7	-22,2	106,8

Quellen: Onvista, Morningstar, KVGs

### Flaggschiff-Fonds

Mit Anlagegeldern in Höhe von 937 Mio. USD ist der von Poppy Allonby verwaltete Fonds BGF New Energy (WKN: 630940) eines der Flaggschiffe unter den Themenfonds mit Schwerpunkt Erneuerbare Energie. Allonby investiert schon aufgrund des Fondsvolumens schwerpunktmäßig in Unternehmen mit mittlerer und größerer Marktkapitalisierung, wie z.B. in den Windkraft-Konzern Vestas. Vom Potenzial kleinerer Unternehmen profitieren Anleger mit dem Fonds dagegen kaum. In schwachen Marktphasen erweist sich die Konzentration auf Large und Mid Caps jedoch als stabilisierender Faktor.

### Natur-Aktien und globale Herausforderungen

Der GreenEffects NAI-Wertefonds (WKN: 580265) hat über unterschiedliche Zeithorizonte überzeugende Ergebnisse geliefert. In den vergangenen drei Jahren lag die Performance bei 35%. Investiert wird ausschließlich in Unternehmen, die im Natur-Aktien-Index (NAI) enthalten sind. Zu den Aufnahmekriterien gehört, dass die Unternehmen einen essenziellen Beitrag zur ökologisch und sozial nachhaltigen Lösung zentraler Menschheitsprobleme leisten. Ausschlusskriterien sind u.a. Atomtechnologie, Diskriminierungen und Versuche an Wirbeltieren, soweit sie nicht gesetzlich vorgeschrieben sind. 2016 wurden der britische Medizintechnik-Konzern Smith & Nephew sowie Tesla Motors neu in den Index aufgenommen. Der PRIMA – Global Challenges (WKN: A0JMLV) orientiert sich an den Selektionskriterien des Global Challenges Index, der von der oekom research AG entwickelt und betreut wird. Details lesen Sie im Fonds Interview mit Thomas Hellener (S. 32).

### Bioenergie-Fonds

Eine Spezialität ist der SafePort LOICK Bio-Products & Bio Energy Fund (ISIN: VCP8244T2077) der Liechtensteiner

SafePort, einem Unternehmen mit spezieller Expertise in Edelmetall- und Sachwertinvestments. Anleger investieren über eine Liechtensteiner Holding in Biostrom-Erzeuger, die in Deutschland produzieren. Die Bewertung erfolgt wöchentlich. Über 18% des Fondsvermögens sind in den Aktien der Loick AG, einem der Vorreiter der landwirtschaftlichen Bioenergie-Produktion, allokiert. Ein Großteil, nämlich 76%, sind in festverzinslichen Darlehen angelegt, die durch Gewinne der Biostrom-Unternehmen abgesichert sind.

### Renditeloses gutes Gewissen

Zu den Öko-Fonds mit enttäuschenden Ergebnissen zählt der Swisscanto (LU) Equity Fund Global Climate Invest (WKN: A0MKFU). Auf Sicht von fünf Jahren haben Investoren 18% verloren. Die Schweizer investieren wenig erfolgreich in Unternehmen, die dazu beitragen, die Folgen des Klimawandels zu minimieren. Im Fonds werden dabei u.a. die Sektoren Erneuerbare Energien, Energieeffizienz und klimaschonende Mobilität abgedeckt.

### Fazit

Ökologisch gelabelt – für ein gutes Gewissen mag es reichen, für einen guten Fonds nicht. Der ethische Grundgedanke muss in ein tragfähiges Investmentkonzept umgesetzt werden, sonst kann der Traum von nachhaltigen Renditen zum Albtraum werden. Sustainability-Fonds sollten Klumpen-Risiken vermeiden (die deutschen Solarwerte lassen grüßen!) und regional breit aufgestellt sein. Oft kauft die Fondsgesellschaft externes Nachhaltigkeitsresearch ein. Das verteuert die Produkte tendenziell. Den Kostennachteil muss der Fondsmanager einholen, um auch unter Renditegesichtspunkten einen echten Mehrwert zu liefern.

Christian Bayer

## Analyse

## Earth Gold Fund UI

Gastanalyse von Volker Schilling, Greiff capital management AG

## FONDS-SNAPSHOT

WKN: A0Q2SD

Fondsmanager:

Dr. Joachim Berlenbach

Volumen: 99,4 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 01.07.2008

Typ: Aktienfonds Edelmetallminen



Volker Schilling ist Gründer und Vorstand der Greiff capital management AG, einem unabhängigen Vermögensverwalter mit Sitz in Freiburg im Breisgau. Als Bankkaufmann, zertifizierter Finanzplaner und Co-Autor des Börsenbriefes DER FONDS ANALYST ist er gefragter Referent zum Thema Kapitalmärkte und Investmentfonds. Als Kapitalmarktstrategie ist Schilling seit 1994 als Dozent an unterschiedlichen Akademien tätig.

Dr. Joachim Berlenbach, den Fondsmanager des Earth Gold Fund UI, begleiten wir schon seit dem Jahr 2004. Nach Stationen bei Craton und Tiberius hat er mit der Gründung der Earth Resource Investment Group 2006 seine eigene Firma ins Leben gerufen. Heute verantwortet Dr. Berlenbach zwei Fonds: Den auf Explorationsunternehmen spezialisierten Earth Exploration Fund UI und den Edelmetallminen-Aktienfonds Earth Gold Fund UI. Letzterer legte im laufenden Jahr bereits um über 100% zu, weshalb man hier von einem fulminanten Comeback sprechen kann.

**Fundierte Industriekenntnisse**

Allerdings war Dr. Berlenbach nie wirklich weg, sondern hat wie alle Verwalter von Goldminenfonds eine schwierige Phase durchlebt, die sich aktuell ins Gegenteil verkehrt. Wer bisher nicht die Gelegenheit hatte, den Ausnahmeexperten kennenzulernen, der sollte sich künftige Gelegenheiten nicht entgehen lassen, denn kaum ein anderer ist so lange in der Branche, verfügt über so viel Wissen und Erfahrung in Minenaktien. Wir schätzen vor allem seine fundierten Industriekenntnisse als Geologe und konnten in zahlreichen Gesprächen mit ihm stets einen hohen Informationsnutzen ziehen. Es wundert uns daher nicht, dass mit der aktuellen Hausse im Goldminensektor auch der Earth Gold Fund UI wieder ganz vorne mit dabei ist. Seit seiner Auflage im Juli 2008 haben wir diesen Goldfonds begleitet und Investoren empfohlen, die auf der Suche nach Edelmetallinvestments sind.

**Heterogene regionale Verteilung**

Aktuell ist der Fonds knapp 100 Mio. EUR groß und hält zwei Drittel seines Volumens Werte im Goldminensektor. Etwas über

25% liegen in Silberminenwerten. Der Rest verteilt sich auf Kasse und kleine Bestände in Diamanten- und Platinaktien. Naturgemäß dominieren dabei die Währungen des kanadischen und australischen Dollars. Die Verteilung auf die verschiedenen Regionen allerdings ist sehr heterogen. So liegen Australien, Asien, Südamerika und Kanada mit Gewichtungen zwischen 7 und 13% sehr eng beieinander. Lediglich der afrikanische Kontinent sticht mit knapp 30% heraus. Uns gefällt die aktuelle Aufstellung sehr gut, zumal sich die Werte auf alle Marktkapitalisierungen verteilen. Insbesondere der Silberanteil könnte sich für das laufende Jahr als Vorteil erweisen, denn im Gegensatz zu Goldaktien haben die Silberwerte bisher weniger zugelegt. Dies ist ungewöhnlich und könnte sich im zweiten Halbjahr ändern. Indes haben Silberaktien bereits deutlich besser performt als ihr Underlying, sind aber im Gegensatz zu einigen Goldwerten noch unterbewertet. Zu Recht hat Dr. Berlenbach den Anteil an Silberwerten im Fonds sukzessiv ausgebaut. Dies hat sich bereits als vorteilhaft erwiesen, denn die Silberwerte konnten seit April deutlich zulegen.

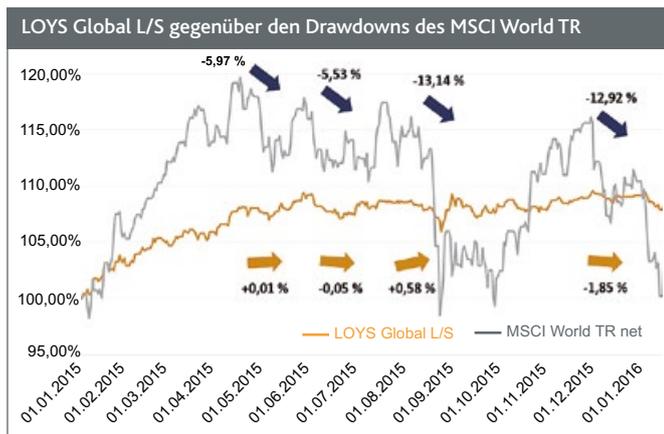
**Fazit**

Es gibt kaum qualifiziertere Persönlichkeiten als Dr. Berlenbach, um einen Edelmetallfonds zu verwalten. Wer Rohstoffwerte im Depot haben will und einen Spezialisten braucht, der wird hier fündig. Sowohl der Investmentprozess als auch die Philosophie des Fonds stimmen und sind erprobt. Die Performance ist zurück auf Spur und die Perspektiven sind gut. Wer noch keinen Minenfonds im Depot hat, sollte zugreifen; wer schlechte Erfahrung mit dem Timing gemacht hat, der kann sich überlegen, den Fonds mit monatlichen Raten zu besparen. ■

## Kolumne

# Der alternative Weg zur Aktie

Gastkolumne von Ufuk Boydak, LOYS AG



Seit der großen Finanzkrise ab 2007, die mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im November 2008 kulminierte, erfreuen sich Mischfonds großer Beliebtheit bei institutionellen und privaten Anlegern. Durch eine Anlage in Mischfonds, die typischerweise Zinsinstrumente, Aktien und gegebenenfalls Rohstoffe zu einem Anlagedepot bündeln, konnten Investoren von fallenden Zinsen ebenso wie seit März 2009 von steigenden Aktienkursen profitieren. Angesichts weiter gefallener Zinsen und eines mittlerweile erreichten Niveaus negativer Realzinsen wird die Zinsseite für Mischfonds jedoch zunehmend unattraktiv. Positive Anlageergebnisse bei Bonds fußen inzwischen nahezu ausschließlich auf Kurszuwächsen, da die Kupons besonders bei Staatsanleihen oftmals marginal geworden sind. Das Absinken der Kupons hat zugleich zum Anstieg der Durationen bei Anleihen geführt, sodass die Kurs- und Endwert Risiken bei Anleihen inzwischen beachtlich geworden sind.

## Strukturbruch

Hinzu kommt, dass die in der Vergangenheit beobachtbaren Korrelationen zwischen Anleihen und Aktien, angesichts des eingetretenen Strukturbruchs seit der großen Finanzkrise, in die Zukunft nicht fort-

schreibbar sind – zumal die Kupons dabei in der Vergangenheit einen wesentlichen korrelationsenkenden Beitrag geliefert haben. Diese historisch einmalige Gemengelage an den Bondmärkten führte in der jüngsten Zeit dazu, dass Investoren sich nach geeigneteren Konzepten um-

schauen, um ausgewogene Chance-Risiko-Profile zu generieren.

## Aktienbasierte Long/Short-Fonds

Da die große Mehrheit der Investoren die reine Aktienanlage eher meidet, sind vor allem aktienbasierte Long/Short-Konzepte zuletzt stark in den Fokus der Anlegergemeinde gerückt. Sie bieten quasi einen alternativen Weg an den Aktienmarkt. Das Vorgehen der Long-/Short-Ansätze besitzt, bei aller Heterogenität im Detail, eine plausible Hauptkomponente: Die Risikominderung entsteht, indem innerhalb der gleichen Anlageklasse (in der Regel Aktien) Gegenpositionen aufgebaut werden. Damit entfällt die Korrelationsproblematik, die bei der Mischung verschiedener Anlageklassen entsteht, komplett. Aktien werden mit Aktien abgesichert, was zu einem passenderen und damit risikoloserem Hedging führt. Ohne Renditen aus den Aktienmärkten gehen die Anlagekonzepte der Long-/Short-Fonds zumeist nicht auf. Daher soll der Hinweis nicht fehlen, dass bei passendem Anlagehorizont die Anlage in einen reinen, aktiv gemanagten Aktienfonds stets mit in Erwägung gezogen werden sollte. Hier sind langfristig die höchsten Anlageerrenditen zu erwarten. ■



Diplom-Kaufmann Ufuk Boydak ist CFA Chartholder. 2009 erfolgte der Eintritt in die LOYS AG als Analyst. 2011 übernahm er Verantwortung als Co-Portfoliomanager aller LOYS-Fonds. Seit Ende 2012 managt er die Fonds LOYS Global System, LOYS Europa System und den LOYS Global LIS. Boydak leitet die LOYS Niederlassung in Frankfurt, seit Anfang 2015 ist er Teilhaber und Vorstand der LOYS AG.

## Interview

# „Das älteste und größte Vorurteil, das ich kenne“

Smart Investor im Gespräch mit **Thomas Hellener** von PRIMA Fonds über Auswahlkriterien beim PRIMA – Global Challenges und Renditen mit gutem Gewissen.



*Thomas Hellener ist Vorstand der VSP Financial Services AG und seit Juni 2013 Geschäftsführer der Tochtergesellschaft PRIMA Fonds Service GmbH. Diese ist eine unabhängige Investment-Boutique für innovative und qualitativ hochwertige Investmentfonds. Die PRIMA-Fonds werden von externen Vermögensverwaltern und Fondsmanagern gemanagt, die über eine langjährige Expertise in ihren jeweiligen Schwerpunktbereichen verfügen, wie zum Beispiel Dr. Hendrik Leber, ACATIS Investment GmbH (Fondsmanager des PRIMA – Global Challenges, WKN: A0JMLV) oder Frank Fischer, Shareholder Value Management AG (Fondsmanager des PRIMA – Globale Werte, WKN: A0D9KC). Weitere Informationen unter: [www.primafonds.com](http://www.primafonds.com)*

**Smart Investor: Herr Hellener, der PRIMA – Global Challenges investiert weltweit in Unternehmen, die sich globalen Herausforderungen stellen. Um welche Herausforderungen handelt es sich konkret?**

*Hellener:* Wir wollen das Leitbild einer nachhaltigen Entwicklung aus der Abstraktheit holen und haben sieben Handlungsfelder als die größten globalen Herausforderungen konkretisiert. Im Rahmen einer umfassenden Analyse von politischen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Zielsystemen (u.a. die Millennium Development Goals der Vereinten Nationen sowie die zehn Prinzipien des UN Global Compact) wurden sieben Handlungsfelder definiert. Dabei handelt es sich um den Klimawandel, Trinkwasser, nachhaltige Waldwirtschaft, Artenvielfalt, Bevölkerungsentwicklung, Armut und verantwortungsvolle Unternehmensführung. Für die Auswahl der Unternehmen ist entscheidend, inwiefern diese im Rahmen ihres Kerngeschäftsfeldes einen substantziellen Beitrag zur Lösung dieser globalen Herausforderungen leisten. Zusätzlich sind natürlich Ausschlusskriterien definiert. Unternehmen, die gegen Umweltauflagen, fundamentale Menschenrechts- und Arbeitsschutznormen oder grundlegende Governance-Prinzipien durch Korruption oder Bilanzfälschung verstoßen, finden keine Berücksichtigung in unserem Fonds. Hierbei werden auch Tochtergesellschaften und Zulieferer berücksichtigt. Darüber hinaus sind Unternehmen, die einen Umsatzanteil aus den Geschäftsfeldern Atomenergie, Biozide, Chlorchemie,

grüne Gentechnik und Rüstung erzielen, generell ausgeschlossen.

**Smart Investor: Das Investmentuniversum des Fonds sind die Aktien des Global Challenges Index. Warum wurde unter den vielen Nachhaltigkeits-Indizes gerade dieser gewählt?**

*Hellener:* Im Sommer 2013 wurden wir neuer Eigentümer der Fondsboutique PRIMA Fonds. Damals wurden alle Fondsberater und -konzepte einer Prüfung unterzogen. Ziel war es, mit neuen Fondsstrategien klare Alleinstellungsmerkmale zu erreichen. Die neuen Anlagestrategien mussten über einen realen Leistungsnachweis von mindestens fünf Jahren verfügen, also auch die Krisenjahre 2008 und 2011 umfassen. Bei unserem Nachhaltigkeitskonzept wollten wir ein „Greenwashing“ unbedingt vermeiden. Wir hatten festgestellt, dass längst nicht alles nachhaltig ist, was sich so nennt. Bei dem Global Challenges Index hat uns der stringente und nachhaltige Auswahlprozess, der durch die renommierte Nachhaltigkeits-Ratingagentur oekom research AG unterstützt wird, überzeugt. Die oekom research AG bewertet die Unternehmen hinsichtlich ihres sozialen und umweltbezogenen Engagements sowie der Einhaltung strenger Ausschlusskriterien. In das Nachhaltigkeits-Rating fließen über 100 branchenspezifische Kriterien ein. Für den Global Challenges Index qualifizieren sich nur Unternehmen, die die branchenspezifisch definierten Anforderungen erfüllen und im Branchenvergleich die höchsten Standards setzen (absoluter Best-in-Class-Ansatz). Von rund

3.700 Unternehmen schaffen das weniger als 10%. Zusätzlich hat uns bei dem Nachhaltigkeitskonzept überzeugt, dass die nachhaltigen Kriterien das Anlageergebnis seit Auflage sehr positiv beeinflusst haben.

**Smart Investor: Nach welchen Kriterien werden die Aktien für den PRIMA – Global Challenges aus diesem Index ausgewählt und wie werden diese im Fonds gewichtet?**

*Hellener:* Für das Fondsmanagement des PRIMA – Global Challenges haben wir Dr. Hendrik Leber, Geschäftsführer der ACATIS Investment GmbH, mandatiert. Die nachhaltige Aktienselektion wird mit dem ACATIS-Ansatz inklusive intensiver statistischer und mathematischer Analysen, die ihren Ursprung in der wissenschaftlichen Forschung haben, untermauert. Die Portfoliogewichtung erfolgt auf Basis der Marktkapitalisierung. Darüber hinaus müssen auf Fondsebene die gesetzlichen Vorgaben zur Risikostreuung eingehalten

werden, sodass sich hierdurch Abweichungen zum Anlageuniversum und der Titeligewichtung des Global Challenges Index ergeben.

**Smart Investor: Ist der Fonds stets voll investiert oder kann in schwierigen Marktphasen auch Liquidität gehalten werden?**

*Hellener:* Der PRIMA – Global Challenges ist ein globaler Aktienfonds. Je nach Einschätzung der Marktlage kann die Aktienquote reduziert oder das Portfolio mittels Future-Positionen abgesichert werden. Seit dem nachhaltigen Strategiewechsel im Oktober 2013 haben wir erstmals im Frühjahr dieses Jahres eine Teilabsicherung des Portfolios vorgenommen. Unsere makroökonomische Überzeugung ist, dass ein Vermögenserhalt aufgrund der globalen Notenbankpolitik nur mit Sachwerten – unter anderem Aktien – möglich ist, sodass der Fonds im Regelfall voll investiert ist.

**Smart Investor: Als Kritikpunkt gegenüber nachhaltigem Investieren wird oft angeführt, dass Anleger für das gute Gewissen auf Rendite verzichten müssen. Wie hat sich der Fonds gegenüber dem breiten Markt bzw. Index-Benchmarks geschlagen?**

*Hellener:* Dass nachhaltige Anlagen eine geringere Performance mit sich bringen, ist das älteste und größte Vorurteil, das ich kenne. Es gibt zahlreiche Studien, die das Gegenteil beweisen. Umso mehr freut es mich, dass wir mit dem PRIMA – Global Challenges dieses Vorurteil widerlegen können. Seit dem Strategiewechsel am 30. Oktober 2013 erzielte der Fonds eine Performance von 25,2% (Stand 29. April 2016) und hat sich damit deutlich besser als der DAX oder der Euro Stoxx 50 entwickelt. Wie Sie sehen, erweist sich Nachhaltigkeit also sogar als Renditetreiber. ■

**Smart Investor: Herr Hellener, vielen Dank für Ihre Ausführungen.**

*Interview: Christian Bayer*

Anzeige

**360° Kompetenz,  
100% Leistung.**

In Zeiten schwieriger Märkte und fortschreitender Regulierung sind wir als zentrale Plattform für unabhängiges Asset Management der ideale Verstärker für Sie. Mit unserer Rundum-Kompetenz können wir das Potenzial Ihrer Private-Label-Fonds-idee – von der Konzeption bis zur Vertriebsunterstützung – perfekt aussteuern und maximieren. In Frankfurt und Luxemburg: +49 69 71043-555

[www.universal-investment.de/publikumsfonds](http://www.universal-investment.de/publikumsfonds)



**UNIVERSAL  
INVESTMENT**  
Administration • Insourcing • Risk Management

## News, Facts &amp; Figures

# Verluste minimiert

Das Fonds-Musterdepot hat gegenüber dem Vormonat -1,4% und damit weniger als der MSCI World EUR (-2,5%) verloren.

## Edelmetallaktien gewinnen gegen den Trend

Bei den einzelnen Positionen im Fondsmusterdepot zeigt sich auf Monatssicht ein heterogenes Bild. Ins Auge sticht, dass die Edelmetallaktien ihren positiven Trend trotz einer Schwäche des breiten Marktes weiter beibehalten. Davon haben der Tocqueville Gold P (WKN: A1C4YR; +3,0%), der Stabilitas Silber+Weissmetalle (WKN: A0KFA1; +2,9%) und auch der im Rohstoff-Segment breiter aufgestellte Sunares-Fonds (WKN: A0ND6Y; +1,3%) profitiert. Neben der Cash-Quote in Höhe von gut 20% haben die genannten Positionen dazu beigetragen, die Verluste im Fonds-Musterdepot gegenüber dem breiten Markt zu minimieren.

## Verkaufspositionen

Wir haben uns am 19.05. von den 100 Anteilen des Bantleon Opportunities L (WKN: A0NB6R) zu einem Kurs von 116,48 EUR getrennt, da uns die Wertentwicklung des Fonds in den vergangenen Monaten nicht überzeugt hat. Gegenüber dem Einstandskurs konnten wir einen Gewinn von 6,9% realisieren. Für den FCP OP Medical BioHealth-Trends (WKN: 941135) haben wir einen Stop-Loss-Kurs bei 278 EUR auf Tagesschlusskurs-Basis gesetzt. Bei Unterschreiten der Schwelle werden wir am kommenden Tag zur Eröffnung unsere 55 Anteile verkaufen. Der Fonds hat gegenüber dem Vormonat um 5,3% abgegeben. Es steht zu befürchten, dass die Biotech-Branche

in den kommenden Wochen noch stärker unter Druck gerät. Daher wollen wir in jedem Fall unsere Gewinne sichern.

## Rote Laterne in Lateinamerika

Mit einem Verlust von 7,3% auf Monatssicht hält der db X-trackers MSCI Brazil-ETF (WKN: DBX1MR) die rote Laterne. Klar ist, dass das Land in einer tiefen Krise steckt. Die linksgerichtete Präsidentin Dilma Rousseff ist gegenwärtig von ihrem Amt suspendiert. Vize-Präsident Michel Temer, der jetzt die Geschäfte führt, steht für eine eher reformorientierte Politik, die auch dem Aktienmarkt des Landes wieder Rückenwind geben sollte. Bei einem geringen Depotanteil von 3,2% für den Brasilien-ETF halten wir an dieser Position fest.

## Fazit

Wir gehen von einer positiven Entwicklung der Aktienmärkte in den kommenden zwei Jahren aus. Allerdings kann der Sommer ungemütlicher werden, als manche Marktteilnehmer glauben. In wenigen Wochen steht das Brexit-Referendum an, dessen Ergebnis die Märkte eventuell schwer verdauen werden müssen. Zudem sind wesentliche Probleme wie die griechische Schuldenkrise und die Migrationsbewegung nach Europa ungelöst. Daraus resultierendes mögliches Störfeld für die Märkte gilt es zu bedenken. ■

*Christian Bayer*

Musterdepot (Start: 01.01.2009 mit 100.000 EUR)										Stichtag:
Performance: seit Auflage: +58,0% (MSCI Welt: +119,3%); 2016: -2,2% (MSCI Welt:-4,5%); seit dem Vormonat: -1,4% (MSCI Welt: -2,5%)										20.05.2016
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs aktuell	Wert aktuell	Depot-anteil	Perf. seit Vormonat	Perf. seit Kauf
FCP OP Medical BioHealth-Trends*	941135	Aktien Health Care	55	29.03.10/ 14.04.16	175,78	305,15	16.783	10,6%	-5,3%	73,6%
Tocqueville Gold P	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	141,23	9.886	6,3%	3,0%	27,3%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Aktien Europa Nebenwerte	120	26.09.13	94,00	117,80	14.136	8,9%	-0,6%	25,3%
Sunares*	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	200	13.02.14/ 10.03.16	54,09	57,37	11.474	7,3%	1,3%	6,1%
FU Fonds - Multi Asset Fonds P*	A0Q5MD	Mischfonds	120	10.12.15/ 10.03.16	167,02	164,06	19.687	12,5%	0,0%	-1,8%
AB SICAV I - Global Core Equity Portfolio RX	A1JJJ5	Aktien Welt	65	17.03.16	187,70	187,71	12.201	7,7%	-3,5%	0,0%
db X-Trackers MSCI Brazil	DBX1MR	Aktien Brasilien	200	31.03.16	25,70	25,30	5.060	3,2%	-7,1%	-1,6%
DNB Technology	A0MWAN	Aktien Technologie	50	14.04.16	298,57	292,08	14.604	9,2%	-3,3%	-2,2%
Stabilitas Silber+Weissmetalle	A0KFA1	Aktien Metalle	300	14.04.16	26,34	30,68	9.204	5,8%	2,9%	16,5%
db X-trackers MSCI Japan Index UCITS ETF	DBX1MJ	Aktien Japan	180	14.04.16	42,38	41,45	7.461	4,7%	-4,3%	-2,2%
Mandarine Unique Small & Mid Caps Europe	A1CWbQ	Aktien Nebenwerte	5	14.04.16	1.136,12	1.130,04	5.650	3,6%	0,9%	-0,5%
<b>Fondsbestand:</b>					126.146,90	79,8%				
<b>Liquidität:</b>					31.893,66	20,2%	*) Der Kaufkurs ist ein Mischkurs.			
<b>Gesamtwert:</b>					158.040,56	100%				

# Smart Investor

Special

## Clean Energy 2016

In Kooperation mit



### Inhalt Special „Clean Energy 2016“

- 37 Editorial:  
Max Deml, Öko-Invest
- 38 YieldCos:  
Stetig strömende Stromerträge
- 39 Interview:  
Förderung und Notbremse;  
Gespräch mit Thorsten Müller
- 42 Windkraft:  
Weiter im Aufwind
- 44 E-Mobility:  
Elektromobil an der Börse
- 46 Solarenergie:  
Bald aus dem Schatten?
- 48 Alternative Fonds und Anleihen:  
Prüfe, wer sich ewig bindet

# Lassen Sie Ihr Geld für sich und die Energiewende arbeiten.



## RE09 Windenergie Deutschland

Investieren Sie mit reconcept in den etablierten Markt für Windenergie in Deutschland. Kein anderer europäischer Windmarkt ist etablierter, größer und älter. Windkraft ist ein bewährter Energieträger – erneuerbar und umweltfreundlich mit ausgereifter Technologie. Die Erträge von Windstrom sind gut kalkulierbar. Windstrom ist die tragende Säule der Energiewende, Investments profitieren daher von der stabilen, langjährigen Förderung durch das Erneuerbare Energien Gesetz (EEG).

- Investment in deutschen Windpark bereits gesichert
- Staatlich garantierte EEG-Förderung für 20 Jahre
- Anbieter mit 18-jähriger Windstrom-Erfahrung
- Auszahlungen: 6 % p. a. steigend auf 8 % p. a. plus 3 % Frühzeichnerbonus
- Laufzeit: 7 Jahre (bis 31. Dezember 2023)

Setzen auch Sie Ihr Kapital effektiv für die Energiewende ein und profitieren Sie von deutlich über dem Zinsumfeld liegenden Auszahlungen.

Mehr Informationen unter [www.reconcept.de](http://www.reconcept.de) oder 040 – 325 21 65 66

 **re concept**  
GREEN GLOBAL INVESTMENTS

Disclaimer Diese Werbemitteilung ist eine unverbindliche und nicht vollständige Kurzinformation. Bei den Angaben zu Laufzeit und Auszahlungen handelt es sich um Prognosen. Diese sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung dar. Eine Investitionsentscheidung für die Beteiligung „RE09 Windenergie Deutschland“ muss ausschließlich auf Basis des Verkaufsprospekts erfolgen, der auf der Website [www.reconcept.de](http://www.reconcept.de) veröffentlicht ist und auch in gedruckter Form bei der reconcept GmbH, ABC - Straße 45, 20354 Hamburg zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten wird.

## Liebe Leserinnen und Leser,

mit diesem ersten gemeinsamen Projekt zwischen dem Smart Investor und dem Öko-Invest-Verlag erhalten Sie einen Überblick über Entwicklungen und Anlagemöglichkeiten im Bereich der Erneuerbaren Energien („Clean Energy“), der künftig jährlich vor der Intersolarmesse in München im Juni erscheinen soll. Während viele „konventionelle“ Stromversorgeraktien wie RWE in den letzten Jahren stark im Kurs gesunken sind, haben sich die Notizen mancher Windturbinenhersteller in den letzten drei Jahren verdoppelt oder wie der Weltmarktführer Vestas gar verzehnfacht. Im Solarenergiebereich hingegen gab es zuletzt meist negative Nachrichten, weil sich viele Konzerne bei der Expansion hohe Schuldenberge aufgetürmt haben. Negativ für die Branche wirkten sich auch der gesunkene Erdölpreis und teilweise rückwirkend eingeführte Tarifrückführungen oder zusätzliche Steuern für Strom aus Solarparks aus. Um die Risiken zu minimieren, die es bei Entwicklern und Herstellern gibt, kam eine Reihe von reinen Betreibergesellschaften an die Börse: Diesen sog. „YieldCos“ sind die nächsten vier Seiten gewidmet.

Danach finden Sie noch einen Überblick über die Top-30-Solar- und einige Windaktien sowie Aktien im Bereich der Elektroautos, von denen allein 2015 weltweit rund 550.000 (+68%) produziert worden

sind. Die im Westen bekannte Marke Tesla trug dazu aber nicht einmal 10% bei. Das stärkste Wachstum verzeichnete man in China, worauf über 36% der Neufahrzeuge entfielen. Deutschland kam nur auf rund 4%, womit der Anteil der E-Mobile an allen Autos hier erst bei 0,12% liegt, während er in Skandinavien schon bei rund 3% angekommen ist. Elektrofahrräder sind zwar auch stark im Kommen und machen bei einzelnen Herstellern wie der niederländischen Accell Group schon mehr als 20% oder 30% aus, aber eine reine „E-Bike“-Aktie wie Tesla im Autobereich ist an der Börse noch nicht zu finden.

Mit weltweit rund 254 Mrd. EUR Investitionen in Anlagen zur Erzeugung von erneuerbaren Energien war 2015 erneut ein Rekordjahr, im Strombereich war mehr als doppelt so viel wie für fossile bzw. Atomkraftwerke (ca. 116 Mrd. Euro) ausgegeben worden. Allerdings wurde das Wachstum vor allem von China (+17%) und den USA (+19%) getragen, in Europa gingen die Investitionen um 21% zurück, in Deutschland sogar um 42%.

Dafür gehen zunehmend mehr Unternehmen auf ausländische Märkte: Siemens hat z.B. im April 2016 einen Großauftrag für über 102 Offshore-Windturbinen der 7-Megawattklasse von der britischen

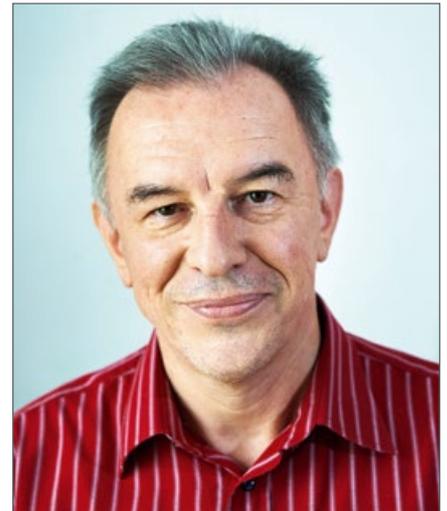


Foto: Michael Raue/Schott

Max Deml

Scottish Power Renewables erhalten. Die Heilbronner hep capital AG hat nach einem Solarfonds in England auch einen für Japan aufgelegt, wo die Sonneneinstrahlung im Schnitt um 30% höher ist als in Deutschland. Die Hamburger reconcept geht mit ihrem Alternativen Investmentfonds (AIF) „Wasserkraft Kanada“ nach British Columbia, um sich dort an Betreibergesellschaften zu beteiligen, die Wasserkraftwerke in den Rocky Mountains errichten und betreiben. Mehr dazu im Beitrag über Anleihen und Geschlossene Fonds.

Eine angenehme Lektüre wünscht

Max Deml  
Öko-Invest-Chefredakteur

### Impressum

#### Special „Clean Energy 2016“

„Clean Energy“ (Öko-Invest Nr. 598a) erscheint als Koproduktion der

Smart Investor Media GmbH, Hofmannstr. 7a, D-81379 München,

Tel.: ++49/89/20003390, info@smartinvestor.de, www.smartinvestor.de

und der

Öko-Invest Verlags-GmbH, Schweizertalstr. 8-10/5/1, A-1130 Wien.

Tel.: ++43/1/8760501, oeko-invest@teleweb.at, www.oeko-invest.net

**Chefredaktion:** Ralf Flierl (Smart Investor)

**Redaktion:**

Max Deml, Wolfgang Bauer (Öko-Invest)

**Gestaltung:** artenetwork Werbeagentur

**Titelbild:** www.fotolia.com

**Redaktionsschluss:** 20.05.2016

**Interessenkonflikte:** Bei den meisten der besprochenen Titel in diesem Special sind für die beiden Autoren Max Deml und Wolfgang Bauer oder aber für die von ihnen beratenen Unternehmen, Fonds, Organisationen und sonstige Investoren Interessenkonflikte gegeben.

**Kooperationspartner:**

Öko-Invest ist ein 14-täglicher Informationsdienst für nachhaltig orientierte Investor(inn)en. Jahres-Abo (25 Ausgaben inkl. Sonderheften): 159,50 EUR.

Smart Investor ist das monatlich erscheinende Magazin für den kritischen Anleger. Jahres-Abo: 64,00 EUR (in Deutschland); 84,00 EUR im Rest der Welt



YieldCos

# Stetig strömende Stromerträge

## Interessante Papiere für Renditejäger

In den letzten Jahren kamen sogenannte „YieldCos“ (von Yield Company = Rendite-Unternehmen) auf den Markt, die aus relativ leicht zu kalkulierenden Kraftwerk-Stromerlösen den Investoren relativ stabile und hohe Renditen liefern sollen. Neben Unternehmen wie z.B. NextEra Energy Partners (mit Sitz in Florida/USA), die unter anderem auch Erdgas-Pipelines (in Texas) betreiben, gibt es inzwischen mehr als drei Dutzend YieldCos, die ausschließlich im Bereich erneuerbarer Energien, d.h. Solarenergie,



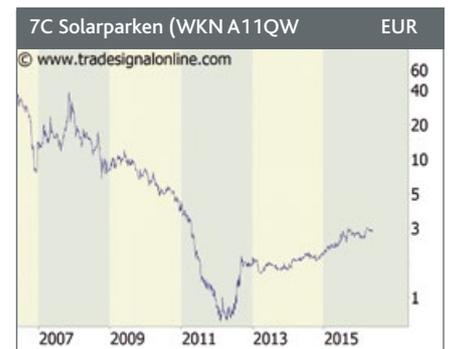
Wasserkraft, Windenergie und Biomasse, tätig sind. 18 davon – mit einem Börsenwert von insgesamt über 19 Mrd. EUR – sind in der Tabelle auf S.41 aufgelistet. Die meisten dieser YieldCos sind als Aktiengesellschaften konstruiert, einige britische jedoch ähnlich wie ein Investmentfonds, bei dem man laufend einen „net asset value“ berechnen kann: Diese notieren meist um 100% des Ausgabepreises, weil sie die Erträge jährlich ausschütten.

Die Aktien hingegen zeigten höchst unterschiedliche Kursentwicklungen. Diese reichten allein in den ersten fünf Monaten seit Anfang 2016 von hohen Verlusten (über 46% bei der US-Solarparkfirma TerraForm Global) bis zu hohen Gewinnen (30% beim kanadischen Wasser- und Windkraftwerkbetreiber Innergex Renewable Energy). Auch bei den bisherigen Dividendenrenditen ist die Spanne sehr groß. Sie reicht von 0% (bei der 7C Solarparken AG) bis zu aktuell 40% bei TerraForm Global, deren Kurs seit dem Börsengang Mitte 2015 von über 13 auf unter 3 USD stark gesunken ist. Mit ein Grund dafür war, dass der TerraForm-Mutterkonzern SunEdison aufgrund zweistelliger Milliarden-schulden insolvent geworden ist und nun – anders als geplant – keine neuen oder zugekauften Kraftwerke außerhalb der USA mehr zum Betrieb an TerraForm Global weiterreichen kann.

### Trau, schau, wem!

Anleger sollten sich also vor einem Investment in YieldCos genau ansehen, wie das Unternehmen finanziell und personell aufgestellt ist und welche Abhängigkeiten gegebenenfalls bestehen. Denn so einfach, wie es der Ausdruck „YieldCo“ vermuten lässt, ist es oft nicht: Neben der Managementqualität kommt es u.a. auch darauf an, dass die Fremdkapitalquote nicht zu hoch ist, dass die Verfügbarkeit und Rentabilität der Anlagen stimmen, dass gesetzlich garantierte Einspeisetarife oder steuerliche Rahmenbedingungen nicht

rückwirkend (wie z.B. in Tschechien, Spanien oder Italien geschehen) geändert werden oder dass z.B. insbesondere bei



expansiven US-Gesellschaften genügend neue Kraftwerke erworben und auch finanziert werden können.

Die erst seit Juli 2015 gelistete Aktie von TerraForm Global hat bis dato über 80% im Kurs verloren, was mit mehreren negativen Meldungen einherging. Mit über 40 PV-(und Wasser-/Wind-)Kraftwerken (rund 1.000 MW) u.a. in China, Honduras, Indien, Malaysia, Südafrika, Thailand und Uruguay – größtenteils aus dem früheren Bestand von SunEdison – wurde in den ersten neun Monaten 2015 ein Umsatz von knapp 73 Mio. USD erwirtschaftet. Vor allem aufgrund der hohen Zinskosten von fast 85 Mio. USD kam dabei ein Verlust von über 116 Mio. USD zustande. Seit November 2015 wurden mehrere Sammelklagen von Aktionären gegen das Unternehmen eingebracht, bei denen irreführende Prospektangaben bzw. das Verschweigen ►

Foto: © Eisenhaus / www.fotohaus.com

## Interview

# Förderung und Notbremsung

Interview zum Thema Rechtssicherheit von Einspeisevergütungen mit dem Juristen **Thorsten Müller**, Akademischer Rat an der Universität Würzburg und Mitgründer der Stiftung Umweltenergierecht\*.

**Smart Investor:** Herr Müller, wie sehen Sie die künftige Rechtssicherheit bezüglich der Einspeisetarife in den Ländern Deutschland, Spanien und Italien?

*Müller:* Eine absolute Rechtssicherheit in dem Sinn, dass es keine Veränderungen für die Zukunft geben wird, bietet keine Rechtsordnung – auch keine rechtsstaatliche. Ein regulatorisches Risiko besteht immer dann, wenn die Amortisations- und Renditeerwartungen der Investoren maßgeblich von gesetzlich gesetzten Rahmenbedingungen abhängen. Auch wenn dies letztlich immer der Fall ist – auch der Brötchenpreis wird erheblich vom Gesetzgeber mitbeeinflusst über Vorgaben der Lebensmittelsicherheit, zum Ladenschluss, des Arbeitsschutzes usw. –, haben wir bei einem komplexen und grundlegenden Transformationsprozess, wie der Energiewende, ein besonders hohes Maß an Abhängigkeit vom Gesetzgeber. Ohne entsprechende gesetzliche Vorgaben wird die Energiewende in keinem Land funktionieren, die Rolle des Rechts kann daher gar nicht unterschätzt werden. Dies war ein zentrales Motiv für die Gründung der Stiftung Umweltenergierecht, weil so eine Institution entstanden ist, die die Rechtsentwicklung vorausdenkt und Modelle entwickelt, wie das Recht der Zukunft aussehen kann, um die Energiewendeziele zu erreichen.

**Smart Investor:** Ist Ihrer Ansicht nach also mit deutlichen Änderungen zu rechnen?

*Müller:* Ja, denn dieser Prozess mit seinen vielfältigen Herausforderungen und Wechselwirkungen erfordert, dass der Rechtsrahmen immer wieder nachjustiert wird. Einspeisetarife – bzw. die in allen Ländern mittlerweile dominierende Förderung mittels Marktprämien – bieten damit eine gewisse Planungs- und Rechtssicherheit, schützen aber nur begrenzt



Thorsten Müller

vor auch unliebsamen Änderungen. Der verfassungsrechtlich geschützte Kern der Rechtssicherheit ist nämlich vergleichsweise klein und allein nicht ausreichend. Vielmehr kommt es in erster Linie auf eine politische Garantie der Stabilität an. Und hier wären alle Regierungen gut beraten, ein Höchstmaß an Verlässlichkeit herzustellen. Denn die meisten Investitionen auf dem Weg der Energiewende liegen noch vor uns, auch in Deutschland, da wir uns immer noch auf rund 87% fossile Energieträger stützen. Enttäuscht die Politik aber das Vertrauen der Investoren, wird dieser Weg aufgrund höherer Risikoaufschläge oder sogar ausbleibenden Kapitals zumindest teurer. Daher dürfte es volkswirtschaftlich günstiger sein, notfalls Korrekturen anders vorzunehmen als die Rechtspositionen der Investoren (nachträglich) zu beschneiden.

**Smart Investor:** Wie hoch sehen Sie die juristischen Erfolgchancen von Betreibergesellschaften, gegen die in Spanien rückwirkend gekürzten Einspeisetarife vorzugehen?

*Müller:* Eine Wahrscheinlichkeit zu bestimmen ist nicht möglich. Eine erste Schiedsgerichtsentscheidung ist zugunsten von Spanien und gegen die Investoren ergangen. Ob dies allerdings ein Fingerzeig für weitere Entscheidungen ist, muss abgewartet werden. Spätere Einschnitte des spanischen Gesetzgebers waren weitaus bedeutender, sodass auch ein anderes Ergebnis vorstellbar ist. Letztlich ist das Kind aber in den Brunnen gefallen: Investoren meiden Spanien, und damit wird es teurer, weitere Schritte zu unternehmen.

**Smart Investor:** Was lässt sich von diesem Fall lernen?

*Müller:* Die Entwicklungen in Spanien sind ein gutes Beispiel dafür, wie ein Transformationsprozess nicht ablaufen sollte. Auf die Zeit der viel zu hohen Förderung folgte die Notbremsung mit all den bekannten Schäden. Nun hat das gewählte Ausschreibungsdesign dazu geführt, dass die erfolgreichen – strategisch bietenden – Investoren keine Förderung bekommen, was die Frage aufwirft, ob die Anlagen überhaupt errichtet werden. So oder so herrscht große Verunsicherung, die zusätzliches Gift ist, um einen nachhaltigen und langfristig angelegten Prozess zu steuern. Die Leidtragenden sind das Klima, die durch Klimaveränderungen geschädigten Menschen, etwa in Asien und Afrika, sowie die spanischen Stromverbraucher, die letztlich viel mehr für die Energiewende bezahlen müssen als es bei einem besser geordneten Verfahren der Fall gewesen wäre.

*Interview:* Das Gespräch wurde für Smart Investor von Max Deml geführt.

\* Es handelt sich hierbei um eine gemeinnützige außeruniversitäre Forschungseinrichtung.



Der Boom im Bereich der Clean Energy ist ungebrochen.

von Risiken bemängelt werden – u.a. im Zusammenhang mit der mangelnden Finanzierungsfähigkeit geplanter Projekte seitens des inzwischen insolventen Mutterkonzerns SunEdison. Auch andere US-YieldCos wie z.B. die 8point3 Energy Partners (mit PV-Kraftwerken bzw. -Dachflächen von über 400 MW Leistung) haben trotz hoher Dividendenerwartungen (0,84 USD pro Aktie bzw. quartalsweise 0,21 USD) seit dem Börsengang teilweise hohe Kursverluste verbuchen müssen.



**Deutsche und Schweizer Solar-YieldCos** Großteils auf Solaranlagen haben sich die Hamburger Capital Stage AG (PV-Anteil rund 80%), „Deutschlands größter unabhängiger Solarparkbetreiber“, und die Neubiberger Chorus Clean Energy AG spezialisiert. Chorus ist erst im Herbst 2015 – übrigens im zweiten Anlauf – zu 9,75 EUR an die Börse gekommen. Das Wind-



und Solarparkportfolio stammt aus einer Reihe von geschlossenen Fonds der 1998 gegründeten Chorus-Gruppe, deren Fondsanleger statt Kommanditanteilen einzelner Betreibergesellschaften nun Aktien der Gruppe halten. 2015 stieg der Umsatz um 6,5% auf 59 Mio. EUR, als Jahresüberschuss blieben rund 11 Mio. EUR.

Die früher unter dem Namen Colexon bekannte Solarprojektierer-Firma 7C Solarparken AG ([www.solarparken.com](http://www.solarparken.com)) hat sich in den letzten Jahren zur YieldCo entwickelt und den Sitz von Hamburg nach Bayreuth verlegt. 2015 wurde bei einem Umsatz von 24,05 Mio. EUR ein Gewinn von 2,93 Mio. EUR bzw. 0,10 EUR/Aktie erzielt.

Manche YieldCos weisen aufgrund der hohen Investitionskosten Anfangsverluste aus, bevor in späteren Jahren die Erträge

kommen, wie z.B. die ABO Invest AG, die von der Muttergesellschaft Abo Wind AG 2011 separat an die Börse gebracht worden ist. Sie betreibt (ohne die Risiken einer eigenen Projektentwicklung und gestreut auf vier Länder sowie unterschiedliche Anlagenhersteller) inzwischen über 60 Windenergieanlagen sowie eine Biogasanlage mit insgesamt über 130 MW Leistung. Die über 4.000 Investoren ([www.buergerwindaktie.de](http://www.buergerwindaktie.de)) schätzen die einer Anleihe sehr ähnliche stetige Kursentwicklung mit einer jährlichen Steigerung von bis dato rund 7%.

Der kleinste Titel in der Tabelle ist die Schweizer Edisun Power Europe AG, die 2014 bei einem erzielten Umsatz von 7,9 Mio. CHF wieder in die Gewinnzone gekommen ist. Stark wachsend ist die Schweizer Aventron AG (ehemals Kleinkraftwerk Birseck AG), die sich auf den Erwerb und Betrieb kleinerer Erneuerbare-

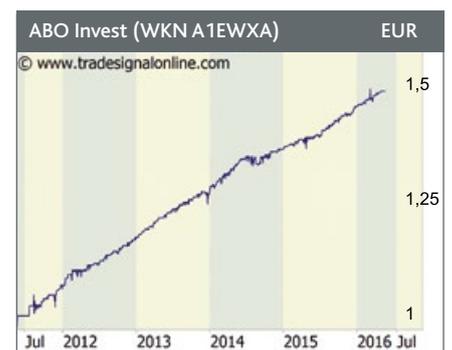


Foto: © keystim / www.fotolia.com

# KTG ENERGIE AG: DER DIVIDENDENTITEL

ISIN: DE000A0HNG53

Marktführer in Deutschland: Biogas-Anlagen mit Kapazität von 60 MW

Umsatz und Ertrag durch EEG langfristig gesichert

Umsatz-Sockel erreicht 90 Mio. Euro

EBITDA-Sockel erreicht 28 Mio. Euro

Seit 2011 Umsatz und EBITDA verfünffacht

Dividendenrendite 4,8 %



KTG Energie AG  
Ferdinandstraße 12  
20095 Hamburg  
Telefon: +49 40 76755372  
Telefax: +49 40 76755374  
E-Mail: info@ktg-energie.de

Übersichtstabelle zu YieldCos (alphabetisch gereiht, MK in Mio. EUR):

Land	Unternehmen	Kurs	MK	KUV	KGV	Div.-R.	YTD
D	7C Solarparken AG	2,36	105	3,4	24	0,0%	9%
USA	8point3 Energy Partners LP	12,96	926	17,8	13	6,1%	-11%
E	Abengoa Yield	15,24	1.456	4,5	neg.	10,6%	-12%
D	ABO Invest AG	1,50	65	3,1	neg.	0,0%	2%
CH	Aventron AG (ehem. KKB AG)	8,04	156	10,3	208	2,5%	0%
CAN	Brookfield Renewable Energy P.	25,70	7.067	2,2	neg.	6,1%	8%
D	Capital Stage AG	6,31	523	4,2	25	2,8%	-20%
D	Chorus Clean Energy AG	8,66	239	4,1	14	2,1%	-11%
CH	Edisun Power Europe AG	41,81	14	2,2	23	0,0%	15%
USA	Hannon Armstrong Sustainable	17,40	678	10,2	90	6,1%	1%
CAN	Innervest Renewable Energy	9,87	1.049	6,0	49	4,5%	30%
GB	NextEnergy Solar Fund	1,28	307			5,9%	-11%
USA	NRG Yield	12,47	2.374	1,5	25	6,5%	0%
USA	Pattern Energy Group	17,78	1.332	4,4	neg.	7,6%	-6%
GB	Renewables Infrastructure Group	1,30	999	35,9	34	1,6%	-5%
N	Scatec Solar	3,83	359	3,8	1.985	1,8%	-5%
USA	TerraForm Global	2,48	450		neg.	40,0%	-46%
USA	TerraForm Power	8,30	1.169	1,3	neg.	15,9%	-25%
<b>Summe / Median</b>			<b>19.268</b>	<b>4,2</b>	<b>25</b>	<b>5,2%</b>	<b>-5%</b>

Quellen: Öko-Invest, Bloomberg, Stand: 20.05.16, Kurse in Euro.

MK = Marktkapitalisierung in Mio. EUR, KUV = Kurs-/Umsatz-Verhältnis (2015 bzw. zuletzt), KGV = Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Div.-R. = Dividendenrendite, YTD: Kursentwicklung seit Jahresanfang 2016



Energien-Kraftwerke (zu rund 55% Wasserkraft, zu 30% Photovoltaik) in der Schweiz, Frankreich, Italien, Deutschland und Norwegen spezialisiert hat.

## Rückkäufe

Im März 2016 hat der größte italienische Stromversorger Enel, der im November 2010 (u.a., um eigene Schulden zu reduzieren) einen 30%-Anteil seiner Tochter Enel Green Power mit ihren Wind- und Solarkraftwerken

mittels Spin-off für rund 2,26 Mrd. EUR an die Börse gebracht hat, diesen „Wachstumstreiber“ im Konzern für rund 3,1 Mrd. EUR wieder zurückgekauft. Mit diesem Rückkauf ging Enel den gleichen Weg wie die spanische Iberdrola, die ihr 2007 abgestoßenes Aktienpaket an der Iberdrola Renovables SA 2011 zurückgekauft hat, während die portugiesische EDP Renovaveis SA seit dem Börsengang 2008 weiterhin auch Streubesitz-Aktionäre hat. Die über 300 Mio. EUR schwere YieldCo Capstone Infrastructure wurde kürzlich von der privaten iCON infrastructure llp übernommen und notiert nicht mehr an der Börse.

Schon vor Jahren haben auch deutsche Banken und Versicherungen YieldCo-ähnliche Beteiligungen erworben, da sie – zumindest wenn die Anlagen in Deutschland stehen – relativ stetige Stromerlöse liefern.

Max Deml

## Windkraft

## Weiter im Aufwind

China etabliert sich weiter als der größte Markt für Windenergie

Die Windenergie boomt. Der Markt wächst beständig und auch immer etwas schneller. Nach 13% in 2013 und 16% in 2014 gab es – laut dem Global Wind Energy Council (GWEC) – im letzten Jahr einen Zuwachs von 17%. Dies bedeutet in absoluten Zahlen eine zusätzliche Windenergie-Leistung von rund 63 Gigawatt (GW). Die globale Gesamtleistung aller On- und Offshore-Windkraftanlagen betrug somit über 432 GW.



China ist mittlerweile der mit Abstand wichtigste Windenergiemarkt. Allein 30,5 GW und damit über 48% des Gesamtzubaus wurden im Reich der Mitte installiert. Es folgen die USA (8,6 GW), Deutschland (6 GW), Brasilien (2,8 GW) und Indien (2,6 GW). Zudem haben es Kanada, Polen und Frankreich über die 1-GW-Marke geschafft. Die größten Zuwachsraten unter den großen Windenergie-Nationen ver-

zeichneten Kanada (+46%), Polen (+33 %) und China (+27%). Diese Entwicklung hat auch dazu geführt, dass erstmals ein chinesischer Turbinen-Hersteller weltweit die Nummer eins geworden ist. Xinjiang Goldwind hat mit einem Auftragsvolumen von 7,8 GW laut Bloomberg den bisherigen Marktführer Vestas (7,3 GW) von der Spitzenposition verdrängt.

Hinter Vestas folgt der US-Technologiekonzern GE (etwa 5,9 GW) auf Rang drei. Den vierten Rang teilen sich mit je rund 3,1 GW Siemens aus Deutschland und Gamesa aus Spanien. Der sechste Platz geht an Enercon, den Marktführer in Deutschland.

## Windaktien profitierten

Kein Wunder, dass für Anleger in Windaktien 2015 ein erfreuliches Jahr war. Angesichts der Börsenturbulenzen in China war der neue Weltmarktführer Goldwind aber nicht das beste Investment. Übers Jahr blieb zwar noch ein Plus von über 20%, der Wert der Aktien von Vestas, Gamesa und Nordex verdoppelte sich jedoch kurzerhand. Und wie wird 2016? Die bereits veröffentlichten Zahlen des ersten Quartals bestätigen den positiven Trend des vergangenen Jahres, an den Kursen der einzelnen Unternehmen lässt sich das jedoch nur unter Vorbehalt ablesen. Grund dafür ist wohl das nicht eben berauschende Börsenumfeld in 2016.

## Erstes Quartal 2016: solide Unternehmenszahlen

Bei Goldwind kletterte der Umsatz im ersten Quartal 2016 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 56,1% auf umgerechnet 614,3 Mio. USD. Der Nettogewinn lag mit umgerechnet 57,1 Mio. USD rund 49% über dem Niveau des ersten Quartals



2015. Bei einem Auftragsbestand von zumindest 7,8 GW erwartet das Unternehmen einen weiteren Anstieg bei Gewinn und Umsatz von rund 50%.

Vestas hingegen konnte trotz rückläufigem Umsatz das Ergebnis verbessern – ein durchaus positives Signal. Rund 1,45 Mrd. EUR Umsatz erwirtschafteten die Dänen im ersten Quartal. Trotz des Rückgangs um rund 4% stieg das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) um 8% auf 85 Mio. EUR. Grund dafür war der

Windenergie-Aktien								
Unternehmen	Land	ISIN	Währ.	Kurs	EPS ttm	KGV ttm	KUV ttm	
Goldwind	China	CNE100000PP1	HKD	11,62	1,24	9,33	0,89	
Vestas	Dänemark	DK0010268606	DKK	443,6	22,38	19,77	1,58	
Gamesa	Spanien	ES0143416115	EUR	17,65	0,68	25,88	1,30	
Nordex	Deutschland	DE000A0D6554	EUR	25,32	0,64	39,68	0,84	
Senvion	Luxemburg	LU1377527517	EUR	14,16	n.e.	n.e.	n.e.	

ttm: trailing twelve months (bezogen auf die letzten zwölf Monate), Quelle: Bloomberg

Stand: 20.5 2016

weitere Ausbau des rentablen Service-Geschäftes. Das Volumen des Auftragsbestandes von 2,4 GW Leistung, inklusive Service-Geschäft, beläuft sich auf den Rekordwert von 18 Mrd. EUR und liegt so 20% über dem Niveau des Vorjahreszeitraums.

Illustration: © J&S / www.fotolia.com

Auch bei Gamesa brummt es. Der spanische Windkraftkonzern konnte das EBIT im ersten Quartal 2016 um 81% auf fast 200 Mio. EUR steigern. Der Umsatz stieg um 34% auf 1,06 Mrd. EUR. Der Bestand an Neuaufträgen erhöhte sich um rund 1 GW auf knapp über 3 GW. Das Unternehmen konzentriert sich auf die stark wachsenden Märkte Lateinamerika und Indien. Fantasie in die Aktie scheinen auch die Verhandlungen über den Kauf der Windsparte von Siemens zu bringen. Immerhin ist Gamesa die einzige reine Windkraftaktie, deren Kurs auch 2016 zulegen konnte – nämlich um rund 10%.

#### Der deutsche Markt: Senvion und Nordex gewinnen Marktanteile

Siemens mischt auf dem globalen Windmarkt gehörig mit, insbesondere auch bei den Off-Shore-Installationen. On-Shore lag der Anteil in Deutschland lediglich bei 1,7%. Da ist hierzulande Enercon (als GmbH nicht börsennotiert) Marktführer, wenn auch mit sinkendem Marktanteil. Waren es 2013 noch fast 50%, so verblieben 2015 „nur“ mehr rund 37%. Auch der langjährige Branchenprimus Vestas verlor zuletzt von 24% auf 21%. Zulegen hingegen konnten die heimischen Produzenten Nordex (von 9% auf 12%) und Senvion (von 15% auf 18%).

Nordex SE hat im April die Windkraftsparte vom spanischen Technologiekonzern Acciona übernommen, eine gemeinsame



Foto: © Ingo Barnasch / www.fotolia.com

*Der Bau einer Windkraftanlage ist eine aufwändige Angelegenheit.*

Bilanz soll im Juli vorgelegt werden. Ziel ist es, sich mit dem Zukauf international, vor allem in den USA und in Schwellenländern, stärker zu positionieren. Nordex will im laufenden Jahr einen Umsatz von etwa 3,4 Mrd. EUR erreichen, fast ein



Drittel soll vom Neuerwerb Acciona kommen. Die EBITDA-Marge soll auf 10% steigen. Ohne den Zukauf hat das Unternehmen im ersten Quartal 2016 seinen Umsatz um 28% auf 637 Mio. EUR steigern können. Der Auftragsbestand ist zwar gesunken, dies sei aber auf einen Einmal-effekt durch einen außergewöhnlich großen Auftrag im Vorjahreszeitraum zu erklären. Seit März notiert ein neues, altes Unter-

nehmen an der Börse: Senvion, das bis 2014 als Repower firmierte. Nach der Übernahme durch den indischen Konzern Suzlon verschwand es 2011 vom Kurszettel. Das seit geraumer Zeit geplante neuerliche Going Public passierte nun in einem suboptimalen Börsenumfeld. Nach der Emission bei 15,75 EUR gerieten die Aktien unter Druck und auch die ersten Quartalszahlen waren nicht dazu angetan, den Trend umzukehren. Im ersten Quartal 2016 hat Senvion mit 364 Mio. EUR um rund ein Fünftel weniger Umsatz erzielt als im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Hohe einmalige Kosten sorgten mit dafür, dass ein millionenschwerer Quartalsverlust anfiel. Positiv entwickelte sich das Neugeschäft.

#### Fazit:

Der Windmarkt ist in Bewegung, in China und im Rest der Welt. Unternehmen schließen sich zusammen und passen ihr Angebot an, beispielsweise in Richtung Serviceleistungen. Wer in durchwachsenen Börsenzeiten weiter auf Aktien setzt, kann sich wohl getrost die eine oder andere Windkraftaktie ins Depot holen.

Wolfgang Bauer

## E-Mobility

# Elektromobil an der Börse

Die börsennotierten Unternehmen kommen aus den USA und aus China



„Die Zukunft der Mobilität ist elektrisch“, meinte die Bundesregierung im April und entschied, über 1 Mrd. EUR in die Förderung der Elektromobilität zu investieren. Damit ist Deutschland nicht unbedingt Vorreiter, aber der heimische Markt wird ohne Zweifel interessanter. Auch die deutsche Automobilindustrie hat sich bislang noch nicht sonderlich hervorgetan. Hier haben andere das Rennen gemacht, insbesondere wenn man das Thema aus Anlegerperspektive betrachtet. Unternehmerpersönlichkeiten in Ost und West haben Marken geschaffen, die für Pionierarbeit in der Branche stehen.



## Vorreiter: Tesla aus den USA

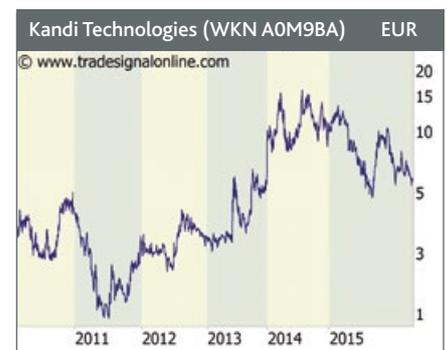
Allen voran wäre hier natürlich Tesla zu nennen. 2003 von Technologie-Unternehmer Elon Musk gegründet, konnte die Aktie in den letzten vier Jahren den Anlegern viel Freude bereiten. Der Erfolg kam aber nicht ohne Rückschläge. 2008

wurde die Insolvenz knapp abgewendet. 2010 an die Börse gebracht, geriet das Unternehmen 2013 wiederum gehörig ins Strudeln. Es gab konkrete Verhandlungen mit Google über einen Verkauf. Mit dem ersten Quartalsgewinn begann jedoch der Höhenflug. Das Vertrauen in die 2006 formulierte Strategie des Gründers stieg. Musk plante zuerst einen Sportwagen zu bauen, da in diesem Segment die Zahlungsbereitschaft am höchsten ist. Dabei sollte gezeigt werden, dass Elektromotoren Verbrennungsmotoren gegenüber überlegen sein können. Mit dem „Tesla Roadster“ wurde der Beweis eindrucksvoll erbracht. So ein Wunderding ist natürlich nicht billig. Für einen der Roadster muss man immer noch einen sechsstelligen Euro-Betrag hinlegen. In der Folge sollte das damit verdiente Geld in die Entwicklung und Serienproduktion von günstigeren Fahrzeugen gesteckt werden. Diese sind heute unter dem Namen „Model X“ und „Model S“ in Produktion, der Preis für diese liegt aber immer noch über 80.000 EUR. Im vergangenen Jahr lieferte Tesla über 51.000 Autos aus. Ab Ende 2017 soll dann das günstige Model 3 mit einem Preis unter 40.000 EUR folgen. Positiv: Dafür gingen zuletzt über 325.000 Reservierungen ein. Negativ: Manche Experten zweifeln, ob der Kaufpreis das Unternehmen in die Gewinnzone bringen kann. Zudem ist weiterer Kapitalbedarf wahrscheinlich.

Analysten reagierten daher skeptisch auf die Ankündigungen anlässlich der Bekanntgabe der ersten Quartalszahlen 2016. Nachdem die Aktie bis April mit Kurszielen bis zu 500 USD – was in etwa einer Verdoppelung entspricht – in den Himmel gelobt wurde, häuften sich im Mai Verkaufsempfehlungen, nachdem die Auguren etwas genauer hingesehen haben.

Im ersten Quartal 2016 erzielte Tesla (nach GAAP-Bilanzierung) 1,15 Mrd. USD Umsatz, 23,2% mehr als im Vorjahreszeitraum. Zugleich stiegen allerdings auch die Kosten überproportional und somit der Nettoverlust um 84,2% auf 278 Mio. USD.

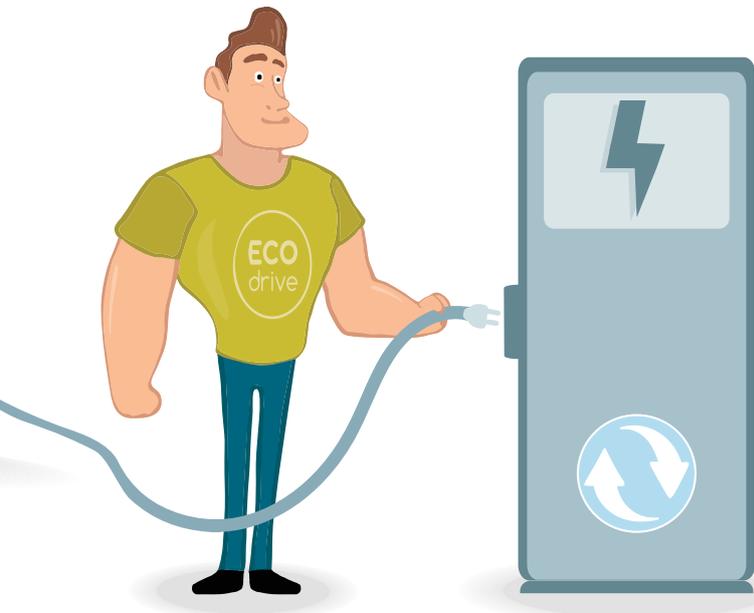
In den letzten Monaten schwankte der Kurs der Aktie zwar zwischen 200 und 250 USD. Bedenkt man aber, dass die Anteile im Juni 2010 bei 17 USD emittiert wurden, so kann man wohl nur von einer Erfolgsgeschichte sprechen, die noch lange nicht zu Ende scheint.



E-Mobil-Aktien							
Unternehmen	Land	ISIN	Währ.	Kurs	EPS ttm	KGV ttm	KUV ttm
Tesla	USA	US88160R1014	USD	220,28	-7,67	n.e.	6,73
BYD	China	CNE100000296	HKD	42,05	1,67	25,2	1,05
Kandi	USA	US4837091010	USD	6,65	0,06	112,14	1,50

ttm: trailing twelve months (bezogen auf die letzten zwölf Monate), Quelle: Bloomberg

Stand: 20.5.2016



### Build your dreams in China

Was Elon Musk für die USA ist, ist Wang Chuanfu für China – ein erfolgreicher Unternehmer und Pionier der Elektromobilität. Als Gründer und CEO von BYD („Build your Dreams“) setzt er seine Prämisse „the manufacturing of cars starts with manufacturing of talents, then tools, and then cars“ durchaus erfolgreich um. Während Elon Musk den Sprintertyp repräsentiert, erinnert Wang Chuanfu eher an einen Marathonläufer, so ein Branchenkenner.

1995 gegründet, war BYD zunächst auf die Herstellung von Batterien spezialisiert und fungierte als Zulieferer von Motorola und Nokia. Mit der Übernahme des insolventen, staatlichen Automobilherstellers Xi'an Tsinchuan Auto wurde das Unternehmen erst 2003 in der Sparte aktiv. Dieser Unternehmenszweig firmiert seither als Tochtergesellschaft unter BYD Auto.

Anders als bei Tesla liegt der Schwerpunkt bei BYD in der Breite des Angebots. Hauptabsatzgebiet für das Unternehmen ist natürlich China, der mittlerweile größte Automarkt der Welt. Jedoch gelang es BYD auch, in der westlichen Hemisphäre Fuß zu fassen. Die Fahrzeuge sind zumeist als Busse, Leihwagen und Taxis in Verwendung.

Die Marke kämpft zwar mit chinesischen Produkten oft anhaftenden Imageproblemen – immerhin hat BYD zuletzt aber die meisten Elektromobile unter einem einzelnen Markennamen gebaut. Die Zahlen des ersten Quartals 2016 belegen einen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 32% gestiegenen Umsatz von über 20 Mrd. RMB (rd. 300 Mio. EUR) und einen beachtenswerten Anstieg beim Gewinn pro Aktie von 540% im Vergleich zur Vorjahresperiode.

Seit Anfang 2015 hat der Wert der Aktie immerhin um rund 40% zugelegt, was im Vergleich zu Tesla und angesichts des Börsenklimas 2015 in China durchaus respektabel ist. Denn die Tesla-Aktie ist – bei starken Ausschlägen – auf dem Niveau von Anfang 2015 verblieben, hat aber seit Unternehmensgründung wesentlich besser performt.

### Kandi Technologies: hoch geklettert, tief gefallen

Einer der Konkurrenten von BYD in China ist Kandi Technologies. Während BYD auch konventionelle Autos produziert, ist Kandi ein

reiner Anbieter von Elektrofahrzeugen und Bestandteilen dafür, an dem auch der chinesische Automobilhersteller Geely zu 50% beteiligt ist. Das Unternehmen hat 2014 die meisten Elektrofahrzeuge verkauft. In der Gunst der Anleger wurde es zuletzt von BYD überflügelt. Die Aktie von Kandi hat seit Anfang 2015 die Hälfte ihres Wertes eingebüßt, der Kurs hatte sich aber zuvor innerhalb von zwei Jahren vervielfacht.

Im Gegensatz zum Aktienkurs entwickelt sich der Umsatz stabil. Im ersten Quartal 2016 legte er um über 15% zu, der Gewinn pro Aktie ging jedoch deutlich zurück von 6,1 USD auf 0,1 USD.

### Fazit

E-Mobil-Aktien haben sich in der Vergangenheit als höchst volatil und daher riskant erwiesen. Wer das Risiko auf sich nehmen will, sollte diese drei Werte jedenfalls im Auge behalten.

*Wolfgang Bauer*

Anzeige

Wer sein Geld ökologisch sinnvoll und rentabel anlegen will, vertraut seit 1991 auf den Informationsdienst Öko-Invest.



Er liefert alle 14 Tage (per Post) aktuelle Analysen, Übersichten und Tipps zu

- nachhaltigen Fonds, Wind-, Solar- und Wasserkraftbeteiligungen
- ca. 40 nachhaltigen Titeln im **Musterdepot**, z.B. Aktien von **Shimano** und **Umweltbank** (Kursgewinne jeweils ca. 800%)
- 25 Natur-Aktien im Index **nx-25** (+565% von 2003 bis 2015)
- 30 Solar-Aktien im Index **PPVX** (+446% von 2003 bis 2015)
- ausserbörslichen Aktien wie z.B. der **BioArt AG** oder **Öko-Test Holding AG**
- **Warnungen** vor (grün-)schwarzen Schafen.



Das **Handbuch Grünes Geld 2020** enthält (in der 8. aktualisierten Auflage) auf rund 360 Seiten wieder einen umfassenden Überblick über nahezu alle Öko-Investment-Möglichkeiten samt neuer Kapitel wie Green Bonds und Crowd-Investments.

Das Handbuch (Einzelpreis 24,90 Euro inkl. Versand mit Rechnung) und ein **kostenloses Öko-Invest-Probeheft** können Sie abrufen beim Öko-Invest-Verlag  
Schweizertalstr. 8-10/5, A-1130 Wien  
Tel. 0043-1-8760501  
oeko-invest@teleweb.at

## Solarenergie

# Bald aus dem Schatten?

Die Kursentwicklungen bei Solartiteln waren in den letzten Monaten höchst unterschiedlich.

Die Zeiten, in denen Solaraktien jährlich mehrere hundert Prozent gestiegen sind (wie z.B. First Solar 2007 um 795% oder SolarWorld zwischen 2002 und 2007 gar um mehr als 18.000%), sind vorbei. Die Photovoltaikbranche erlebt nach stürmischen Wachstumsjahren nun eine Phase der Konsolidierung: Wer zu hohe Schulden angehäuft hat, ging pleite oder wurde übernommen. Wie bei einer Reihe von deutschen Solar-„Mittelstandsanleihen“ (Solarwatt & Co) haben die Investoren in den letzten Jahren auch mit Solaraktien meist Geld verloren. Das zeigt auch die Entwicklung des PHOTON Photovoltaik-Aktien-Index (PPVX), der Mitte 2001 – als weltweit erster Solaraktien-Index – von den Zeitschriften PHOTON (Aachen) und ÖKO-INVEST

## Achterbahnfahrt

Der PPVX zeigt zwar die enorme Dynamik, mit der sich diese Branche in den Anfangsjahren entwickelt hat, aber auch die nachfolgenden Verwerfungen, Niedergänge und Pleiten. Die PPVX-Marktkapitalisierung liegt aktuell bei 27,5 Mrd. EUR, beim Start 2001 waren es 1,8 Mrd. EUR und in der Spitze über 80 Mrd. EUR. Von den ursprünglich zehn PPVX-Unternehmen (AstroPower, Energy Conversion Devices, Entech Solar, Evergreen Solar, Phoenix Solar AG, S.A.G. Solar AG, SolarWorld AG, Solon SE, Spire, Sunways AG) ist kein einziges mehr im Index: Die meisten – wie auch Conergy oder Q Cells, die erst später an die Börse kamen – mussten Insolvenz anmelden. Und es haben sich auch die regionalen Gewichtungen stark verschoben: Waren es anfangs fast nur deutsche und US-Aktien, kommt jetzt mehr als die Hälfte der inzwischen 30 PPVX-Titel (30 ist die Obergrenze) aus Asien, davon elf aus China und fünf aus Taiwan. Aus den USA sind es noch sieben, aus Deutschland nur mehr drei, nachdem der Börsenwert der Solarworld AG (einst über 5 Mrd. EUR)

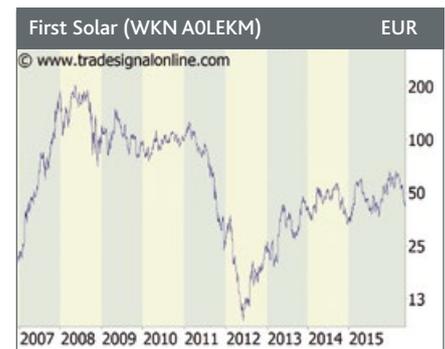
aktuell (Kurs 7,64 EUR) nur mehr bei 114 Mio. EUR liegt, was weit unter der Hürde (derzeit über 200 Mio. EUR) für eine Wiederaufnahme liegt. Den PPVX wird dieser Tage die chinesische Firma Hanergy Thin Film Power verlassen, deren Börsenwert von fast 38 Mrd. EUR in 2015 noch größer war als der von allen anderen 29 Titeln zusammen. Grund: Inzwischen ist es nun ein

volles Jahr her, dass die Aktie nicht mehr notiert, was aufgrund der Indexregel zum Ausschluss aus dem PPVX führt. Seit der Handelsaussetzung im letzten Jahr ermittelt die Börsenaufsicht in Hongkong, inwieweit die publizierten Zahlen stimmen können. Hanergy-Gründer und -Hauptaktionär Li Hejun war bis vor einem Jahr noch der reichste der rund 430 chinesischen Milliardäre, jetzt rangiert er unter „ferner liefen ...“.



Quelle: Öko-Invest, mit „fossiler“ Benchmark NYSE Arca Oil aus 13 Erdölaktien

(Wien) lanciert worden ist. Er spiegelt die Berg- und Talfahrt der international größten Solarunternehmen wider – und ist nun fast wieder beim Ausgangspunkt (1.000 Punkte vor 15 Jahren) angelangt. Seit Jahresanfang 2016 liegt der PPVX mit rund 29% im Minus. Nur drei der 30 weltweit größten Solartitel konnten sich im bisherigen Jahresverlauf diesem Negativtrend widersetzen.



## Drei sonnige Titel

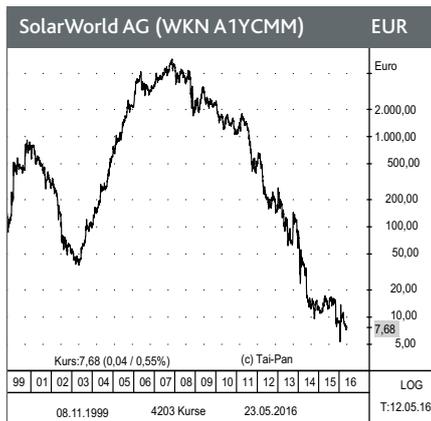
Wer in Solaraktien investieren will, kommt kaum um den mit Abstand größten Titel (Börsenwert 4,4 Mrd. EUR) herum: Das US-Unternehmen First Solar hat rund 6.000 Beschäftigte und erwirtschaftet einen Umsatz von ca. 4 Mrd. USD. First Solar verfügt über ein Eigenkapital in Höhe von rund 5 Mrd. USD und konnte die Schulden seit 2011 – u.a. durch Übertragung von Solarparks an YieldCos – deutlich reduzieren.



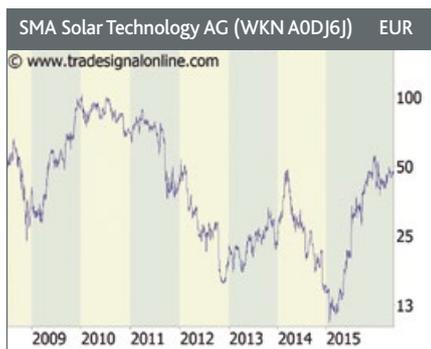


Foto: © digitalstock / www.fotolia.com

Risiko-, aber auch chancenreicher erscheint derzeit jedoch das israelische Unternehmen SolarEdge Technologies, dessen Wechselrichter die Effizienz der PV-Module mittels „power optimizer“ um bis zu 30% steigern können. Der Umsatz hat sich zwischen 2013 und 2015 auf 325 Mio. USD mehr als vervierfacht. Die Israelis haben 2015 mit 21 Mio. USD plangemäß die Gewinnzone erreicht und weisen nun eine komfortable Eigenkapitalquote von 55% aus.



Der Kurs hat sich in den ersten drei Monaten nach dem Börsengang Ende März 2015 (zu 18 USD) zwischenzeitlich verdoppelt, steht jetzt aber – die negativen Meldungen anderer PV-Unternehmen färben ab – wieder unter 20 USD. Der Börsenwert liegt damit bei rund 791 Mio. USD.



Beim deutschen Solaredge-Konkurrenten SMA Solar Technology AG haben sich die Umsätze zwischen 2011 und 2014 zwar auf rund 805 Mio. mehr als halbiert – und es fielen 2013 und 2014 Verluste von rund 67 Mio. bzw. 179 Mio. EUR an – aber die Eigenkapitalquote liegt nicht weit von 50% weg. Zudem gelang es inzwischen, wieder in die Gewinnzone zurückzukehren. ■

Max Deml

Die Titel des PPVX-Index				
Land	Unternehmen	Branche	Kurs 20.5.16 (Heimatw.)	% seit 1.1.16
USA	8point3 Energy Partners	Betreiber	14,72	-8,8
USA	Advanced Energy Industries	Wechselrichter, Dünnschicht	35,54	+25,9
CN	Canadian Solar	Wafer, Zellen, Module (USD)	18,08	-37,6
D	Capital Stage AG	Betreiber, Projekte	6,40	-18,9
CN	China Singyes Solar	BIPV, Kraftwerke (in HKD)	2,68	-51,9
D	Chorus Clean Energy AG	Betreiber	8,500	-1,3
USA	First Solar	Dünnschichtmodule, Projekte	48,02	-27,2
CN	GCL Poly Energy Holding	Silizium, Wafer, Projekte (in HKD)	1,10	-5,2
TW	Green Energy Technology	Wafer, Dünnschichtmodule,	19,35	+0,3
CN	Hanergy Thin Film Power Gr.	Equipment, Module, Projekte (HKD)	0,215	0,0
CN	JA Solar	Wafer, Zellen, Module, Systeme (USD)	7,93	-18,2
CN	JinkoSolar Holding	Ingots, Wafer, Zellen, Module (USD)	21,43	-22,6
CH	Meyer Burger Technol. AG	Equipment	3,39	-43,2
TW	Motech Industries	Zellen, Module, Wechselrichter	32,40	-28,3
TW	Neo Solar Power	Zellen, Module	17,20	-29,2
NOR	REC Silicon	Silizium	2,030	+13,2
NOR	Scatec Solar	Betreiber, Projekte	37,00	-5,1
CN	Shunfeng International	Zellen, Ingots, Wafer (in HKD)	1,22	-38,1
TW	Sino-American Silicon Pr.	Wafer	33,25	-28,9
D	SMA Solar Technology AG	Wechselrichter	47,90	-7,4
USA	SolarCity	Installation, Finanzierung	21,94	-57,0
IL	SolarEdge Technologies	Wechselrichter (in USD)	19,41	-31,1
CN	SPI Energy	Kraftwerke, PV-Zubehör (in USD)	6,20	-63,1
USA	SunPower	Module, Zellen, Systeme/Projekte	15,91	-47,0
USA	SunRun	Installation, Finanzierung	6,11	-48,1
USA	TerraForm Global	Betreiber, Projekte	2,87	-48,7
USA	TerraForm Power	Betreiber, Projekte	9,34	-25,8
CN	Trina Solar	Wafer, Zellen, Module	8,31	-24,6
CN	United Photovoltaics Group	Zellen, Module, Kraftwerke (in HKD)	0,59	-21,3
CN	Xinyi Solar Holdings	PV-Glas, Kraftwerke (in HKD)	2,93	-7,6
int.	<b>PPVX</b>	<b>Solar-Aktien-Index</b>	<b>1.095</b>	<b>-28,6</b>

a) Handel Ende Mai 2015 ausgesetzt \*) seit 25.3.16 \*\*) seit 22.4.16

Quelle: Öko-Invest, Kurse in Währung der Heimatbörse.

YTD: Kursentwicklung seit Jahresanfang 2016

## Alternative Fonds und Anleihen

# Prüfe, wer sich ewig bindet

## Licht und Schatten im Bereich Clean Energy

Erst mit weit über 100.000 Privatanlegern konnte der Anteil der Wind- und Solarenergie am Stromaufkommen in Deutschland innerhalb der letzten 25 Jahre von 0% auf über 20% gesteigert werden. An manchen (sonnigen) Tagen liefern diese Kraftwerke sogar mehr als 50% des Strombedarfs. Anfangs noch als unrentable Liebhaberei belächelt, haben sich Wind- und Solarparks als gefragte Anlagekategorie etabliert, oft mit überdurchschnittlichen Renditen von 3% bis 5%, die durch die Stromeinspeisertarife nach deutschem Gesetz möglich sind. Seit dem Inkrafttreten des Kapitalanlagengesetzbuchs (KAGB) 2013 sind an die Stelle der früher üblichen geschlossenen Fonds zunehmend sogenannte „Alternative Investment Fonds“ (AIF) getreten. Bei inzwischen über 26.000 Windrädern in Deutschland werden neue gute Standorte Mangelware. Die Anbieter weichen daher verstärkt ins Ausland oder auf das Meer („offshore“) aus. Einer der Pioniere, die auch Windparks in Portugal, Großbritannien und Griechenland für deutsche Anleger als geschlossene Fonds aufgelegt haben, war die Bremer Energiekontor AG. Das Hamburger Emissionshaus reconcept GmbH, das seit 1998 rund 230 Windkraftanlagen in Deutschland und Finnland mit rund 470 Mio. EUR Investitionsvolumen finanziert hat, bietet im Windbereich aktuell mit der „RE09 Windenergie

Deutschland“ – bei 7 Jahren Laufzeit bis Ende 2023 – prognostizierte steigende jährliche Auszahlungen von 6% bis 8%. Der HEP-Solar Japan 1 investiert in vier bereits feststehende, große Solarparks im Umfeld der Stadt Osaka. Der Fonds arbeitet nur mit Eigenkapital und prognostiziert eine durchschnittliche jährliche Ausschüttung von 9% p.a. (die Mindestbeteiligung beträgt 1 Mio. Yen, rund 7.500 EUR, +5% Agio).

### Kontaktdaten ausgewählter Anbieter\*:

abakus SachWerte GmbH	www.abakus-sachwerte.de
CEPP Capital AG	www.cepp-capital.de
Energiekontor AG	www.energiekontor.de
Enertrag AG	www.enertrag.de
facesso GmbH	www.facesso.net
GLS Beteiligungs AG / GLS Bank eG	www.gls.de
Green City Energy AG	www.greencity-energy.de
HEP Capital AG	www.hep-capital.com
IFE Eriksen AG	www.ife-eriksen.de
KWA Contracting AG	www.kwa-ag.de
Lacuna AG	www.lacuna.de
Leonidas Associates AG	www.leonid-as.com
Luana Capital New Energy Concepts GmbH	www.luana-capital.com
Neitzel & Cie. KG	www.neitzel-cie.de
Ökorenta AG	www.oekorenta.de
Ostwind-Gruppe	www.ostwind.de
Projekt Ökovest GmbH	www.projekt-firmengruppe.de
reconcept GmbH	www.reconcept.de
Solarcomplex AG	www.solarcomplex.de
Steiner & Company GmbH & Co. KG	www.steiner-company.de
UDI UmweltDirektInvest-Beratungs GmbH	www.udi.de
Umwelt Management AG UMAG	www.umwelt-management.de
UmweltBank AG	www.umweltbank.de
Voigt & Coll. GmbH	www.voigtundcollegen.de
Wattner AG	www.wattner.de
White Owl Capital AG	www.whiteowl.de
Windwärts Energie GmbH	www.windwaerts.de
WKN AG	www.wkn-ag.de

*\*Manche Angebote sind bereits voll platziert, aber oft kommen im Herbst wieder neue hinzu bzw. sind die Anbieter beim Verkauf „alter“, noch nicht fälliger Beteiligungen behilflich.*

*Quelle: Handbuch Grünes Geld 2020*

Anzeige

## Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

[www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)



### Wasserkraft in Kanada

In Kanada – dem weltweit drittgrößten Wasserkraft-Stromproduzenten – soll laut der International Energy Agency die installierte Wasserkraftleistung von 76 GW (2013) auf bis zu 180 GW (2019) steigen. Beim AIF „reconcept 04 Wasserkraft Kanada GmbH & Co. geschlossene Investment-KG“ (Laufzeit 8,5 Jahre, Mindestbeteiligung 29.000 CAD, Eigenkapitalanteil über 51%) sind Auszahlungen ab 3,0% p.a. (ansteigend) geplant sowie ein Gesamtmittelrückfluss von über 177%. Investiert wird in Standorte in den Rocky Mountains, für die Stromverkaufsverträge mit dem staatlichen Stromversorger BC-Hydro auf 40 Jahre vorgesehen sind.

Hinsichtlich des platzierten Eigenkapitalvolumens im Bereich Erneuerbare Energie rangierte bei den Privatanlegern 2015 nach der Statistik von „kapital-markt intern“ die UDI UmweltDirekt-Invest-Beratungs GmbH (52,8 Mio. EUR) mit großem Abstand an erster Stelle, gefolgt von der Lacuna AG (5,0 Mio. EUR), Luana Capital (3,2 Mio. EUR) und Wattner AG (2,2 Mio. EUR).

### Sonnige und windige Anleihen

Im Windenergiebereich gibt es kaum börsennotierte Anleihen, neben den Stufenzinsanleihen der Energiekontor AG z.B. die 500-Mio-Euro-Anleihe von Vestas Wind Systems (2,75%, Laufzeit bis 11.03.22, ISIN XS1197336263, Stückelung 1.000 EUR), die meist um 100% notiert. Die bereits zu rund 80% gezeichnete „RE07 Anleihe der Zukunftsenergien“ (Zinssatz 5%, Jahre Laufzeit, ISIN DE000A1680E7) von reconcept dient der Finanzierung zweier deutscher Windkraftanlagen (eine davon – Pfaffengrün – ist bereits in Betrieb) und soll nach der Vollplatzierung (Zeichnungsfrist bis 30. Juni 2016) im Frankfurter Freiverkehr notieren.

Bei Solaranleihen kam es hingegen vor Jahren (2010/11) zu einem regelrechten Boom, meist mit Zinssätzen von 6 bis über 9%. Doch viele der betreffenden Unternehmen wie z.B. Conergy AG, MBB Clean Energy AG, Payom Solar AG, Q-Cells SE, S.A.G. Solarstrom AG, Solar-Fabrik AG, Solon AG oder Sunways AG wurden (u.a. aufgrund zu hoher Verschuldung bzw. chinesischer Konkurrenten mit preisgünstigeren Anlagen) insolvent. Jüngstes Negativbeispiel ist die nun insolvente German Pellets GmbH, deren Anleihen bei 1% notieren. Bei der SolarWorld AG wurden im Zuge der Sanierung ältere Anleihen in neue (mit hoher Abwertung des am Ende rückzahlbaren Nennbetrags) umgetauscht. Es ist also zu empfehlen, sich vor einem Investment genau die Bonität des Emittenten anzusehen! ■

Max Deml



**Deutschlands größter  
unabhängiger Solarparkbetreiber**

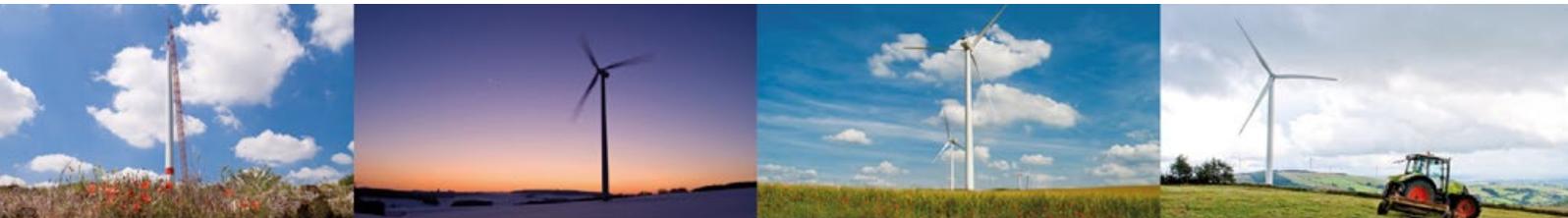
Investor > Betreiber > technischer Service > [www.capitalstage.com](http://www.capitalstage.com)

# WIND, WASSER UND SONNE – INVESTIEREN SIE IN DIE ZUKUNFT

Kapitalerhöhung 2016  
Prospekt und Zeichnungsschein  
unter [medien@aventron.com](mailto:medien@aventron.com)

Wir sind eine unabhängige  
Grünstrom-Produzentin und  
investieren in erneuerbare  
Energien Kraftwerke in der  
Schweiz und in ausgewählten  
Ländern Europas – investieren  
Sie mit uns:

[www.aventron.com](http://www.aventron.com)



## *Wir sind die Energiewende*

Als Aktionär der Bürgerwindaktie ABO Invest sind Sie Miteigentümer von einer Biogasanlage und 62 Windkraftanlagen in Deutschland, Frankreich, Irland und Finnland. Die breite Streuung reduziert das unternehmerische Risiko.

Ziel ist es, mit den stetigen Einnahmen aus der Stromproduktion einen kontinuierlichen Kursanstieg zu erreichen. Bislang ist das selbst in turbulenten Börsenzeiten hervorragend gelungen. Die Aktie wird an der Börse Düsseldorf gehandelt.

Gerne informieren wir Sie ausführlich.

ABO Invest

Unter den Eichen 7 · 65195 Wiesbaden

Tel.: (0611) 267 65-592 · [info@buergerwindaktie.de](mailto:info@buergerwindaktie.de)

[www.buergerwindaktie.de](http://www.buergerwindaktie.de)

**ABO INVEST**  
*Die Bürgerwindaktie*



Das große Bild

# Pustepause statt Pustebulle

Der Sommer könnte turbulent werden.

## Brexit ante portas?

Das beherrschende Thema des kommenden Monats wird aus europäischer Sicht der mögliche Austritt Großbritanniens aus der EU sein. Dieser sogenannte Brexit („Britain + Exit“) wäre vor wenigen Jahren noch undenkbar gewesen. Während die EU krampfhaft versucht, sogar ein Land wie Griechenland im inneren Zirkel der Euro-Länder zu halten, ist es plötzlich eine nicht völlig unrealistische Option, dass mit Großbritannien ein EU-Gründungsmitglied von der Fahne geht. Die Briten waren bereits klug genug, beim Euro nicht mitgemacht zu haben. Alleine über die Tatsache, dass sie über einen Verbleib in der EU abstimmen „dürfen“, reiben sich andere „EU-Bürger“ verwundert die Augen. Obwohl es in einer Demokratie eine pure Selbstverständlichkeit sein sollte, mit neuen Mehrheiten neue Wege einzuschlagen.

Noch erstaunlicher ist, dass die „Brexit“-Position, die in den Ohren der Kontinentaleuropäer reichlich exotisch klingt, inzwischen einen deutlichen Zulauf hat und in manchen Umfragen nur noch minimal hinter der „Stay“-Variante liegt. Erstaunlich, weil die Pro-EU-Fraktion in London an den Schalthebeln der Macht von Politik, Medien und Konzernen sitzt – in Brüssel, Berlin und Paris sowieso. Die EU-Befürworter arbeiten dabei mit der bewährten Mischung aus Zuckerbrot und Peitsche – süße Köder einerseits und düstere Wirtschafts- und Arbeitsmarktszenarien andererseits. Die Brexit-Befürworter argumentieren grundsätzlicher: Die EU habe eben nicht nur ein „Demokratiedefizit“, wie das immer beschönigend heißt, sie sei durch und durch antidemokratisch. Da ist es Wasser auf die Mühlen der „Brexiteers“, dass Ambrose Evans-Pritchard, renommierter Kommentator von „The Telegraph“, kürzlich deutlich aussprach, dass die EU von Anfang an ein CIA-Projekt war. Es wäre den Briten und letztlich auch Europa zu wünschen, dass am 23. Juni ein deutliches Zeichen gegen ein einfaches „Weiter so!“ gesetzt wird.

## Die „Populisten“ kommen

Glaubt man den Mainstream-Medien, dann ist Europa inzwischen einig „Populisten“-Land – von der aktuellen „Brexit“-Bewegung (Großbritannien) über Hofer (Österreich) bis zu den üblichen Verdächtigen von AfD & Co. Jeder, der gegen die alternativlose Politik der selbsternannten Eliten opponiert, bekommt den „Populisten“-Stempel verpasst. Das erspart zwar die argumentative

Auseinandersetzung, es verstellt aber auch bewusst (?) den Blick auf die Ursachen der Unzufriedenheit. Die Bürgerproteste sind weder im luftleeren Raum entstanden noch des Ergebnis einer genetischen Disposition. Sie sind die direkte Folge der praktizierten Politik und des Totalversagens der bisherigen Opposition. Wenn also auf „Wutbürger“ gezeigt wird, dann weisen eben auch hier drei Finger zurück auf die etablierte Politik und deren Herolde in den Medien. Auch handelt es sich um kein rein europäisches Phänomen, wie die Erfolge von Trump und Sanders in den USA zeigten. Bei allen Unterschieden ist deren gemeinsamer Nenner, dass sie erkennbar nicht zum bisherigen Establishment gehören. Letztlich kann man das Aufkommen der „Populisten“ auch als Zeichen für eine wider Erwarten noch erstaunlich lebendige Demokratie bewerten. „Populisten sind jene Menschen, die einen Spaten Spaten und eine Katze Katze nennen“, wusste schon William Shakespeare. Allerdings war damals jene „political correctness“, die aus Katzen Spaten macht – und umgekehrt – noch nicht so bekannt.

## Panama Papers – War da was?

Erinnern Sie sich noch an die „Panama Papers“, jene größte Enthüllung des Jahrzehnts eines ebenso internationalen wie investigativen Journalisten-Netzwerks, das ausgerechnet prominent der

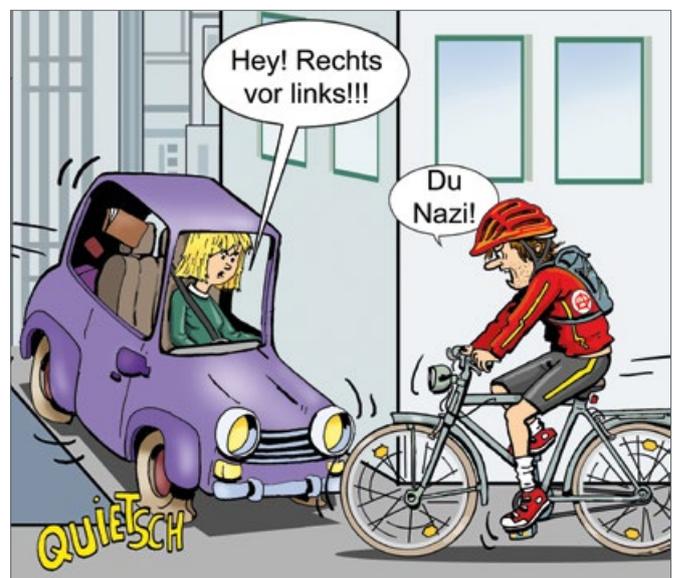


Illustration: © Rudolf Schuppler

Süddeutschen Zeitung zugearbeitet haben will? Die Sache stinkt. Schon wie die Papers gegen Personen aus dem Umfeld des russischen Präsidenten Putin instrumentalisiert wurden, war seltsam – es passte zu gut. Obwohl Panama direkt vor der Haustür liegt, glänzten US-Amerikaner in den „Papers“ mit Abwesenheit. Der Verdacht liegt nahe, dass es hier allenfalls am Rande um einen heroischen Kampf gegen böse Steuerhinterzieher ging. Vielleicht sollte nur ein unliebsamer Konkurrent der völlig unbehelligten US-Steuerparadiese ausgeschaltet werden und – als kleiner Kollateralnutzen – ließ sich der eine oder andere mit etwas Dreck bewerfen. Insofern könnte das Auftauchen des britischen Premiers David Cameron in den „Papers“ kein Betriebsunfall sein, sondern Teil einer bewussten Demontage – von Kreisen, die den Brexit wollen. Kleine Bemerkung am Rande: Die mit Abstand größte Berufsgruppe, die Panama-Konstruktionen verwendete, waren Politiker – also jene Menschen, die von Steuereinnahmen leben.

### „Eilsache“ TTIP

Das geplante, sogenannte „Freihandelsabkommen“ TTIP rechnen wir hier eindeutig der Geopolitik zu. Es war schon auffällig, wie ausgerechnet Bundeskanzlerin Merkel bei US-Präsident Obama in der Sache zur Eile drängte. Das mutet wie ein unglaublich plummes Spiel mit verteilten Rollen an, denn die amerikanische Seite muss sicher nicht zu TTIP gedrängt werden. Entweder wollte Merkel uns damit den Eindruck vermitteln, das Abkommen sei in unserem Interesse, oder ihr ist klar geworden, dass ihre Möglichkeiten, weiter Politik zu „gestalten“, zeitlich immer begrenzter werden. Beeindruckende 74% der Deutschen sollen ihren Kurs nach einem Bericht der chinesischen Epoch Times inzwischen ablehnen. Manches wird erst in der Außenansicht deutlich.

### Geopolitische Amokläufer

Die Geopolitik ist ein Dauerbrenner, der uns zwangsweise weiter beschäftigen muss. Die deutsche Pendeldiplomatie in die Türkei wirft vor allem die Frage auf, wie naiv ein Bundeskanzler eigentlich sein darf. Selbst unter den vielen internationalen Abkommen, bei denen sich Angela Merkel übervorteilen ließ, stechen ihre „Deals“ mit dem Erdogan-Regime heraus. Bereits ruchbar wurde, dass die

Türkei bei den weitergeschickten Flüchtlingen eine „Negativauswahl“ in Bezug auf den Bildungsgrad trifft – die Guten ins Töpfchen, die „Schlechten“ nach Deutschland? Noch nie ist ein Kanzler der Bundesrepublik Deutschland derart vorgeführt worden. Aber auch das Thema Russland bleibt aktuell. Nach Lesart des hiesigen Mainstreams will Russland Krieg. Sonst hätte Putin sein „Reich des Bösen“ kaum so hinterlistig direkt an unsere schönen Militärbasen heranbewegt – zuletzt an den Raketenabwehrschild in Rumänien. In Osteuropa sollen weitere NATO-Truppen stationiert werden – selbstredend eine konsequente „Verteidigungsstrategie“.

### Alarmstufe Rot

Im Hinterkopf sollte man behalten, dass wir hinsichtlich möglicher Terroranschläge nun in die heiße Phase kommen. Obwohl Terroristen symbolische Anschlagorte zu bevorzugen scheinen – aktuell etwa rund um die nahende Fußball-EM –, ist es das Wesen des Terrors, dass er jederzeit und an jedem Ort zuschlagen kann. Die Fanatiker des IS signalisieren, dass sie mittlerweile über entsprechende Angriffsstrukturen verfügen und dass sie es sind, die entscheiden, wann und wo zugeschlagen wird. Zwar versuchen sich die Sicherheitsbehörden in ganz Europa auf massive, parallele und auch unkonventionelle Anschläge vorzubereiten, letzte Sicherheit wird es in diesem asymmetrischen Krieg für die verletzlichen offenen Gesellschaften des Westens jedoch nicht geben. Was ein großer Anschlag für die vernetzten Volkswirtschaften bedeutet, oder wie ein Attentat im Vorfeld der Brexit-Entscheidung die politische Stimmung oder die Finanzmärkte beeinflusst, kann man im Moment nur erahnen.

### Gold und Bargeld

Dass die (Notenbank-)Politik in den letzten Jahren unendlich viel Vertrauen verspielt hat, ist nicht zuletzt auch an den Edelmetallpreisen zu sehen. Gold dürfte den Tiefpunkt und damit Abschluss seiner fünfjährigen Baisse gefunden haben. Aber wie Dr. Torsten Dennin in seinem Researchpaper „Preiszyklen an den Rohstoffmärkten. Charakteristika einer Hausse“ verdeutlicht, existiert seit 1970 ein gewisser Zyklus, der sich weniger an einer fixen Periodenlänge, sondern an der Absolvierung von vier Phasen orientiert (Abb. 1, S. 55). Nach Dennins Ansicht sind auch jetzt wieder diese vier Phasen abgeschlossen, weshalb ein neuer Bullenmarkt bei den Rohstoffen bevorstehen dürfte. Auch Großinvestoren und namhafte Analysten sprachen sich in letzter Zeit vermehrt für das gelbe Metall aus bzw. kauften es – darunter Stanley Druckenmiller, George Soros und Albert Edwards.

Derweil verschärft sich der Kampf um bzw. gegen das Bargeld. Da ist es wohlthuend, dass sich die Deutsche Bundesbank in einer Stellungnahme für den Landtag in NRW klar hinter Bargeld gestellt hat – gerade auch aus Sicht des Bürgers. Allerdings ist es leider so, dass sich die Bundesbank selbst auf ihrem ureigenen Fachgebiet immer weniger gegen eine zunehmend übergreifendere Politik wehren kann. Die einst höchstangesehene Institution wurde zu einem Schatten ihrer selbst gemacht. ▶



## Deutsche Bank und Bayer/Monsanto

### 7.800 Prozesse und kein Ende...

Fast wäre es unterhaltsam, wenn es nicht so bitterernst wäre. Die Hauptversammlung der Deutschen Bank gerät auch in diesem Jahr zur Farce. Minus 6,7 Mrd. EUR betrug das Ergebnis für 2015, deutlicher lässt sich das Scheitern eines Managements kaum dokumentieren. Auf der Hauptversammlung werden dennoch Durchhalteparolen ausgegeben. Ab 2018 sollen die nun eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen endlich greifen, verkündete der neue Vorstandschef John Cryan wortkarg. Die Jahre 2016 und 2017 scheinen also schon heute aufgegeben worden zu sein. Was angesichts der weiter laufenden Prozesslawine nicht verwundern braucht. Die Bank ist in insgesamt 7.800 Rechtsstreits involviert, so die Aussage von Aufsichtsratschef Achleitner. Und es drohen neue Milliarden Schäden hinzuzukommen. So z.B. durch einen Prozessbetrug der Bankverantwortlichen, der sich zum Milliardenschaden entwickeln könnte. Wie gut, dass die Bank daher ihre schützende Hand über die Ex-Vorstände hält: Lediglich 3,2 Mio. EUR wird Rolf Breuer in einem Vergleich zur Bewältigung des Schadens von 928 Mio. EUR durch sein legendäres Kirch-Interview beisteuern. Andernfalls drohe ihm laut Bank „eine Vernichtung seiner wirtschaftlichen Existenz“. Klar, das darf natürlich nicht passieren, bei jemandem, der geschätzt auf einem mittleren zweistelligen Millionenvermögen sitzt. Interessant bleibt am Ende die Ablehnung des hochkomplexen Vorstandsvergütungssystems durch die Hauptversammlung – denn dies ist auf gut bayerisch „eine saubere Watschn“ für Aufsichtsratschef Achleitner. Parallel dazu haben wir mit Interesse Berichte über „Schneeballsysteme“ in Milliardenhöhe im ETF-Geschäft vernommen. Als zweiter im weltweiten Geschäft mit ETFs wäre es alles andere als ein Wunder, wenn die Deutsche Bank hier nicht involviert wäre.

### Hässliche Braut „mit Gift“

Eine weitere Entwicklung, die Rätsel aufgibt, ist das Interesse von Bayer am US-Skandalkonzern Monsanto. Brennt den erfolgsverwöhnten Leverkusenern das Geld auf der Hand, oder warum lachen sie sich ausgerechnet ein Unternehmen an, das trotz seines miserablen Leumunds keineswegs zum Schnäppchenpreisen zu bekommen ist? Glatte 62 Mrd. USD wird Bayer der „Spaß“ wohl kosten, eine Prämie von 37% auf den letzten Monsanto-Kurs vor Aufkommen der Übernahmegegerüchte. Der Preis entspricht umgerechnet dem 15,8-fachen des EBITDA. Günstig ist etwas andere. Finanziert werden soll die Transaktion zu 25% über Eigenkapital und zu 75% durch neues Fremdkapital. An den rund 40 Mrd. EUR frischen Schulden wird der Bayer-Konzern lange zu knabbern haben. Das Ganze erinnert an frühere Mega-Übernahmen deutscher Konzerne in den USA, die beispielsweise im Falle DaimlerChrysler mit zweistelligen Milliardenverlusten endeten. Auch dürfte die US-Justiz gegenüber einer Monsanto unter deutscher Führung jede, jetzt eventuell noch vorhandene Beißhemmung verlieren. Die Leverkusener Rechtsabteilung sollte sich also bereits heute auf zusätzliche Arbeit einstellen.

# SILBER FÜR DEN OPTIMISTEN, GOLD FÜR DEN PESSIMISTEN...

(Israel Friedman, Analyst und Berater, 2009)



## ...WIR HABEN BEIDES !



Störtebeker-Haus  
Süderstraße 288 · 20537 Hamburg  
Tel: 040/25799-106 · Fax: 040/25799-100  
E-Mail: fraust@emporium-silberwerte.de

[www.silber-werte.de](http://www.silber-werte.de)

## Löcher in der Matrix

„Portugal: Kreditnehmer fordern Prämien für ihre Schulden“

(deutsche-wirtschafts-nachrichten.de, 17.5.2016)

Wir leben in einer Null- und zunehmend auch Negativzinsumgebung. Nicht weil sich derart „verrückte“ Zinssätze am Markt herausgebildet hätten, sondern weil sie im Rahmen der Finanziellen Repression von oben durchgesetzt wurden. Üblicherweise werden dann einige Krokodilstränen bei dem Hinweis vergossen, dass Sparer nun nicht einmal mehr eine positive nominale Vorsteuerrendite erzielen können – gelegentlich verbunden mit der Hoffnung, dass wenigstens den „Kleinsparern“ Negativzinsen noch ein Weilchen erspart bleiben – so sozial, so beruhigend.

Im Schuldgeld hat alles aber bekanntlich zwei Seiten: Das Geldvermögen des einen ist die Schuldenlast des anderen und die Zinserträge hier entsprechen dem Zinsaufwand dort. Dieser Zusammenhang wird in der Regel auch richtig dargestellt, wenn es um Staaten und Finanzinstitutionen geht, die von der „Abschaffung des Zinses“ profitieren. So erklären sich beispielsweise die grandiosen „Sparleistungen“ des Finanzministers und wundersamen Überschüsse im Bundeshaushalt. In dem Maße, wie das Zinsumfeld weiter in den Negativbereich gedrückt wird, stellt sich die Frage, ob auch private Schuldner von einer buchstäblich auf den Kopf gestellten Zinswelt profitieren können. Das bejahen zumindest spanische und portugiesische Konsumentenschützer, wie „DWN Deutsche Wirtschafts Nachrichten“ recht einsam im deutschen Blätterwald berichtet. Die Rechtslage auf der iberischen Halbinsel ist demnach so, dass Zinsen für Immobilienkredite nicht festgeschrieben sind. Sie orientieren sich am Interbankenzins Euribor. Als dieser im letzten Jahr in



den Negativbereich rutschte, seien „in einigen Fällen“ auch die Zinsen der Immobilienkredite negativ geworden. So war das natürlich nicht gedacht. „Auf keinen Fall wird ein Kunde Zinszahlungen erhalten“, stellte ein spanischer Großbankchef klar, weil dies angeblich „gegen das Wesen der Kredite“ sei – ein Argument, das man bei negativer Einlagenverzinsung so nicht hört. Auch in der neuen Negativzinswelt geht also das Messen mit zweierlei Maß munter weiter – die Bank gewinnt immer.

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](mailto: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>

### Pustebulle oder Pustepause?

Die Gemengelage, die in den kommenden Wochen und Monaten auf uns wartet, wirkt bedrohlich: Brexit, Terror, politische Umwälzungen, Flüchtlingskrise usw. wären dabei nur einige der zu nennenden Krisenherde, die die Börsen beeinflussen könnten.

Unsere Aussage „Pustebulle“ im letzten Heft müssen wir vor dem Hintergrund des fast schon als Stillstand zu bezeichnenden Börsengeschehens der letzten vier Wochen relativieren. Natürlich gilt, dass ein nahezu auf null gedrückter Zins einen automatischen Auftrieb für die Aktien darstellt (vgl. SI 5/16, ab S. 50). Die Investorenlegende Warren

Buffett bestätigte uns auf seiner Aktionärsversammlung Ende April in dieser Meinung (s. Titelgeschichte ab S. 14). Demnach würde ein weiterhin so tiefes Zinsniveau nach Ansicht Buffetts in 50 Jahren zu einem Dow-Jones-Stand von 100.000 führen – also mehr als eine Verfünffachung.

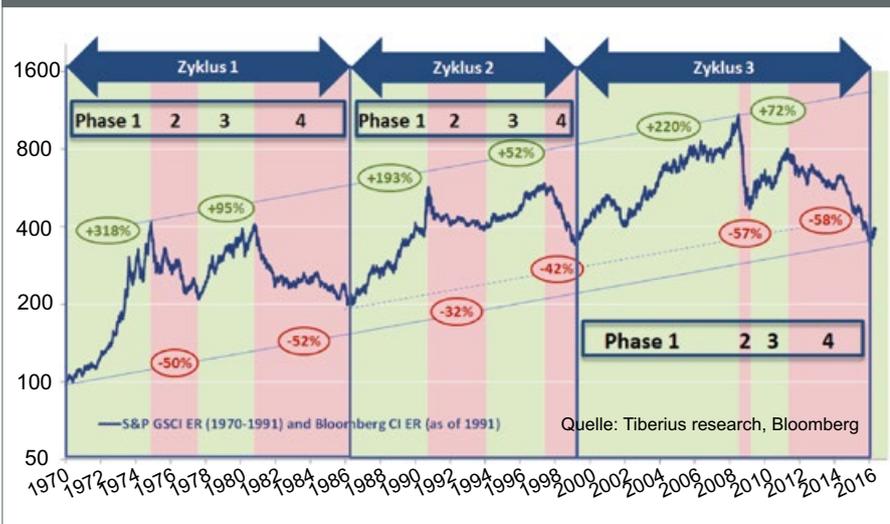
### Saisonalität

Die aktuelle Frage, die sich derzeit stellt, ist daher nur diejenige nach dem Timing. Denn akut mehren sich die Warnsignale und Hinweise auf eine eher schwächere Börsenzeit. Damit ist nicht nur die typische Börsen-Saisonalität gemeint, welche im Zeitraum Mai bis Oktober tendenziell für eine schwächere Kursentwicklung als



Die Jahreszeiten an der Börse

Abb. 1: Rohstoffmarktzyklen



Die Graphik zeigt die Entwicklung des S&P Goldman Sachs Rohstoffindex seit 1970. Die Phasenanalyse deutet darauf hin, dass nun wieder ein kompletter Zyklus abgeschlossen sein könnte. Quelle: Tiberius Asset Management AG

im Zeitraum November bis April spricht. Die vermutlich bekannteste Börsenweisheit lautet daher nicht umsonst „Sell in May and go away“. Aber es gibt auch andere Indizien für einen schwierigen Sommer:

### Gurus warnen...

Der als Crash-Guru verschriene Société Générale-Analyst Albert Edwards gab beispielsweise kürzlich eine Warnung ab. Demnach könne der DAX bis auf 3.000 Punkte fallen, also mehr als eine Drittelung! Als Grund führt er an, dass z.B. der Aufstieg der Rechtspopulisten in Europa oder aber die Querelen um Griechenland oder der Streit in der Flüchtlingsfrage zu einem Auseinanderbrechen der EU führen könnte – mit verheerenden Folgen für die deutsche exportorientierte Wirtschaft. Auch sieht Edwards die Macht der EZB schwinden. Nur immer neues Geld zu drucken, werde der Wirtschaft nicht auf die Beine helfen. Bullish ist Edwards dagegen für Gold. Der SocGen-Mann hat zwar in früheren Zeiten schon des Öfteren gute Treffer mit seinen Prognosen gelandet. In den letzten Jahren lag er aber mit seinen Warnungen tendenziell daneben. Der ebenfalls stark beobachtete Großinvestor und Hedgefonds-Manager George Soros ▶

Anzeige

**GESCO**  
THE  
INDUSTRIAL  
GROUP

## INVESTIEREN SIE IN DIE „PERLEN DES MITTELSTANDS“

**WKN A1K020**

Mit der GESCO-Aktie investieren Sie in eine Gruppe strategisch interessanter mittelständischer Industrieunternehmen. Wir suchen die „Hidden Champions“ des Mittelstands, erwerben sie mehrheitlich, halten sie langfristig, betreuen sie und entwickeln sie weiter. Deshalb geben Unternehmer mit Nachfolgeproblem ihr Lebenswerk gern bei uns in gute Hände. Unsere Dividendenpolitik ist anlegerfreundlich, unsere Berichterstattung aktiv und transparent. Die GESCO-Aktie ist im Prime Standard gelistet.

GESCO AG // JOHANNISBERG 7 // 42103 WUPPERTAL  
TELEFON: 0202 2482018 // TELEFAX: 0202 2482049 // INFO@GESCO.DE // WWW.GESCO.DE

tickt derzeit ähnlich wie der Star-Analyst Edwards. Auch er ist für die Aktienbörse nicht mehr zuversichtlich, aber ziemlich bullish für Edelmetalle. Nun ist Soros dafür bekannt, dass er gerne mal Meinungen und Gerüchte bewusst in die Welt setzt, um die Öffentlichkeit in die Irre zu führen. Als großer Investor ist dies vielleicht bei einigen seiner Transaktionen durchaus auch verständlich. Diesmal jedoch sind seine Finanzengagements nicht aus seinem Munde bekannt geworden, sondern wurden von Beobachtern aus seinen Finanzberichten und Meldungen an die Behörden im Nachhinein rekonstruiert. Demnach soll er sein Exposure bei US-Aktien um mehr als ein Drittel reduziert haben. Im Gegenzug soll er seine Goldminenengagements deutlich ausgeweitet haben.

**... und Gebert auch!**

Der Börsenindikator von Thomas Gebert gilt trotz seiner Einfachheit als eines der besten Barometer für den DAX überhaupt. Gebert schuf ein Handelssystem, in welchem die Inflation, die Zinsen, die Jahreszeit und der Dollarkurs in einfacher Weise miteinander verknüpft werden, sodass sich ein



Cover Smart Investor 5/2016

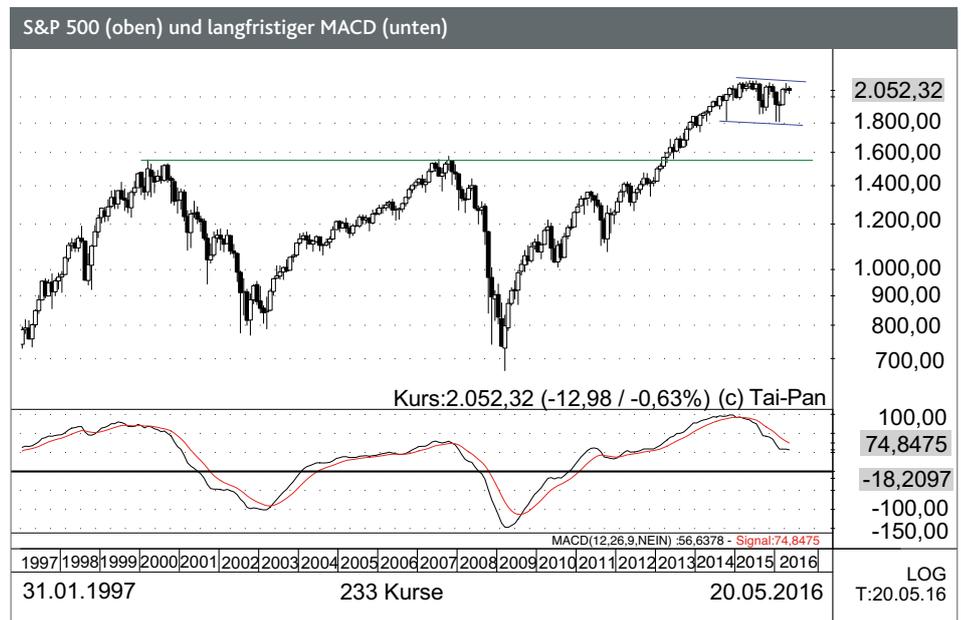
Charttechnik

# Seitwärts heißt die Devis!

Der langfristige MACD-Indikator spricht für die US-Börse eine klare Sprache.

Der S&P 500-Index, der die Kursentwicklung der 500 größten amerikanischen Aktien wiedergibt, notiert in der Nähe seines Allzeithochs. Die nebenstehende Abbildung verdeutlicht dessen Kursentwicklung seit 1997 auf Basis von Monatskerzen (Candlestick). Zwei Dinge erscheinen uns hier bemerkenswert:

Erstens mutet die durch die zwei blauen parallelen Linien angedeutete Seitwärtsbewegung der letzten rund 18 Monate wie eine Korrektur im Aufwärtstrend an. Zu erwarten wäre demgemäß, dass irgendwann ein nochmaliger Schub aus dieser Schiebezone nach oben erfolgt. Im Smart Investor-Sprachgebrauch wäre das dann der sogenannte „Crack-up-Boom“, kurz CuB.



Allerdings könnte es vor einem solchen CuB nochmals zu einem Abtaucher kommen, womit wir bei der zweite Besonderheit wären: Denn in der unteren Hälfte der Abb. ist der über 26 Monate konstruierte MACD-Indikator abgetragen. Sehr schön zeigt sich daran, dass die großen Wendepunkte im S&P 500 gut durch diesen Indikator beschrieben wurden. Demnach befindet sich die US-Börse aktuell in einer längerfristigen Korrekturphase. Letztendlich muss daraus keine Baisse werden. Der S&P 500 könnte seine Überkauftheit auch durch eben diese Seitwärtsbewegung abbauen.

**Fazit**

Der US-amerikanische Markt hat die Chance, die kommenden Monate mit einem blauen Auge (Schiebezone) zu überstehen – während in Europa eher deutlich abwärts gerichtete Korrekturen bzw. Baissen anstehen könnten. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten potenziellen Störfälle, die sich in erster Linie auf Europa beziehen, wäre dies auch nicht verwunderlich. Die Seitwärtsrange im S&P 500 reicht bis knapp unter 1.800 Punkte, was einem Korrekturpotenzial von 10 bis 15% entspricht.

Ralf Flierl

# FÜR DIE BESTEN WERTANLAGEN NUR DIE BESTEN ADRESSEN

Gesamtpunktwert zwischen 0 und 4 ergibt. Hieraus lässt sich zu jeder Zeit eine Einschätzung für den DAX ableiten. Mehr dazu in unserem Interview mit Thomas Gebert in SI 7/2012 (auf S. 76/77) oder auf seiner Website gebert-börsenindikator.de. Dieser Indikator hat seit Ende 2011 ununterbrochen ein Positiv-Votum für den DAX abgegeben und ist nun, nach mehr als 4,5 Jahren im Bullenlager, auf „Verkauf“ geschwenkt.

## Unsere Gastanalysten

Auf den Seiten 59 bis 61 geben unsere Gastanalysten ihre Einschätzungen zum DAX wieder. In Summe machen die Analysen einen uneinheitlichen Eindruck. Einige der „Systeme“ stehen zudem auf der Kippe (wie z.B. die „Quantitative Analyse“ auf S. 61), was eine Deutung zudem erschwert.

Die Einschätzungen der von uns immer wieder zu Rate gezogenen (zuletzt in Heft 4/2016 auf S. 50 links unten) Zyklenforscher Kersten Wöhrle für den S&P 500 und Wilfried Kölz für den DAX sind nach wie vor bearish. Letzterer sieht vor allem in den immer noch fallenden Hochs und Tiefs beim DAX ein Schwächezeichen. Aus seiner Sicht hat der DAX noch deutliches Abwärtspotenzial.

## Positive Stimmen

Philipp van Hove von der Hamburger Kapitalverwaltungsgesellschaft Hansainvest zeigt durchaus Verständnis für die derzeitige Skepsis vieler Investoren: „Die Schlagzeilen über politische oder wirtschaftliche Unsicherheiten schüren Emotionen und ziehen Kurschwankungen nach sich.“ Dennoch sollten sich die Anleger vom Fehlstart der Börsen zu Jahresbeginn nicht zu sehr verunsichern lassen.



„Der Aktionär“ 21/2016:  
Kaufen! Aber was?

Denn seiner Ansicht nach haben sowohl in den USA als auch in Europa die Analysten ihre Erwartungen stark zurückgenommen, weshalb er eher mit positiven Überraschungen bei den Unternehmensgewinnen rechnet. Zuversicht versprüht auch „Der Aktionär“ in seiner neuesten Ausgabe, deren Cover ein aggressiver Bulle zielt. Zudem wird links unten das Börsenurgestein Hans A. Bernecker mit „DAX 12.000“ zitiert. An Optimisten mangelt es also auch nicht.

## Fazit

In den kommenden Wochen könnten dramatische Entwicklungen anstehen. Es braucht nicht viel Fantasie um zu erahnen, dass die Börsen davon in negativer Weise in Mitleidenschaft gezogen werden könnten. Allerdings werden solche dramatischen Szenarien auch vielerorts schon durchdiskutiert. Damit erscheint das Abwärtspotenzial auch nicht übermäßig groß zu sein. In jedem Falle gilt es, auf der Hut zu sein. Wir tippen also eher auf Pustepause als auf Pustebulle. ■

Ralf Flierl, Christoph Karl, Ralph Malisch



142 Jahre Edelmetallerfahrung.

**ROBBE & BERKING**  
SEIT 1874

[www.wertanlagen.robbeberking.de](http://www.wertanlagen.robbeberking.de)

Oder in:

Berlin, Kurfürstendamm 54 · Bremen, Katharinenklosterhof  
Düsseldorf, Königsallee 60a · Flensburg, Rote Straße 14  
Frankfurt, Steinweg 8 · Hamburg, Jungfernstieg 22  
Hannover, Luisenstraße 10/11 · Kiel, Dänische Straße 11  
München, Theatinerstraße 32 · Wien, Am Graben 26

Relative Stärke

# Stürmischer Stillstand

## Rohstoffe bleiben an der Spitze

### Unveränderter Zieleinlauf

Wenn man die Spitze unseres Universums betrachtet, dann denkt man zunächst an einen Datenfehler. Auf den Rängen 1 bis 4 kam es während der Berichtsperiode zu keiner einzigen Veränderung – zumindest, was die Reihenfolge betrifft. Dies ist auf den ersten Blick umso erstaunlicher, als sich die Charakteristik der Märkte gegenüber dem Vormonat drastisch verändert hat. Damals notierten 15 der 26 betrachteten Indizes innerhalb der oberen 30% ihrer Handelsspanne der letzten vier Wochen (Spalte „Lage Kurs 4 Wo.“). Aktuell befinden sich dagegen 18 Indizes in den unteren 30% dieser Spanne.

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indizes und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors								Ausgewählte Technische Indikatoren in Landeswährung				
Index	Land	Relative Stärke zum						Lage Kurs			GD Halbjahr	
		20.5.	22.4.	18.3.	19.2.	22.1.	11.12.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
Gold Bugs Ind.	USA	1	1	1	1	7	12	41	84	60	+0,53	+39,2
Rohöl		2	2	13	25	24	26	81	91	25	+0,16	+29,5
RTX	Rus	3	3	2	20	22	22	3	72	28	+0,03	+9,5
Silber		4	4	6	3	3	17	0	70	20	+0,11	+9,4
Gold		5	6	3	2	2	11	28	84	46	+0,11	+6,9
All Ord.	Aus	6	5	4	6	10	14	69	83	58	+0,04	+5,2
REXP 10 *	D	7	13	8	4	1	3	71	91	97	+0,04	+1,7
MDAX	D	8	14	10	8	9	8	42	63	83	-0,03	+1,6
S.E.T.	Thai	9	7	7	5	12	23	7	76	36	-0,02	+3,2
S&P 500	USA	10	12	12	9	5	9	17	74	85	+0,00	+2,0
DJIA 30	USA	11	9	9	7	6	7	9	68	76	+0,00	+1,7
FTSE 100	GB	12	20	18	13	18	18	27	65	38	+0,00	+0,8
Sensex	Indien	13	16	19	21	16	21	20	62	59	-0,01	+1,1
TecDAX	D	14	25	22	11	11	4	75	43	77	-0,08	-0,8
DAX	D	15	10	14	15	13	10	16	43	49	-0,08	-1,2
Nikkei 225	J	16	11	17	16	15	6	38	35	52	-0,11	-4,4
SMI	CH	17	22	23	19	14	15	61	47	54	-0,05	-0,0
CAC 40	F	18	15	15	14	17	16	21	42	44	-0,08	-2,0
NASDAQ 100	USA	19	21	16	10	4	2	24	49	81	-0,04	-0,9
KOSPI	Korea	20	8	11	12	8	13	1	51	40	-0,03	-0,4
IBEX 35	E	21	19	20	23	21	20	15	38	28	-0,12	-2,6
Merval	Arg	22	24	26	26	26	1	6	64	85	-0,01	+1,7
Hang Seng	HK	23	18	21	22	20	19	8	33	15	-0,11	-3,9
PTX	Polen	24	17	5	17	25	25	1	34	14	-0,12	-4,7
H Shares	China	25	23	24	24	23	24	5	27	11	-0,19	-6,7
Shenzhen A	China	26	26	25	18	19	5	14	18	39	-0,16	-8,3
grün: verbessert rot: verschlechtert schwarz: unverändert								grün: >=70 rot: <=30		grün: >0 rot: <0		grün:<-15 rot:>15

Rangfolge absteigend nach aktuellem Halbjahres-Momentum entsprechend dem von Robert A. Levy entwickelten Konzept „Relative Stärke“. Der Einführungsartikel „Prinzipien des Marktes – Relative Stärke“ kann unter <http://smart-i.de/RSt> nachgelesen werden (4.6.03).

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

### Extreme Spreizung

Des Rätsels Lösung liefert der Abstand des Kurses zum Gleitenden Halbjahresdurchschnitt in Landeswährung (Spalte „GD Halbjahr Abst.%“): Tatsächlich hat es in der Berichtsperiode ganz erhebliche (Relativ-)Bewegungen gegeben: Beim Rohöl vergrößerte sich beispielsweise der Abstand von +17,7% auf zuletzt +29,5%, während der NYSE Arca Gold Bugs Index (früher HUI, neue Tabellenbezeichnung „Gold Bugs Ind.“) von sensationellen +43,9% auf noch immer außergewöhnliche +39,2% zurückging. Es ist diese extreme, weit über das übliche Maß hinausgehende Spreizung des Universums am oberen Rand, die dazu führt, dass selbst größere Kursbewegungen nicht automatisch in Rangänderungen umgemünzt werden. Im vergangenen Monat waren die Bewegungen auf den beiden vorderen Plätzen sogar gegenläufig! Aus taktischer Sicht kann die Kombination aus extremer mittelfristiger Relativer Stärke und kurzfristigen Kursrückgängen, wie sie sich momentan bei den Minenaktien und Edelmetallen zeigt, sogar eine attraktive „Buy on Dip“-Kaufsituation darstellen. Die in der letzten Ausgabe thematisierten „Geburtswehen“ eines großen Trends sind hier jedenfalls voll im Gang.

Ralph Malisch

## Sektoranalyse

## Schaut so Zukunftsoptimismus aus?

Gastanalyse von Daniel Haase ([www.folgedemtrend.de](http://www.folgedemtrend.de))

Angenommen, Sie sind überaus positiv gestimmt für die Weltwirtschaft und/oder die Wertentwicklung der Aktienmärkte im kommenden Jahr. Was für Aktien bevorzugen Sie: BMW oder Nestlé? Nehmen wir einmal an, ich wäre extrem pessimistisch für die Weltwirtschaft eingestellt und gleichzeitig Aktienfondsmanager. Ich muss Aktien kaufen bzw. halten. Meine Freiheit beschränkt sich allein auf die Auswahl. Was würden Sie mir raten? Welche Sektoren sollte ich übergewichten: Automobile oder Nahrungsmittel? Ich empfehle meinen Lesern regelmäßig einen Blick auf die Sektorenpräferenzen der Investoren zu werfen, weil sich darin recht häufig ein ungefähres Bild ihrer Zukunftserwartungen erkennen lässt. Als Ausgangspunkt verwende ich seit geraumer Zeit das Tief vom 24. August 2015, da dies – gemessen an diversen Volatilitätsindizes – bisher den Zeitpunkt der größten Panik im seit April 2015 laufenden Bärenmarkt darstellt. Hat sich seit dieser Panik ein neuer Optimismus unter den Investoren eingestellt? Nein. Bezogen auf die Sektoren finden sich zwei typisch defensive vorn (Nahrungs- & Genussmittel, Konsumgüter), zwei offensive ganz hinten (Automobile, Banken). Was sagt uns das über die Zukunftserwartungen der Investoren? ■

Performance-Ranking der STOXX-600-Sektoren (24.08.15 bis 20.05.16)					
Rang	Sektor		Rang	Sektor	
1	Nahrungs- & Genussmittel	+11,7%	10	Medien	-1,1%
2	Konsumgüter	+10,1%	11	Finanzdienstleistungen	-2,1%
3	Öl & Gas	+7,9%	12	Versicherungen	-3,2%
4	Bauwirtschaft	+7,3%	13	Telekommunikation	-3,8%
5	Technologie	+5,4%	14	Gesundheit	-5,2%
6	Reisen & Freizeit	+4,5%	15	Chemie	-5,8%
7	Industrie	+3,7%	16	Grundstoffe	-6,3%
8	Immobilien	+1,3%	17	Einzelhandel	-6,4%
9	Versorger	+0,9%	18	Automobile & Zulieferer	-6,7%
			19	Banken	-24,9%

Die Zukunftserwartungen der Anleger sind oftmals in den Sektor-Ranglisten ablesbar. Dominiert konjunktureller Optimismus, sollten eher hoch volatile, **offensive (rote)** Sektoren die oberen Ränge belegen. Blicken die Investoren mehrheitlich eher pessimistisch in die Zukunft, dann sollten eher gering volatile, **defensive (grüne)** Sektoren gefragt sein.

## Intermarketanalyse

## Sommerflaute!

Gastanalyse von Uwe Lang, Herausgeber der BÖRSENSIGNALE ([www.boersensignale.de](http://www.boersensignale.de))

**Das GESAMTSYSTEM: Unentschieden 1:1!**

Zwar war der Monat April überwiegend freundlich, aber mit Beginn des Monats Mai haben nun die schwierigen Sommermonate begonnen. Der DAX kämpft mit der Marke 10.000. Noch bleibt unser Gesamtsystem mit einem „Unentschieden“ insgesamt positiv. Aber vor allem das Kaufsignal der Index-Trend-Methode steht weiter aus.

**1) Zinsstruktur: Positiv!** Der geglättete Zinsabstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen in USA und Deutschland beträgt derzeit 0,45%, liegt also immer noch weit im positiven Bereich. Es droht keine Rezession.

**2) Index-Trend-Methode (Nasdaq-Dow-Utility-DAX): Negativ!** Für ein positives Signal benötigen wir hier vor allem ein 25-Wochen-Hoch des Nasdaq Composite Index. Doch die Hürde hängt momentan noch hoch. 5.048,49 Punkte müsste er im Juni erreichen, um wieder ein Kaufsignal zu geben.

**3) Die übrigen 5 Indikatoren melden 2:2**

**Anleihezinsen: Positiv!** Die Unternehmen bleiben dank der Nullzinspolitik der Zentralbanken entlastet.

**Ölpreis: Neutral!** Vorläufig müssen wir den Trend des Ölpreises ausklammern. Traditionell ist ein steigender Ölpreis negativ zu werten. Momentan registriert die Börse jedoch den steigenden Ölpreis positiv wegen der Entlastung von Ölgesellschaften und Banken.

**CRB-Index: Positiv!** Die Rohstoffpreise sollen uns einen Hinweis geben, ob Inflation droht. Sie bleiben tief; der CRB-Index liegt immer noch rund 20% unter seinem Vorjahresstand. Damit ist klar, dass derzeit keine Inflation droht.

**US-Dollar in Euro: Negativ!** Da der Dollar zum Euro noch kein neues 15-Wochen-Hoch gemeldet hat, bleibt er im Abwärtstrend.

**Saisonfaktor: Negativ!** Ende April begannen die oft schwierigen Sommermonate. In der Vergangenheit (z.B. 2003, 2009) fiel aber die Sommerkorrektur aus, wenn bereits der vorangegangene Winter Kursverluste brachte.

**Fazit**

Da die „kleinen Indikatoren“ mit 2:2 noch nicht ins Minus gedreht haben, bleibt es zunächst bei dem bisherigen positiven Signal. ■

Demografie & Börse

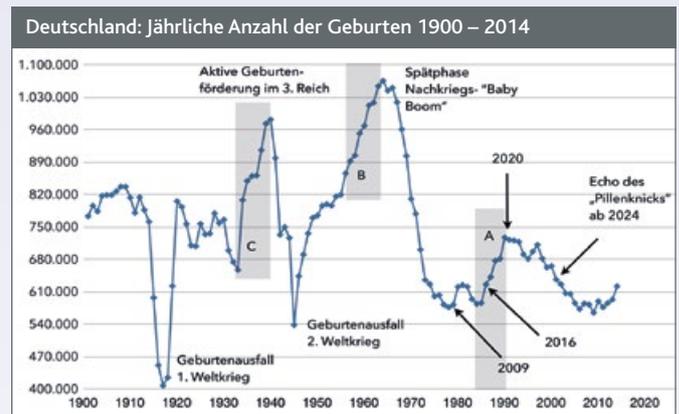
# Hin und her macht Taschen leer

Gastanalyse von Rüdiger Braun, Inhaber Advice & Opinion Demographics & Markets, [www.aodm.eu](http://www.aodm.eu)

Das weiß jeder langfristig erfolgreiche Anleger. Aber wie formuliert man längerfristige Konjunktur- und Kapitalmarkterwartungen verlässlich? Mithilfe der Demografie.

Die Zahl der Geburten (s. Grafik) bestimmt später die Zahl der Konsumenten, z.B. die der Familiengründer, die wirtschaftlich wichtigste Gruppe. Sie steuern über den privaten Verbrauch maßgeblich die Gesamtkonjunktur. Wichtig: Die Wendepunkte verlaufen in Westeuropa und den USA weitgehend synchron. Verschiebt man diese Kurve gedanklich um 30 Jahre in die Zukunft, erhält man ein gutes Konjunkturmodell.

Schlüsselereignisse: Der „Pillenknick“ dauerte von 1964 bis 1978 und führte von 1994 bis 2008 zu einem scharfen Rückgang der Zahl junger Konsumenten. Problem: Wer nicht geboren wurde, kann auch kein Geld ausgeben. Die Lehman-Pleite beendete 2008 diese schwierige Konjunkturphase. Die Wende kam 2009 und wäre auch ohne die „Abwrackprämie“ eingetreten. 2016 steigt die Zahl der Konsumenten kräftig, Rückenwind für die Konjunktur bis 2020. Das Echo des „Pillenknicke“ wird danach zu einem massiven Konjunkturhemmnis.



Umgekehrt zeigen die grau unterlegten Phasen, dass die aktuell positive Entwicklung auf die steigenden Geburtenzahlen der 1980er Jahre (A) zurückgeht, die wiederum das Resultat der Spätphase des Baby-Booms (B) bzw. des Baby-Booms der 1930er Jahre sind (C). Schlussfolgerungen: Die Perspektiven für Aktien werden sich im Jahresverlauf verbessern, aber Aktien-Selektion – nicht Market Timing – bleibt Trumpf. (Beispiele s. Kolumne in 5/2016.) Die Rohstoffe und vor allem die Währungen der Förderländer (z.B. kanadischer Dollar) erholen sich. Das Aufleben der Konjunktur erhöht Importbedarf bzw. Leistungsbilanzdefizite der Problemländer in der Eurozone. Hinzu kommt, dass die jüngsten hiesigen Tarifabschlüsse mit ca. 2% Steigerung für 2016 und 2017 die deutsche, preisliche Wettbewerbsfähigkeit bis ins nächste Jahr zementieren. Die Fliehkräfte in der Eurozone nehmen deshalb wieder zu. Staatsanleihen (vor allem südeuropäische) sind auch deshalb kritisch einzustufen. Diese Gemengelage könnte auch dem US-Dollar unverhofften Auftrieb zum Euro verschaffen. ■

Handelssysteme

# Keine weiteren Signale

Gastanalyse von Oliver Paesler, logical line GmbH ([www.captimizer.de](http://www.captimizer.de))

Nach dem ersten Einstiegssignal bei den defensiven Branchen in der letzten Ausgabe hat sich der Aktienmarkt wieder abwärts bewegt, sodass keine weiteren Signale folgten.

**Trendfolger DAX**

Die Trendfolge-Strategie ist weiterhin nicht investiert. Um den 20. April sah es noch so aus, als könnte der DAX seinen 130-Tage-Durchschnitt um 3% überschreiten. Doch er machte kurz vor der Signalmarke Halt und ersparte uns ein Fehlsignal. Zurzeit liegt der DAX wieder deutlich unter seinem 130-Tage-Durchschnitt, sodass vorerst nicht mit einem neuen Einstiegssignal zu rechnen ist.

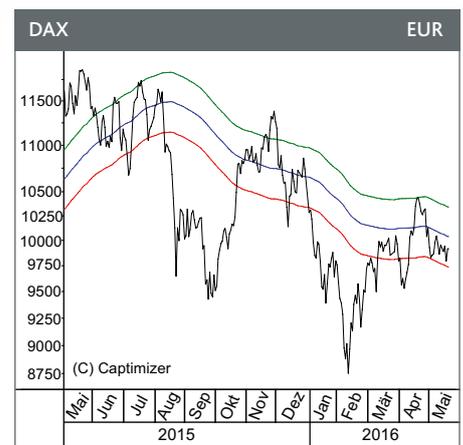
**Saisonale Strategie**

Die Saisonale Strategie ist ebenfalls nicht investiert. Der nächste Einstiegszeitpunkt ist Anfang August. Sollte der DAX zu diesem

Zeitpunkt weiter unter seinem 130-Tage-Durchschnitt liegen, wird mit einem Short-DAX-ETF auf fallende Kurse gesetzt.

**Defensive Branchen**

Die defensive Branchen-Strategie ist seit dem 20.04.2016 in dem Branchen-ETF Personal & Household Goods investiert. Der übergeordnete Trendfilter auf den Gesamtmarkt ist wieder auf Abwärtsmodus umgesprungen und versperrt somit den Weg für weitere Einstiegssignale. Da der übergeordnete Trendfilter nur beim Einstieg berücksichtigt wird, führte das Umspringen nicht automatisch zum Verkauf des Bestands. ■



Der Chart zeigt den DAX mit dem blauen 130-Tage-Durchschnitt, der grünen Einstiegslinie (GD +3%) und der roten Ausstiegslinie (GD -3%). Am 20.04. ist der DAX quasi an seiner Einstiegslinie abgeprallt und im Anschluss wieder unter seinen 130-Tage-Durchschnitt gefallen.

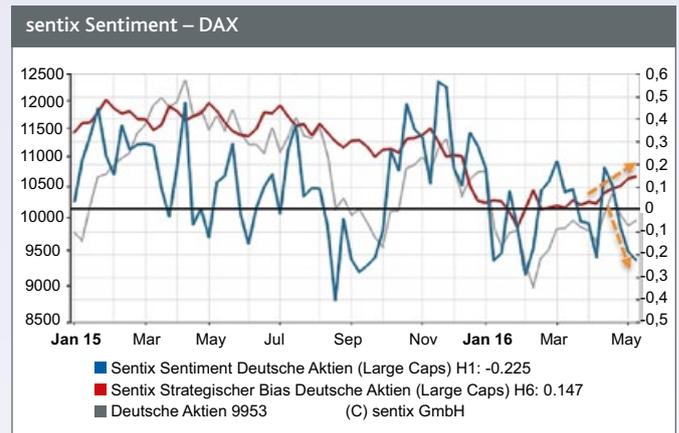
## sentix Sentiment

# Ein Warnsignal für Anleger?

Gastanalyse von Julien Müller, sentix GmbH ([www.sentix.de](http://www.sentix.de))

Droht uns in diesem Sommer ein Börsencrash? Geht es nach einschlägigen Medien und Marktkommentatoren, ist ein Crash durchaus wahrscheinlich. „Brexit“-Angst, Respekt vor möglichen weiteren Zinserhöhungen durch die Fed, teils widersprüchliche Konjunkturindikationen und – passend zur Jahreszeit – die Börsenweisheit „Sell in May and go away“ sind derzeit allgegenwärtig.

Dementsprechend verwundert es nicht, dass viele Anleger ihren noch im April wiederentdeckten Optimismus über Bord werfen und ins Bärenlager wechseln. Das sentix Sentiment fällt in den Bereich des Februartiefs zurück (blaue Linie). Diese kurzfristigen Ängste trüben jedoch nicht die Grundüberzeugung in deutsche Aktientitel (Strategischer Bias – rote Linie). Dieser steigt im Vergleich zum Sentiment seit Wochen sogar in kleinen Schritten stetig an. Wenn sich beide Indikatoren gegenläufig entwickeln, ist das ein Zeichen dafür, dass die Emotionen primär nicht durch



sentix Sentiment und Strategischer Bias deutsche Aktien und DAX-Kurs

rationale Faktoren, sondern durch kurzfristige, auffällige Nachrichten geprägt werden. Psychologisch spricht man dabei von einer „kurzsichtigen Verlustaversion“ („myopic loss aversion“).

Deshalb ist eine Divergenz beider Indikatoren gemäß behavioristischer Lehre eher ein Indiz für mittelfristig steigende als für fallende Kurse. Ohne Verkaufsbereitschaft bleibt der potenziell drohende Crash wohl ein reines Medienspektakel. ■

## Quantitative Analyse

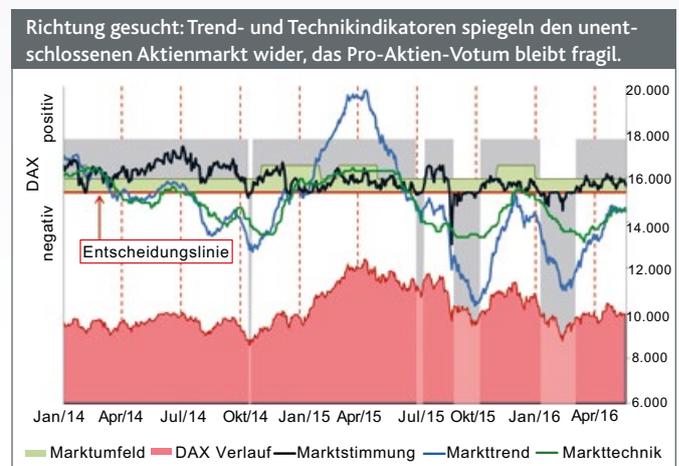
# Börsenampel mit fragilem Aktiensignal

Gastanalyse von Werner Krieger und Dr. Werner Koch ([gfa-boersenampel.de](http://gfa-boersenampel.de))

In ihrer dynamischen Aufwärtsbewegung knapp unterhalb der Entscheidungslinie ausgebremst – so stellt sich die aktuelle Situation der Trend- und Technik-Indikatorengruppen dar. In einem seit vier Wochen insgesamt leicht fallenden Markt bewegen sich diese Indikatoren seitwärts (s. Graphik) und können damit keinen Beitrag zur Stabilisierung des schwachen Pro-Aktien-Votums leisten. Lediglich gehalten von den positiven Stimmungsindikatoren geht für das aktuell positive Aktiensignal (seit 4. März) somit die Gratwanderung unverändert weiter. Sollte sich auch die Marktstimmung eintrüben, so könnte dieser aktuell nur schwach ausgeprägte Indikator kurzfristig umschwenken und ein Auflösen der Aktienposition zur Folge haben.

**Markttrend:** Der Markttrend hat nach einer rasanten positiven Entwicklung derzeit unterhalb der Entscheidungslinie eine Pause eingelegt.

**Markttechnik:** Die Entwicklung der Markttechnik ist mit dem Markttrend vergleichbar, auch hier ist derzeit keine Richtungsdynamik erkennbar.



**Markttrend und Markttechnik – jäh ausgebremst auf ihrem Weg in Richtung Entscheidungslinie. Markttumfeld und Marktstimmung votieren hingegen unverändert positiv für ein Aktienengagement. Stand: 19.05.2016.**

Quellen: Bloomberg, [www.gfa-boersenampel.de](http://www.gfa-boersenampel.de)

**Marktstimmung:** Die Marktstimmung hält derzeit das positive Aktievotum aufrecht, liegt aber nur knapp oberhalb der Entscheidungslinie.

**Markttumfeld:** Das Markttumfeld – als untergeordneter Indikator – verharrt weiterhin oberhalb der Entscheidungslinie.

Die aggregierte Indikatoren-Konstellation votiert unverändert positiv für den Aktienmarkt, allerdings fehlen dem Signal stabilisierende Indikatoren. ■

## Edelmetalle/Interview

# „Nur steigende Preise lösen die Knappheit“



John Hathaway und Doug Groh sind beim New Yorker Asset Manager Tocqueville für das Portfoliomanagement verschiedener Fonds zuständig, die in Gold- und Silberminen investieren. Hathaway ist seit 1997 für Tocqueville tätig, Groh seit 2003. Zuvor waren beide in diversen anderen Unternehmen im Asset Management und im Investmentbanking tätig. Für deutsche und europäische Anleger hat Tocqueville den Tocqueville Gold P (WKN A1C4YR) Fonds aufgelegt, der auch in unserem Fonds-Musterdepot enthalten ist. Daneben fungiert Tocqueville auch als Berater für den in Luxemburg aufgelegten Falcon Gold Equity UCITS Fund A (WKN A1J2RS), der eine vergleichbare Strategie verfolgt.

Smart Investor sprach mit **John Hathaway** und **Doug Groh** von Tocqueville Asset Management über die Rally bei den Edelmetallaktien, ihren Ausblick für Gold und die spannendsten Einzeltitel in ihren Fonds.

**Smart Investor: Seit Februar haben wir eine fulminante Rally bei den Aktien von Gold- und Silberminen gesehen. Einzelne Titel haben sich mehr als verdoppelt. Ist das Segment nun reif für eine Zwischenkorrektur?**

*Hathaway:* Wir haben immer die Meinung vertreten, dass die Minen prozentual einen deutlich größeren Hebel haben werden als die Metalle selbst. Und genau das ist jetzt passiert. Die aktuellen Bewertungen sind nach meinem Empfinden alleine dadurch gerechtfertigt, dass der Goldpreis die Trendwende vollzogen hat und weiter steigt. Man braucht dafür keine quantitativen Überlegungen anstellen.

**Smart Investor: Vor allem bei den auf Silber fokussierten Unternehmen konnte man diesen Hebel gut beobachten. Silber selbst hat sich dagegen noch gar nicht viel bewegt. Woher kommt diese Outperformance?**

*Hathaway:* In einem Bullenmarkt ist Silber eben wie „Gold auf Steroiden“. Schon kleinere Investments in das relativ überschaubare Aktien-Universum im Silber-Sektor sorgen eben schon für eine entsprechende Wirkung. Wir haben im Fonds daher eine hohe Silber-Gewichtung, sowohl über die von Ihnen angesprochenen „Pure Plays“, aber auch durch Minen mit hohem Silberanteil an der Produktion. Wir haben unter anderem Tahoe Resources (IK), MAG

Silver und Bear Creek Mining im Fonds. Daneben auch eine Silver Wheaton, die als Streaming-Unternehmen eine reine Wette auf den Silberpreis ist.

**Smart Investor: Bleiben wir kurz bei den Streaming-Unternehmen wie Silver Wheaton. Was halten Sie von diesem Geschäftsmodell und sind auch diese Titel jetzt noch ein Kauf?**

*Groh:* Es gibt nur wenige Streaming- bzw. Royalty-Unternehmen, die groß genug für unseren Fonds sind. Neben Silver Wheaton haben wir aber auch Franco-Nevada, Royal Gold und Osisko Gold Royalties. In Summe ist es nur ein kleiner Subsektor der Mining-Industrie, auf jeden Fall jedoch ein interessantes Geschäftsmodell. Erst recht, da wir nun bei den Edelmetallen tatsächlich die Trendwende gesehen haben.

**Smart Investor: In den vergangenen Jahren wurde diese bereits häufiger von diversen Experten vergeblich ausgerufen. Warum ist diesmal alles anders?**

*Hathaway:* Ich denke, es gibt eine Vielzahl an Gründen, die alle eine gewisse Plausibilität haben. Zunächst einmal wird die Federal Reserve Bank niemals eine wirkliche Zinswende herbeiführen. Mit ihrer Geldpolitik hat sie sich selbst in eine Ecke manövriert, aus der sie nicht mehr herauskommt. Obwohl die Niedrigzinsen und Quantitative Easing zuletzt keinerlei öko-



*Der stellvertretende Chefredakteur des Smart Investor, Christoph Karl, im Gespräch mit Doug Groh von Tocqueville Asset Management*

nomisches Wachstum mehr zur Folge hatten, wurden die Assetpreise inflationiert und die globalen Schuldenniveaus deutlich angehoben, vor allem auf Ebene der Staaten. Die Investoren scheinen dies nun endgültig realisiert zu haben. Ich könnte aber auch noch einen Haufen anderer Argumente anführen...

#### **Smart Investor: Auch solche, die nichts mit der Geldpolitik zu tun haben?**

*Hathaway:* Exakt. Denn auch die Angebots- und Nachfragesituation spricht eindeutig für Gold. In den nächsten drei Jahren wird die weltweite Goldproduktion bestenfalls stagnieren, eventuell sogar leicht rückläufig sein. Das verfügbare, bereits geförderte Gold ist in den Jahren der Baisse sukzessiv aus den Lagerstätten in New York und London nach Asien verschoben worden. Wenn größere Summen in die

ETFs fließen – wie wir es im ersten Quartal ja bereits gesehen haben – gibt es daher schlicht und ergreifend nicht das entsprechende physische Angebot. Um diese Knappheit auszugleichen, gibt es nur eine Lösung – steigende Preise.

#### **Smart Investor: Bleiben wir also bei einem Szenario mit weiter steigenden Edelmetallpreisen. Auf welche Minertitel sollten Anleger setzen, um davon zu profitieren?**

*Groh:* Ein Titel ist die vorhin bereits erwähnte MAG Silver. Das Unternehmen hat ein interessantes Portfolio an mexikanischen Projekten. Zusammen mit dem Partner Fresnillo entwickeln sie eines der Assets zur Produktionsreife. Ein anderer Wert ist Detour Gold (IK), die vom Markt derzeit vermutlich deutlich unterbewertet wird. Wir glauben, dass sie einen sehr

guten Standort in Kanada haben und über die Zeit signifikanten Wert schaffen werden. Generell sehe ich die besten Chancen bei mittelgroßen Produzenten und Entwicklern. Solche Unternehmen sind deutlich flexibler in ihrer Strategie und gleichzeitig natürliche Übernahmeziele für die Branchengrößen. Früher oder später werden diese nämlich ihre bestehenden Ressourcen durch neue Projekte ersetzen müssen...

#### **Smart Investor: In der Vergangenheit sind die Großen der Branche nicht gerade durch Kostendisziplin aufgefallen. Hat sich dies in den Jahren der Baisse verändert?**

*Groh:* Bei einem Goldpreis von 1.050 USD waren wir nach unseren Berechnungen nahe den Vollkosten der Branche. Viele Minen waren bereits defizitär. Gleichzeitig waren die Unternehmen sehr erfolgreich im Reduzieren der Kosten, nicht nur durch den Ölpreis, sondern auch durch Effizienzsteigerungen. Ich denke daher nicht, dass wir einen Goldpreis von 1.900 USD sehen müssen, um wieder auf das alte Profitabilitätsniveau zurückkehren zu können. Es ist also geradezu eine ideale Zeit, um in den Markt einzusteigen. Die Aktien sind noch immer günstig, der Ertragshebel könnte jedoch gleichzeitig eine Wirkung entfalten wie selten zuvor.

#### **Smart Investor: Mr. Hathaway, Mr. Groh, vielen Dank für das interessante Gespräch.**

*Interview: Christoph Karl*

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios	Kurs				Veränderung seit		
	20.05.16	22.04.16	31.12.15	02.01.06	Vormonat	31.12.15	02.01.06
Gold in USD	1.252,15	1.227,50	1.060,83	516,88	+2,0%	+18,0%	+142,3%
Gold in EUR	1.115,80	1.093,64	976,91	437,30	+2,0%	+14,2%	+155,2%
Silber in USD	16,53	16,96	13,85	8,87	-2,5%	+19,4%	+86,4%
Silber in EUR	14,73	15,11	12,75	7,61	-2,5%	+15,5%	+93,6%
Platin in USD	1.022,00	1.010,00	890,50	966,50	+1,2%	+14,8%	+5,7%
Palladium in USD	560,00	603,00	563,00	254,00	-7,1%	-0,5%	+120,5%
HUI (Index)	216,45	207,52	110,69	298,77	+4,3%	+95,5%	-27,6%
Gold/Silber-Ratio	75,75	72,38	76,59	58,27	+4,7%	-1,1%	+30,0%
Dow Jones/Gold-Ratio	13,98	14,67	16,43	21,20	-4,7%	-14,9%	-34,1%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1222	1,1224	1,0865	1,1819	-0,0%	+3,3%	-5,1%

Aktien im Blickpunkt

# Der Superbowl der Investmentkonferenzen

Wenn die Heroen der Hedgefonds-Szene auf der Sohn Investment Conference in New York ihre Aktienempfehlungen vorstellen, hören die Märkte genau hin. Dieses Jahr war Smart Investor vor Ort.

Bereits zum 21. Mal veranstaltete die Sohn Conference Foundation ihre New Yorker Konferenz, die vom Wall Street Journal bereits zum „Superbowl der Investmentkonferenzen“ ausgerufen wurde. Worum geht es dabei? Zehn der bekanntesten Hedgefonds- und Investmentmanager steigen in den Ring, um dort ihre neuesten Aktienempfehlungen oder Short-Ideen vorzustellen. So nutzte David Einhorn 2008 die Konferenz als Plattform, um die taumelnde Investmentbank Lehman Brothers frontal anzugreifen. Er warf dem Unternehmen geschönte Bilanzen vor und sah die Bank kurz vor dem Kollaps. Etwas mehr als vier Monate später war Lehman Brothers pleite. Was hatten die „Masters of the Universe“ also dieses Jahr auf Lager?

## Kapitale Risiken und kapitalloses Wachstum

Als einer der ersten stellte Carson Block von Muddy Waters Capital eine Short-Idee vor. Sein Fonds hat demnach aktuell die Aktie der **Bank of the Ozarks** leerverkauft. Die frühere US-Regionalbank habe in den vergangenen Jahren einen aggressiven Wachstumskurs hingelegt, der jedoch mit dem Aufbau eklatanter Risiken einherginge. Durch diverse Akquisitionen habe die Bank unter Zuhilfenahme des US-Bankeneinlagefonds ihre Einlagen signifikant erhöht und diese Mittel primär in die Finanzierung von Immobilienentwicklern gesteckt. Was auf den ersten Blick konservativ aussehe, seien in Wahrheit jedoch Großkredite mit enormem Ausfallrisiko, falls die boomende Konjunktur für Gewerbeimmobilien in den USA drehe. Nach den Basel III-Standards müssten die Darlehen völlig anders bewertet werden. Die

Aktie sei gleichzeitig vollkommen überbewertet. Auf Seite 76 können Sie ein Interview mit Carson Block lesen, in dem wir uns mit ihm über sein Geschäftsmodell und die deutsche Gesellschaft Stöer unterhalten, die er aktuell ebenfalls attackiert.

Eine interessante Value-Idee hatte John Koury von Long Pond Capital mit **Hyatt Hotels** auf Lager. Derzeit habe der Markt den Hotelsektor aufgrund der Bedrohung durch Plattformen wie Airbnb vollkommen abgeschrieben. Eine Angst, die zwar bei Discount-Hotelketten berechtigt sein mag, nicht jedoch bei einer im Business- und Luxussegment tätigen Kette wie Hyatt. Das Unternehmen befinde sich mehrheitlich im Eigentum der Pritzker-Familie, die bedingt durch Rückkäufe ihren Anteil kontinuierlich erhöht. Daher gebe der Konzern auch keine kurzfristige Prognose für die Ergebnisse aus, sondern konzentriere sich auf die langfristige Entwicklung des Unternehmens. Durch sogenannte „Trophy-Assets“, also bekannte Luxushotels in Bestlagen, die sich im Eigentum von Hyatt befinden, gibt es zudem eine Absicherung der Aktie. Mit aktuell 43% stammt jedoch bereits ein signifikanter Anteil des Geschäftes aus hochprofitablen Management-Verträgen. Hyatt entwickelt sich damit zu einem Geschäft nach dem Geschmack von Warren Buffett – geringe Kapitalintensität bei gleichzeitig hohen Wachstumsaussichten.

## Streitfrage Amazon

Das Gegenteil einer klassischen Value-Aktie empfahl Chamath Palihapitiya von Social Capital mit einer gewagten These: **Amazon.com** könne das erste Unternehmen der Welt sein, das eine Marktkapitalisierung von mehr als 3 Bio. USD erreicht. Die Aktie könne

sich in den nächsten zehn Jahren verzehnfachen. Die Verluste, die der Konzern heute in Kauf nimmt, sind für Palihapitiya vollkommen irrelevant. Denn Amazon baue durch seine intensiven Investments an einem Billionen-US-Dollar schweren Monopol im Online-Einzelhandel. Der Erfolg von Amazon basiert demnach auf drei Säulen: dem Wert des bestehenden Einzelhandelsgeschäfts, den unglaublichen Opportunitäten bei den Web Services und dem grandiosen Management des Unternehmens. So habe Jeff Bezos durch Investments im Volumen von 18 Mrd. USD einen Wert von mehr als 200 Mrd. USD geschaffen. Diese Fähigkeit zur Kapitalallokation sei mit der eines Warren Buffetts zu vergleichen. Laut Palihapitiya müssten Leute, die an das Internet und an den Verkauf von Gütern glauben, zwangsläufig auch an Amazon glauben. Das Unternehmen sei eines der großartigsten, das jemals „gebaut“ wurde.

Eine These, die David Einhorn von Greenlight Capital mit einem leichten Schmunzeln in Frage stellte, was daran liegen mag, dass er aktuell auf einen Kurssturz der Amazon-Aktie setzt. Für die Sohn-Konferenz brachte er jedoch zwei andere Tipps mit. So sei er derzeit short in der Aktie von **Caterpillar**, habe dafür jedoch eine Position in General Motors aufgebaut. Denn die Bewertung der beiden Unternehmen passe schlicht und ergreifend nicht zusammen. Caterpillar habe als Ausrüster der Rohstoffbranche derzeit einen schweren Stand. Hohe Überkapazitäten und enorme Lagerbestände an Maschinen würden auch auf Dauer die Preise drücken. Der Markt für Kohle werde allerdings „nie wieder zurückkommen“, die Sorgen um China langfristig belasten. Die Börse

## Die Tipps der Hedgefonds-Größen im Überblick

Unternehmen		WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2015*	EpS 2015	EpS 2016e	EpS 2017e	KGV 2015	KGV 2016e	KGV 2017e	Div. 2015e	Div.-Ren. 2015e
Bank of the Ozarks [US]	Short	922791	33,57	3,0	–	1,86	2,15	2,75	18,0	15,6	12,2	0,55	1,6%
Hyatt Hotels [US]	Long	A0YAKV	40,67	5,5	3,9	0,78	1,21	1,41	52,4	33,7	28,8	0,00	0,0%
Amazon.com [US]	Long	906866	626,38	295,0	95,5	1,14	4,86	8,79	549,5	128,9	71,3	0,00	0,0%
Caterpillar [US]	Short	850598	62,29	36,4	39,4	3,16	3,15	3,16	19,7	19,8	19,7	2,74	4,4%
General Motors [US]	Long	A1C9CM	27,24	41,9	130,3	5,45	5,06	5,22	5,0	5,4	5,2	1,31	4,8%

\*) in Mrd. EUR; alle Angaben in EUR; Quellen: OnVista, Yahoo Finance

bewerte das Unternehmen dagegen wie in einer „Superkonjunktur“ für die Branche. Für 2018 rechnet Einhorn dagegen mit einem Ertrag von lediglich 2,00 USD je Aktie, die Analysten dagegen mit knapp 4,00 USD. Eine Halbierung des Kurses sei vor diesem Hintergrund wahrscheinlich. **General Motors** werde dagegen bewertet, als ob eine riesige Rezession ins Haus stünde. In der Realität würde sich dagegen vermutlich für beide Unternehmen die Konjunktur in der Mitte ihres Zyklus befinden – Cater-

pillar damit jedoch zu teuer, General Motors deutlich zu günstig bewertet sein.

**Fazit**

Erst wenige Tage vor der Sohn-Konferenz hatte Warren Buffett fernab von New York die Vergütungsexzesse der Hedgefondsbranche und deren unterdurchschnittlichen Erfolg thematisiert, was die Superstars der Branche jedoch offensichtlich wenig beeindruckt hat – nimmt man ihre Selbstdarstellung auf der Bühne der Sohn-Konferenz

zum Maßstab. Für Außenstehende haben die dort präsentierten Aktientipps jedoch einen Vorteil: Es sollten nicht die schlechtesten Ideen der jeweiligen Fondsmanager sein, denn dafür ist die öffentliche Schmach bei einem Flop zu groß. Zu spüren bekam dies unter anderem Bill Ackman, der letztes Jahr die später um fast 90% abgestürzte Valeant Pharmaceuticals vorstellte. Vielleicht auch aus Selbstschutz trat er dieses Jahr deswegen gar nicht erst an.

Christoph Karl

Anzeige

# WERDEN SIE ZUM MONEY MANAGER!

Lesen Sie auf 21 Seiten, wie Sie

- ✓ Risiken minimieren
- ✓ mit Ihrem Trading nachhaltig Geld verdienen
- ✓ die richtige Anlagestrategie finden

**KOSTENLOSES E-BOOK SICHERN**

[www.godmode-trader.de/moneymanagement](http://www.godmode-trader.de/moneymanagement)



Buy or Good Bye

# Buy: Chipotle Mexican Grill Inc.



Über Jahre hinweg war die Aktie von Chipotle Mexican Grill so heiß wie die von diesem Unternehmen verkauften Burritos. Denn Chipotle konnte mit seinem Restaurantkonzept Jahr für Jahr beeindruckende Wachstumsraten vorlegen. Das Angebot von qualitativ hochwertigem mexikanischem Essen scheint exakt den Nerv der Kunden zu treffen. Zuletzt konnte Chipotle damit alle vier Jahre die Umsätze verdoppeln. Und dies mit beeindruckenden Ergebnissen: Im Schnitt wirft jede neu eröffnete Filiale eine Rendite von rund 70% auf das eingesetzte Kapital ab.

Auch bezogen auf den Umsatz ist eine typische Chipotle-Filiale deutlich profitabler als eine des Konkurrenten McDonald's (ca. 27% EBIT-Marge vs. 16% EBIT-Marge). Grund dafür dürfte die deutlich kaufkräftigere Zielgruppe, aber auch die sagenhafte Effizienz des Unternehmens sein. Während die klassischen Burgerbrater auf eine Vielzahl an Produktionsschritten setzen, gibt es bei Chipotle ein überschaubares, dafür aber hochgradig skalierbares Angebot. Durch die Fließbandproduktion von Burritos wird ein riesiger Durchsatz je Filiale gewährleistet, ohne an der Qualität zu sparen. Das Unternehmen betreibt heute rund 2.000 Filialen, erzielt einen Umsatz von 4,5 Mrd. USD (2015) und hat eine Marktkapitalisierung von 13,4 Mrd. USD. Spätestens seit dem Auftauchen von sogenannten E. coli-Bakterien im Essen von Chipotle im vergangenen Jahr bekam die Aktie jedoch Schlagseite. Vergleichbare Fälle bei anderen Ketten zeigen jedoch, dass



Kunden meistens schnell vergessen. Chipotle sollte damit spätestens im kommenden Jahr die verloren gegangenen Umsätze wieder aufholen und auf den gewohnten Wachstumspfad zurückkehren. Bei einem KGV von etwas mehr als 20 für 2017 ist die Aktie gleichzeitig so günstig bewertet wie selten zuvor.

Christoph Karl

# Good Bye: Pantaleon Entertainment AG



Der Blick auf die Aktie von Pantaleon Entertainment könnte sich für so manchen Börsianer wie eine Zeitreise anfühlen. Denn sowohl der Verlauf des Aktienkurses als auch die Branche erinnern frappierend an die Zeiten des Neuen Marktes. Bei der 2009 gegründeten Pantaleon handelt es sich um eine kleine Filmproduktionsfirma, die jedoch umso größere Ambitionen hegt. Mit einem Streaming-Angebot namens Pantaflix möchte das Unternehmen mit den ganz Großen der Branche, wie Netflix oder Amazon, in den Ring steigen.

Pantaleon hat nämlich eine gigantische Nische ausgemacht, die alle anderen offensichtlich übersehen: Filme in der jeweiligen Heimatsprache, wie sie Auswanderer und Expats weltweit händierend suchen. Mehr als 100 Millionen potenzielle Nutzer gäbe es weltweit für dieses Angebot, und davon will sich Pantaleon ab dem Start im Sommer eine große Scheibe abschneiden. Wer jetzt noch nicht an die schneidigen Haffa-Brüder denkt, hat den Neuen Markt nicht miterlebt.

In der Zwischenzeit macht das Unternehmen das, was es vermutlich tatsächlich kann: Filme produzieren, vornehmlich als Haus- und Hofproduzent des Schauspielers (und Pantaleon-Großaktionärs) Matthias Schweighöfer. So sind alleine sechs der sieben letzten Filme aus dem Hause Pantaleon unter seiner Beteiligung als Schauspieler

entstanden. Pantaleon erinnert an die typische Filmproduktionsgesellschaft, wie sie Stars gerne nach ersten Erfolgen für ihre nächsten Projekte gründen, allerdings mit Börsennotiz und einem Marktwert von 54 Mio. EUR. Bei 20 Mio. EUR Umsatz und einer schwarzen Null in 2015 offensichtlich viel zu viel – mit oder ohne den Hoffnungsträger Pantaflix.

Christoph Karl



# Forum

Financials & Real Estate 2016

*Discover Value & Growth*

## Forum Financials & Real Estate

Die große Investorenkonferenz für Investment Professionals  
mit Fokus auf dynamische Finanz- und Immobilienaktien  
am 8. September 2016, Hilton, Frankfurt am Main

9:00 – 18:00 Uhr: Unternehmenspräsentationen, Group Meetings, Einzelgespräche mit den Vorständen

13:15 Uhr: Lunch

ab 18:00 Uhr: Get-Together Cocktailparty

Kostenfreie Anmeldung und weitere Informationen unter [www.src-research.de/ffs](http://www.src-research.de/ffs) oder [www.kirchhoff.de](http://www.kirchhoff.de)

### Es präsentieren u. a.

- |                         |              |  |            |
|-------------------------|--------------|--|------------|
| > conwert Immobilien    | > AROUNDTOWN | > S IMMO                               | > UBM      |
| > Deutsche Fachmarkt AG | > WCM        | > VIB Vermögen                         | > Warimpex |
| > EYEMAXX Real Estate   | > PORR       | > Deutsche Geothermische Immobilien AG |            |

Börsen-Zeitung · Euro am Sonntag · Smart Investor · GoingPublic Magazin · Institutional Investment Real Estate Magazin · Börse Online · Deutsches Anleger Fernsehen · Berlinboxx · BOND MAGAZINE · Immobilien & Finanzierung

Premium Sponsor

### Wüest & Partner

Gastgeber



Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien

Premium Partner



Die Nummer 1 in der Finanzkommunikation

## Moneytalk

# „Manche Geschäftsmodelle werden missverstanden“

Smart Investor sprach mit Dr. Georg Issels, CEO der Beteiligungsgesellschaft Scherzer & Co. AG, über den Charme von Sondersituationen, die Vorteile eines Nebenwertinvestments und die „Delisting-Gefahr“.

**Smart Investor: Herr Dr. Issels, Sie verfolgen bei Ihrem Beteiligungsansatz eine „Doppelstrategie“ aus chancen- und sicherheitsorientierten Investments. Das erscheint eher ungewöhnlich.**

*Issels:* Eigentlich kommen wir aus der „Abfindungsecke“. Dabei entstand im Laufe der Jahre der recht naheliegende Gedanke, nicht immer erst auf der Ziellinie kurz vor einem Squeeze-out einzusteigen, sondern eine derartige Sondersituation möglichst frühzeitig zu erkennen, um die daraus resultierenden Kurschancen mitzunehmen. Wir haben hier gewissermaßen unsere Strategie nachjustiert. Dabei achten wir aber auch bei den sogenannten „Chancen“ auf eine verlässliche, fundamental starke Basis. Der Value-Ansatz verbunden mit dem Ziel einer risikoreduzierten Vermögensbildung spielt letztlich bei all unseren Anlagen mit hinein.

**Smart Investor: Können Sie uns einige Ihrer aktuellen Investmentideen näher vorstellen?**

*Issels:* Ein gutes Beispiel für den Bereich „Chance“ ist die GK Software AG. Die Gesellschaft entwickelt Software-Lösungen für den Einzelhandel. Wir waren einerseits von dem Geschäftsmodell überzeugt, zum anderen glaubten wir fest daran, dass die Partnerschaft mit SAP früher oder später in eine Beteiligung münden würde. So ist es dann auch gekommen. SAP hält derzeit rund 5% der GK Software-Aktien und verfügt über ein Vorkaufsrecht auf die Aktienmehrheit der Gründer. Daneben macht die Gesellschaft operative Fortschritte. So erachten wir einen Anfang 2016 gemeldeten Großauftrag von Aldi Nord als rich-

tungsweisend. Die Wahrscheinlichkeit ist recht groß, dass dieses Investment bei uns in nicht allzu ferner Zukunft von „Chance“ zu „Sicherheit“ wechseln wird, und zwar dann, wenn SAP mit einem Kaufangebot an die übrigen Aktionäre herantritt. Wie sich das Risikoprofil einer Aktie verändern kann, zeigt die Mobotix AG. Dort hat sich erst kürzlich der japanische Konzern Konica Minolta eingekauft. Vermutet wird ein Preis zwischen 18 und 27 EUR je Aktie. Obwohl aufgrund der Notiz im Entry Standard die Pflicht zu einem öffentlichen Angebot entfällt, sehen wir Mobotix nach dem Einstieg der Japaner als Investment aus dem Bereich Sicherheit, da wir davon ausgehen, dass früher oder später eine Vollübernahme erfolgen wird.

**Smart Investor: Befürchten Sie in diesem und in anderen Fällen kein Delisting durch den neuen Großaktionär?**

*Issels:* Ein solches Szenario stellt für uns keine Bedrohung dar. Zumindes macht es mir keine Angst. Schließlich sind wir kein Aktienfonds, der Anleger bedienen muss, wenn diese ihre Anteile zurückgeben wollen. Man könnte das Delisting im Gegenteil als Chance sehen, da Aktien nach einer solchen Ankündigung meist nachgeben. In dieser Schwäche würden wir unsere Position vermutlich ausbauen. Bei vielen Transaktionen sprechen wir ohnehin direkt mit dem Großaktionär. Ein Verkauf findet dann auch meist außerhalb der Börse statt.

**Smart Investor: Halten Sie derzeit noch Anteile an nicht mehr börsennotierten Gesellschaften?**



*Dr. Georg Issels*

*Issels:* Ja, da gäbe es zum einen die Württembergische Leben, zum anderen die Fidor Bank, wo wir inzwischen mit über 5% beteiligt sind. Dort kam es im letzten Jahr zum Delisting und im Vorfeld zu der beschriebenen Kursschwäche. Diese haben wir gezielt genutzt, um unsere Position auszubauen.

**Smart Investor: Nach dem Abgasskandal bei VW haben Sie Ihre Beteiligung an MAN deutlich reduziert. Halten Sie jetzt noch MAN-Aktien?**

*Issels:* Aufgrund der durchaus nennenswerten Größe unserer MAN-Position haben wir entschieden, einen Teil des Bestandes abzugeben. Wir haben uns von den Stämmen getrennt und die Vorzüge behalten. Mit der verbliebenen Position fühlen wir uns nun deutlich wohler. Weitere Verkäufe sind aktuell aber nicht mehr geplant.

## Über die Scherzer & Co. AG

Die Kölner Scherzer & Co. AG strebt einen langfristigen, nachhaltigen Vermögensaufbau an, den sie mittels Anlagen in einerseits vergleichbar sichere Value- und Abfindungswerte, andererseits in chancenreiche Mid Caps und Small Caps erreichen möchte. Hinzu kommen Sondersituationen sowie die Beteiligung an Umplatzierungen und Kapitalmaßnahmen. Dabei wird bewusst davon ausgegangen, dass es am Markt kurzzeitig zu Fehlbewertungen als Folge der Irrationalität bestimmter Marktteilnehmer und Investoren kommen kann. Ein klar formuliertes Ziel ist der Aufbau eines Portfolios mit einem Eigenkapitalanteil von mindestens 100 Mio. EUR. Nennenswerte Anteile hält Scherzer auch an den ebenfalls börsennotierten Beteiligungsgesellschaften Allerthal-Werke (24,9%) und RM Rheiner Management AG (49,9%).

Eine wichtige Kennzahl ist der Tageswert des Portfolios (oder auch innerer Wert). Dieser setzt sich aus den Aktienpositionen und dem Netto-Barvermögen zusammen. Das angediente Nachbesserungsvolumen von derzeit rund 96 Mio. EUR wird



bilanziell hingegen nicht erfasst. Zum 30. April lag der so ermittelte Tageswert bei 1,99 EUR je Aktie. Damit weist das Papier zurzeit einen Abschlag von 15% auf den Portfoliowert aus. Für das vergangene Geschäftsjahr, das mit einem Gewinn von 0,18 EUR je Aktie abgeschlossen werden konnte, erhalten Anteilseigner Ende Mai erneut eine Dividende in Höhe von 0,05 EUR. ■

### Smart Investor: Inwieweit beschäftigen Sie sich mit der Situation des Gesamtmarktes?

*Issels:* Auch wenn wir einen opportunistischen Ansatz verfolgen, so achten wir doch sehr genau auf das „große Bild“. Immerhin vertrauen die Aktionäre uns einen Teil ihres Vermögens an. Sie erwarten eine stetige Wertentwicklung ohne größere Rückschläge. In der letzten Finanzkrise haben wir leider schmerzhaft erfahren, dass sogar vermeintlich sichere Anlagen zu hohen Verlusten führen können. Heute richten wir unter anderem unsere Investitionsquote an der Verfassung des Gesamtmarktes aus. Zudem schauen wir sehr genau auf die Bonität der Unternehmen. Uns hilft, dass wir, anders als die meisten Aktienfonds, keiner Benchmark hinterherlaufen müssen.

### Smart Investor: Sie sind stark bei deutschen Mid Caps und Small Caps engagiert. Welche Vorteile bieten aus Ihrer Sicht solche Nebenwerte gegenüber den großen DAX-Konzernen?

*Issels:* Unter kleineren Gesellschaften finden sich per Definition regelmäßig Aktien, die nicht im Fokus der großen Adressen stehen.

Manche Geschäftsmodelle werden auch missverstanden oder in ihrem Potenzial unterschätzt. Hinzu kommt, dass der Börsenhandel für viele Fonds in diesem Bereich schlichtweg zu illiquide ist, woraus sich für uns wiederum spannende Opportunitäten ergeben.

### Smart Investor: Derzeit halten Sie Nachbesserungsrechte im Volumen von fast 100 Mio. EUR. Wie sieht hier der weitere „Fahrplan“ bis zur Realisierung möglicher Ansprüche aus?

*Issels:* Bei diesen Anlagen benötigen Sie vor allem viel Geduld. So kann es Jahre dauern, bis ein Ergebnis vorliegt und Sie wissen, wie viel diese Rechte tatsächlich wert sind. Wir sprechen hier von einem Zeitraum zwischen 5 und 15 Jahren. Schon deshalb fließt diese Position auch nicht in die Berechnung des NAV ein. Das Interessante ist, dass bei einem positiven Ausgang der Kapitaleinsatz rückwirkend verzinst wird. Spektakulär war sicherlich der Fall Schering. Dort haben wir unsere Aktien seinerzeit ganz bewusst nicht über die Börse zu einem höheren Kurs verkauft. Im vergangenen Sommer kam es dann zu einem gerichtlichen

Vergleich, an dem über 100 Antragsteller beteiligt waren. Bedenkt man, dass bei einem solchen Verfahren Einstimmigkeit erzielt werden muss, dann ist dieser Vergleich schon bemerkenswert. Aus ehemals bewusst in Kauf genommenen Andienungsverlusten von gut 200.000 EUR flossen am Ende 2,9 Mio. EUR Ertrag in unser Ergebnis des letzten Geschäftsjahres ein.

### Smart Investor: Herr Dr. Issels, wir bedanken uns vielmals für Ihre Zeit! ■

*Interview: Marcus Wessel*



## Smart Investor auf Facebook

Sagen Sie uns Ihre Meinung  
[facebook.com/SmartInvestorMagazin](https://facebook.com/SmartInvestorMagazin)

## Turnaround-Aktien

# Ausgebremste Überflieger

Eigentlich gilt der Tech- und Mediensektor als verlässlicher Wachstumsmotor. Aber selbst dieser legt gelegentlich eine Pause ein.

## Übertriebener Pessimismus

Als Jeff Weiner, CEO des Karrierenetzwerkes **LinkedIn**, im Januar anlässlich der Präsentation der Geschäftszahlen für 2015 einen düsteren Ausblick auf das neue Geschäftsjahr zeichnete, da rauschte der einstige Börsenliebling an der NASDAQ um rund 40% in die Tiefe. Es zeigte sich einmal mehr, dass Anleger allergisch auf Schrammen in bis dahin scheinbar makellosen Wachstumsstorys reagieren. Inzwischen sind viele der dunklen Wolken wieder verzogen. Tatsächlich verzeichnete LinkedIn ein überaus starkes erstes Quartal. Angetrieben von der wichtigen Personalsuche/-vermittlung und vielgenutzten Tools wie dem „LinkedIn Recruiter“, von dem das Unternehmen Ende 2015 eine neue Version vorstellte, legte der Konzernumsatz um dynamische 35% auf 865 Mio. USD zu. Auch die Erlöse aus den Premium-Mitgliedschaften zeigten mit +22% ein solides Wachstum. Derweil übertraf der um Aufwendungen aus Aktienoptionsprogrammen bereinigte Gewinn je Aktie die Konsensschätzungen deutlich (0,74 USD vs. 0,60 USD erwartet). Weiner war praktisch gezwungen, die Prognosen für das Gesamtjahr nach oben zu schrauben. Der CEO erwartet nunmehr ein EBITDA von bis zu 1 Mrd. USD nach zuvor 950 bis 975 Mio. USD. Die Umsatzerlöse könnten indes auf bis zu 3,7 Mrd. USD (Vj.: 3,0 Mrd.) anziehen. Besonders erfreulich ist die steigende Interaktion und Verweildauer der LinkedIn-Nutzer. So lagen die Seitenaufrufe je LinkedIn-Mitglied um fast ein Viertel über dem Vorjahr. Im Monatsdurchschnitt kamen im ersten Quartal 106 Millionen User auf die Seiten des Karrierenetzwerkes und damit neun Millionen mehr als im Jahr zuvor. Dies war zugleich der erste signifikante Anstieg seit dem vergangenen Sommer,



was die Zweifler vorerst verstummen ließ. Überraschenderweise konnte die Aktie hiervon aber nur kurzzeitig profitieren. Offenbar wartet die Börse noch auf eine weitere Bestätigung, dass LinkedIn's Kerngeschäft den robusten Trend fortsetzen kann. Spätestens die Halbjahreszahlen im Juli dürften die Entscheidung bringen.

## Im Apple-Sog

Jahrelang eilten die iPhone-Verkäufe von Rekord zu Rekord. Dieser Boom bescherte nicht nur Apple üppige Milliardengewinne, sondern machte auch die Zulieferer zu modernen Goldgräbern. Nachdem im ersten Quartal erstmals die Zahl der verkauften iPhones zurückging, zweifeln Investoren jedoch zunehmend an den Wachstumsperspektiven einer ganzen Industrie. Hinzu kommt die Schwäche des chinesischen Smartphone-Marktes. In den Sog der Apple-Turbulenzen geriet auch der Halbleiterproduzent **Skyworks Solutions**. Seit dem Allzeithoch aus dem letzten Sommer büßte der Tech-Mid-Cap rund 40% an Wert ein. Dabei ist das operative Geschäft von einem dramatischen Einbruch trotz Apple weit entfernt. Skyworks entwickelt Radio-Frequency-Chips, wie sie beispielsweise für schnellen Wifi-Empfang in Handys oder für andere drahtlose Anwendungen (vernetztes Zuhause, Drohnen, Tablets) benötigt werden. Legt man die offizielle Prognose des Unternehmens zugrunde, dürften die Erlöse im laufenden Quartal erstmals auf rund 750 Mio. USD (-7%) zurückgehen. Der Gewinn je Aktie wird gleichzeitig bei 1,21 USD erwartet (-10%). Diese Planungen decken sich mit Aussagen von Apple-CEO Tim Cook, der zuletzt zwischen 36 und 40 Millionen verkaufte iPhones für Q2 prognostizierte. Bedenkt man, dass Skyworks rund 40% seines Umsatzes mit Apple erzielt, dann sollte die Bilanz des Zulieferers noch einmal bescheiden ausfallen. Allerdings

## Kennzahlen der vorgestellten Unternehmen

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2015*	EpS 2015	EpS 2016e	EpS 2017e	KGV 2015	KGV 2016e	KGV 2017e	Div. 2015e	Div.-Ren. 2015e
LinkedIn [US]	A1H82D	106,85	11,1	2,6	2,50	3,04	3,73	42,8	35,1	28,6	0,00	0,0%
Skyworks Solutions [US]	857760	57,24	9,6	2,9	4,63	4,83	5,46	12,4	11,8	10,5	1,04	1,8%
Twenty-First Century Fox [US]	A1WZP6	25,88	28,2	25,5	1,51	1,48	1,86	17,1	17,5	13,9	0,29	1,1%

\*) in Mrd. EUR; alle Angaben in EUR; Quellen: OnVista, eigene Schätzungen

könnte die Wachstumsschwäche von Skyworks mit dem Start des iPhone 7 im Herbst schon wieder beendet sein, zumal das Unternehmen seine Kunden- und Produktbasis stetig erweitert. So ist der wertmäßige Anteil der Skyworks-Chips im neuen Samsung Galaxy S7 Insidern zufolge 20% höher als in den Vorgängermodellen. Ähnliches wird für das iPhone 7 erwartet. Somit muss noch nicht einmal die Zahl der verkauften Smartphones ansteigen, damit sich Skyworks' Anteil an der Wertschöpfung erhöht. Auch die weiterhin exzellente operative Marge von über 36% spricht für ein Investment, bei dem die schlechten Nachrichten weitgehend in den Kurs eingepreist scheinen. Allerdings gibt die Charttechnik ein Warnsignal: Der sechsjährige Aufwärtstrend ist in Gefahr!

### Trump, Streaming und ein Superheld

Das Medienimperium des Rupert Murdoch ist zugegebenermaßen schwer zu durchschauen. Zumindest an der Börse fällt der Blick auf den Multimilliarden-Konzern seit rund drei Jahren allerdings etwas leichter. Seinerzeit entschied sich der umstrittene Medienunternehmer, sein Geschäft in zwei separate Aktiengesellschaften aufzuspalten. Während in der News Corp. das traditionelle Zeitungs- und Verlagsgeschäft zusammengefasst blieb, wurden in der **Twenty-First Century Fox** Murdochs Film- und TV-Aktivitäten gebündelt. Letztere haben nach einer durchwachsenen ersten Jahreshälfte – derzeit läuft bereits das vierte Quartal – einen erfreulichen operativen Aufwärtstrend vorzuweisen. Dabei sorgen höhere Ausgaben für Sportrechte und Währungseffekte weiter für Gegenwind. Wie aber die zuletzt gemel-

deten Q3-Zahlen belegen, konnte sowohl das Filmgeschäft als auch der Kabelbereich seine Gewinne wieder prozentual zweistellig verbessern. Dank der Comic-Verfilmung „Deadpool“ mit Ryan Reynolds, die bei bescheidenen Produktionskosten von 58 Mio. USD weltweit bislang über 760 Mio. USD einspielte, kletterte das operative Ergebnis der Sparte um mehr als ein Fünftel. Höhere Einschaltquoten unter anderem beim Nachrichtensender Fox News, der umfangreich von den Vorwahlen im US-Präsidentenwahlkampf berichtete, führten gleichzeitig zu einem deutlichen Anstieg der Werbeeinnahmen und damit auch des operativen Gewinns (+12% auf 1,4 Mrd. USD). Der Ausblick auf die kommenden Monate fällt positiv aus. Die Wahlen in den USA dürften das Werbeumfeld der Fox-Sender weiter stabilisieren. Dazu plant der Online-Dienst Hulu – ein Joint Venture von Fox, NBCUniversal und Disney – mit neuen Angeboten wie Live-TV-Streamings einen neuen Angriff auf die Konkurrenz von Amazon und Netflix. Die Grundlagen für ein verbessertes Ergebnis im neuen Geschäftsjahr 2016/17 scheinen gelegt. Der moderat bewertete Medientitel (KGV 14) bietet derzeit auch für konservative Anleger ein vorteilhaftes Chance-/Risikoprofil.

### Fazit

Enttäuschungen werden an der Börse gerade bei Wachstumsaktien hart bestraft. Für Nicht-Investierte, die der längerfristigen Perspektive vertrauen, ergeben sich hieraus attraktive Einstiegsmöglichkeiten.

Marcus Wessel

Anzeige

## Smart Investor E-Paper



Exklusiv für Abonnenten:

Lesen Sie jetzt das unabhängige Anlegermagazin als E-Paper:

Mobil & smart

Volltextsuche

Für PC & Tablet

Jetzt testen!  
smart-i.de/emag

Noch kein Abonnent?  
Dann jetzt anmelden auf smart-i.de/abo

Musterdepot

# Klammheimlich überholt

Während der DAX erneut den Rückwärtsgang einlegte, ist unser Depot in aller Stille am deutschen Leitindex vorbeigezogen.

Relativ geräuschlos haben wir in den vergangenen Wochen den DAX überholt. Dieser liegt mit einem Minus von 7,7% in diesem Jahr noch immer deutlich im negativen Bereich. Mit einem Plus von 0,7% haben wir es immerhin in den schwarzen Bereich geschafft, vor allem durch die gute Performance von First Majestic Silver. Mit dem Silberproduzenten liegen wir nun

bereits mehr als 70% im Plus – und dies rund zwei Monate nach Kauf.

### Dreifacher Hebel

Mit den vorgelegten Zahlen zum ersten Quartal konnte First Majestic eindrucksvoll die Schätzungen der Analysten übertreffen. Sowohl beim Umsatz als auch beim Ergebnis lagen die Kanadier über den Erwartungen

des Marktes. Zwar ist der Gewinn mit 0,03 CAD je Aktie noch mehr als überschaubar, Fundamentaldaten dürften jedoch zu Beginn der laufenden Hausse keine allzu große Bedeutung haben. Denn Unternehmen wie First Majestic hatten noch bis zu Beginn des ersten Quartals mit einer der größten Krisen ihrer Branche zu kämpfen. Die Zeit der Baisse wurde jedoch genutzt,

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR)													Stichtag: 20.05.2016 (DAX: 9.916)	
Performance: +0,7% seit Jahresanfang (DAX: -7,7%); +2,0% gg. Vormonat (DAX: -4,4%); +181,3% seit Depotstart (DAX: +287,6%)														
Unternehmen/Land	WKN	Branche	SIP <sup>1</sup>	C/R <sup>2</sup>	Stück	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs akt.	Wert akt.	Depot-Anteil	Performance Vormo.	Performance seit Kauf	Stop-Loss	
Visa [US]	A0NC7B	Kreditkarten	C	7/5	200	19.12.13	39,63	69,12	13.824	4,9%	-1,4%	+74,4%		
First Majestic Silver [CA] <sup>3</sup>	A0LHKJ	Silberproduzent	A	8/6	2.500	10.03.16	5,97	10,28	25.700	9,1%	+29,5%	+72,3%		
Eurokai Vz. [DE] <sup>3</sup>	570653	Hafenbetreiber	B	8/6	400	26.09.13	21,70	33,99	13.596	4,8%	+9,5%	+56,6%		
Grenke [DE] <sup>3</sup>	A161N3	Leasing	A	7/5	150	11.06.15	129,33	172,60	25.890	9,2%	+0,1%	+33,5%		
Dr. Pepper [US] <sup>3</sup>	A0MV07	Konsumgüter	B	8/6	200	15.12.14	61,55	81,99	16.398	5,8%	+7,2%	+33,2%		
Anthem [US] <sup>3</sup>	A12FMV	Krankenversicherer	B	8/5	150	27.03.14	92,86	118,01	17.702	6,3%	-7,8%	+27,1%		
bet-at-home.com [DE/AT]	A0DNAY	Online-Sportwetten	A	7/5	80	17.03.16	112,05	133,15	10.652	3,8%	-0,6%	+18,8%		
Hochdorf [CH]	A0MYT7	Michprodukte	A	8/5	120	17.12.15	152,00	165,57	19.868	7,1%	-3,6%	+8,9%		
Aurelius [DE] <sup>3</sup>	A0JK2A	Sanierungen	B	6/5	300	17.03.16	51,16	53,23	15.969	5,7%	+3,2%	+4,0%	46,20	
MAN St. [DE] IK	593700	Nutzfahrzeuge	C	5/2	100	04.02.16	93,17	95,03	9.503	3,4%	+0,1%	+2,0%		
Bijou Brigitte [DE] <sup>3</sup>	522950	Schmuck	A	8/5	400	05.11.15	56,40	57,05	22.820	8,1%	+2,0%	+1,2%	48,00	
Solutions 30 [LU]	A14T2W	IT-Services	A	7/5	650	17.03.16	19,50	19,71	12.812	4,6%	+3,7%	+1,1%		
DAX-Put	TD3YDL		A	9/9	750	12.05.16	15,40	15,47	11.603	4,1%	-	+0,5%	10,30	
Alpha Gold/S&P5003	SG6C9T		A	8/5	100	24.03.16	104,44	104,50	10.450	3,7%	+10,0%	+0,1%		
Klondex Mines [CA]	A0MYT8	Goldproduzent	A	9/6	4.000	18.12.15	3,05	3,02	12.080	4,3%	-0,7%	-1,0%		
BB Biotech [CH]	A0NFN3	Biotech	C	6/5	250	10.03.16	44,82	43,18	10.795	3,8%	-11,2%	-3,7%	40,35	
Goldcorp [CA] <sup>3</sup> IK	890493	Goldproduzent	A	8/6	1.000	16.01.14	17,83	15,22	15.220	5,4%	+0,9%	-14,6%		
Publity [DE] IK	697250	Immobilien	B	8/6	250	10.03.16	43,69	34,13	8.533	3,0%	-10,2%	-21,9%		
IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 81!									<b>Aktienbestand</b>	273.413	97,2 %			
									<b>Liquidität</b>	7.840	2,8 %			
									<b>Gesamtwert</b>	281.254	100,0 %			

1) 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.

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

Veränd. beim C/R oder SIP ggü. dem Vormonat werden farblich hervorgehoben. Verbesserungen sind grün und Verschlechterungen rot markiert.

3) Durchschnittskurs

um eine signifikante Kostenreduktion zu realisieren. Gleichzeitig hat sich First Majestic durch Zukäufe deutlich vergrößert. Mit 3,1 Mio. Feinunzen lag die Produktion im ersten Quartal satte 11% über dem Vorjahresquartal.

Kritiker werfen dem Unternehmen unterdessen vor, einen großen Teil der realisierten Kostensenkungen lediglich durch Gewinne aus sogenannten „Beiprodukten“ bewerkstelligt zu haben. Damit sind Metalle gemeint, die quasi als Abfallprodukt der Silberproduktion gefördert werden. Allerdings hat First Majestic auch für 2016 weitere Kostensenkungen angekündigt, vor



allem bei den Verwaltungskosten. Die Aktie bleibt in unseren Augen interessant, da der Ertragshebel aus dreierlei Richtungen kommen dürfte: 1. weiter steigenden Silbernotierungen, 2. Ausweitung der Produktionsmenge und 3. gleichzeitig deutlich sinkenden Kosten. Dennoch dürften kurzfristig nun einige charttechnische Widerstände für die Aktie bestehen. Verkaufen wollen wir den Titel dennoch nicht. Denn die vergangenen Wochen haben eindrucksvoll gezeigt, welche plötzliche Dynamik Silberaktien in einem Bullenmarkt entfalten können.

### Neuer Name, gewohnte Dynamik

Auf das „Leasing“ im Namen verzichtet die ehemalige Grenkeleasing AG seit Anfang Mai und heißt damit kurz und bündig Grenke AG. Sonst bleibt jedoch alles beim Alten, wie die Zahlen für das erste Quartal belegen. So steigt der Konzerngewinn im Jahresvergleich um 22%. Die hochmargigen Geschäftsabschlüsse der letzten Quartale und das für Grenke ideale Zinsumfeld sorgen für den anhaltenden Ertragsturbo. Mit der nun erfolgten Namensänderung trägt Grenke dem diversifizierten Angebot Rech-

Durchgeführte Käufe und Verkäufe						
Käufe	WKN	Kurs	Stückz.	Kaufwert	Datum	
Alpha Gold/S&P 500	SG6C9T	108,06	50	5.403	12.05.16	
DAX-Put	TD3YDL	15,40	750	11.550	12.05.16	
Verkäufe	WKN	Kurs	Stückz.	Verk.wert	Perfor.	Datum
CK Hutchison Hold.	A14QAZ	10,30	1.000	10.300	-19,0%	03.05.16
Hochtief	607000	111,48	100	11.148	35,8%	12.05.16

nung, das neben klassischem Leasing von IT-Produkten auch Factoring und Bankdienstleistungen über die eigene Grenke Bank AG umfasst. Für das laufende Geschäftsjahr gibt CEO Wolfgang Grenke ein Ertragsziel von 93 bis 98 Mio. EUR (2015: 81 Mio. EUR) vor. Mögliche positive Überraschungen könnten die am 4. Juli bekanntgegebenen Daten zum Neugeschäft im ersten Halbjahr und die Zahlen zum zweiten Quartal am 28. Juli liefern.

### Erntesaison

Ein traditioneller Dividendenmonat ist der Mai. Auch die Aktien in unserem Musterdepot haben uns mit satten Ausschüttungen bedacht. So bekamen wir von Hochtief (2,00 EUR je Aktie, in Summe 200 EUR), Grenke (1,50 EUR je Aktie, in Summe 225 EUR), bet-at-home.com (4,50 EUR, in Summe 360 EUR) und Hochdorf (3,70 CHF, umgerechnet in Summe 400 EUR) Dividenden überwiesen. Prozentual am höchsten ist die Ausschüttung bei der deutsch-österreichischen bet-at-home.com, die es auf eine Dividendenrendite von 3,4% bringt. Der Online-Wettanbieter „schwimmt“ quasi im Geld und lässt über eine deutlich angestiegene Dividende die Aktionäre daran teilhaben. Zum 31.3. lagen rund 53,4 Mio. EUR auf den Konten des Unternehmens, weitere 55 Mio. EUR waren zu marktüblichen Konditionen und besichert an den Mehrheitsaktionär ausgeliehen. Mehr als ein Fünftel der Marktkapitalisierung von 467 Mio. EUR waren damit durch Cash und cashähnliche

Vermögenswerte abgedeckt. Die Ausschüttungssumme von rund 16 Mio. EUR fällt angesichts von solchen Zahlen kaum ins Gewicht.

### Mit gezogener Handbremse

Durch den erst kürzlich gekauften DAX-Put und das Alpha Gold/S&P 500-Zertifikat haben wir auch weiterhin einen Teil des Depots abgesichert. Den DAX-Put betrachten wir nicht als Investment, sondern als reinen Hedge. Mögliche Verluste sind daher der Preis für einen ruhigen Schlaf. Sollten die Märkte nach oben drehen, wollen wir diese Position schnell wieder auflösen. Mit dem Alpha Gold/S&P 500-Zertifikat verhält es sich dagegen anders. Da wir hier im gleichen Umfang, wie wir im US-Aktienmarkt short sind, auf eine Outperformance von Gold setzen, sehen wir dies als Investment an. Aufgrund des dreifachen Hebels ist das Zertifikat von einer gewissen Volatilität geprägt. Mittelfristig sollte sich dies jedoch auch in einer guten Performance niederschlagen.

### Fazit

Über den Verkauf der verbleibenden Parkposition in MAN hätten wir weiteren Spielraum für Neuinvestments. Möglicherweise nehmen wir jedoch auch die am 16.6. fällige Garantiedividende mit. Daneben haben wir bei Aurelius und BB Biotech die in der Tabelle angegebenen Stop-Loss-Marken gesetzt. Diese gelten auf Schlusskursbasis mit Ausführung zur Eröffnung am Folgetag. Wir fahren damit weiterhin auf Sicht. ■

Christoph Karl

### 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. 81).

Mittelstandsaktien

# Fin & Funky

Mit der Beteiligungsgesellschaft Heliad und Funkwerk wurden auf der MKK-Konferenz Ende April zwei Mittelstandsunternehmen mit interessanten Wachstumsperspektiven vorgestellt.

Nach einer wechselvollen Historie als früheres Unternehmen der Angermayer-Gruppe scheint die Frankfurter **Heliad Equity Partners** endlich auf die Spur gekommen zu sein. Die Beteiligungsgesellschaft investiert sowohl in börsennotierte als auch in unnotierte Beteiligungen.



Heliad konzentriert sich dabei auf Sonder-situationen im Lebenszyklus eines Unternehmens, bei denen spezielles Know-how und eine aktive Unterstützung des Managements gewünscht sind. Solche Sondersituationen können typische Turnaround-Situationen, aber durchaus auch die Finanzierung von sogenannten „disruptiven Geschäftsideen“ sein, die über innovative Geschäftsansätze ganze Branchensektoren grundlegend revolutionieren und verändern. Das aktuell bedeutendste Engagement ist die 16,1%-Beteiligung an der ebenfalls börsennotierten Frankfurter FinTech Group. Mit den Marken flatex und ViTrade gehört die FinTech Group seit einigen

Jahren zu den technologischen Innovationsführern im Segment Online-Brokerage. Über den Software-Provider XCOM und die mit einer deutschen Banklizenz ausgestattete biw AG verfügt die FinTech Group darüber hinaus über eine außerordentlich hohe technologische Expertise für die Entwicklung von modernen Online-Trading-, E-Banking- sowie Online- und Mobile-Payment-Lösungen. Das Unternehmen agiert als bedeutender Technologie-Partner namhafter Finanzinstitute und Zahlungsverkehrsanbieter und diverser E-Banking-Startups (u.a. Zinspilot, bank, Finanzlog). Das positive Ergebnis von 22,6 Mio. EUR im Konzernabschluss ist dementsprechend auch maßgeblich geprägt durch Zuschreibungen auf die börsennotierten Beteiligungen FinTech Group, MagForce und Springlane. Heliad ist damit auf einem unverändert guten Kurs, sofern es ihr gelingt, weitere Bewertungsreserven durch Unternehmensveräußerungen zu realisieren und die Wertansätze der übrigen Beteiligungen weiter zu steigern. Der Kurs notiert mit einem Discount von mehr als 40% zum NAV.

Die 1992 gegründete, seit 2000 börsennotierte und seit 2013 auch am m:access notierte **Funkwerk AG** aus dem thüringischen Kölleda gilt als einer der führenden Technologieanbieter von Kommunikations-, Informations- und Sicherheitssystemen für die Bahn, den öffentlichen Personennahver-

kehr, die Binnenschifffahrt sowie Flughäfen. Zu den Produkten zählen analoge und digitale Kommunikationslösungen für den Zugfunk, Informationssysteme für Reisende sowie Video- und Sicherheitslösungen für Objekte und Personen. So ist z.B. die Steuerung der Seitenstreifenfreigabe auf deutschen Autobahnen eine technologische Lösung von Funkwerk. Die Gesellschaft blickt auf ein sehr erfolgreiches Geschäftsjahr 2015 zurück, mit positiven operativen Ergebnissen in allen fortgeführten Geschäftsbereichen. Bei einem Auftragseingang von rund 82 Mio. EUR und einem realisierten Jahresumsatz von 76 Mio. EUR (+3,5% ggü. Vj.) konnte ein operatives Ergebnis von 4,8 Mio. EUR (+31,2% ggü. Vj.) erzielt werden. Diese positive Ergebnisentwicklung ist auch darauf zurückzuführen, dass gezielt einige nicht-profitable Aufträge abgelehnt wurden. Insbesondere durch die ergebniswirksame Auflösung latenter Steuern und weiterer steuerlicher Sondereffekte konnte 2015 ein Konzernjahresabschluss von 12,3 Mio. EUR ausgewiesen werden. Für das laufende Geschäftsjahr wird mit einer Fortführung der stabilen Geschäftsentwicklung gerechnet. Beim operativen Ergebnis rechnet der Vorstand mit mindestens 4 Mio. EUR. Die Zeichen für eine positive Kursentwicklung der Funkwerk-Aktie stehen damit auch 2016 gut.

Marcus Kreft

Kennzahlen der vorgestellten Unternehmen								
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2015e*	EpS 2015e	EpS 2016e	KGV 2015e	KGV 2016e
Funkwerk	575314	4,25	34,4	95,1	0,79	0,37	5,4	11,5
Heliad Equity Partners	A0L1NN	6,32	60,1	10,7	2,37	–	2,7	–

\*) in Mio. EUR; \*\*) GJ 2015/16 und 2016/17; alle Angaben in EUR; Quellen: OnVista, Geschäftsberichte, eigene Schätzungen

## Anleihen

# Aus süßen Träumen aufgewacht

Laut dem US-Fondsmanager Jeffrey Gundlach hat die Fed ihren Traum von steigenden Zinsen begraben. Alternativen sind damit mehr denn je gefragt.

Wer mehr Geld verwaltet, hat mehr zu sagen. So einfach sind bisweilen die Regeln in der US-Hedgefondsbranche. Geht es danach, hat Jeffrey ein gewichtiges Wort mitzureden. Immerhin verwaltet seine Firma Double-Line in diversen Fonds und Investmentvehikeln rund 81 Mrd. USD an Vermögen. Auf der Sohn Investment Conference in New York spitzten die Zuhörer daher den Bleistift, als Gundlach seine neuesten Thesen vorstellte.

## Das Ende eines Traums

Zuerst ging er auf das große Bild an den Anleihemärkten ein – und wurde mehr als deutlich. Die US-Notenbank habe seiner Meinung nach den „Traum von Zinserhöhungen“ aufgegeben. Negativzinsen seien allerdings auch keine Lösung, denn diese seien schon per Definition der Inbegriff von Deflation. Dadurch die Inflation anschieben zu wollen, sei daher von vornherein zum Scheitern verurteilt. „Dies ist wie der Versuch, einen Hausbrand mit Benzin löschen zu wollen“, so Gundlach.

Ein bedeutendes Thema für die Anleihemärkte könne dagegen eine Präsidentschaft von Donald Trump werden. Diese hält Gundlach mittlerweile für eine denkbare Möglichkeit. Trump habe es in der Vergangenheit stets meisterhaft verstanden, genau die Wege zu finden, um am Ende erfolgreich zu sein.

Sollte er im November siegen, dürften sich Anleiheinvestoren auf eine deutliche Ausweitung des Schuldenniveaus in den USA einstellen. Denn Trump sei relativ entspannt im Umgang mit Schulden. Er habe dies unter anderem bei seinen privaten Unternehmungen demonstriert.

## Alternativlose Alternativen

Die Suche nach Zinsalternativen sei damit das Gebot der Stunde, da Null- bzw. Negativzinsen die Märkte noch lange begleiten werden. Aktien schließt er dabei explizit aus, denn das Ertragsniveau der US-Unternehmen zeige zuletzt eine eklatante Schwäche. Durch die starke Korrelation des Aktienmarktes und der High-Yield-Bonds seien auch Letztere kaum als Alternative zu sehen. Ungewöhnlich für einen Anleiheprofi: Gundlach outete sich als Fan von Gold.

Abschließend stellte er noch eine konkrete Alternative zu Anleihen vor, die sich mit relativ einfachen Methoden auch von Privatanelegern „nachbauen“ lässt. Sein Vorschlag: US-Versorgeraktien leerverkaufen, dafür sogenannte Mortgage-REITs kaufen. Mit einer simplen Argumentation: Die Papiere der US-Versorger seien durch den Trend zu Aktien mit niedrigen Volatilitäten völlig überbewertet, Mortgage-REITs dagegen würden noch immer adäquate Renditen erwirtschaften.



Auf der Sohn-Konferenz in New York wurde ein düsterer Ausblick auf die Zinsentwicklung gegeben – und eine pfiffige Anleihealternative präsentiert.

## Der kleine Bruder der REITs

Doch was ist ein Mortgage-REIT? Es handelt sich dabei quasi um den kleinen Bruder eines klassischen REITs. Während dieser Immobilien besitzt und damit die Eigenkapitaltranche großer Projekte stellt, ist ein Mortgage-REITs wie eine Art Schattenbank zu sehen. Durch besicherte Immobiliendarlehen partizipieren sie indirekt an großen Immobilienprojekten, ohne jedoch auf einer Risikostufe mit typischen REITs zu stehen. Das größte Risiko für diesen Sektor sind demnach steigende Zinsen – was Gundlach jedoch kategorisch ausschließt. Praktischerweise können beide Ideen über zwei ETFs abgebildet werden, die wir in der Tabelle darstellen. Beides sind US-ETFs, die jedoch auch an der Börse Berlin handelbar sind. Ideal ist bei beiden Titeln jedoch der Handel an der Heimatbörse in den USA.

Christoph Karl

### Kennzahlen der vorgestellten ETFs

Unternehmen	Idee	Kurs	WKN	Kürzel USA	aktuelle Div.-Rend.	Fondsvolumen
iShares Mortgage Real Estate Capped ETF	Long	9,03	A0X81H	REM	11,69%	966 Mio. USD
Utilities Select Sector SPDR Fund	Short	42,99	989936	XLU	3,33%	29.479 Mio. USD

Quelle: Börse Berlin

Interview mit einem Investor

# „Eine gute Strategie für Märkte, die keinen Sinn ergeben“

Smart Investor traf sich in New York mit **Carson Block** von Muddy Waters, dem geheimnisumwitterten Shortseller, der zuletzt Ströer attackierte.



*Carson Block ist einer der bekanntesten Shortseller weltweit. In den Studien seines Unternehmens Muddy Waters versucht er Unternehmen Betrug oder unsaubere Bilanzierung nachzuweisen. Typischerweise hat er die Aktien der betroffenen Unternehmen zuvor leerverkauft und verdient damit am möglichen Kursverfall. Bekannt wurde er vor allem durch seine Attacke auf die später insolvente chinesische Sino-Forest, die komplett auf Betrug aufgebaut war.*

**Smart Investor: Herr Block, warum sehen die üblichen Bank-Analysten nicht, was Sie sehen?**

*Block:* Konventionelles Aktienresearch basiert auf der Annahme, dass das Management offen und ehrlich ist. Wenn das Management allerdings keine guten oder vollständigen Informationen liefert, wird ein konventionelles Aktienresearch scheitern. Und natürlich ist ein Sell-Side-Analyst zugunsten des gecoverten Unternehmens voreingenommen, weil er den Zugang zum Management will. Wenn die ihn nicht mögen und die Türe schließen, wissen die meisten Analysten nicht, wie sie effektiv arbeiten sollen. Daneben gibt es natürlich auch noch die ganzen Interessenkonflikte, die das Investment Banking mit sich bringt.

**Smart Investor: Die meisten Ihrer Investment-Ideen sind Shorts. Wie kommen Sie auf diese?**

*Block:* Es ist eine Kombination aus mehreren Dingen. Manchmal lassen wir Screenings laufen, um nach Aktien zu suchen, die stark gestiegen sind, die extrem überbewertet sind oder einen signifikant negativen freien Cash-flow haben. Abhängig von der Branche schauen wir uns verschiedene Kennzahlen an, z.B. ob die Lagerbestände oder die Forderungen in die Höhe geschossen sind. Manchmal sehen wir uns das Delta zwischen IRFS-Zahlen und denjenigen nach lokalem Rechnungslegungsstandard an. Und natürlich gibt es auch Ideen, die wir bekommen, indem wir den Telefonhörer abnehmen und mit Investoren sprechen.

**Smart Investor: Zu Beginn haben Sie vor allem betrügerische chinesische Unternehmen im Fokus gehabt, vielleicht, weil**

**Sie dort länger gelebt haben und geschäftlich aktiv waren?**

*Block:* Ja, ich habe 1998 und dann noch einmal zwischen 2005 und 2010 dort gelebt. Für mich war das eine wichtige Erfahrung, denn ich bin quasi in der Investment-Branche aufgewachsen. Tief in meinem Innersten glaubte ich, dass Unternehmen mit Excel-Spreadsheets geführt werden. Als ich das erste Self-Storage-Business auf dem chinesischen Festland eröffnet habe, habe ich die Komplexität und die vielen verschiedenen Aspekte gelernt, über die Unternehmen typischerweise nicht reden. Darauf aufbauend versuche ich heute, die unternehmensspezifischen Prozesse zu verstehen, wenn ich eine Aktie analysiere. Wenn es um chinesische Unternehmen geht, sollte man dies genauso tun und versuchen, politisch nicht zu korrekt zu sein. Wenn man etwas an der Oberfläche kratzt kann man leicht herausfinden was realistisch ist und was nicht.

**Smart Investor: Sind wir Westler zu politisch korrekt?**

*Block:* Ich denke, so ist es. Wenn Sie z.B. das Management einer chinesischen Firma fragen, wie der Umsatz jährlich um 40% steigen kann, werden Sie zu hören bekommen, dass dies aufgrund von „Guanxi“ geschieht. Das bedeutet „Beziehungen“ zu Politikern und Behörden. Ausländische Investoren nehmen diese Erklärung liebend gerne für alles hin, das keinen Sinn ergibt. Ich habe in China gelernt, dass man sogar die elementarsten Annahmen kritisch hinterfragen muss. Also zum Beispiel ob die Fabrik, die ich gerade ansehe, tatsächlich dem Unternehmen gehört, dessen Namensschild am Eingang hängt. Theoretisch muss nur jemand das Schild austauschen.

**Smart Investor: In China haben Sie sich mit diesem Ansatz vermutlich wenige Freunde gemacht?**

*Block:* Im Moment würde ich mich dort nicht sicher fühlen, das ist wahr. Als Ausländer sind Sie in China aber nicht wirklich im Geschäft, solange niemand in Ihr Büro kommt und Sie bedroht... Als ich Muddy Waters startete, war es also nicht das erste Mal, dass so etwas passierte. Aber nach den ersten Reports versuchten das Public Security Bureau und das Ministerium für Staatssicherheit, mit den Angestellten meiner Self-Storage-Firma zu sprechen und herauszufinden, wo ich mich aufhalte und was ich mit Muddy Waters bezwecke. Als sie einen meiner Mitarbeiter bei Muddy Waters identifiziert hatten, haben sie dessen Leben und das seiner Familie sehr unangenehm gemacht.

**Smart Investor: Basiert die gesamte chinesische Wirtschaft auf Betrug und ist deswegen ein „Short“?**

*Block:* Das ist eine interessante Frage. Wissen Sie, im Westen machen wir einen Unterschied zwischen „sauberem“ und „schmutzigem“ Geld. In China gibt es diese moralische Trennung nicht. Man hat entweder Geld, oder eben nicht. Mit offiziellen Wirtschaftsdaten ist es dasselbe. Zuerst lügen sie nicht unbedingt, sondern schummeln. Wenn es dann noch notwendig ist, lügen sie. Lügen ist in China viel akzeptierter als im Westen. Als wir 100%-Betrugsfälle in China aufdeckten, hatten wir auch die Unterstützung lokaler Investoren. Gleichzeitig wurden wir jedoch nicht unterstützt, als es um Unternehmen ging, die nur teilweise auf Betrug aufgebaut waren – die also beispielsweise nur 30 bis 40% des Umsatzes fingierten. Ich denke Sie bekommen eine Vorstellung, wie sehr Sie chinesischen Zahlen trauen dürfen.

**Smart Investor: Der deutschen Ströer werfen Sie eine Corporate Governance vor, wie Sie es sonst nur in China erlebt hatten. Die Antworten des Unternehmens auf Ihre Studie überzeugen Sie nicht?**

*Block:* Überhaupt nicht. Sehen Sie, Unternehmen, die unter Druck geraten, haben einen standardisierten Prozess entwickelt, um auf so etwas zu reagieren. Es gibt Heerscharen von Beratern, die auf so etwas spezialisiert sind. Deswegen sehen die Ant-

worten auch immer gleich aus. Sie lassen es so aussehen, als ob sie die Anschuldigungen wiederholen. Dann sagen sie: „Dies ist unwahr.“ Tatsächlich werden die Anschuldigungen aber falsch dargestellt oder nicht überzeugend beantwortet. Sie geben die Anschuldigungen also bewusst falsch, aber betont selbstsicher wider. Das haben wir in unserer Antwort auf die Antwort des Unternehmens herausgestellt.

**Smart Investor: Sie beobachten dies auch bei Ströer?**

*Block:* Absolut. Zum Beispiel hat Ströer behauptet, dass wir Wechselkurseffekte von 12 Mio. EUR nicht in unseren Berechnungen berücksichtigt hätten. In Wahrheit haben wir dies sogar in Höhe von 15 Mio. EUR berücksichtigt. Dies war also definitiv nicht die Antwort auf unsere Frage. Sie scheinen zu hoffen, dass viele Investoren den Report nicht im Detail gelesen haben. Wir haben im Fall Ströer einen Ex-CIA-Mitarbeiter die Aussagen des Managements im Transkript der Telefonkonferenz prüfen lassen. Sein Fazit war, dass das Management sehr irreführende Antworten gegeben hat.

**Smart Investor: Einige Ihrer Anschuldigungen beziehen sich auf Media Ventures, eine private Holding von Dirk Ströer. Warum hat dies Ihr Interesse geweckt?**

*Block:* Media Ventures ist angeblich stark im Geschäft mit sogenannten Media for Equity-Deals tätig. Das heißt, sie geben jungen Start-ups Werbeleistung und bekommen einen Anteil am Eigenkapital dafür. Aber woher sollte Media Ventures das Mediabudget bekommen, wenn nicht von Ströer? Und es müsste ihnen mit einem signifikanten Discount gegeben worden sein. Denn wenn es nicht so wäre, hätte Media Ventures ja gleich in Cash investieren können. Es scheint also einen natürlichen Interessenkonflikt zu geben. Wenn Sie auf die veröffentlichten Zahlen von Media Ventures schauen, scheint das Unternehmen deutlich zu klein zu sein für das, was es vorgibt zu sein. Daneben hat Ströer mindestens ein Unternehmen von Media Ventures zu einem Preis erworben, der uns deutlich höher erscheint als der, den Media Ventures selbst nur wenige Monate zuvor bezahlt hatte.

**Smart Investor: Vor einigen Wochen wurde das deutsche Unternehmen**

**Wirecard von der bis dato unbekanntem Zatarra Research angegriffen. Haben Sie sich dies auch angesehen?**

*Block:* Ich bitte um Ihr Verständnis, dass ich keinen Kommentar zu Wirecard abgeben möchte.

**Smart Investor: Zuletzt scheinen Sie von offensichtlichen Betrugsfällen auf Unternehmen mit etwas wackligen Geschäftsmodellen zu wechseln. Gehen Ihnen die Betrugsfälle aus?**

*Block:* Das Gesetz macht einen Unterschied zwischen einem betrügerischen Frisieren der Bilanz und einer zulässigen „Beschönigung“ der Zahlen. Aus einer ethischen oder philosophischen Perspektive ist es für mich vom Grundsatz her dasselbe. Bevor ich nach China ging, habe ich mit meinem Vater in seiner Research-Firma gearbeitet. Wir hatten einen „Long only“-Ansatz. Aber in dieser Zeit haben wir sehr schlechte Erfahrungen mit Management-Teams gemacht, die uns belogen haben. Diese Lügen waren oft nicht illegal, aber offensichtlich unethisch und brachten Investoren Verluste ein.

**Smart Investor: Von Ihrer ersten Kaufempfehlung bei der französischen Holding Bolloré zeigt sich der Markt dagegen bislang wenig beeindruckt.**

*Block:* Direkt nachdem wir unsere Studie veröffentlicht haben, ist die Aktie um ca. 20% gestiegen. Aber dann gab es enttäuschende Zahlen und Sorgen um die Emerging Markets. Viele Investoren haben festgestellt, dass sich Vincent Bolloré stark um seine Beteiligung an Vivendi kümmert. Daher haben sie Vivendi direkt gekauft und nicht die Holding Bolloré. Aber die Story dürfte weitergehen. Wir werden sehen, wie es langfristig ausgeht...

**Smart Investor: ... im Gegensatz dazu agieren Sie sonst eher kurzfristig?**

*Block:* Wissen Sie, ich sehe derzeit viele Hedgefonds, die Schwierigkeiten haben, weil sie die Märkte nicht mehr verstehen. Alles ist so stark von den Zentralbanken beeinflusst und schwieriger denn je zu prognostizieren. Deswegen fühle ich mich mit meinem Ansatz sehr wohl, denn er ist quasi agnostisch bezüglich der Märkte. Es ist eine gute Strategie für Märkte, die keinen Sinn ergeben. ■

*Interview: Christoph Karl*

# „Ungeduld ist der natürliche Feind des Traders“

Smart Investor im Gespräch mit **Lars Erichsen**, der als Trader „Dharma“ mit großem Erfolg das wikifolio „Trade and Fade“\* managt.

## Smart Investor: Herr Erichsen, was waren Ihre Beweggründe, um auf wikifolio aktiv zu werden?

*Erichsen:* Ich möchte aufzeigen, dass kurzfristige Handelsansätze nicht zwangsläufig riskant oder spekulativ sind. Im Gegenteil: Sie können zu einer gleichmäßigeren und konstanteren Rendite führen als klassische Buy-and-Hold-Strategien. Auf meinen beiden Youtube-Kanälen ([www.lars.erichsen.de](http://www.lars.erichsen.de)) gehe ich zwar regelmäßig auf die Vorteile der Aktienanlage auf verschiedenen Zeitebenen ein, aber wie heißt es so schön: Taten sagen mehr als Worte.

## Smart Investor: Gibt es eine Geschichte hinter Ihrem Trader-Namen „Dharma“?

*Erichsen:* Im Buddhismus ist, dem Dharma zufolge, jedes Wesen an den Pflichten zu erkennen, die es erfüllen muss. Mir gefällt dieser Gedanke.

## Smart Investor: Können Sie kurz Ihren Ansatz skizzieren?

*Erichsen:* In meinem wikifolio setze ich zwei Ansätze um: Chart- und Newstrading. Ich bin dabei immer nur relativ kurz im Markt und möchte einen schnellen Gewinn erzielen. Daher ist die Investitionsquote stets relativ niedrig. Mit der Investitionsdauer steigt nämlich die Gefahr unliebsamer Überraschungen. Mein Ziel ist eine überdurchschnittliche Rendite – und zwar unabhängig von der jeweiligen Marktphase. Deshalb verlasse ich die Party dann, wenn sie am schönsten ist. Man kann Risiken zwar nicht gänzlich ausschließen, aber man kann sie gut kontrollieren, wenn man nicht zu gierig wird und diszipliniert seinen Plan verfolgt.

## Smart Investor: Die aktuelle Barquote von über 80% ist also eher typisch für Ihren Ansatz?

*Erichsen:* Richtig. Der Investitionsgrad spielt für mich eine untergeordnete Rolle. Wenn sich ein Signal ergibt, dann setze ich es konsequent um. Ergibt sich aus meiner Sicht keine Gelegenheit mit einem adäquaten Chance-Risiko-Verhältnis, dann halte ich mich notfalls auch komplett zurück. Ungeduld ist der natürliche Feind des Traders.



Lars Erichsen

## Smart Investor: Benötigen Sie für Ihre Herangehensweise überhaupt eine Marktmeinung? Und falls ja, wie sieht diese aktuell aus?

*Erichsen:* Eine Meinung zu den großen Indizes – DAX oder Dow Jones – brauche ich nicht, da keine große Korrelation zwischen diesen und meinen Trades besteht. Eine Ausnahme ergibt sich, wenn ich beispielsweise den DAX selbst auf der Long- oder Shortseite handle. Aber auch dann richte ich mich an vorher definierten Marken als Ergebnis meiner Analyse aus. Take-

Profit und Stopp-Loss stehen dementsprechend schon fest, bevor ich einen Trade eingehe.

## Smart Investor: Wo sehen Sie sich mit Ihrem wikifolio in drei Jahren?

*Erichsen:* Der Wert des wikifolios ist in den letzten drei Jahren relativ stetig gewachsen. So soll es auch weitergehen. Die insgesamt 44% Zugewinn entsprechen einer jährlichen Rendite von ca. 13%. Bei dieser

Rate würde es noch etwas weniger als drei Jahre dauern, bis sich das Anfangskapital verdoppelt hätte. Damit wäre ich sehr zufrieden – besonders in Zeiten von Nullzinsen.

## Smart Investor: Vielen Dank für Ihre Einschätzungen.

.....  
\*) Das zugehörige Zertifikat hat die WKN LS9AMP.

### Aktuelle Bestenliste der handelbaren wikifolios

WKN	Bezeichnung	Perfor. 6 Monate	Perfor. 2 Jahre	Max. Drawd.	Invest. in TEUR
LS9FSW	immoweb Immobilien Deutschland	3,32%	159,51%	-32,12%	157
LS9GTG	Jaytrader	-8,96%	137,15%	-31,63%	60
LS9GCU	Opportunist	-10,58%	125,07%	-27,18%	53
LS9ALT	Die Jahrhundert-Strategie (Aggressiv)	19,65%	102,93%	-29,54%	141
LS9DVJ	Shorttimetrading	17,53%	96,38%	-21,76%	148
LS9DVL	Sunburst2013	17,72%	89,55%	-29,12%	61
LS9CSY	Nebenwerte Deutschland	61,56%	82,07%	-19,01%	486
LS9BFX	Momentumstrategie Deutschland	-5,93%	80,45%	-27,50%	558
LS9DKF	PEYOS Beste	3,99%	76,03%	-27,03%	1193
LS9BZW	All In One	-19,01%	72,32%	-24,78%	739

## Leserbriefe

# Voll des Lobes ...

## ? Ein SI-Fan...

Ihre Zeitschrift ist definitiv die beste, die es auf dem Markt gibt. Ich beziehe einige Börsen-Zeitschriften (Der Aktionär, Focus Money, Börse Online), jedoch lege ich auf Ihre Analysen und Kommentare am meisten Wert – vielleicht, weil ich auch ein besonderes Faible für Edelmetalle und Goldminenaktien habe.

*Andreas Hermann*

**SI** Das ist ein nettes Kompliment, es geht runter wie Öl. Danke. Vermutlich werden Sie an Ihren Edelmetall-Investments noch längere Zeit Freude haben.

## ? Helikoptergeld und bedingungsloses Grundeinkommen

Das sind zwei Ideen, die aus zwei politisch unterschiedlichen Richtungen kommen, letztendlich sind es aber doch die zwei Seiten der gleichen Medaille. Wie könnte man die beiden Ideen zusammenbringen? Dies wäre ein „schöner“ Zündfunke für den Crack-up-Boom und würde auch der breiten Masse der Bevölkerung die letzten Jahre mit dem Fiat-Geldsystem versüßen.

*Manfred Wahl*

**SI** Beide „Ideen“ werden derzeit in der Mainstreampresse und -ökonomie immer öfter besprochen bzw. lanciert. Man darf daher davon ausgehen, dass irgendetwas in dieser Richtung geplant ist bzw. kommen wird. Wie beides miteinander zusammenhängen kann, zeigt folgendes Beispiel: Jeder Bürger erhält ein bedingungsloses Grundeinkommen in Höhe von 1.000 EUR. Um dies zu bezahlen, schafft die Zentralbank Geld auf Knopfdruck (Fiat Money) und leiht es dem Staat, der das Geld an die Bürger verschenkt. Aus Sicht des Empfängers ist dies ein Grundeinkommen, aus Sicht des Gebers (Staat/Zentralbank) ist es Helikoptergeld. Beide Entwicklungen wären jedoch Bankrotterklärungen für das bestehende System. Es wären klare Anzeichen für den Weg in den Sozialismus bzw. Kommunismus. Friedrich August von Hayek nannte dies einmal den Weg in die Knechtschaft. Ihre Einschätzung bezüglich des großen Finales teilen wir: Ein Crack-up-Boom könnte zum Schluss hin tatsächlich die Reaktion der Märkte sein.

## ? Bargeldverbot

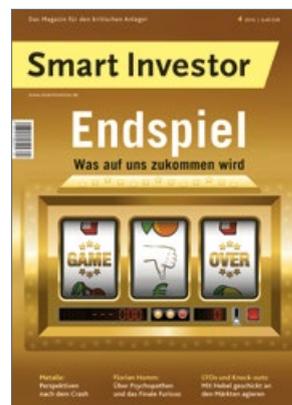
Vielen Dank für Ihren Newsletter in dieser Woche, in welchem Sie auf die Einschränkung des Bargeldverkehrs eingingen. Besonders der darin vorkommende Satz „Niemand hat die Absicht, das Bargeld abzuschaffen...“ hat mich aufhorchen lassen. Denn



noch vor drei Wochen hatte die Bundesbank vehement irgendwelche Ambitionen in dieser Richtung dementiert. Nun ist die Abschaffung des 500-Euro-Scheins beschlossene Sache. Weitere Maßnahmen werden wohl folgen.

*Rainer M.*

**SI** Auf die Worte unserer Politiker und Notenbanker ist ja schon lange kein Verlass mehr. Als Presse bleibt uns nur, darauf immer wieder hinzuweisen.



Cover Smart Investor 4/2016



Cover Smart Investor 5/2016

## ? Seltenes Exemplar

Ich gab einem Freund die neue Nummer 5/2016 des Smart Investor. Als ich ihn wiedertraf, gab es folgende Reaktion: „Selten so viele gute Informationen in einer Ausgabe eines Wirtschafts-magazins gelesen...“.

**SI** Klasse, das freut uns sehr!

## ? Vermögensvernichtung

Die wacklige europäische Hütte wurde zu groß gebaut und dennoch unter Missachtung des Brandschutzes erweitert. Der Feuerwehrkommandant Mario Draghi handelt, wie es der Zufall will, mit Feuerwerkskörpern und Brandbeschleunigern. So wie sich ►

die Verschuldung im Südgürtel der EU darstellt und der Anleihenkauf durch die EZB betrieben wird, geht die Hütte in Flammen auf, ausgelöst durch Selbstentzündung oder Brandstiftung durch eine der europäischen Regierungen. Sollte ich mich bis jetzt getäuscht haben, wird die Angelegenheit auch nicht besser, wenn die Fed-Chefin Janet Yellen durch die falsche Kehle ausatmet. Eines ist jedoch sicher: Löschwasser wird in großen Mengen gebraucht werden und dieses sind die Sparguthaben, Anleihen, Festgeldkonten und Lebensversicherungen vor allem der deutschen Bevölkerung. Bei dieser Aktion werden diese Vermögenswerte größtenteils verdampfen.

*Erwin Förtsch*

**SI** Danke für Ihr Feedback auf unsere Anleihen/EZB-Geschichte. Es beschreibt recht anschaulich und plakativ, was den westlichen Volkswirtschaften blüht.

**?** **Risiken eines ETC?**  
Ich interessiere mich für eine Spekulation auf den Ölpreis und bin in diesem Zusammenhang auf ein ETC (Exchange Traded Commodity) mit der Kennnummer A0KRKM gestoßen. Soweit

ich das verstehe, ergeben sich für mich bei dieser Spekulation nur zwei Risiken: erstens der Ölpreis selbst und zweitens die Tatsache, dass es sich um ein Zertifikat handelt, welches nur so lange einen Wert hat, wie auch der Emittent dieses Zertifikates, die ETF Securities, nicht pleite geht. Sehe ich das so richtig?

*Dr. Hans L.*

**SI** Insgesamt sehen wir drei Risikogruppen:

1. Preisrisiko: Basiswert des ETC ist der jeweilige Brent-Future mit einer Restlaufzeit von einem Monat, also nicht der Brent-Preis am Kassamarkt. Daher gehören auch mögliche Rollover-Kosten, von einem Future-Kontrakt in den nächsten, zu den Preisrisiken.

2. Emittenten- und Kontrahentenrisiko: Der Emittent ETF Securities kauft den Öl-Future nicht direkt, sondern bildet ihn über einen Swap ab. Kontrahent ist die Shell Trading Switzerland AG. Daher gibt es hier nicht nur ein Emittenten-, sondern auch ein Kontrahentenrisiko.

3. Währungsrisiko: Der Basiswert Brent-Öl notiert in US-Dollar, das ETC aber in Euro. Da die Währungsdifferenz in diesem ETC nicht gehedged wird, existiert also auch noch ein Währungsrisiko Dollar versus Euro. ■

## Buchbesprechung „Lobbykratie“

*Illustration: © Ilya Zaytsev / www.fotolia.com*

Die enge Verzahnung zwischen Politik und Wirtschaft ist gesellschaftlich längst nicht mehr geächtet. Während dies in früheren Jahrzehnten argwöhnisch beobachtet wurde und man allenthalben Interessenkonflikte vermutete, arrangiert man sich heutzutage damit. Oder um es mit den Worten eines ranghohen deutschen Managers zu sagen: „Wenn denen (gemeint sind Politiker; Anm. d. Red.) keiner hilft, dann richten sie nur noch mehr Schaden an.“

Was Markus Balsler und Uwe Ritzer in ihrem Werk „Lobbykratie“ beschreiben, geht aber weit über dieses Grundverständnis von Lobbyismus hinaus. Geschwürartig hat sich die gezielte Interessenvertretung und Politikbeeinflussung ausgebreitet und setzt nun am gesellschaftlichen Grundverständnis an – neue Realitäten werden geschaffen, indem man bewusst, teils sogar mit krimineller Energie, Stimmungen und Trends in die opportunen Bahnen lenkt. Dies wiederum hat Einfluss auf die gelebten Werte und Überzeugungen der gesamten Gesellschaft.

Die zunehmende Vorherrschaft der Lobbyisten birgt dabei Gefahren in vielerlei Hinsicht. Dies beleuchten die Autoren eindrucksvoll anhand der Themenkomplexe Bildung und Wissenschaft, Nahrungs- und Finanzindustrie, Medien und Tabakindustrie – am Ende der Datensichtung wird klar: Jeder einzelne Bürger steht, zumindest indirekt, im Fokus dieser finanzstarken und größtenteils im verborgenen arbeitenden Kräfte.

Fazit: „Schätzungen zufolge schwirren in der Hauptstadt täglich etwa 5.000 Lobbyisten aus, um die Bundstagsabgeordneten, die Regierungsmitglieder und die Entscheider in den Ministerien zu bearbeiten.“ Dass daraus politische Entscheidungen resultieren, die mit gesundem Menschenverstand auf den ersten Blick nicht nachvollziehbar sind, verwundert nicht weiter. Wie weit der Krake „Lobbyismus“ seine Tentakel bereits ausgestreckt hat, überrascht dann doch. Sehr lesenswert mit einer ungeheuren Fülle an Fakten und Namen! ■

*Marc Moschettini*



„Lobbykratie: Wie die Wirtschaft sich Einfluss, Mehrheiten, Gesetze kauft“ von Markus Balsler und Uwe Ritzer; Droemer Verlag; 368 Seiten; 19,99 EUR

## Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
Scherzer & Co.	694280	10, 68	Dr. Pepper Snapple	A0MV07	72
LinkedIn	A1H82D	70	Eurokai Vz.	570653	72
Skyworks Solutions	857760	70	Grenke	A161N3	72
Twenty-First Century Fox	A1WZP6	71	Hochtief	607000	72
Funkwerk	575314	74	MAN St.	593700	72
Heliad Equity Partners	A0L1NN	74	Visa	A0NC7B	72
Visa	A0NC7B	72	Publity	697250	72
Hochdorf Holding	A0MYT7	72	Solutions 30	A14T2W	72
Klondex Mines	727231	72	bet-at-home.com	A0DNAY	72
First Majestic Silver	A0LHKJ	72	Pantaleon	A12UPJ	66
Goldcorp	890493	72	Chipotle Mexican Grill	A0ESP5	66
Anthem	A12FMV	72	Bank of the Ozarks	922791	64
Aurelius	A0JK2A	72	Hyatt Hotels	A0YAKV	64
BB Biotech	A0NFN3	72	Amazon.com	906866	64
Bijou Brigitte	522950	72	Caterpillar	850598	64
CK Hutchison Holdings	A14QAZ	72	General Motors	A1C9CM	65

Die in der Tabelle auf S. 10 vorgestellten Aktien sowie die Aktien im Special ab S. 37 werden aus Platzgründen nicht an dieser Stelle aufgeführt.

## Themenvorschau bis Smart Investor 9/2016

**Handelsstrategien:** Was funktioniert, und was nicht

**Timing:** Zeitbezogene Rendite-Anomalien

**Altersvorsorge:** Die große Rentenlücke

**Psychopathen:** Die wahren Treiber in der Wirtschaft

**Value-Investments:** Den Euro für 50 Cent kaufen

**Auslandskonten:** Bei welchen Banken, in welchen Ländern?

**Bargeldverbot:** Einschnitt in die Freiheit

**Für Ernstfall:** Vollmachten und Patientenverfügung

**Immobilien-Investments:** Aktien & Fonds

**Afrika:** Der schwarze Kontinent unter der Lupe

**Geopolitik:** Störfaktor für die Börsen

**Strategie-Fonds:** Mit festen Regeln auf Performancejagd

**Börsenstrategien:** Die besten Analyseansätze

**Die alten Meister:** Trading- und Investorenlegenden

**Richtige Anreize:** Warum etwas funktioniert oder nicht

## Smart Investor

14. Jahrgang 2016, Nr. 6 (Juni)

## 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),  
Christoph Karl (stellv. Chefredakteur),  
Christian Bayer, Ralph Malisch

## Redaktionsanschrift:

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

## Freie Mitarbeiter:

Wolfgang Bauer, Jürgen Büttner, Max Deml,  
Benjamin Eder, Dorena Jacob, Marcus Kreft,  
Magdalena Lammel, Marc Moschettini,  
Marcus Wessel

## Gast-Autoren:

Ufuk Boydak, Rüdiger Braun, Daniel Haase, René  
Kempen, Dr. Werner Koch, Werner Krieger, Uwe  
Lang, Prof. Stanislaus Maier-Paape, Julien Müller,  
Andreas Platen, Oliver Paesler, Volker Schilling

## Interviewpartner:

Carson Block, Lars Erichsen, Doug Groh, John  
Hathaway, Thomas Hellener, Dr. Georg Issels,  
Thorsten Müller

## Gestaltung:

artenetwork Werbeagentur  
Rudolf Schuppler (Titelbild, Cartoons)

Bilder: www.fotolia.com bzw. jeweiliger Bildnachweis

## Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3  
vom 1. Dezember 2007; Ansprechpartner:  
Markus Kügel; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-80; Fax: -38

## Erscheinungstermine 2016:

19.12.15 (1/16), 30.1.16 (2/16), 27.2. (3/16),  
26.3. (4/16), 30.4. (5/16), 28.5. (6/16), 25.6. (7/16),  
30.7. (8/16), 27.8. (9/16), 24.9. (10/16),  
29.10. (11/16), 26.11. (12/16), 17.12. (1/17)

## Redaktionsschluss:

20.5.2016

## 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:

Artikeln, 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:

Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt  
der Börsen Düsseldorf und München.

## Nachdruck:

© 2016 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 Inter-  
essenkonflikte offen zu legen. 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 Glattstellung 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  
konnten. In dem Fall, dass zum Zeitpunkt der Ver-  
öffentlichung des Smart Investor in einer zum Kauf  
oder Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-  
Positionen gehalten werden, wird dies im entspre-  
chenden redaktionellen Artikel kenntlich gemacht.  
Auszuweisende Interessenskonflikte können nur bei  
Analysen zu Wertpapieren wie z.B. Aktien oder  
Anleihen auftreten, jedoch nicht bei Analysen zu  
Märkten wie z.B. DAX, Gold oder EUR/USD.

Zu guter Letzt

# „Für England, James!“

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor



Wie sich die Zeiten ändern. EU-weit gilt heute als „rechts“, wer den aktuellen Führern NICHT folgt. Die Briten zeigten allerdings schon immer eine gewisse Distanz zum Brüsseler Zentralkomitee, was beim Euro besonders deutlich wurde. Als die Deutschen noch danach gierten, die ungeliebte DM gegen gutes, weil solidarisches und europäisches Geld zu tauschen, winkte man auf der Insel bereits ab: „Thanks, but no thanks.“ Da war nicht nur britische Zurückhaltung im Spiel. Die Mischung aus dem Nachhall vergangener Größe, Individualismus, Liberalismus, einem Hang zu Spleen, punkiger Anarchie und tiefschwarzem Humor machte die Briten von Anfang an nicht wirklich kompatibel mit der gesichtslosen Brüsseler „Waschlappokratie“.

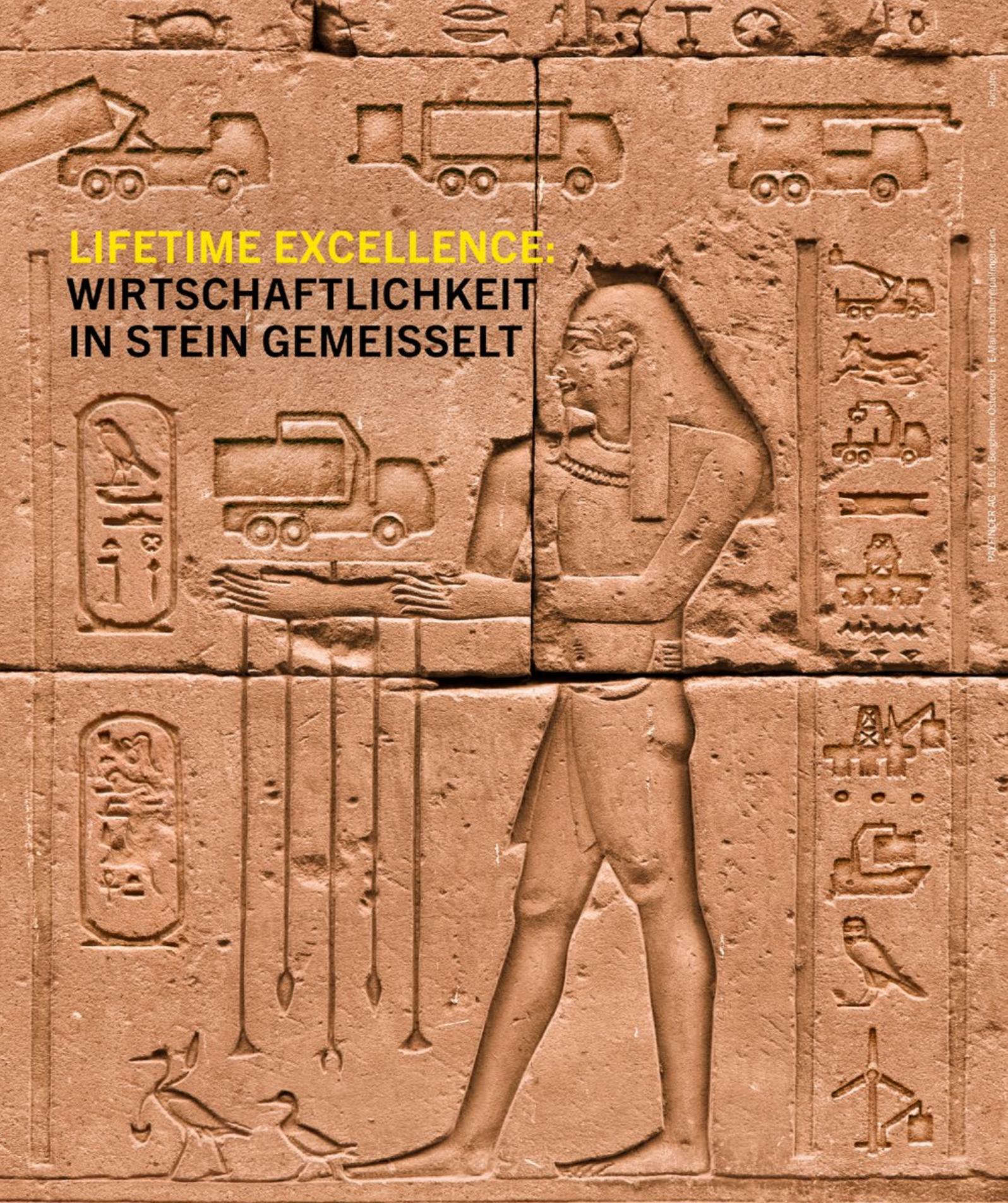
Nun wollen die Inselpunks also „unserem Europa“ den Rücken kehren. Da wäre doch zu erwarten, dass die Vertreter der EU nach London reisen, um die Herzen und Stimmen der Menschen zu gewinnen. Doch die Spitzenfunktionäre Juncker, Schulz und Tusk beschlossen das Gegenteil: Bis zur Abstimmung werden sie das Königreich meiden wie der Teufel das Weihwasser. Offenbar schätzen die „Drei von der Schanktheke“ in einem Anflug realistischer Selbstwahrnehmung ihren Stand beim (britischen) Volk ganz gut ein und wollen ihrer Sache durch bloße Anwesenheit

keinen weiteren Schaden zufügen. Fairerweise muss man allerdings zugeben, dass die Erfahrungen der EU-Nomenklatura mit echter Demokratie auch äußerst beschränkt sind. Es ist daher nicht verwunderlich, dass sie sich im Scheinwerferlicht einer kritischen Öffentlichkeit weit weniger wohl fühlt als in den Hinterzimmern des Brüsseler Lobby-Betriebs.

Was man in Brüssel dagegen ganz gut kann, sind Belehrungen ex cathedra. Peinlich wird das regelmäßig, wenn auch deutsche Politiker bei der länderübergreifenden Wählerschelte mitmachen – nicht nur Briten, auch Ungarn, Polen und Österreichern wurde schon Klassenkeile angedroht. Dabei brauchen die Briten sicher keine Demokratienachhilfe – nicht aus Berlin und schon gar nicht aus Brüssel. Schließlich bewegte sich das Westminster-System bereits in stabilen Strukturen, als Deutschland noch zwischen Links- und Rechtsextremisten taumelte, um schließlich dem „Führerprinzip“ zu huldigen. Oder Ungarn und Polen: Dort opponierte man schon ebenso subversiv wie erfolgreich gegen die „Vereinigten Staaten von Osteuropa“ in der originalen UdSSR-Fassung, als Merkel und Gauck noch nach geeigneten Ausdrucksformen für ihr tiefes Leiden im Honecker-Staat suchten.

Aber natürlich wird man die Briten nicht kampflos ziehen lassen. Folgt man der EU-Logik – ebenso ein Widerspruch in sich wie „EU-Recht“ –, wäre ein Exit des Gründungsmitglieds vor allem für die Briten ein Desaster. Dass man im Apparat um den Verlust der eigenen, höchst dotierten Pöstchen fürchtet, wird da eher nicht so deutlich kommuniziert. Für die anstehende schmutzige Schlussphase des „Battle of Britain“ wird man sich wohl – wie schon beim Euro – auf die drei zentralen Säulen der EU besinnen: Bestechung, Einschüchterung und Täuschung. Während man die Generation Handy mit günstigen Roaming-Kosten zum Festland ködern will, schlägt die Süddeutsche unverhohlen vor, den Briten ihren Wunsch nach Souveränität einfach abzukaufen: „Wie sich der Brexit mit ein wenig Geld verhindern ließe“. Das ist wahrhaft „europäisch“ gedacht – und preiswert ist es obendrein. Denn anders als Glasperlen und Feuerwasser kann man sich die Geldgeschenke vorher selbst drucken.





**LIFETIME EXCELLENCE:  
WIRTSCHAFTLICHKEIT  
IN STEIN GEMEISSELT**

Egal, wie groß das Projekt ist: Profis benötigen Produkte mit exzellenter Wirtschaftlichkeit. Geringe Lebenszykluskosten, minimale Stillstandzeiten und langlebige Bauteile führen zu einer hervorragenden Kostenbilanz. Deshalb investieren unsere Kunden in Hebe-Lösungen von PALFINGER. Wie Sie von der PALFINGER LIFETIME EXCELLENCE profitieren, lesen Sie auf [www.palfinger.ag](http://www.palfinger.ag)

**PALFINGER**  
LIFETIME EXCELLENCE



MANCHE INVESTOREN  
BETRACHTEN NUR DIE BILANZEN.

WIR BETRACHTEN VOR ALLEM DIE,  
DIE SIE GESCHRIEBEN HABEN.

Wir verstehen uns als **unabhängige Vermögensverwaltung** und leben dieses Prinzip. Intransparente Produkte lehnen wir aus diesem Grund strikt ab. Vertrauensvolle Mitarbeiter der VM Vermögens-Management GmbH finden Sie seit 1986 an Standorten wie Düsseldorf, Dortmund, München und Stuttgart.  
[www.vmgruppe.de](http://www.vmgruppe.de)

Ein Unternehmen der August von Finck Gruppe