

# Smart Investor

www.smartinvestor.de

## Börse und Psychologie Wie Anleger ticken



**Immobilienaktien:**  
Betonierte Risiken,  
dünn gesäte Chancen

**Beuteland:**  
Zahlmeister  
Deutschland

**CANSLIM-Rückblick:**  
Zehn zu drei für unsere  
Wachstumsaktien

AUDEN  
AKTIENGESELLSCHAFT

AUDEN AG. LISTED PRIVATE EQUITY.

**GEZIELT INVESTIEREN.**

IHRE BRÜCKE ZU DEN AUSSICHTS-  
REICHSTEN START-UPS IN BERLIN.



Partizipieren Sie an der dynamischen Wertentwicklung junger Unternehmen in der Hauptstadt. Als börsennotierte Beteiligungsgesellschaft bieten wir Ihnen oder Ihren Kunden die Möglichkeit in ausgewählte Start-ups zu investieren – exklusiv und liquide. Die sorgfältige Auswahl, langfristige Betreuung und das gewissenhafte Monitoring der Portfolio-Unternehmen übernehmen wir. **Mehr unter [auden.com](https://www.auden.com)**

AUDEN AG Am Kupfergraben 6 . 10117 Berlin . Telefon 030 / 804948 – 00 . [info@auden.com](mailto:info@auden.com)

## Minderheitenmeinungen

*„Mit 90% aller Menschen nicht übereinzustimmen, ist eines der wichtigsten Anzeichen für geistige Gesundheit.“*

Es klingt tatsächlich vermessen, was der bekannte irische Romanautor und Lyriker Oscar Wilde da vor rund 120 Jahren zum Besten gab. Auch wurde diese Behauptung meines Wissens bisher noch nie verifiziert. Und dennoch scheint sie nicht ganz falsch zu sein, zumindest in Börsenangelegenheiten. Denn um hier erfolgreich zu sein, muss man irgendetwas anders bzw. besser machen als die meisten anderen. „Die Masse liegt an der Börse in der Regel falsch“, lautet daher auch eine geflügelte Anlegerweisheit.

Wer sich an der Börse nur an der Umsatz- und Gewinnentwicklung eines Unternehmens orientiert, der dürfte im Durchschnitt kein gutes Timing beweisen. Denn schon der legendäre Börsenaltmeister André Kostolany wusste:

*„Die Börse reagiert gerade mal zu zehn Prozent auf Fakten. Alles andere ist Psychologie.“*

In unserer Titelgeschichte ab S. 20 haben wir uns daher mit der Psychologie des Anlegers und den Eigenheiten bei der Informationsverarbeitung auseinandergesetzt. Sie finden dort verblüffende Erkenntnisse zu den mentalen Erfolgsfaktoren, aber auch zu den Fallstricken, die nahezu unweigerlich zu Verlusten führen.

Während Aktien in der Regel als gefährlich wahrgenommen werden, empfindet die Mehrheit der Deutschen Immobilien als die sichere Anlage schlechthin. Dass sich die Masse auch in diesem Punkt irren könnte, geht aus dem Beitrag von Norbert Keimling auf S. 42 über das langfristige Aktienmarktpotenzial hervor. Zudem finden Sie auch in unserem alljährlichen großen Immobilienaktien-Spezial samt großer Kennzahlentabelle zu allen deutschen börsennotierten Gesellschaften einige Hinweise für diese These.



Ralf Flierl, Chefredakteur

Und hier noch eine Frage, die auf der Hand liegt, die sich aber vermutlich nur eine Minderheit der Deutschen stellen traut: Wie kann es angehen, dass ein Land, das jahrelang Exportweltmeister war und immer eine positive Leistungsbilanz aufwies, nicht auch über ein weltmeisterliches Vermögen verfügt? Das wäre doch volkswirtschaftlich zwingend nötig, wenn die Exportgüter nicht verschenkt werden. Tatsächlich gehören den Deutschen aber noch nicht einmal ihre eigenen großen Firmen, denn über die Hälfte der DAX-Konzerne sind inzwischen mehrheitlich in ausländischer Hand. Weiterhin ist der durchschnittliche Arbeitnehmer in Deutschland nicht mehr in der Lage, seine Familie als Alleinverdiener zu ernähren, und beim privaten Immobilienbesitz liegen die Deutschen weit hinter Italien oder Frankreich zurück. Die „deutsche Tonne“ muss also ein gewaltiges „Leck“ haben! Im Gespräch mit dem Buchautor Bruno Bandulet auf S. 28 ergründen wir diesen ungeheuren Vermögensabfluss.

Nur weil eine Meinung von einer Minderheit vertreten wird, heißt das nicht, dass sie falsch ist. Und was von der Mehrheit immer wieder behauptet wird, muss demzufolge auch nicht richtig sein.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen viele neue Erkenntnisse beim Lesen dieser September-Ausgabe.

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  
Wittenbreite 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 Verwaltungsmemorandum 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 Immobilienaktien: Gemauerte Glückseligkeit oder betonierter Alptraum?
- 14 Interview: „Am Ende ist eine Immobilie eben doch keine Anleihe“; Gespräch mit Helmut Kurz, Bankhaus Ellwanger & Geiger
- 16 CANSLIM-Rückblick: Kurs gehalten

**Hintergrund**

- 20 Titelstory / Börsenpsychologie Faktor Mensch
- 22 Börsenpsychologie / Interview „Wer liegt schief und zu welchem Preis?“; Gespräch mit Joachim Goldberg, cognitrend GmbH
- 24 „Börse ist kein Kinderspiel“
- 25 Börsenpsychologie / Interview „Emotion ist stärker als Ratio“; Gespräch mit Manfred Hübner, sentix GmbH
- 26 Phänomene des Marktes Paralyse durch Analyse – Der Teufel steckt im Detail
- 28 Politik & Gesellschaft / Interview „Seit Kohl und Merkel läuft der Film rückwärts“; Gespräch mit Bruno Bandulet
- 29 Politik & Gesellschaft / Buchbesprechung „Beuteland“
- 32 Lebensart & Kapital – International Israel
- 34 Österreichische Schule Vom Untertan zum Kunden; Gastbeitrag von Dr. Titus Gebel
- 36 Nachhaltiges Investieren Wind-Aktien besiegen Don Quijote und die Bären

**Fonds**

- 38 **Inside** Stabiler Grund?
- 40 **Interview** „Bildung ist der beste Anlegerschutz“; Gespräch mit Andreas Grünewald, Verband unabhängiger Vermögensverwalter
- 42 **Analyse** Aktienmarktpotenzial; Gastbeitrag von Norbert Keimling, StarCapital AG
- 45 **News, Facts & Figures** Erfreuliche Entwicklung



**28**

**Beuteland Deutschland**

Nie in der neueren Geschichte wurde ein besiegt Land so gründlich ausgeplündert wie Deutschland nach 1945. Zu diesem Ergebnis gelangt Bruno Bandulet in seinem neuesten Werk „Beuteland“. Dabei geht es um sehr viel mehr als um Reparationen. Das Gespräch mit ihm ab S. 28.



Foto: © Friedberg / www.friedla.com

**14, 60**

**Immobilienaktien**

Nach Jahren der Rally steht der deutsche Immobilienmarkt am Scheidepunkt. Unsere Analyse dieses Marktes und der börsennotierten Immobilien-AGs finden Sie ab S. 6. Zudem haben wir mit Helmut Kurz vom Bankhaus Ellwanger & Geiger über Risiken für Immobilienbesitzer gesprochen (S. 14) und stellen REITs aus den USA und Asien vor (S. 60).

**Titelstory / Börsenpsychologie**

Illustration: © bluchay2014/argus-friedla.com



Schon lange ahnten die Marktteilnehmer, dass Börse mehr ist als kalte Daten, Zahlen und Kurse. Während es die „Irrationalität der Märkte“ bei Börsencrashes sogar bis in die Schlagzeilen schafft, liegen die eigentlichen Ursachen tiefer. Es ist der Mensch mit seiner spezifischen Art, Informationen zu verarbeiten, Muster zu suchen und sich dabei doch immer wieder selbst im Weg zu stehen. Wer sich seiner Schwächen bewusst wird, tut den ersten Schritt, sie zu beheben. Tauchen Sie mit uns ein in die faszinierende Welt der Anlegergehirne. Unsere Titelstory ab S. 20. Ein Interview mit dem Behavioral-Finance-Experten Joachim Goldberg von cognitrend finden Sie auf S. 22.



## 16

### CANSLIM-Rückblick

Wir präsentieren ein Update unserer CANSLIM-Besprechungen der letzten zwölf Monate. Das Resümee fällt größtenteils positiv aus. Die CANSLIM-Strategie hat sich damit erneut als wesentlicher Baustein einer wachstumsorientierten Aktienstrategie bewährt. Mehr ab S. 16.



## 25, 40, 64, 74

### Interviews

Manfred Hübner beleuchtet auf S. 25 Ansätze der Sentiment-Analyse. Warum Bildung der beste Anlegerschutz ist, erklärt Andreas Grünwald, Vorstandsvorsitzender des VuV, ab S. 40. Spannende Einsichten liefert Value-Ikone Mario Gabelli ab S. 74 und Daniel Koller, Head des Investment Teams der BB Biotech AG, gibt uns ab S. 64 ein Update zum Sektor.

### Research – Märkte

- 46 Das große Bild  
Reine Gefühlssache
- 48 Löcher in der Matrix
- 52 Wissenswertes für Anleger
- 53 Charttechnik  
Positiver Grundton
- 54 Relative Stärke  
Was alle sagen
- 55 Sektoranalyse
- 55 Intermarketanalyse
- 56 Demografie & Börse
- 56 sentix Sentiment
- 57 Handelssysteme
- 57 Quantitative Analyse
- 58 Edelmetalle  
Silber attraktiver als Gold

### Research – Aktien

- 60 Ausländische Immobilienaktien  
Flucht aus Europa
- 62 Buy or Good Bye  
Novo Nordisk und Netflix
- 64 Moneytalk  
„Wir halten viele Ängste für übertrieben“; Daniel Koller, BB Biotech AG
- 66 Turnaround  
Auf die Erwartungen kommt es an
- 68 Mittelstandsaktien  
Sommerangebot
- 70 Musterdepot  
Stabile Silberlage
- 72 Anleihen  
Amerikanisch-chinesischer Übernahmehunger

### Potpouri

- 74 Interview mit einem Investor  
Mario Gabelli
- 77 wikifolio  
Treibstoff des Marktes
- 78 Leserbrief  
Über Illusionen und Lügen
- 80 Buchbesprechung  
„Die geheime Migrationsagenda“
- 82 Zu guter Letzt  
Aus zweiter Hand

- 
- 81 Unternehmensindex/Impressum  
und Vorschau bis  
Smart Investor 12/2016



Solit

Kapitalmanagement | Liquidität | Compliance

## 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 grundsollide in Kanada und wählen aus unseren attraktiven See-, Atlantik- & Waldgrundstücken!

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



## Immobilienaktien

# Gemauerte Glückseligkeit oder betonierter Alptraum?

Der hiesige Immobilienmarkt und damit deutsche Immobilienaktien könnten vor einem baldigen Wendepunkt stehen. Geht der Boom nun in seine finale Phase über?

Ein Reihenmittelhaus für nahezu eine Million oder eine Zwei-Zimmer-Wohnung für 600.000 EUR? Willkommen in München. Der Markt scheint keine Limits zu kennen, seit spätestens 2010 kennen die Preise nur eine Richtung: nach oben. Ähnlich sieht es auch in anderen Ballungsräumen wie Frankfurt oder Berlin aus. Vor allem in der Hauptstadt konnten Wohnungen und Häuser in guten Lagen prozentual teilweise noch deutlicher zulegen als in der bayerischen Metropole. Der Immobilienmarkt ist weiterhin die präferierte Fluchtburg für geplagte Anleger, die auf der Suche nach Alternativen für Festverzinsliches und auf der Jagd nach Sachwerten sind.

Gleichzeitig haben in vielen Regionen die Preise jedoch Dimensionen erreicht, die keine risikoadäquaten Renditen mehr zulassen. Top-Lagen in München bringen es lediglich auf 1 oder 2% Nettorendite, womit das vielgelobte Betongold nicht mehr weit von den Nullrenditen am Anleihemarkt entfernt liegt. Doch kaufwillige Interessenten scheinen davon wenig beeindruckt zu sein, vor allem wenn es sich um Selbstnutzer handelt. Schließlich könnten die Preise in den nächsten Jahren ja weiter davonlaufen. Genau dies ist jedoch das typische Anlegerverhalten in einer Blase.

## Zinseffekte

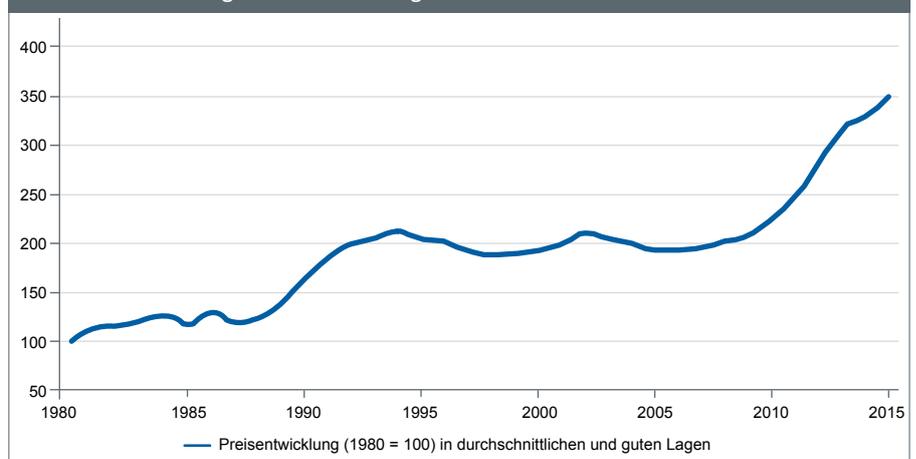
Andererseits profitieren Immobilienkäufer nach wie vor von den rekordtiefen Zinsen, die auch die immer höheren Kaufpreise finanzierbar machen. So werden auf der Plattform des Hypotheken-Vermittlers In-

terhyp für zehnjährige Immobilienfinanzierungen derzeit rund 1,2% veranschlagt, bei fünfjähriger Zinsbindung sogar lediglich rund 1,0%. Noch vor rund zehn Jahren mussten Käufer dafür mehr als 5% veranschlagen. Bei gleichem monatlichem Budget ist für einen Käufer damit heute ein mehr als doppelt so hoher Kaufpreis zu stemmen. Von der Finanzierungsseite sind jedoch auch nach Jahren des Booms noch keine Exzesse zu beobachten. Bedingt durch die immer striktere Regulierung sind die Banken teilweise sogar restriktiver als noch vor einigen Jahren.

Derzeit befindet sich sogar eine neue Obergrenze für die Beleihung von Immobilien in der Diskussion, wonach maximal 60

bis 80% des Kaufpreises über Fremdkapital finanziert werden könnten. Als lokale Besonderheit des deutschen Marktes darf zudem die relativ langfristige Zinsbindung gelten. Auch bei einem abrupten Zinsanstieg ist daher nicht unmittelbar eine teurere Refinanzierung nötig. Dennoch dürften die wenigsten der heutigen Immobilienkäufer ihre Darlehen binnen fünf oder zehn Jahren vollständig getilgt haben. Das böse Erwachen könnte daher in einigen Jahren anstehen. Kommen dann substanziell höhere Zinsen mit leicht gefallen Preisen und möglicherweise konjunkturell schwierigeren Zeiten zusammen, dürfte es auch zu Notverkäufen kommen – selbst im solide finanzierten Deutschland.

Abb 1: Preisentwicklung für Neubauwohnungen in München



*Nach einer mehrjährigen Plateauphase legten die Preise seit 2010 deutlich zu. Befinden wir uns nun am Beginn einer neuen Seitwärtsbewegung? Quelle: Lebenstraum-Immobilien, Sebastian Hueber in Anlehnung an den Gutachterausschuss München*

## Typische Kennziffern von Immobilienaktien

Die **Funds From Operations (FFO)** setzen sich aus dem Ergebnis vor Abschreibungen und Steuern sowie Gewinnen aus Verkäufen und Entwicklungsprojekten zusammen. Die Zahl zeigt, wie viel Cashflow im operativen Geschäft mit der Vermietung erwirtschaftet werden kann.

Der **Net Asset Value (NAV)** gibt den Substanzwert oder inneren Wert eines Immobilienunternehmens an. Er ist die Summe aller Vermögenswerte abzüglich Schulden und wird um latente Steuern sowie derivative Finanzinstrumente bereinigt. Der NAV kann eine ungefähre Indikation dafür geben, ob eine Gesellschaft eher unter- oder überbewertet ist, wenn auch nur zeitlich verzögert.

### Zweischneidiges Schwert

Noch dürfte es jedoch nicht soweit sein. Statt steigender Zinsen sollten sich Anleger sogar auf deutlich unkonventionellere Geldpolitik mit massiven Minuszinsen oder gar dem sogenannten Helikopter-Geld einstellen. Der Anlagedruck dürfte sich damit einmal mehr im ohnehin schon teuren Immobilienmarkt entladen. Doch dessen Renditen können niemals unter null fallen, schließlich gibt es – im Unterschied zu Anleihen – eben keine „sichere“ Rückzahlung. Am Ende bleibt ein Haus oder eine Wohnung ein Vermögenswert, der auch durch die Leistungskraft der Volkswirtschaft bestimmt wird. Um diese dürfte es allerdings kaum zum Besten bestellt sein, wenn sie lediglich mit Minuszinsen von mehreren

Prozenten am Laufen gehalten werden kann. Gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten dürfte Vater Staat den Immobilienbesitzern Steine in den Weg legen. Bereits heute werden Haus- und Wohnungseigentümer durch Gesetze wie die Mietpreisbremse oder den lokalen Mietspiegel gegängelt. Verglichen mit historischen Eingriffen am Immobilienmarkt ist dies jedoch als harmlos anzusehen. Allein im letzten Jahrhundert wurden Immobilienbesitzer im Rahmen von Währungsumstellungen zweimal durch sogenannte Zwangshypotheken zur Kasse gebeten. Immobilien sind schließlich – wie bereits der Name sagt – immobil. Auf kaum ein Asset kann der Staat daher leichter zugreifen, bei kaum einem Vermögenswert besteht eine vergleichbare Transparenz.

### Kurzfristiger Rückenwind durch Flüchtlingskrise

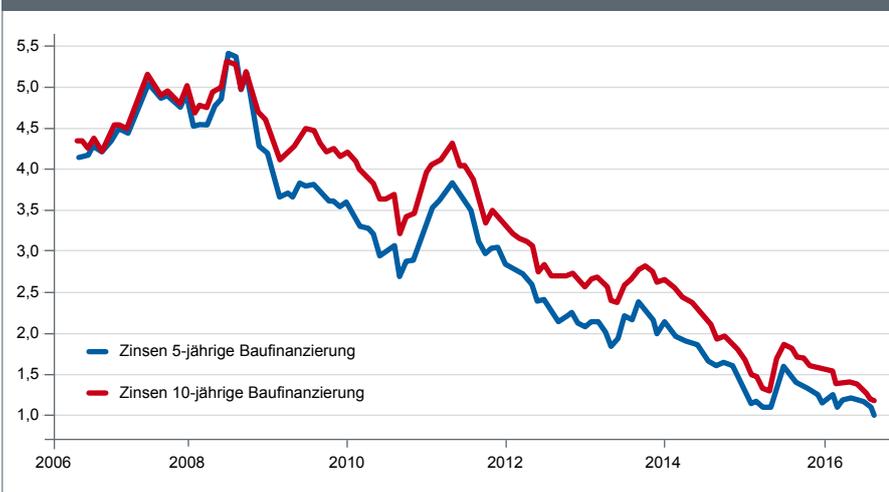
Massiven Rückenwind erfuhr der deutsche Immobilienmarkt gerade im letzten Jahr durch die Flüchtlingskrise. Was für den einzelnen Immobilienbesitzer jedoch zunächst erfreulich ist, könnte auf den Gesamtmarkt wie ein Bumerang zurückkommen. Schließlich wird hier eine künstliche Nachfrage erzeugt, die nicht durch entsprechende Kaufkraft hinterlegt ist. Die Finanzierung wird auch mittel- und langfristig durch den Steuerzahler erfolgen, dem dadurch jedoch wiederum entsprechende Kaufkraft – auch für Immobilienkäufe und Mieten – entzogen wird. Derzeit sorgt die zusätzliche Nachfrage allerdings für eine massive Ausweitung der Bautätigkeit. So wurden laut statistischem Bundesamt im ersten Halbjahr 2016 rund 30% mehr Neubauvorhaben genehmigt als noch im Vorjahr. Insbesondere der Bau von Wohnheimen legte mit +174% am stärksten zu.

Unser Gesprächspartner Helmut Kurz vom Bankhaus Ellwanger & Geiger gibt darüber hinaus zu bedenken, dass sozialer Unfrieden oder gar Terrorismus eine nicht zu unterschätzende Gefahr für einen ohnehin teuren Immobilienmarkt darstellen (lesen Sie hierzu unser Interview auf S. 14). Beispielsweise könnte ein groß dimensionierter Anschlag zu einem plötzlichen Umdenken bei Investoren führen. Doch auch im Kleinen kann die Flüchtlingskrise ungeahnte Folgen für eine Immobilie haben. So werden Grundstücke oder Häuser in unmittelbarer Nähe zu neu errichteten Flüchtlingsunterkünften plötzlich massiv entwertet, während vorher als nicht vermietbar geltende Wohnungen plötzlich zu irrsinnigen Preisen von den Kommunen angemietet werden.

### In der besten aller Welten

Die diversen Gefahrenherde für das hiesige Betongold scheinen derzeit auf dem Schirm der großen börsennotierten Immobilien-AGs allerdings lediglich am Rande aufzutauchen. Schließlich leben sie derzeit in der für sie besten aller Welten. Langfristig moderat steigende Mieten in Kombination mit weiterhin sinkenden Finanzierungskosten sorgen für einen stetigen Zuwachs der Net Asset Values (NAV) ▶

Abb 2: Zinskonditionen für zehn- und fünfjährige Immobilienfinanzierungen (in %)



Seit beinahe einem Jahrzehnt sinken die Zinsen für Häuslebauer – bislang ohne Aussicht auf eine Trendumkehr. Quelle: Interhyp

Deutsche und österreichische Immobilienaktien im Überblick								
Unternehmen	Segment	WKN	Kurs akt.	Perf. 1 Jahr	Perf. 3 Jahre	Perf. 5 Jahre	Aktienzahl	
Gateway Real Estate AG	Einzelhandels- und Büroimmobilien	A0JJTG	2,73	241,3%	152,8%	326,6%	2,8	
Accentro AG	Wohnimmobilien	A0KFKB	6,70	134,1%	185,8%	242,9%	24,7	
ADO Properties S.A. [LU]	Wohn- und Gewerbeimmobilien	A14U78	39,39	97,0%	-	-	38,5	
Primag AG	Einzelhandelsimmobilien	587032	1,29	67,5%	28,4%	-19,3%	4,3	
Eyemaxx Real Estate AG	Büroimmobilien	A0V9L9	7,86	58,3%	47,3%	0,1%	4,3	
Helma Eigenheimbau AG (IK)	Wohn- und Gewerbeimmobilien	A0EQ57	56,00	58,2%	120,0%	256,2%	4,0	
WCM AG	Gewerbeimmobilien	A1X3X3	3,11	55,5%	182,7%	88,5%	132,0	
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA	Wohn- und Gewerbeimmobilien	722400	3000,00	43,1%	75,4%	113,5%	0,7	
Deutsche Wohnen AG	Einzelhandelsimmobilien	A0HN5C	34,41	39,4%	110,4%	146,9%	337,5	
GSW Immobilien AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	GSW111	82,02	38,7%	114,6%	161,5%	56,7	
Franconofurt AG	Medien- und Gewerbepark	637262	8,85	38,1%	55,3%	59,4%	7,2	
GIEAG Immobilien AG	Projektentwicklung	549227	5,30	29,3%	-	668,1%	4,2	
LEG Immobilien AG	Gewerbeimmobilien	LEG111	89,30	27,5%	61,0%	114,9%	63,2	
TAG Immobilien AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	830350	12,86	23,6%	47,3%	46,5%	146,0	
Vonovia SE	Wohnimmobilien	A1ML7J	36,12	22,6%	66,7%	103,0%	466,0	
RCM Beteiligungs AG	Büroimmobilien	A1RFMY	2,31	21,5%	37,4%	48,0%	14,7	
conwert Immobilien Invest SE [AT]	Gewerbeimmobilien	801475	14,45	20,6%	51,9%	72,8%	94,6	
KWG Kommunale Wohnen AG	Projektentwicklung / Dienstleistungen	522734	10,38	19,9%	59,2%	52,6%	16,1	
TLG Immobilien AG	Gewerbeimmobilien	A12B8Z	20,11	17,3%	-	-	67,4	
Hamborner REIT AG	Wohnimmobilien	601300	10,70	15,7%	37,2%	53,0%	62,0	
Grand City Properties S.A. [LU]	Wohnimmobilien	A1J XCV	20,01	15,3%	110,3%	273,9%	153,8	
BUWOG AG [AT]	Wohnimmobilien	A1XDYU	22,04	14,0%	53,1%	-	99,8	
VIB Vermögen AG	Wohnimmobilien / Projektentwicklung	245751	18,78	13,7%	35,8%	82,9%	26,3	
Deutsche Grundstücksauktionen AG	Shoppingcenter	553340	13,56	11,6%	32,8%	4,0%	1,6	
InCity Immobilien AG	Einzelhandelsimmobilien	A0HNF9	1,07	10,2%	10,2%	-19,2%	49,7	
Dierig Holding AG	Projektentwicklung	558000	10,99	9,3%	-6,9%	-1,0%	4,2	
Agrob Immobilien AG	Gewerbeimmobilien	501903	15,05	9,1%	17,1%	34,4%	2,3	
S IMMO AG [AT]	Wohn- und Gewerbeimmobilien	902388	8,67	6,3%	45,9%	84,4%	66,9	
Isaria Wohnbau AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	A1E8H3	4,50	6,2%	32,4%	57,9%	23,8	
Patrizia Immobilien AG	Wohnimmobilien	PAT1AG	22,72	5,0%	163,2%	288,1%	76,3	
Gagfah S.A. [LU]	Wohnimmobilien	A0LBDT	16,50	2,2%	13,0%	70,8%	246,2	
DIC Asset AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	A1X3XX	8,57	1,6%	28,5%	13,9%	68,6	
Alstria Office REIT-AG	Büroimmobilien	A0LD2U	12,58	-0,5%	25,8%	39,4%	153,2	
Deutsche Euroshop AG	Wohnimmobilien	748020	40,92	-1,0%	15,1%	28,8%	53,9	
CA Immobilien Anlagen AG [AT]	Hotelimmobilien	876520	16,45	-2,1%	2,8%	66,1%	98,8	
GAG Immobilien AG	Wohnimmobilien	586353	52,60	-8,6%	-15,2%	23,8%	7,4	
Stinag Stuttgart Invest AG	Büroimmobilien	731800	20,05	-8,7%	24,9%	33,7%	15,0	
Adler Real Estate AG	Gewerbeimmobilien	500800	13,07	-10,2%	76,6%	456,2%	46,1	
CR Capital Real Estate AG	Co-Investments, Spezialfonds	A0WMQ5	1,10	-12,0%	-7,6%	137,6%	18,8	
Stern Immobilien AG	Wohnimmobilien / Projektentwicklung	A1EWZM	40,50	-15,6%	12,5%	-	1,8	
IMMOFINANZ AG [AT]	Projektentwicklung	911064	1,96	-17,1%	-18,3%	-21,5%	976,0	
Fair Value REIT AG	Gewerbeimmobilien	A0MW97	6,60	-17,5%	40,2%	59,1%	14,1	
DO Deutsche Office AG	Logistik, Einzelhandel, Industrie	PRME02	3,84	-18,3%	22,8%	-	180,5	
publity AG	Gewerbeimmobilien	697250	31,44	-18,8%	-	-	6,1	
DEMIRE AG	Gewerbeimmobilien	A0XFSF	3,60	-19,3%	162,8%	462,5%	54,2	
Warimpex AG [AT]	Hotelimmobilien	A0LGV4	0,53	-27,9%	-53,1%	-59,5%	54,0	
AVW Immobilien AG	Wohnimmobilien	508890	1,25	-51,6%	-21,5%	-22,6%	12,8	

\* Premium (+) oder Discount (-) zum NAV ; \*\* Die Kennzahlen NAV und FFO werden nicht von allen Aktiengesellschaften, die Immobilien im eigenen Bestand haben, veröffentlicht.

MCap (Mio. EUR)	EpS 2015	KGV 2015	EpS 2016e	KGV 2016e	Div. 2015	Div.-Ren. 2015	NAV*	+/- zum NAV**	NAV vom	FFO 2015*	FFO-R. 2015	FFO 2016*	FFO-R. 2016*
8	-0,09	neg.	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
165	0,92	7,3	-	-	0,00	0,0%	4,77	40,4%	Q1 2016	-	-	-	-
1.517	5,04	7,8	1,15	34,3	0,35	0,9%	27,55	43,0%	Q2 2016	0,80	2,0%	-	-
6	-0,12	neg.	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
34	1,22	6,5	1,30	6,0	0,20	2,5%	-	-	-	-	-	-	-
224	2,69	20,8	3,71	15,1	0,79	1,4%	-	-	-	-	-	-	-
410	0,72	4,3	0,18	17,3	0,00	0,0%	2,25	38,2%	Q1 2016	0,10	3,2%	0,18	5,8%
1.980	49,58	60,5	-	-	33,00	1,1%	-	-	-	67,73	2,3%	-	-
11.610	3,62	9,5	1,16	29,6	0,54	1,6%	25,04	37,4%	Q2 2016	0,94	2,7%	1,09	3,2%
4.648	11,13	7,4	-	-	1,55	1,9%	-	-	-	2,01	2,5%	-	-
64	1,07	8,3	-	-	1,15	13,0%	-	-	-	-	-	-	-
22	2,56	2,1	-	-	0,24	4,5%	-	-	-	-	-	-	-
5.643	3,74	23,9	4,54	19,7	2,26	2,5%	58,73	52,1%	Q2 2016	3,53	4,0%	3,99	4,5%
1.877	1,18	10,9	0,69	18,8	0,55	4,3%	10,40	23,6%	Q2 2016	0,62	4,8%	0,65	5,1%
16.830	2,29	15,8	1,91	18,9	0,94	2,6%	23,50	53,7%	Q2 2016	1,30	3,6%	1,53	4,2%
34	0,08	27,2	-	-	0,03	1,3%	-	-	-	-	-	-	-
1.366	0,95	15,2	0,88	16,5	0,35	2,4%	13,43	7,6%	Q1 2016	0,77	5,3%	0,77	5,3%
167	-0,01	neg.	-	-	0,00	0,0%	12,08	-14,1%	Q2 2016	0,60	5,8%	-	-
1.356	2,11	9,5	1,22	16,5	0,25	1,2%	17,33	16,0%	Q2 2016	1,03	5,1%	1,10	5,5%
663	0,25	42,8	0,36	29,7	0,42	3,9%	8,93	19,8%	Q2 2016	0,47	4,4%	0,57	5,3%
3.077	2,71	7,4	1,58	12,6	0,20	1,0%	14,19	41,0%	Q1 2016	0,89	4,4%	0,93	4,7%
2.199	0,40	55,1	0,73	30,2	0,69	3,1%	19,21	14,7%	Q2 2016	0,92	4,2%	0,81	3,7%
494	1,46	12,9	1,33	14,1	0,48	2,6%	16,47	14,0%	Q2 2016	1,18	6,3%	1,30	6,9%
22	0,71	19,2	0,93	14,6	0,70	5,2%	-	-	-	-	-	-	-
53	-0,03	neg.	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
46	0,94	11,7	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
35	0,33	46,2	0,82	18,3	0,18	1,2%	-	-	-	-	-	-	-
580	1,17	7,4	1,02	8,5	0,30	3,5%	12,24	-29,2%	Q1 2016	0,52	6,0%	0,59	6,8%
107	0,33	13,6	0,14	33,3	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
1.734	1,45	15,7	2,81	8,1	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
4.062	-0,12	neg.	-	-	0,35	2,1%	14,39	14,7%	Q4 2015	1,16	7,0%	-	-
587	0,30	28,6	0,46	18,7	0,37	4,3%	12,89	-33,6%	Q4 2015	0,72	8,4%	0,65	7,6%
1.927	-1,15	neg.	0,75	16,8	0,50	4,0%	10,80	16,4%	Q2 2016	0,61	4,9%	0,75	6,0%
2.207	5,73	7,1	2,41	16,9	0,00	0,0%	38,61	6,0%	Q1 2016	2,29	5,6%	2,29	5,6%
1.625	2,25	7,3	1,20	13,8	0,50	3,0%	22,12	-25,7%	Q1 2016	0,82	5,0%	0,99	6,0%
388	2,11	24,9	-	-	0,50	1,0%	-	-	-	5,15	9,8%	-	-
301	0,58	34,4	-	-	0,75	3,7%	-	-	-	-	-	-	-
603	1,83	7,1	2,06	6,3	0,00	0,0%	15,51	-15,7%	Q1 2016	0,35	2,7%	0,53	4,0%
21	0,09	12,2	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
71	3,84	10,5	1,78	22,8	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
1.913	-0,40	neg.	0,06	31,6	0,00	0,0%	3,39	-42,2%	Q1 2016	-	-	-	-
93	0,53	12,5	0,60	11,0	0,25	3,8%	8,42	-21,6%	Q1 2016	0,52	7,9%	0,46	7,0%
693	-0,44	neg.	-	-	0,00	0,0%	3,93	-2,3%	Q4 2015	0,30	7,8%	-	-
190	2,07	15,2	4,59	6,8	2,00	6,4%	-	-	-	-	-	-	-
195	1,24	2,9	0,60	6,0	0,00	0,0%	4,31	-16,5%	Q1 2016	-	-	0,33	9,2%
29	-0,33	neg.	0,17	3,1	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
16	-0,44	neg.	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-

Quellen: OnVista, Bankenresearch, Bloomberg, Geschäftsberichte, eigene Schätzungen

und für höhere Cashflows. Dies ermöglicht steigende Dividenden und weitere Zukäufe kleinerer Immobilienportfolios.

Mit **Vonovia**, der **Deutsche Wohnen** und **LEG Immobilien** zählen drei primär im Wohnungsmarkt aktive Gesellschaften zu den Branchenriesen in Deutschland. Mit der gescheiterten Übernahme der Nummer zwei im Markt, der Deutsche Wohnen, durch den Platzhirschen Vonovia scheint das sich zuletzt immer heftiger drehende Übernahmekarussell zunächst zum Erliegen gekommen zu sein. Denn gleichzeitig sagte die Deutsche Wohnen ihre geplante Fusion mit der Nummer drei der Branche, der LEG Immobilien, ab. Was nicht heißt, dass Übernahmen generell unattraktiv geworden sind. Allerdings dürften sich die Marktführer zunehmend auf die Akquisition von mittelgroßen Portfolios fokussieren.

#### Größe ist nicht alles

Vor allem mittelgroße Player wie der Newcomer **ADO Properties**, **TAG Immobilien** oder Adler Real Estate könnten damit zu attraktiven Übernahmezielen werden. Daneben bieten mittelgroße Gesellschaften wie **Alstria Office REIT** oder **Hamborner REIT** auch ohne Übernahmefantasie noch immer ein attraktives Bewertungsniveau und eine hohe Dividendenrendite. Zunehmend werden auch im Bereich von Gewerbeimmobilien größere Portfolios aufgebaut, so unter anderem von **Alstria Office REIT**, die zuletzt den Konkurrenten DO Deutsche Office übernahm. Mit **WCM** konnte ein erst 2015 gestartetes Unternehmen in der Zwischenzeit einen beachtlichen Bestand aufbauen. Die Kennziffern des Unternehmens sind nach wie vor hoch attraktiv, auch WCM könnte damit in den nächsten Jahren in den Fokus möglicher Käufer geraten.

Zu den großen Gewinnern in unserer Tabelle (S. 8/9) zählten im vergangenen Jahr auch einige spannende Small Caps. So konnte sich die Frankfurter **Gateway Real Estate** durch eine Kapitalerhöhung frisches Kapital besorgen, eine Anleihe über bis zu 100 Mio. EUR befindet sich derzeit in Platzierung. Die Story erinnert an die Reaktivierung des Börsenmantels von WCM.

Denn auch Gateway möchte kurzfristig ein größeres Portfolio an Gewerbeimmobilien erwerben. Auch die Adler-Real-Estate-Tochter **Accentro Real Estate** zählte im vergangenen Jahr zu den Highflyern am Kurszettel. Die ehemalige Estavis konzentriert sich auf die Privatisierung von Wohnungsbeständen.

#### Projektieren statt Besitzen

Wie bereits im Vorjahr zählte auch dieses Jahr die Aktie von **HELMA Eigenheimbau** (IK) zu den besten Immobilien-Titeln. Das Unternehmen ist allerdings kein Bestandshalter, sondern als Bauträger im Geschäft mit Häusern in der Massivbauweise aktiv. Das Unternehmen profitiert damit vor allem von den Niedrigzinsen, die das Helma-Eigenheim für viele Kunden erschwinglich machen. Mit der österreichischen **EYEMAXX** zählt ein weiterer Projektentwickler zu den besten Titeln des vergangenen Jahres. Das Unternehmen konnte zuletzt mit positiven Halbjahreszahlen überzeugen. Der Entwickler von Einzelhandels-, Gewerbe- und Logistikprojekten notiert noch immer unter dem Buchwert von rund 8 EUR je Aktie.

Ein weiterer Projektentwickler mit spannenden Aussichten ist die Münchener **GIEAG**. Das Unternehmen konnte durch die Fertigstellung des OASIS-II-Büroprojektes in Stuttgart seinen Umsatz im Geschäftsjahr 2015 vervielfachen, mit 2,56 EUR je Aktie konnte ein Rekordergebnis realisiert werden. Mit dem ebenfalls in Stuttgart entstehenden Wohn- und Geschäftshaus Maybachstraße ist die Pipeline für die kommenden Jahre bereits erneut gefüllt. Der Baubeginn des neuen Großprojektes ist für 2017, die Fertigstellung



für 2019 vorgesehen. Gleichzeitig konnte GIEAG auch im laufenden Jahr den eigenen Wohnungsbestand auf insgesamt 700 Einheiten vergrößern.

#### Beton-Raritäten

Die Aktien des Traditionskonzerns **Sedlmayr Grund und Immobilien** konnten in den vergangenen zwölf Monaten um mehr als 40% zulegen. Das aus der ehemaligen Spatenbrauerei hervorgegangene Unternehmen besitzt einen Bestand in besten Münchener Innenstadtlagen. Für Raritäten-Freunde gibt es neben Sedlmayr auf dem Kurszettel der Börse München noch weitere Substanzperlen. Sowohl **Amira** (WKN 764700) als auch **Nymphenburg Immobilien** (WKN 649510) zählen zu den Mehrheitsbeteiligungen der Familie von Finck. Beide Unternehmen besitzen Prestige-Objekte in Münchener Bestlagen, wie z.B. am Amiraplatz, in der Perusastraße oder in der Weinstraße. Leider werden beide Aktien jedoch zum 30.6.2017 nicht mehr notiert, Investoren müssen daher einen langen Atem haben.

#### Verwalter-Aktien

Es müssen jedoch nicht immer eigene Immobilien-Portfolios sein, die eine Aktie interessant machen. Mit seinem Geschäftsmodell als Asset Manager für großvolumige Portfolios verfügt der Augsburgener **Patrizia Immobilien** über ein mindestens genauso spannendes Geschäftsmodell. Mit 18,6 Mrd. EUR soll das verwaltete Vermögen zum Jahresende noch einmal deutlich erhöht werden. Aus laufenden Verwaltungsvergütungen und Erfolgsbeteiligungen erzielt das Unternehmen hohe Cashflows, über Co-Investments ist Patrizia stets mit kleinen Prozentsätzen an den verwalteten



# 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 Analyseverfahren.

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 Webseite.

**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)**



Portfolien beteiligt und kann dadurch zusätzliche Verkaufserlöse realisieren. Mit einem ähnlichen Geschäftsmodell versucht die seit letztem Jahr notierte **Publity** Patrizia nachzuahmen. Allerdings konnte die Aktie trotz der fundamental mehr als günstigen Parameter bislang nicht überzeugen. Publity erwirbt für große institutionelle Investoren Gewerbeimmobilien, die von Banken oder geschlossenen Fonds in den Notverkauf gegeben werden.

#### Attraktive Nischenplayer

Ein weiterer Spezialtitel auf dem deutschen Kurszettel ist die **Deutsche EuroShop**. Das Unternehmen zählt mit 19 Shoppingmalls in Deutschland, Österreich, Polen und Ungarn zu den größten Einzelhandels-Bestandshaltern des Landes. Die Aktie notiert lediglich 8% über dem Buchwert, mit einer Dividendenrendite von über 3% partizipieren die Aktien an den steigenden FFOs. Die hohe Bonität der Mieter und die Qualität der Immobilien machen die Aktie zu einem Basisinvestment für konservative Dividendenjäger. Ein weiterer Immobilien-Qualitätstitel ist die **VIB Vermögen** aus Neuburg an der Donau. Der Projektierer und Bestandhalter von Logistikimmobilien, Industrieobjekten, Shopping- und Fachmarktzentren erzielt weit über dem Marktniveau liegende Mieten, was sich unter anderem an der FFO-Rendite von 6,2% in 2015 zeigt. Mit einem Aufschlag von 15% zum NAV ist die Aktie im Branchenvergleich dennoch noch immer günstig.

#### Die Österreich-Connection

Attraktive Portfolien zu vernünftigen Bewertungen haben auch die österreichischen

Titel zu bieten. So notiert **S IMMO** trotz einer FFO-Rendite von knapp 7% im laufenden Jahr mit einem Discount von fast 30% zu ihrem NAV. Mit dem Erwerb von 26% der Anteile an der **CA Immo** versucht sich unterdessen die **Immofinanz** am Bau eines europäischen Gewerbeimmobilien-Riesen mit Aktivitäten in Deutschland, Österreich und Osteuropa. Zuvor soll jedoch das Russland-Portfolio abgestoßen werden. Ebenfalls reduziert wurde der Anteil an der ebenfalls börsennotierten **Buwog**, die vor allem Wohnimmobilien-Portfolien in Österreich und Deutschland besitzt.

Eine interessante Situation besteht nach wie vor bei **conwert Immobilien Invest**. Nach Ausübung einer Kaufoption ist dort die deutsche **Adler Real Estate** mit mehr als 28% zum Großaktionär avanciert. Zwar dementiert Adler weitergehende Pläne, sollte es bei der aktuellen Beteiligungshöhe bleiben, wäre dies jedoch ein eher ungewöhnliches Finanzinvestment. Adler selbst konnte nach Jahren der fulminanten Rally mit einer Performance von -4% im vergangenen Jahr nicht überzeugen. Für Anleger scheint derzeit ohnehin die „österreichische Baustelle“ des Unternehmens das interessantere Betätigungsfeld zu sein.

#### Nach unten durchgereicht

Zu den schwächsten Aktien im vergangenen Jahr zählte mit **DEMIRE** interessanterweise die beste Aktie des Vorjahres. Nach einer exzessiven Expansions- und Investitions-



phase muss der Konzern nun an seiner hohen Leerstandsquote und einer Reduktion der Fremdkapitalkosten arbeiten. Mit einer laufenden Kapitalerhöhung versucht DEMIRE zusätzliches Eigenkapital aufzunehmen. Für bestehende Aktionäre geht mit dem günstigen Preis der neuen Aktien jedoch eine deutliche Verwässerung des NAVs einher.

#### Fazit

Die Immobilienbranche ist mehr denn je in den Händen von Mario Draghi & seinen Notenbank-Kollegen. Insbesondere die Blue Chips des Sektors sind zwischenzeitlich zu besser verzinsten Anleihe-Substituten geworden. Gerade hier ist daher Vorsicht angebracht, denn die Kurse haben natürliche Limits. Anleger sollten daher auf Gewerbeimmobilien, mittelgroße Bestandhalter, Projektierer oder Spezialthemen wie Logistik und Einzelhandel ausweichen. ■

*Christoph Karl*

### Mit der Crowd geht's besser...

Nicht nur Start-ups, innovative Produktideen oder wohltätige Projekte lassen sich über Crowdfunding finanzieren – mit **iFunded** ([www.ifunded.de](http://www.ifunded.de)) bietet ein junges Berliner Unternehmen auch die Beteiligung an Immobilienprojekten über diesen Kanal an. Über ein nachrangiges Darlehen können sich Anleger dabei an Sanierungsmaßnahmen an zwei Berliner Bestandsimmobilien beteiligen. Mit 5% p.a. gibt es dafür eine fixe Verzinsung, die halbjährlich ausbezahlt wird. Nach 24 Monaten wird das Darlehen getilgt. Mit lediglich 250 EUR Minimum-Investment ist die Einstiegshürde bewusst niedrig gehalten. Immobilien-Crowdfunding kann damit eine Zinsalternative darstellen, allerdings ohne die Sicherheit eines Sachwerts.



Wir freuen uns, die

# Ludwig von Mises Institut Deutschland Konferenz 2016

anzukündigen:

## „Besseres Geld für die Welt“

**Samstag, 8. Oktober 2016,**

**10 Uhr bis 17 Uhr**

**im Hotel „Bayerischer Hof“, München**

Mit Beiträgen von:

Professor Dr. Jörg Guido Hülsmann  
Université d'Angers

### **Viel Lärm um nichts? Die ‚Österreichische‘ Kritik des Geldsystems**

Professor Dr. Thorsten Polleit  
Universität Bayreuth,  
Ludwig von Mises Institut Deutschland

### **Geldreform-Vorschläge der ‚Austrians‘**

Professor Dr. Joseph Huber  
Martin-Luther-Universität Halle

### **Zum Konzept des Vollgeldes**

Professor Dr. Philipp Bagus  
Universidad Rey Juan Carlos Madrid

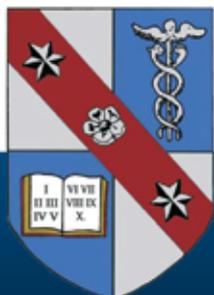
### **Irrwege der Geldkritik**

Aaron Koenig  
Bitfilm-Production

### **Bitcoin und Blockchain – eine technologische Revolution**

---

Wir würden uns freuen, Sie zur 4. Konferenz des „Ludwig von Mises Institut Deutschland“ begrüßen zu können.



Thorsten Polleit  
Präsident

Andreas Marquart  
Vorstand

Ludwig von Mises Institut Deutschland e.V.

Infos und Anmeldungen: [www.misesde.org/konferenz2016](http://www.misesde.org/konferenz2016)

## Interview

# „Am Ende ist eine Immobilie eben doch keine Anleihe“

Smart Investor sprach mit **Helmut Kurz** vom Bankhaus Ellwanger & Geiger über den Einfluss der Notenbanken auf den Immobilienmarkt und erste Blasenentwicklungen beim hiesigen Betongold.



*Helmut Kurz ist als Leiter Immobilienaktien/REITs bei der Stuttgarter Privatbank Ellwanger & Geiger unter anderem für das Management des E&G Immobilienaktien Europa Fonds (WKN 940739) und des E&G Fonds Global REITs (WKN A0X9EX) verantwortlich. Ellwanger & Geiger gilt als ein speziell im Immobiliensektor versiertes Bankhaus. Seit 1995 berechnen die Stuttgarter mit dem DIMAX einen Index für den deutschen Immobilienaktien-Sektor, im Jahr 2000 legten sie den ersten Immobilienaktienfonds in Deutschland auf. Helmut Kurz verfügt über mehr als 30 Jahre Berufserfahrung, davon mehr als 15 Jahre im Bereich von Immobilien-AGs.*

**Smart Investor: Herr Kurz, seit 2009 haben wir in Deutschland einen beispielhaften Immobilienboom erlebt, der kein Ende zu kennen scheint. Wie definieren Sie eine Preisblase und befinden wir uns bereits in einer solchen?**

*Kurz:* Eine Blase bedeutet eigentlich, dass Preise nicht durch entsprechende Mieteinnahmen oder Substanzwerte gedeckt sind. Allerdings sind die Immobilienmärkte eben auch nicht isoliert zu betrachten, sondern im Vergleich mit anderen Anlageklassen. Das Problem liegt aktuell bei den Anleihemärkten, die durch die Zentralbanken manipuliert werden. Das Resultat sind ultraniedrige langfristige Zinsen. Nimmt man dies zum Maßstab, befinden wir uns keineswegs in einer Blase, sondern sind noch weit davon entfernt. Es macht aber wenig Sinn, sich bei der Bewertung an etwas zu orientieren, was man für grundsätzlich falsch hält...

**Smart Investor: Immobilien in Ballungszentren werden aktuell zu Preisen gehandelt, die kaum mehr eine Rendite zulassen. Gleichzeitig sind die Mieten vermutlich ausgereizt, die Zinsen bereits nahe null. Woher soll also die Fantasie für höhere Preise kommen?**

*Kurz:* Das ist genau das Thema. Aber wenn Sie die Wahl zwischen einer mit 0% oder gar negativ rentierenden Bundesanleihe oder einer mit 3% rentierenden Immobilie haben, ist die Immobilie vielleicht eben doch erste Wahl. Die Frage ist daher, wie sich dieses Traumumfeld für Immobilien, das wir gegenwärtig haben, noch verbessern

soll. Aktuell haben wir leicht steigende Mieten und rückläufige Finanzierungskosten. Große positive Überraschungen sind darüber hinaus allerdings nicht mehr drin. Bei den großen Immobilien-AGs haben wir zuletzt durch die Bank angehobene Erwartungen für die FFOs [Cashflows aus der Vermietung] gesehen. Dies wurde vom Markt aber auch so erwartet. Ob dieses Umfeld so bleibt, liegt im Wesentlichen in den Händen der Zentralbanken.

**Smart Investor: Durch die Flüchtlingskrise entsteht derzeit eine zusätzliche Nachfrage nach Wohnraum, aber zunächst ohne dahinter stehende Kaufkraft. Was bedeutet dies für den Wohnungsmarkt?**

*Kurz:* Letztendlich ist das geliehene Kaufkraft. Es gibt in Deutschland insgesamt eine steigende Zuwanderung. Auch deswegen haben sich die Immobilienpreise vermutlich in den letzten Jahren besser entwickelt, als dies vor einigen Jahren auch von Optimisten erwartet wurde. Durch die Flüchtlinge – viele darunter sollten vielleicht eher als Armutseinwanderer bezeichnet werden – sind nun aber auch schlechte Lagen und Objekte leichter vermietbar. Kurzfristig hilft dies natürlich dem Immobilienmarkt. Die langfristigen Folgen wie höhere Steuern und Sozialabgaben, sozialer Unfrieden oder im Extremfall Terrorismus schaden aber dem gesamten Land und damit am Ende auch dem Immobilienmarkt. Es ist wie bei den Zinsen: Zunächst haben wir hier einen „geliehenen“ positiven Effekt, die langfristigen Folgen werden sich aller-

dings erst in der nächsten Krise zeigen. Das ist übrigens einer der Gründe, warum wir von der weit verbreiteten, ausschließlich auf Deutschland fokussierten Immobilienanlage abraten.

**Smart Investor: Der Staat zieht bereits heute die Daumenschrauben für Immobilienbesitzer immer deutlicher an, z.B. mit der Mietpreisbremse. Am Ende dürften Immobilienbesitzer also kaum zu den Krisengewinnern zählen...**

*Kurz:* Hätten wir die staatlichen Eingriffe nicht, lägen die Mieten heute auf einem anderen Niveau. Gleichzeitig hätten wir dann aber auch eine andere Bauaktivität gesehen und mehr Wohnraum. Die Realität sieht anders aus: Seit Mitte der 90er Jahre beobachten wir in Deutschland zu wenige Neubauprojekte. Dies ändert sich nun langsam. Die im Bau befindlichen Objekte kommen – so die historische Erfahrung – dann jedoch leider oft zur Unzeit auf den Markt, sprich, wenn dessen Dynamik ohnehin nachlässt. Klar ist auch: Kein Markt bietet dem Staat so wunderbare Zugriffsmöglichkeiten wie der Immobilienmarkt. Durch Steuern, Zwangshypotheken oder Ähnliches wird man Immobilienbesitzern in die Taschen greifen. Das Kalkül vieler Investoren, für eine mögliche Verschuldungskrise vorzusorgen, dürfte dennoch richtig sein: Am Ende ist es immer noch besser, einen Teil abgenommen zu bekommen, anstatt auf eventuell wertlosen Forderungen zu sitzen. Das haben auch die letzten großen Verschuldungskrisen in Argentinien und Griechenland wieder bewiesen.

**Smart Investor: Parallel zu den Immobilienmärkten konnten auch die Immobilien-AGs für Wohnimmobilien in Deutschland in den letzten Jahren hausieren. Allerdings sind deren Portfolios weniger in A- als in B- oder gar C-Lagen.**

*Kurz:* Das ist sicherlich richtig. Aber das sehen Sie auch an den differenzierten Bewertungen der Aktien. Der Durchschnittspreis des Kern-Portfolios der Deutsche Wohnen AG liegt laut den vor zwei Wochen



*Beste Aussichten oder doch ein eingetrübtes Bild bei Immobilien?*

veröffentlichten Zahlen bei gut 1.300 EUR pro qm, was dem 19-Fachen der Vertragsmieten entspricht. Wenn Sie sich die Zuschläge auf die Net Asset Values ansehen, die an der Börse derzeit bezahlt werden, wird dies ebenfalls deutlich. So wird beispielsweise die Deutsche-Wohnen-Aktie mit einem höheren Aufschlag bewertet als eine TAG Immobilien, deren Portfolio eine geringere Qualität hat.

**Smart Investor: Wobei Aufschläge auf einen generell schon hohen NAV an sich absurd erscheinen, oder?**

*Kurz:* Nicht zwangsläufig. Die NAVs, welche von Bewertern festgestellt werden, haben natürlich stets einen gewissen zeitlichen Nachlauf. Wenn Sie z.B. über die nächsten fünf Jahre moderate Mietsteigerungen von 2% p.a. einplanen, sollte der NAV dann isoliert betrachtet ca. 20% höher liegen. Allerdings ist dieses Spiel gefährlich, falls sich der Zyklus einmal umkehrt und wir von einer Erwartung steigender NAVs zu einer Erwartung sinkender NAVs übergehen. Die Aktien notieren dann plötzlich statt 10% oder 20% über NAV mit einem Discount von 10% oder 20% auf diesen. Solche Brüche in den Charts der Immobilien AGs sind noch stärker als die Veränderungen am physischen Markt für Immobilien. Wer meint, Immobilien hätten kein Risiko, hat aus der Geschichte nichts gelernt.

**Smart Investor: Blickt man auf die um notwendige Instandhaltungsaufwendungen adjustierten laufenden Erträge der**

**großen Immo-AGs, sieht die Rendite meist nicht besonders attraktiv aus. Die Anleger scheint dies bislang kaum zu stören...**

*Kurz:* Gerade die Aktien der großen Wohnungsbestandhalter wie Vonovia sind in den Augen vieler Investoren mittlerweile tatsächlich eher Anleihe-Substitute, die sich langsam ihrem natürlichen Limit annähern – auch wenn sie davon noch etwas weiter entfernt sind als der Bondmarkt. Anleger lieben im Moment Titel, die eine halbwegs

ordentliche Rendite von etwas mehr als 3% abwerfen und dabei gleichzeitig die Aussicht auf steigende Dividenden bieten. Der interessantere Weg, in deutsche Immobilien zu investieren, ist für uns entweder über Gewerbeimmobilien, wie z.B. eine Alstria Office REIT, oder über den Umweg Wien, wo Gesellschaften wie eine CA Immo oder conwert notieren. Diese verfügen über gute Lagen zu vernünftigen Bewertungen.

**Smart Investor: Spielen wir ein Szenario von massiven Negativzinsen von beispielsweise -3% durch. Welche Implikationen hätte dies auf die Immobilien und die Immobilien-AGs?**

*Kurz:* Ich glaube nicht, dass Zinsen von -3% durchsetzbar sind, ohne das Bargeld zu verbieten. Aber sehen Sie doch auf die Länder mit den negativsten Zinssätzen, wie Japan und die Schweiz. Sie finden dort eine leicht deflationäre Wirtschaftsentwicklung, sehr teure Immobilienmärkte und stagnierende Mieten. Es gibt also zwei gegenläufige Effekte: Von der Anlage- und Finanzierungsseite würden Immobilien nochmals attraktiver, gleichzeitig dürfte jedoch die reale wirtschaftliche Entwicklung bremsen. Bei -3% hätten wir vermutlich deutlich höhere Leerstände und rückläufige Mieten. Am Ende ist eine Immobilie also eben doch keine Anleihe, die ausschließlich mathematischen Gesetzen folgt. Es gibt ja auch keine negativen Mieten.

**Smart Investor: Herr Kurz, besten Dank für das interessante Gespräch.**

*Interview: Christoph Karl*

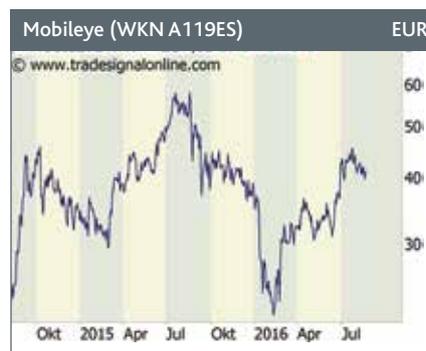
## CANSLIM-Rückblick

# Kurs gehalten

Einmal im Quartal stellen wir innovative Wachstumsaktien anhand der CANSLIM-Methode vor. Unsere Kandidaten der letzten Ausgaben konnten sich in einem schwierigen Umfeld behaupten.

## Alles auf „Growth“

Hinter den sieben Buchstaben der CANSLIM-Methode steckt ein klarer Growth-Ansatz, der seinerzeit von US-Investoren-legende William O’Neil formuliert und mit Erfolg in der Praxis angewendet wurde. O’Neil ging es darum, Gewinneraktien erfolgreicher und innovativer Unternehmen in einem frühen Stadium zu entdecken. Dazu definierte er sieben Kriterien. Das „C“ verweist auf die „Current Earnings“, womit das im letzten Quartal ausgewiesene Ergebnis je Aktie gemeint ist, welches möglichst deutlich über dem entsprechenden Vorjahresquartal liegen sollte. Um nicht nur einen kurzzeitigen Ausreißer zu erwischen, müssen auch die „Annual Earnings“ diese Vorgabe erfüllen. Ein weiterer Baustein ist die Innovationskraft der betrachteten



Unternehmen. Diese sollten mit einem neuen Produkt oder einer neuen Idee ihren jeweiligen Markt anführen. „S“ (*supply and demand*, Kursanstiege bei erhöhten Börsenumsätzen), „L“ (*leader or laggard*, Marktführer sind zu bevorzugen) und „I“ (*institutional sponsorship*, Unterstützung durch

institutionellen Anleger) definieren die weiteren von O’Neil benannten Ausschlusskriterien. Das „M“ steht schließlich für die generelle Markttrichtung (*Market direction*), die aufwärtsgerichtet sein muss. Für weiterführende Informationen zu dieser effektiven Analyse- bzw. Filter-Methode sei auf den Artikel in Ausgabe 12/2012 auf S. 16 verwiesen (kann von Abonnenten auch über das Online-Archiv nachgelesen werden). Nachfolgend präsentieren wir ein Update unserer CANSLIM-Besprechungen der letzten 12 Monate – in der Tabelle sind die jeweiligen Ausgaben-Nummern sowie die Performance seit der Besprechung.

## Intaktes Wachstum

Für Schlagzeilen sorgte im Juli unsere Canlim-Vorstellung **Mobileye**. Der isra-

Kennzahlen der CANSLIM-Unternehmen aus den letzten Ausgaben

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2015*	EpS 2016e	EpS 2017e	KGV 2016e	KGV 2017e	vorg. in Heft	Perform. seitdem	PEG Ratio**
Amsurg	911129	56,70	3,1	2,3	3,95	4,46	14,4	12,7	5/2016	-27,4%	1,0
Cyberark	A12CPP	49,02	1,6	0,1	0,83	1,02	59,1	48,1	11/2015	12,2%	2,1
Dialog Semiconductor	927200	32,10	2,5	1,2	1,58	2,12	20,3	15,1	8/2015	-35,9%	0,4
Eurofins	910251	357,44	5,5	2,0	10,20	12,25	35,0	29,2	2/2016	25,5%	1,5
GFT	580060	19,07	0,5	0,4	1,12	1,21	17,0	15,8	8/2015	-6,1%	2,0
Intuitive Surgical	888024	609,40	23,0	2,1	19,20	21,80	31,7	28,0	5/2016	-2,8%	2,1
Middleby	923608	113,30	6,5	1,7	4,32	5,00	26,2	22,7	1/2015	6,3%	1,4
Mobileye	A119ES	41,08	9,0	0,2	0,65	0,96	63,2	42,8	5/2016	3,1%	0,9
Rational	701080	452,95	5,2	0,6	11,53	12,74	39,3	35,6	1/2015	29,1%	3,4
Reply	592333	115,29	1,1	0,7	6,44	7,00	17,9	16,5	2/2016	-2,0%	1,9
Temenos	676682	53,72	3,5	0,5	1,65	1,90	32,6	28,3	2/2016	31,0%	1,9
Usana Health	923145	116,19	1,4	0,8	7,30	8,63	15,9	13,5	11/2015	7,6%	0,7
Zooplus	511170	123,80	0,9	0,7	1,72	2,83	72,0	43,7	8/2015	-4,0%	0,7

\*) in Mrd. EUR; \*\*) PEG Ratio = KGV 2017 geteilt durch das prozentuale Ergebniswachstum 2017; Bsp. Cyberark: 46,5 (KGV) geteilt durch 22,9% (Gewinnwachstum) = ca. 2,0 eine PEG Ratio < 1 deutet auf Unterbewertung hin (> 1 auf Überbewertung): alle Angaben in EUR; bei Umrechnungen gilt: EUR/USD = 1,11; Quelle: OnVista

elische Entwickler kamerabasierter Fahrassistenzsysteme (ADAS) wird Elektroautopionier Tesla als Kunden verlieren. Auf einen Kurseinbruch von zunächst über 10% folgte eine leichte Erholung. Bedenkt man, dass auf Tesla lediglich 1% der aktuellen Konzernumsätze und 2% der Langfristplanung entfiel, so handelte es sich offenbar um eine Überreaktion. Die eigentlich kaum nennenswerte Lücke sollte MobilEye zudem bald schließen können. Wie der Vorstand bekannt gab, verhandelt man bereits mit einem dritten bzw. vierten Automobilhersteller um den Einsatz der eigenen Technologie im Bereich des autonomen Fahrens. Hier werden immer wieder Namen wie VW und Volvo genannt. Unangetastet bleibt schließlich MobilEyes starke Position auf dem ADAS-Markt, wie das Umsatzplus von rund 60% im ersten Halbjahr belegt.

Mit einem Ausbruch auf ein neues Allzeithoch belohnten Anleger die starke Halbjahresbilanz des französischen Bioanalytikspezialisten **Eurofins Scientific**. Darin zeigte sich einerseits der Erfolg der zugekauften Labore, die ihre Profitabilität verbesserten, zum anderen konnten mit +11% auch organisch die höchsten Wachstumsraten seit der Finanzkrise im Jahr 2008/09 verzeichnet werden. Auf Konzernebene berichtete Eurofins über einen satten Erlöszuwachs von rund 43% auf 1,2 Mrd. EUR. Das bereinigte EBITDA verzeichnete sogar ein Wachstum von über 50% auf 216 Mio. EUR. Vorstandschef Gilles Martin bekräftigte, dass der Konzern bis zum Jahr 2020 ein EBITDA von bis zu 800 Mio. EUR bei Erlösen von 4 Mrd. EUR anstrebe.

Auch wenn die Notiz des Online-Händlers **Zooplus** seit unserer Besprechung im vergangenen Sommer keine nennenswerte Veränderung erfahren hat, so bleibt die CANSLIM-Story bei dem SDAX-Wert auch weiterhin intakt. Mit einem Erlösanstieg von 29% auf 428 Mio. EUR gelang es Zooplus im ersten Halbjahr, in einem wettbewerbsintensiven Umfeld den eingeschlagenen Expansionskurs fortzusetzen. In allen Ländern lagen die Zuwachsraten im zweistelligen Prozentbereich. Erfreulich ist zudem die hohe Wiederbestellrate, was sich besonders im Segment Tierfutter mit einem Plus von 33% zeigt.

#### Gesundheitsbranche im Fokus

Einen Dämpfer mussten dagegen **AmSurg**-Aktionäre hinnehmen. Das lag an der leichten Reduzierung der Umsatzplanung für 2016. Im Juni gab der Healthcare-Dienstleister bekannt, mit Konkurrent Envision fusionieren zu wollen. Mittels Aktientausch soll ein neues Branchen-Schwergewicht (Jahresumsatz: ca. 9,7 Mrd. USD) entstehen. Allerdings müssen die Wettbewerbshüter hierfür noch grünes Licht erteilen. Zuletzt trübte sich aber das Sentiment für Healthcare-Titel in den USA als Folge mancher Wahlkampfaußagen wieder spürbar ein. Von dieser Entwicklung waren im ersten Halbjahr auch viele Biotech-Titel betroffen.

Besser erging es dem Roboterspezialisten **Intuitive Surgical**. Dessen Operationssystem „da Vinci“ verkauft sich trotz seines hohen Anschaffungspreises weiterhin fast wie von selbst. Hinzu kommen erweiterte Indikationen und Anwendungen für den OP-Roboter, die zusätzliches Wachstum ermöglichen. Das im ►

## BANKEN VERKAUFEN VERSPRECHEN...



## ...WIR VERKAUFEN ECHTE WERTE !



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)



zweiten Quartal erzielte Umsatzplus von rund 14% konnte ebenso wie der Gewinn je Aktie (+27%) die Schätzungen der Analysten klar übertreffen. Insgesamt 130 „da Vinci“-Systeme wurden von April bis Juni ausgeliefert (Vorjahr: 118). Derzeit versucht sich das Papier an einem Ausbruch über die Marke von 700 USD.

**Nach dem Brexit**

Obwohl das Brexit-Votum der Briten erst wenige Wochen zurückliegt, so ergeben sich vor allem aufgrund der Pfund-Schwäche erste Auswirkungen auf das Zahlenwerk vieler Unternehmen. Allerdings sind die Folgen bislang weniger dramatisch als befürchtet. So schmälerten Währungseffekte beim Profiküchenausrüster **Rational** den Erlöszuwachs im ersten Halbjahr um rund zwei Prozentpunkte. Ein ähnlicher Effekt ließ sich bei der operativen Marge beobachten, die aufgrund von Bewertungseffekten aus Fremdwährungspositionen leicht unter dem hohen Vorjahreswert bei 26% lag. Weitere Vertriebsfolge und die hohe Dynamik in Deutschland (+14%) sowie auf dem wichtigen US-Markt (+18%) lassen den Vorstand jedoch optimistisch auf die kommenden Monate blicken – Brexit hin oder her.

Auch Konkurrent **Middleby**, der seit Jahren eine aggressive M&A-Strategie verfolgt, entwickelte sich seit unserer Besprechung sehr erfreulich. Nicht zuletzt dank der Zukäufe gelang es dem US-Konzern aus Illinois, die Konsensschätzungen in jedem der letzten drei Quartale deutlich zu übertreffen (um bis zu 20%). Infolgedessen kletterte die Gewinnerwartung für das laufende Jahr von 4,40 USD im Frühjahr auf derzeit 4,80 USD. 2017 soll mit 5,56 USD

noch einmal deutlich mehr verdient werden. Der für dieses Jahr geplante Umsatzsprung von über 25% auf 2,3 Mrd. USD unterstreicht die Dynamik aus organischem und zugekauftem Wachstum.

Beim IT-Spezialisten **GFT**, der als Technologiepartner stark in der Banken- und Finanzbranche vertreten ist, war die Pfund-Schwäche der Anlass für eine leichte Zurücknahme des Gewinnziels. Vor Zinsen und Steuern will GFT-Vorstand Ulrich Dietz im laufenden Jahr nunmehr 33 statt 35 Mio. EUR verdienen. Anleger reagierten gleichwohl gelassen, wurde eine solche Revision doch bereits erwartet. Die Sorge, vor allem britische Finanzinstitute würden ihre IT-Ausgaben zurückfahren, entkräftete GFT dagegen mit einer Anhebung der Umsatzprognose. Die Lösungen des IT-Anbieters zur Digitalisierung der Geschäftsprozesse bleiben gefragt.

Ein ähnliches Bild zeichnete die Schweizer **Temenos**. In Reaktion auf ein starkes Zahlenwerk sprang die Aktie auf ein neues Allzeithoch. Der Software- und IT-Anbieter für die Finanzbranche, der 38 der Top-50-Banken zu seinen Kunden zählt, berichtete über eine anhaltend robuste Nachfrage in Europa und Nordamerika, welche insbesondere das Wachstum der Lizenzerlöse im Jahresvergleich anschob. In die zweite Jahreshälfte startete Temenos mit einem Rekordauftragsbestand.

**Der große Verlierer**

Drastische Kursverluste mussten Aktionäre des Halbleiterherstellers **Dialog Semiconductor** hinnehmen. Seit dem vergangenen Sommer büßte der TecDAX-30-Titel in der Spitze über 50% seines Börsenwer-



tes ein. Gleich mehrere Umsatz- und Gewinnwarnungen – die letzte liegt erst wenige Wochen zurück – machten aus dem früheren Tech-Highflyer einen klaren Underperformer. Hintergrund für die enttäuschende operative Entwicklung ist die Schwäche des Smartphone-Marktes und speziell die Absatzprobleme des iPhone. Apple ist immerhin der mit Abstand größte Kunde von Dialog. Auch der geplante Zusammenschluss mit dem US-Halbleiterproduzenten Atmel, der die Abhängigkeit von Apple reduzieren sollte, scheiterte. Es gibt aber auch einen Hoffnungsschimmer. Im September will Apple das neue iPhone 7 vorstellen. Damit könnte aus dem früheren CANS-LIM-Wert Dialog Semiconductor schon bald eine Turnaround-Story werden.

**Fazit**

Aufgrund der meist hohen Wachstumserwartungen werden Rückschläge bei CANS-LIM-Aktien überproportional abgestraft. Ihr höheres Beta sorgt gleichzeitig in steigenden Märkten für eine messbare Out-performance. Für wachstumsorientierte Investoren sind sie daher als Baustein ihrer Aktienanlagen unverzichtbar.

Marcus Wessel





**JETZT  
ONLINE  
ZUSTIFTEN!**

## Wir hatten viel Glück im Leben. Jetzt geben wir etwas davon zurück.

„Die beste Möglichkeit für unendlich viele Generationen Zukunft zu gestalten, ist eine Zuwendung an die SOS-Kinderdorf-Stiftung. Die Erträge der Stiftung kommen Jahr für Jahr den jungen Menschen zugute, die es dringend benötigen.“

Petra Träg  
089 12606-109  
petra.traeg@sos-kinderdorf.de  
sos-kinderdorf-stiftung.de



**SOS-Kinderdorf-Stiftung**  
[www.sos-kinderdorf-stiftung.de](http://www.sos-kinderdorf-stiftung.de)

## Titelstory / Börsenpsychologie

# Faktor Mensch

Zwischen Daten und Kursen steht der menschliche Entscheider

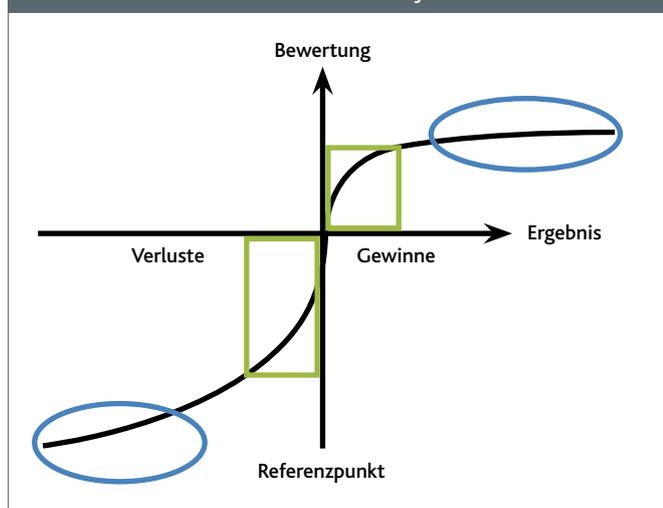
## Kalkulierbar irrational?

Die Behavioral Finance oder Finanzmarktpsychologie ist der wissenschaftsgeschichtlich relativ junge Versuch, die Pauschalaussage, wonach Börse irgendwie Psychologie sei, mit Fakten zu unterlegen. Dass sich Kurse nicht alleine nach fundamentalen Rahmenbedingungen, Unternehmensaussichten oder Bewertungen entwickeln, war Börsenpraktikern allerdings schon lange klar. Von André Kostolany ist die Einschätzung überliefert, wonach Börse zu 90% Psychologie sei. Tatsächlich befinden sich zwischen den kalten Konjunktur- und Unternehmensdaten auf der einen Seite und den Börsenkursen auf der anderen noch immer Menschen, die Informationen wahrnehmen, verarbeiten und schließlich handeln. Auch fundamentale und technische Analyseverfahren gehen letztlich davon aus, dass sich Menschen „kalkulierbar irrational“ verhalten, was stabile Nischen für die Anwendung dieser Analysemethoden ergibt.

Aber erst die Behavioral Finance nahm explizit den Menschen unter die Lupe. Sie identifizierte bei ihm wiederkehrende Verzerrungen der Wahrnehmung und des Handelns, die mit der bis dahin vorherrschenden Theorie des *homo oeconomicus* – des stets rational agierenden und perfekt informierten Entscheiders – nicht in Einklang zu bringen waren. Die „Betriebsunfälle“ des *homo oeconomicus* sind ureigenes menschliches Programm.



Abb. 1: Wertfunktion nach Kahneman/Tversky



Verluste belasten mehr, als Gewinne erfreuen (grüne Rechtecke).  
Zusätzlich tritt generell Gewöhnung ein (blaue Markierungen).

## Prospect Theory

Den Grundstein der Behavioral Finance legten die Psychologen Daniel Kahneman und Amos Tversky im Jahr 1979 mit der Prospect Theory (Neue Erwartungstheorie), die im Gegensatz zur Erwartungsnutzentheorie das Entscheidungsverhalten unter Risiko beschreibt und als Paradigmenwechsel verstanden werden kann. In Entscheidungssituationen unter Risiko ist die Ergebnisverteilung bekannt, was Aussagen über die Rationalität des Verhaltens erlaubt. Streng genommen ist die Situation an der Börse sogar noch komplizierter, denn dort gibt es allenfalls historische Aussagen über mögliche Ergebnisverteilungen. Man spricht hier von Entscheidungen unter Unsicherheit. Die Prospect Theory bezieht sich nun nicht mehr auf den objektiven wirtschaftlichen Nutzen (Nutzenkurve), sondern auf die Bewertung dieses Nutzens durch den Entscheider, wie sie in der Wertfunktion zum Ausdruck kommt (vgl. Abb. 1). Der Verlauf dieser hypothetischen Funktion wurde empirisch gewonnen – häufig in sogenannten Lotteriespielen, weshalb die Theorie ursprünglich auch Lottery Theory hieß. Wichtig ist, dass wir es in der ganzen Behavioral Finance mit

Illustration: © bluechip2014/Argus-Forelia.com

Abb. 2: Verzerrungen und Heuristiken

Verzerrungen	Heuristiken
Dispositionseffekt	Komplexitätsreduzierung
Anker- und Framingeffekte	Entscheidungsbeschleunigung
Repräsentativitätsheuristik	Mentale Konten
Zeitpräferenz	etc.
Glaubenssätze	
Selbstüberschätzung	
etc.	

*Die Vereinfachung von Entscheidungen im chaotischen Umfeld ist nicht per se schlecht. Doch schon Einstein wusste: „So einfach wie möglich. Aber nicht einfacher.“*

Tendenzaussagen über menschliches Verhalten zu tun haben. Der einzelne Entscheider kann davon abweichen. Wie der Verlauf der Wertfunktion zeigt, wird eine Geldeinheit Gewinn bzw. Verlust ganz unterschiedlich wahrgenommen, je nachdem an welcher Stelle der Kurve sie auftritt. Auffällig ist beispielsweise der übermäßig rasche Abfall der Wertfunktion bei geringen Verlusten gegenüber dem Referenzpunkt. Darin kommt die verbreitete Risikoaversion zum Ausdruck. Ebenfalls bemerkenswert ist die Abflachung der Wertfunktion an beiden (!) Enden der Kurve – bei großen Gewinnen setzt die Gewöhnung sogar noch schneller ein als bei großen Verlusten. Inzwischen konnten sogar bereits erste Erfolge bei der neurowissenschaftlichen Fundierung dieser und weiterer Aussagen der Behavioral Finance vermeldet werden.

#### Erkenne dich selbst

In einer Vielzahl von Experimenten konnten Wahrnehmungsverzerrungen („Biases“) und Daumenregeln bzw. Heuristiken identifiziert und katalogisiert werden, von denen jede einzelne bereits

zu einem irrationalen Anlageverhalten beiträgt. In Abb. 2 finden Sie einige dieser Effekte, wobei die Zuordnung zu den tendenziell bewusst angewendeten Heuristiken und den tendenziell unbewussten Verzerrungen fließend ist. Alleine das Wissen um solche Fallstricke ist hilfreich, selbst wenn man unter dem Stress einer Börsenentscheidung wieder in alte Muster zurückfällt. Insbesondere der Versuch, sich psychisch zu entlasten, kann das Ziel der Gewinnerzielung sabotieren. Unser Interviewpartner Joachim Goldberg von der cognitrend GmbH (vgl. S. 22) weist darauf hin, dass die meisten Menschen an der Börse eben nicht nur Geld verdienen wollen, sondern dabei auch ein Wohlgefühl anstreben – zwei Ziele, die selten miteinander vereinbar sind.

#### Kognitive Dissonanz

Unser Wohlbefinden wird beispielsweise durch widersprüchliche Informationen gestört. Weil wir solche Dissonanzen als unangenehm empfinden, streben wir nach deren Auflösung. Dabei leisten uns selektive Wahrnehmung und selektives Handeln scheinbar gute Dienste: Was nicht passt, wird passend gemacht, etwa indem man Informationen ausblendet und umdeutet, die nicht mit der eigenen Sichtweise kompatibel sind. Das Problem dabei: Die Emotion ist stärker als die Ratio. Besonders stark ist sie, wenn ein entsprechendes Commitment vorliegt, wie dies bei großen Aktienpositionen der Fall ist. Im Streben nach Harmonie werden diese dann mitunter bis in den Totalverlust hinein schöngeredet und mental geschützt. Sobald man also eine bedeutsame Position eingegangen ist, hat man allen Grund, dem eigenen Urteil zu misstrauen – also genau dann, wenn ein ungetrübtes Urteil am notwendigsten wäre.

#### „Zwei Seelen wohnen ach in meinem Kopf“

Die auffällige Neigung des menschlichen Entscheiders, unter Unsicherheit oder Stress – meist unbewusst – auf Denkabkürzungen ►

Anzeige

## publity: Investment by Result

Asset Management mit deutschen Gewerbeimmobilien

Unsere Erfolgsfaktoren:

- langjähriger Track Record,
- breites Netzwerk,
- effiziente Prozesse,
- starke Partner,
- zuverlässige Dividende

Profitieren Sie von unserem Wachstum.



publity AG  
 ISIN: DE0006972508  
 Landsteinerstraße 6, 04103 Leipzig  
 Tel. 0341/26 17 87 – 0, www.publity.de

publity

# „Wer liegt schief und zu welchem Preis?“

Smart Investor im Gespräch mit **Joachim Goldberg**, Gründer und Geschäftsführer der cognitrend GmbH, über Menschen und Märkte.

## Smart Investor: Herr Goldberg, wieviel Psychologie steckt eigentlich in den Börsenkursen?

**Goldberg:** Prozentual kann man das natürlich nicht angeben. Aber ich denke, dass die Psychologie einen viel größeren Einfluss hat, als es sich die meisten Menschen eingestehen. Angst, Hoffnung, Gier und Verzweiflung sind dabei nur Symptome. Entscheidend ist, dass Menschen sich systematisch nicht so verhalten, wie es uns die Standardökonomie glauben machen will. Den nutzenmaximierenden, 100% rationalen und jederzeit perfekt informierten Entscheider gibt es nicht.



## Smart Investor: Wo setzen Sie Ihre Schwerpunkte in der Finanzmarktpsychologie?

**Goldberg:** Mich interessiert die Frage, wie die Entscheidungen der Finanzmarktteilnehmer künftiges Angebot und künftige Nachfrage beeinflussen. Von herausragender Bedeutung ist dabei die Lage der großen Marktteilnehmer. Während die Gewinner die Finanzmärkte jederzeit verlassen können, sind die Verlierer psychisch in ihren Positionen „gefesselt“. Entscheidend ist: Wer liegt schief und zu welchem Preis?

## Smart Investor: Was verändert sich denn, sobald man eine Position eingegangen ist?

**Goldberg:** In dem Moment verändert sich das Urteilsvermögen. Ein Phänomen, das sich übrigens durch das ganze Leben zieht. Sobald Sie ein Commitment haben, sind Sie befangen – ob an der Börse, bei einer Anschaffung oder bei der Partnerwahl. Die Menschen sind im Prinzip Opfer ihrer früheren Entscheidungen. Interessant wird das bei großen Einsätzen, z.B. nach einer Erfolgsserie, wenn die Menschen mutig geworden sind. Wenn dann Verluste entstehen, wird die Bindung sogar noch stärker und verhindert, dass die Fehlentscheidung schnell korrigiert wird.

## Smart Investor: Wie messen Sie eigentlich die Marktstimmung?

**Goldberg:** Entscheidend sind die großen Kapitalanleger, die aller-

dings nicht so wahnsinnig gerne verraten, was sie wirklich zu tun beabsichtigen. Deshalb geht man als Sentiment-Analyst zu den Mittelgroßen. Die erzählen uns zwar auch nicht, wie sie positioniert sind, aber sie verraten uns ihre Stimmung. Wir gehen davon aus, dass diese Stimmung der Position entspricht. Und da die mittelgroßen Marktteilnehmer per Saldo mit den Großen handeln, ist das Sentiment häufig ein Kontraindikator. Am Ende gewinnt nämlich in der Regel das langfristige, große Kapital.

## Smart Investor: Gibt es so etwas wie die eine größte Unzulänglichkeit der Anleger?

**Goldberg:** Des Pudels Kern ist, dass Menschen mit Gewinnen anders umgehen als mit Verlusten. Trotz bester Vorsätze fällt es vor allem schwer, Gewinne tatsächlich laufen zu lassen. Man will das Wohlgefühl der Gewinnrealisierung möglichst oft erleben. Bei Verlusten klammern sich die Menschen dagegen an die Hoffnung, mit einem blauen Auge davonzukommen. Dazu kommen noch Gewöhnungseffekte. Beispielsweise können Menschen einen Verlust oft nicht in dem Moment realisieren, in dem er entsteht. Sobald sie sich aber daran gewöhnt haben, reicht eine harmlose Gegenbewegung, um diese dann als Gewinn wahrzunehmen, der unmittelbar realisiert wird.

## Smart Investor: Sind Handelssysteme eine Lösung, sozusagen als „Disziplin aus dem Computer“?

**Goldberg:** Das kann schon Vorteile bringen. Das Problem ist aber: Halte ich das als Beobachter auch aus? Stellen Sie sich vor, Sie haben eine solche sehr disziplinierte Strategie mit wenigen großen Gewinnen und einer Häufung kleiner Verluste. Auch hier bleibt der Mensch das größte Problem, weil er eine gute Strategie nicht aushält und sie daher abschaltet.

## Smart Investor: Vielen Dank für Ihre Ausführungen.

Interview: Ralph Malisch

# 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 – 18:15 Uhr: Unternehmenspräsentationen, Group Meetings, Einzelgespräche mit den Vorständen

13:00 Uhr: Lunch

ab 18:15 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 | > Lloyd Fonds 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

Abb. 3: Kahneman-Modell

System 1	System 2
schnell	langsam
mühelos	anstrengend
impulsiv	abwägend
unbewusst	bewusst
emotional	logisch
Mustererkennung	Lösung von Problemen

*Die meisten Marktteilnehmer nutzen weit überwiegend das „System 1“.*

zurückzugreifen, inspirierte den späteren Nobelpreisträger Daniel Kahneman, unsere Denktätigkeit in „System 1“ und „System 2“ (vgl. Abb. 3) zu unterteilen. Während System 1 schnell, reflexhaft und emotional reagiert, arbeitet System 2 bewusst, ist dabei aber langsam und strengt an. Wenn unser Interviewpartner Manfred Hübner von der sentix GmbH (vgl. s. 25) die Antworten seiner Umfrageteilnehmer bewusst verlangsamte, um deren Wissensspeicher anzuzapfen, dann ist das ein Zugriff auf deren System 2. Was in Umfragen funktioniert, das kann auch in der täglichen Anlagepraxis von Nut-

zen sein. Wer nicht gerade ein Day Trader ist, für den dürfte es also ebenfalls sinnvoll sein, seine ersten impulshaften Reaktionen (System 1) zu hinterfragen und den Entscheidungsprozess zu verlangsamen. Dazu gehört auch die größte kognitive Fehlleistung von „System-1“-lastigen Marktteilnehmern, über die der Autor Thomas Vittner nachdenkt (vgl. Kasten „Börse ist kein Kinderspiel“ unten).

### Der Mensch als Herdentier

So sehr sich Menschen auch als soziale Wesen begreifen, an der Börse ist die Nähe zu anderen, zur Gruppe Gleichgesinnter, schädlich. Einige der von der Behavioral Finance identifizierten Verzerrungen fördern geradezu die Ansteckung zu Gruppendenken und Gruppenverhalten. In extremen Phasen entstehen daraus berüchtigte massenpsychologische Phänomene wie Euphorien und Paniken. Die nicht triviale Aufgabe für Anleger und Analysten besteht also immer wieder darin, nicht Teil der Masse zu werden. An der Börse wird man nämlich regelmäßig nicht durch bloße Dummheit zum Herdentier, sondern

oft genug durch rationale, von allen anderen Marktteilnehmern ebenfalls nachvollziehbare Überlegungen. Wer zur „psychologischen Masse“ verschmilzt – übrigens ein Begriff aus Gustave Le Bons Klassiker „Psychologie der Massen“ (1895) –, ist sich dessen zudem nicht bewusst. Im Gegenteil: Gerade Marktteilnehmer, die als Berufsgruppe wie kaum eine andere in der Gefahr stehen, Masse zu werden, sind geradezu notorisch davon überzeugt, klüger und distanzierter als ihre Kollegen zu sein. Die virtuelle Ansteckung der Anlegermasse erfolgt im Wesentlichen über verbreitete Analysen, Massenmedien und vor allem über die Kursentwicklung selbst.

### Fazit

Vom Tempel des Apoll in Delphi lässt sich ein Bogen bis zur modernen Neurowissenschaft spannen. Motto: „Erkenne dich selbst.“ Im Bereich der Geldanlage hat sich die Behavioral Finance dieser Aufgabe verschrieben. Jeder Anleger ist gut beraten, deren Erkenntnisse zu beherzigen, auch und gerade, wenn es schwer fällt.

*Ralph Malisch*

## „Börse ist kein Kinderspiel“

Guter Rat von Thomas Vittner, Buchautor und Gründer von moomoc.com

Fakt ist, dass die meisten Anleger mit einer komplett falschen Erwartungshaltung an den aktiven Börsenhandel herantreten. Dem Einsteiger wird gerne suggeriert, dass mentale Stärke der wichtigste Faktor für den Börsenerfolg ist, aber das ist nicht korrekt. Natürlich braucht man etwas Mumm fürs Trading, aber Mumm braucht man für viele Tätigkeiten. An der Börse sind hingegen drei Dinge unerlässlich: Fachwissen, Fachwissen und nochmals Fachwissen. Und davon haben die meisten Anleger viel zu wenig. Börse ist kein Kinderspiel.

Eine weit verbreitete, kognitive Fehleinschätzung ist es also, dass dem Erlernen der fachlichen Voraussetzungen zu wenig

Augenmerk geschenkt wird. Häufiger Grund für ein Versagen sind nicht weiche Faktoren wie die falsche Einstellung oder mentales Versagen, sondern ein Mangel an Know-how auf breiter Front. Die einzig richtigen Schritte sind daher, dass sich Anleger von Anfang an mit der Funktionsweise der Märkte beschäftigen.

Dazu ein Beispiel: Wenn ich mich für das Trading einer Asset-Klasse wie Aktien entschieden habe, gilt es als Erstes herauszufinden, ob dieser Markt besser auf Momentum-Ansätze oder auf Reversionsmodelle anspricht. Darauf kann man dann sein weiteres Regelwerk aufbauen. Aber empfehlen Sie das mal einem angehenden Trader. Der weiß ja

nicht mal, wovon man spricht, weil – ich wiederhole mich bewusst – der Mangel an Fachwissen eklatant ist. Wie soll man da erfolgreich werden, wenn man nicht mal die Basics beherrscht?

Den erfolgreichen Börsenhandel lernt man nicht in einer Woche oder in einem Monat. Dazu ist die Materie viel zu komplex. Ich habe schon viele Klienten betreut und die durchschnittliche Ausbildungsdauer liegt bei ca. sechs Monaten. Danach haben meine Klienten gerade mal ihre Grundausbildung abgeschlossen. Dann gilt es, das Gelernte selbst weiter zu vertiefen. An der Börse lernt man niemals aus, das gilt für alle und selbstverständlich auch für mich.

# „Emotion ist stärker als Ratio“

Smart Investor im Gespräch mit **Manfred Hübner**, Gründer und Geschäftsführer der sentix GmbH

**Smart Investor:** Herr Hübner, wie bettet sich die Sentiment-Analyse in die Kapitalmarktanalyse ein?

*Hübner:* Sentiment ist für uns nur eine Spielart. Wir betrachten das komplette menschliche Anlageverhalten. Menschen bestehen nämlich nicht nur aus Emotionen, sie wissen auch etwas.

**Smart Investor:** Sie interessieren sich also auch für das Wissen der Umfrageteilnehmer?

*Hübner:* Bereits im Jahr 2005 hat James Surowiecki in seinem Buch „The Wisdom of the Crowds“ beschrieben, dass eine heterogene Gruppe aus unabhängigen Mitgliedern mit unterschiedlichem Hintergrund einen höheren Wissensstand hat als der beste Einzelexperte. Unser sentix-Konjunkturindex verhält sich genau nach dieser Theorie. Er macht konjunkturelle Tendenzen so frühzeitig sichtbar, dass er im Markt inzwischen den Ruf eines „First Mover“ genießt. Diesen Index sollte man daher auf keinen Fall antizyklisch interpretieren.

**Smart Investor:** Wie trennt man eigentlich das Wissen der Anleger von deren Emotionen?

*Hübner:* Das Verrückte ist ja, dass beide Sphären simultan vorhanden sind, aber ganz unterschiedlich ausfallen können. Am Tief wissen die Leute prinzipiell oft schon, dass die Bewertung zu niedrig ist. Trotzdem haben viele noch Angst. Die Emotion ist immer stärker als die Ratio. Ideal ist eine Situation, in der die wissensbasierten Indikatoren schon nach oben drehen, aber die Sentiment-Zahlen noch Angst anzeigen. Bei sentix können wir durch eine präzise Fragestellung beide Sphären erkunden. Dinge aus dem Wissensspeicher der Leute erfährt man eher, wenn man sie vor der Antwort „verlangsamt“, beispielsweise indem man sie zum Nachdenken bringt.

**Smart Investor:** Unser Bauchgefühl alleine erweist uns also einen Bärendienst?

*Hübner:* Beim „Bauchgefühl“ unterscheiden wir zwischen dem untrainierten Gefühl, das auch derjenige spürt, der keine Ahnung



*Manfred Hübner (Jahrgang 1967) ist Gründer und zusammen mit Patrick Hussy Geschäftsführer der sentix GmbH und der sentix Asset Management GmbH. Er gilt als einer der führenden Behavioral-Finance-Experten in Deutschland. Mit dem sentix Global Investor Survey betreibt sentix die führende Plattform für Sentiment-Analyse in Europa und setzt die Erkenntnisse in eigenen Investmentfonds um. Im Smart Investor erscheint monatlich die Kolumne „sentix Sentiment“.*

vom Thema hat und einer Intuition, die durch viel Erfahrung geschult ist. Diese Intuition ist eine werthaltige innere Stimme im Umgang mit der Nichtlinearität der Märkte, das untrainierte Bauchgefühl nicht. Das Problem dabei: Beides fühlt sich gleich an.

**Smart Investor:** Welche Fehler werden eigentlich beim konträren Investieren begangen?

*Hübner:* Im Wesentlichen sind es zwei Fehler: Erstens verwechseln Investoren „konträr“ mit „gegen den Trend“. Konträr zu sein heißt aber nur, dass man etwas tut, was die Masse nicht tut. Denn die Mehrheitsmeinung wird selten belohnt. Zweitens beurteilen die meisten die Stimmung nur subjektiv und glauben dann, dass ihre eigene Stimmungslage repräsentativ für den Markt sei. Worum es eigentlich geht, ist eine systematische und quantitative Erfassung der Mehrheitsmeinung.

**Smart Investor:** Ist Sentiment auch abseits extremer Marktphasen nutzbar?

*Hübner:* Für sich alleine betrachtet liefert es die stärksten Informationen tatsächlich nur in den seltenen Extremphasen. Regelmäßig ist dagegen das Wissen der Umfrageteilnehmer nutzbar, das wir bei sentix mit dem „Strategischen Bias“ messen. Diese Grundüberzeugung der Befragten ist stark mit dem tatsächlichen Anlageverhalten korreliert. Beides bewegt sich in Trends. Die Sentiment-Indikatoren oszillieren dann lediglich um diese Basistrends.

**Smart Investor:** Drängt das Algorithmen-Trading die Emotion nicht perspektivisch aus dem Markt heraus?

*Hübner:* Das kreative menschliche Potenzial liegt in der Intuition und im Umgang mit nichtlinearen Zusammenhängen. Die Stärke der Handelssysteme ist der stringente Umsetzungsprozess. Disziplin ist ein enormer Erfolgsfaktor. Ideal wäre die Kombination „Denken wie ein Mensch, handeln wie eine Maschine“. Das streben wir im Management unserer sentix-Fonds an.

**Smart Investor:** Vielen Dank für das interessante Gespräch. ■

*Interview: Ralph Malisch*

## Phänomene des Marktes

# Paralyse durch Analyse – Der Teufel steckt im Detail

Im Englischen ist von „Analysis paralysis“ die Rede – damit ist die „Lahmlegung“ des Recherchefortschritts durch übermäßiges Analysieren gemeint. Doch mit den richtigen Strategien lässt sich das Problem umschiffen.

## Informations-Suchverhalten

Mit dem Ausdruck „Paralyse durch Analyse“ kann „Analysis Paralysis“ im Deutschen ebenfalls als Reim dargestellt werden – auch wenn er nicht ganz so knackig wie das Original klingen mag. Er besagt, dass durch eine übermäßige Analyse eine Entscheidung hinausgezögert oder gar verhindert wird. Neben der steigenden Datenflut ist auch dies ein Problem, das nicht nur Anlegern und Börsianern zu schaffen macht. Die Auswahl an Informationen ist heute immens. Im Medienschwung die richtigen Informationen zu finden, zählt zu den größten Herausforderungen des angebrochenen Digitalzeitalters. Damit beschäftigt sich ein neuer Forschungszweig namens „Information Seeking Behavior“ („Informations-Suchverhalten“).

Wie Informationen an der Börse wahrgenommen und verarbeitet werden, hat die „Behavioral Finance“ bereits weitgehend untersucht. Dieser Wissenschaftszweig der verhaltensorientierten Kapitalmarktfor- schung unterscheidet sich vom Informations-Suchverhalten darin, dass Letzteres sich mit dem Verhalten bzw. den Gedanken und Emotionen auseinandersetzt, die mit dem Suchprozess als solchem zusammenhängen (vgl. Abb.).

## Nagende Fragen, lähmende Furcht

Wurde das eigentliche Thema verfehlt? Sind alle nötigen Quellen berücksichtigt? Wurde etwas Wichtiges übersehen? Diese und ähnliche Fragen, die vorwiegend bei den Rechschritten Bedarfsermittlung und

Informationssammlung auftreten, führen oft zu Unsicherheit, Zweifel oder zu einem Gefühl der Überforderung. Derartige Punkte sind Gegenstand der „Information Seeking Behavior“.

„Analysis paralysis“ bezieht sich im engeren Wortsinn auf den Analyseschritt. Der Eindruck und die Bedenken, dass einem die Informationsfülle über den Kopf wächst, ist aber auch beim Schritt der Informationssammlung ein typisches Merkmal der „Analyse-Paralyse“. Weitere marternde

Fragen tauchen etwa hinsichtlich der Sorgfalt und Gründlichkeit der Recherche auf. Dabei stehen vor allem zwei Faktoren im Vordergrund: Akribie und Neugier.

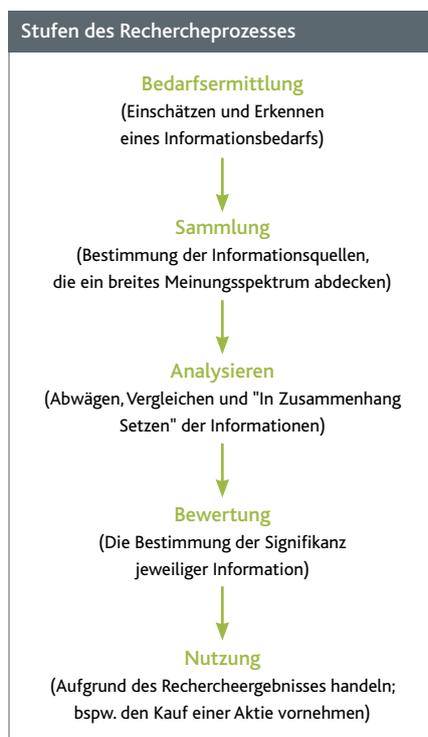
## Bis ins kleinste Detail

Eigentlich bringen Details eine Reihe von Vorteilen mit sich: Sie ermöglichen in der Regel eine bessere Differenzierung sowie eine fundiertere Begründung und tragen zu einem umfangreicheren Verständnis der Thematik bei. Vor allem perfektionistisch(er) veranlagte Menschen haben ein Faible für Details. Der Knackpunkt der „Perfektionitis“: Weil die gefundenen Detailinformationen vermeintlich nicht gut genug sind, wird kontinuierlich weiter gegraben.

Bei übermäßiger Fokussierung auf Details spielt oft auch eine stark ausgeprägte Neugier eine zentrale Rolle. Wissensdurst gilt gemeinhin als positive Eigenschaft. Doch wenn die Details nicht als ausreichend empfunden werden, um diesen zu löschen, übernimmt nicht selten der Wissensdrang das Kommando und zeichnet einen zeitraubenden Weg vor.

## Hamstern

Von „Information Bias“ (Informations-Verzerrung) ist die Rede, wenn das Heranziehen jeglicher neuer Information als erstrebenswert erachtet wird. Es wird selbst dann weiter nach neuen Informationen gesucht, wenn diese irrelevant sind oder der eigentliche Zweck der Handlung dadurch nicht mehr beeinflusst werden kann. Vereinfacht gesagt: Die Sammelwut wird zum Selbstzweck.



*Informations-Management in stufenweiser Abfolge*

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.

Studien zeigen, dass sich die Qualität von Analysen durch mehr Informationen verbessert. Dennoch gibt es einen Punkt, ab dem sich dieser Zusammenhang umkehrt: Plötzlich sinkt die Analysequalität mit jeder weiteren Information. Wie in einem Hamsterrad wird dann wertvolle Energie verbraucht, ohne dass man dadurch weiterkommt.

## Strategien aus der Detailfalle

Mit folgenden Strategien lässt sich gegen die unterschiedlichen Formen der Pedanterie im Umgang mit Details entgegenwirken: **Perfektionismus:** Hält man stetig nach neuen Details Ausschau, wird man auch immer wieder welche finden. Der Prozess ist dann quasi endlos. So lassen sich sicher gute und nützliche Informationen finden, aber der Glaube, es gäbe da draußen die „perfekte“ Information, ist eine Illusion. Stellen Sie sich folgende Fragen:

- 1) Was muss ich jetzt (!) wissen?
- 2) Was will ich in Zukunft wissen?

Fokussieren Sie sich auf den ersten Punkt und konzentrieren Sie sich auf die harten Fakten. Einen guten Leitfaden bieten die sogenannten W-Fragen des Journalismus. Mit den Fragewörtern „Wer?“, „Wann?“, „Wo?“ und „Was?“ lassen sich die harten Fakten sammeln, die das Grundgerüst bilden. An die Fragen nach dem „Wie?“ und „Warum?“ – bzw. nach der Struktur und den Motiven – sollte im ersten Schritt möglichst kurz und sachlich herangegangen werden. Denn an dieser Stelle beginnt in der Regel schon der Übergang zu den potenziell verfänglichen Details.

**Neugier:** Neugierige Menschen sind häufig im Rahmen von Assoziationsketten gefangen. Aufgrund ihrer Entdeckerfreude verlieren sie nicht nur den Faden, sondern oft auch das Zeitgefühl. Für besonders Wissbegierige empfiehlt es sich, folgende Trainingsmethode anzuwenden: Stellen Sie den Alarm an Ihrer Uhr so, dass er beispielsweise alle 15 oder 20 Minuten läutet. Halten Sie dann inne und überprüfen Sie, ob Sie vom Kernthema abgekommen sind. Apropos Zeit: Feste Zeitgrenzen für einzelne Arbeitsschritte und deren Abschluss sind auf allen Stufen des Rechercheprozesses zweckmäßig.

**Information Bias:** Menschen neigen dazu, dass sie Informationen, die nicht zu der eigenen Erwartung oder Meinung passen, vernachlässigen oder ignorieren. Deshalb nehmen sie selektiv wahr und recherchieren vorwiegend einseitig in Quellen, die die eigene Sichtweise bekräftigen oder bestätigen. Das bewusste Heranziehen von Quellen mit Gegenargumenten sorgt nicht nur dafür, dass das Rechercheergebnis ausgewogener ausfällt und ein breiteres Meinungsspektrum abgedeckt wird. Es ist auch eine bewährte Vorgehensweise gegen den Information Bias.

## Fazit

Über-Analyse paralyisiert. Der Weg aus dem Teufelskreis der Detailversessenheit liegt darin, sich kontinuierlich in der Konzentration auf das Wesentliche zu üben. ■

Oguz Calli



UNIBRAND

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

183059  
4725891  
65891  
328937

börse  
münchen

Perspektiven für den Mittelstand.  
m:access

# „Seit Kohl und Merkel läuft der Film rückwärts“

Smart Investor im Gespräch mit **Bruno Bandulet** über Deutschland als Zahlmeister.

**Smart Investor:** Herr Bandulet, in Ihrem neuesten Buch, „Beuteland“, erzählen Sie den enormen und andauernden Aderlass Deutschlands seit 1945 chronologisch. Können Sie auch eine Rangfolge der größten Belastungen aufstellen?



*Dr. Bruno Bandulet ist Publizist und Analyst der großen Politik. Er kam über Stationen bei verschiedenen Zeitungen und Zeitschriften zur Herausgabe eigener Finanz- und Hintergrunddienste, seit 1979 des „Gold & Money Intelligence“, der seinen Ruf als der Goldexperte Deutschlands begründete, und seit 1995 des „DeutschlandBriefs“, der seit 2009 als Kolumne in dem Monatsmagazin „eigentümlich frei“ erscheint. Bandulet hat ursprünglich Politik, Geschichte, Hispanistik und Volkswirtschaft studiert. Seine politikwissenschaftliche Promotion schrieb er über die Außenpolitik Konrad Adenauers; seine zahlreichen Bücher sind in erster Linie volkswirtschaftliche Analysen, insbesondere des Euro und des Europaprozesses, der Edelmetallmärkte und der Geopolitik sowie der Entwicklung Deutschlands seit dem 19. Jahrhundert.*

*Bandulet:* Das ist gar nicht so einfach. Über die Höhe der Summen, die aus Deutschland herausgezogen wurden, kann und muss man diskutieren, aber ich kann nachweisen, dass nie in der neueren Geschichte ein besiegt Land so gründlich ausgeplündert wurde wie Deutschland nach 1945 und dass sich selbst die Reparationen aufgrund des Versailler Vertrages dagegen bescheiden ausnehmen. Wer weiß zum Beispiel heute noch, dass allein 1948 die Besatzungskosten in den drei Westzonen ein Drittel der gesamten Steuereinnahmen verschlungen haben? Oder dass es sich bei der Plünderung der Betriebsgeheimnisse, Patente und Forschungsergebnisse um den größten Wissenstransfer aller Zeiten gehandelt hat? Nach US-amerikanischen Quellen hat sich damit die US-Wirtschaft einen Vorsprung von mehreren Jahren verschafft. Nicht zu vergessen die rechtswidrige Enteignung der privaten deutschen Auslandsvermögen, die sich nach heutiger Kaufkraft und in Euro auf 50 Mrd. EUR schätzen lässt.

Sehr genau beziffern lassen sich die Nettzahlungen, die Deutschland an die EU geleistet hat. Das waren seit der Wiedervereinigung kaufkraftbereinigt deutlich über 250 Mrd. EUR. Und die Rechnung für den Euro und für die Aufnahme von Millionen von Arabern und Afrikanern ist immer noch nach oben offen. Um auf Ihre Frage zurückzukommen: Bis zum Ausbruch der Eurokrise 2010 hätte ich ausgeschlossen, dass er teurer werden könnte als die Nachkriegsreparationen – jetzt bin ich mir nicht mehr sicher. Und bis zum Staatsversagen in der Flüchtlingskrise 2015 hätte ich mir die immensen Kosten der irrationalen deutschen Migrationspolitik nicht vorstellen können – jetzt befürchte ich, dass der Scha-

den in Richtung der Reparationskosten geht. Wie auch immer: Deutschland ist kein wirklich reiches Land. Die Deutschen könnten wohlhabender sein, als sie es sind. Warum sie trotz ihrer Leistungsfähigkeit und ihrer Exporterfolge nur im europäischen Mittelfeld rangieren, das ist eine Frage, auf die ich Antworten zu geben versuche.

**Smart Investor:** Wo es ein „Beuteland“ gibt, muss es auch Ausbeuter geben. Kann man die Profiteure der „systematischen Plünderung Deutschlands“ – so der Untertitel Ihres Buches – namhaft machen und ihrerseits in eine Rangfolge stellen?

*Bandulet:* In den Jahren nach 1945 waren es die Siegermächte, die sich bedient haben, wobei die Sowjets und auch die Franzosen bei den Sachlieferungen, Demontagen, Zwangsexporten und Besatzungskosten stärker zugelangt haben als die Amerikaner. Mit der europäischen Integration, deren Hintergründe ich im Detail schildere, wurde das Beziehungsgeflecht komplizierter. Ich zitiere den britischen Historiker Niall Ferguson, der die hauptsächlich von Deutschland finanzierte Umverteilung in der EU einmal ein „einvernehmliches System von Kriegsreparationen“ genannt hat. Ein wesentlicher Unterschied zur Nachkriegszeit besteht darin, dass Zwang durch Freiwilligkeit abgelöst wurde. Die Aufgabe der D-Mark und die Entmachtung der Bundesbank – auch dies eine höchst spannende Geschichte – war wohl der größte Fehler der deutschen Nachkriegspolitik und zugleich ein Fehler, den sich die politische Klasse unseres Landes selbst zuschreiben muss. Unter Adenauer und Erhard kämpfte die politische Führung noch um ►

Politik &amp; Gesellschaft / Buchbesprechung

# „Beuteland“

Warum die Deutschen so viel weniger reich sind, als sie aufgrund ihrer Exportüberschüsse und Wirtschaftsleistung sein müssten

Der Meister der luziden und flott erzählten Zeitgeschichtsreportage in wissenschaftlicher Qualität hat schon wieder geliefert. Nur zwei Jahre nach seinem Gedenkjahr-1914-Report „Als Deutschland Großmacht war – Ein Bericht über das Kaiserreich, seine Feinde und die Entfesselung des Ersten Weltkrieges“ legt Bruno Bandulet sein bisher umfangreichstes Werk vor, zu einem Thema, zu dem er freilich schon seit vielen Jahren recherchiert und auch publiziert hat: Die systematische Plünderung Deutschlands seit 1945 und das damit einhergehende Ringen dieser Nation – nicht nur gegen äußeren Widerstand, sondern auch mit sich selbst – um Souveränität.

In seiner Chronologie des Run-up zum Weltkrieg 1914, die die Schlafwandler-These als Verharmlosung oder gar Vertuschung erscheinen lässt, hatte Bandulet bereits das Bestreben der westlichen Großmächte seziert, die unbändige Wirtschaftsmacht in der Mitte Europas niederzuringen, und hatte insbesondere die Motive der USA für deren Eingreifen 1917, das den Krieg entschied, herausgearbeitet. Und er hatte in der insoweit sehr erbaulichen Lektüre den politischen und wirtschaftlichen Status-quo-ante Deutschlands in Erinnerung gerufen, einen Referenzwert, an dem sich jedes spätere Deutschland messen lassen muss und der die Fallhöhe markiert. In „Beuteland“ geht es nun darum, alle mit deutscher Schuld begründeten oder indirekt veranlassten Zahlungen, Leistungen und Belastungen Deutschlands und der Deutschen seit 1945 zu bilanzieren. Das in der Gesamtschau zutage tretende Ausmaß scheint den Autor selbst zu erstaunen.

Den ersten Schwerpunkt bilden die wilden Plünderungen, die Reparationszahlungen und die Wiedergutmachungsleistungen vielfältigster Art – Fakten, Zahlen und Hintergründe, die wir in dieser Vollständigkeit noch nicht zusammengetragen gesehen haben. Bandulet stellt dem Ganzen zwei Kapitel über „Niederlage“ und „Siegerrecht“ voran, die das Narrativ der Sieger von der intendierten Befreiung Deutschlands dekonstruieren. Den zweiten



„Beuteland – Die systematische Plünderung Deutschlands seit 1945“ von Bruno Bandulet, Kopp Verlag, 333 Seiten, 19,95 EUR.

„Als Deutschland Großmacht war – Ein Bericht über das Kaiserreich, seine Feinde und die Entfesselung des Ersten Weltkrieges“ von Bruno Bandulet, Kopp Verlag, 304 Seiten, 19,95 EUR.

großen Brocken des von Deutschland in Permanenz geleisteten Tributs bilden die im Namen Europas und durch die Europäische Währungsunion aus Deutschland herausgezogenen bzw. im Feuer stehenden Mittel. Hier bieten nur Bandulets eigene Bücher über den Euro und den Europaprozess eine vergleichbare Vollständigkeit (siehe unsere Besprechung in Smart Investor 10-2012, S. 58).

Unfreiwillig aktuell ist das an sich die Vergangenheit der Bundesrepublik aufarbeitende Buch, weil seit 2015 mit der Flüchtlingskrise ein neues Kapitel aufgeschlagen wurde in der Geschichte der Sonderbelastungen Deutschlands, das allerdings auch schon eine lange Vorgeschichte hat, wie Bandulet in seinem letzten Kapitel aufzeigt. Ein Urteil darüber, ob die Verantwortlichen von der Situation bloß überrumpelt wurden oder ob hinter den handwerklichen Fehlern vielleicht doch ein strategischer Plan steckte, kann und will er noch nicht fällen. Aber er entlarvt die Scheinargumente, mit denen die Masseneinwanderung schöngeredet wird, und verfolgt die Agenda und die Motive der „multikulturellen Gesellschaft“ zurück. Erstaunlich und unbedingt lesenswert etwa der Abschnitt über den Strippenzieher Peter Sutherland, „eine führende Figur jenes supranationalen Netzwerkes, das in einer »offenen Verschwörung« daran arbeitet, Europa zu unterwandern, die Gesellschaften zu atomisieren und damit den Widerstand gegen Elitenherrschaft und Demokratieabbau zu brechen“.

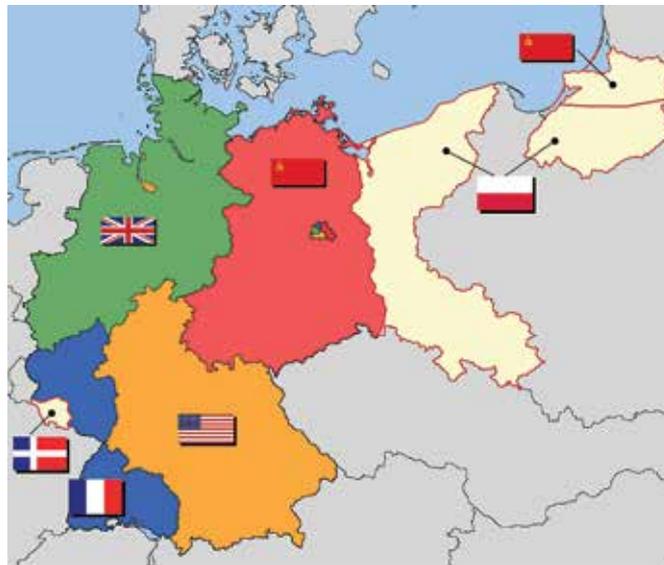
Fazit: Ein außerordentlich wichtiges Buch, das viele andere ersetzt. Und: Den Dukatenesel aus dem Märchen gibt es tatsächlich, Transferweltmeister Deutschland, allerdings mit der Betonung auf Esel.

Kristof Berking

Selbstbestimmung und Souveränität. Seit Kohl und seit Merkel läuft der Film rückwärts. Deutschland ist seit 1990 völkerrechtlich souverän, nur muss diese Souveränität auch politisch gelebt und ausgefüllt werden. Dazu fehlen Wille und Selbstbewusstsein. Von Alain Minc, einem der engsten Berater von Nicolas Sarkozy, stammt der Satz: „Die politische Macht Deutschlands ist gleich null.“ Das findet er beängstigend. Er befürchtet den wirtschaftlichen Absturz der Bundesrepublik.

**Smart Investor: Ist nicht ein Großteil der Abflüsse aus Deutschland gar keine „Ausbeutung“ oder „Plünderung“, sondern tatsächlich gerechtfertigte Reparationen wegen des Krieges?**

*Bandulet:* Gegen reguläre Reparationen, die einem Land nach einem verlorenen Krieg auferlegt werden, argumentiere ich keineswegs. Selbstverständlich musste auch das vom NS-Regime geraubte Privateigentum zurück-erstattet werden. Nehmen wir zum Vergleich die französische Niederlage 1871: Es wurde eine feste Summe vereinbart, Frankreich zahlte umgehend, die Sache war erledigt, und es wäre dem deutschen Sieger nie in den Sinn gekommen, sich am Privateigentum zu vergreifen. Was sich nach 1945 abgespielt hat, ging über klassische Reparationen weit hinaus; es wurde zerstört, geplündert und enteignet. Und es wurde nie korrekt abgerechnet. Als Stalin auf der Konferenz von Jalta Reparationen im Wert von 20 Mrd. USD für alle Siegermächte zusammen forderte, fand Churchill das zu viel. Für Deutschland wären die 20 Mrd. – noch dazu verbunden mit einem Friedensvertrag – eindeutig die bessere Lösung gewesen, zumal bei einem Friedensvertrag auch der riesige Verlust der deutschen Ostgebiete und die Totalenteignung der Ostdeutschen jenseits von Oder und Neiße hätten berücksichtigt werden müssen, die bei den tatsächlich geleisteten sogenannten Reparationen nie verrechnet wurden.



*Die vier Besatzungszonen der Hauptsiegermächte in den ersten Nachkriegsjahren und die gemäß dem Potsdamer Abkommen unter polnische und sowjetische Verwaltung gestellten Ostgebiete des Deutschen Reichs in den Grenzen von 1937. Die Totalenteignung der Ost- und Westpreußen, (Hinter-)Pommern, Ostbrandenburger, Schlesier und Oberschlesier, Sudetendeutschen und anderer Vertriebener aus den deutschen Siedlungsgebieten in Osteuropa und im Donauraum wurde bei den Reparationen nie in Anschlag gebracht.*

**Smart Investor: Wenn es immer noch darum geht, die deutsche Kuh zu melken, warum versucht man von interessierter Seite dann nicht, Deutschland von seinem Alleingang in der Flüchtlingspolitik abzubringen? Die Masseneinwanderung wird doch die Ertragskraft Deutschlands enorm schmälern, oder etwa nicht?**

*Bandulet:* Ja, das wird sie. Und die Politik Merkels stößt bei unseren Nachbarn auf Kritik und Unverständnis. Der Freiburger Finanzwissenschaftler Bernd Raffelhüschen hat kürzlich die di-

rekten und indirekten Staatsschulden der Bundesrepublik zusammengezählt und das berechnet, was er die Nachhaltigkeitslücke nennt. Demnach kostet der Flüchtlingszustrom nach Deutschland alles in allem 880 Mrd. EUR, falls sich die zweite Generation der Migranten bezüglich Qualifikation und Verdienst nicht mehr vom Durchschnitt der deutschen Bevölkerung unterscheiden sollte – eine sehr optimistische Annahme. Im ungünstigen Fall steigen die Kosten laut Raffelhüschen bis auf 1,5 Billionen EUR. Auch dies ist nicht fremd-, sondern selbstverschuldet und damit eine Form der Selbstausbeutung. Wobei anzumerken ist, dass die Multikulti-ideologie der maßgebenden EU-Eliten darauf abzielt, die Homogenität der Nationalstaaten zu unterminieren. Auch das ist keine Verschwörungstheorie, ich kann es mit Quellen belegen.

**Smart Investor: Abgesehen von der Flüchtlingskrise sind heute der Euro und die EU die größten Belastungsfaktoren Deutschlands, gerade auch wenn sie scheitern. Wie viele Jahre geben Sie dem Euro noch?**

*Bandulet:* Ich rechne damit, dass im Verlauf der nächsten Finanzkrise und damit noch vor Ende des Jahrzehnts die ersten Länder die Währungsunion verlassen werden. Ein Kandidat dafür ist Italien. Dann wird sich herausstellen, dass die Target2-Forderungen, auf denen die Bundesbank sitzt, wenig oder nichts wert sind. In den fünfziger und sechziger Jahren mussten die Leistungsbilanzdefizite unserer europäischen Partner noch in Gold oder Devisen ausgeglichen werden. Aus dieser Zeit stammen die Goldreserven der Bundesbank. Heute bekommt Deutschland für seine Exportüberschüsse keinen echten Gegenwert mehr. Die anderen importieren auf Pump. Wegen des Euro kommen die Exporterfolge nicht mehr dem deutschen Wohlstand zugute. Wir stehen vor der Wahl, entweder zu den vertraglichen Grundsätzen der Währungsunion zurückzukehren oder sie zu verkleinern oder aber ein chaotisches Auseinanderfallen zu riskieren. Teuer wird es so oder so. In die Euro-Falle zu laufen war unendlich viel leichter als wieder herauszukommen.

**Smart Investor: USA versus Russland – könnte Deutschland auch in diesem Konflikt der Leidtragende sein?**

*Bandulet:* Die Entwicklung ist wirklich fatal. Wir dürfen nicht vergessen, dass es die Russen und die Amerikaner waren, die 1990 den Weg zur Wiedervereinigung freigegeben haben. Dementsprechend gut und partnerschaftlich waren zunächst die deutsch-

# FÜR DIE BESTEN WERTANLAGEN NUR DIE BESTEN ADRESSEN



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

russischen Beziehungen. Wie das alles torpediert wurde, ist eine lange Geschichte, auf die ich auch eingehe. Selbstverständlich zahlen nicht die amerikanischen, sondern die deutschen Unternehmen die Rechnung für die Sanktionen gegen Russland. Die sollten beendet werden, damit ein Neuanfang möglich wird. Wenn wir nicht aufpassen, sitzen wir am Ende zwischen den Stühlen. Nämlich dann, wenn die Amerikaner eine Kehrtwende machen und sich mit Putin einigen.

**Smart Investor: Lässt sich der gesteigerten Produktivität und Effizienz, zu der die Deutschen durch den permanenten Wealth-Drain angehalten sind, nicht auch etwas Gutes abgewinnen? Friedrich List schrieb einmal: „Die Kraft, Reichtümer zu schaffen, ist unendlich wichtiger als der Reichtum selbst; sie verbürgt nicht nur den Besitz und die Vermehrung des Erworbenen, sondern auch den Ersatz des Verlorenen.“**

*Bandulet:* List hatte recht. Die Regenerationsfähigkeit Deutschlands ist nicht zu unterschätzen. Denken Sie aber auch daran, welchen Schaden die Regierung Merkel schon angerichtet hat, wie sehr die Marktwirtschaft, der wir unseren Wohlstand verdanken, bereits zerrüttet wurde. Die Kapitalvernichtung durch die irrsinnige planwirtschaftliche Energiewende ist nur das prominenteste Beispiel.

**Smart Investor: Sehen Sie eine Chance, dass der deutsche Gulliver sich doch irgendwann noch einmal von seinen Fesseln befreit?**

*Bandulet:* Die Chance besteht, wenn das verbrauchte Parteienkartell aufgebrochen wird, wenn sich die politische Konstellation durch eine nationalliberale Kraft, die in den Bundestag einzieht, ändert, und wenn sich neues Denken durchsetzt.

**Smart Investor: Und was kann, was sollte der Einzelne jetzt tun?**

*Bandulet:* Der einzelne Bürger kann nicht viel mehr tun, als selbstständig zu denken, die Propaganda zu durchschauen, sich unabhängig zu informieren und frei seine Meinung zu äußern. Das ist nicht wenig, und das habe ich mit diesem Buch versucht zu tun. Denn Wahrheiten, die nicht offensiv vertreten werden, laufen Gefahr zu verschwinden. Und vergessen Sie als Anleger den Goldmarkt nicht. 2016 ist das Jahr des Endes der Baisse. Gold ist das Investment für Leute, die den Regierungen und den Zentralbanken misstrauen.

**Smart Investor: Ihre Bücher verschlingt man wie einen Krimi. Wovon wird das nächste handeln?**

*Bandulet:* Nach jedem Buch brauche ich eine längere Schreibpause. Ein Thema, das ich gerne behandeln würde, betrifft die überfällige Neuausrichtung der deutschen Außenpolitik. Aber das wird sich vermutlich schlecht verkaufen.

**Smart Investor: Als Fazit nehmen wir mit, dass Deutschlands Los als „Beuteland“ heute zum guten Teil hausgemacht und insoweit änderbar ist. Herr Bandulet, wir danken Ihnen für das Gespräch.**

*Interview: Kristof Berking*

## Lebensart &amp; Kapital International

## Israel

## So lebt es sich im gelobten Land



Foto: © Shutterstock / www.fotolia.com

Für eine Besprechung in dieser Rubrik „Lebensart & Kapital – International“ scheint Israel prädestiniert zu sein. Zumindest legen diesen Eindruck die Bevölkerungsdaten nahe. Seit Staatsgründung 1948 ist in etwa eine Verzehnfachung auf im Vorjahr erreichte rund 8,5 Mio. Bürger zu registrieren. Dies ist eine vor allem von Einwanderern getriebene Entwicklung. Allerdings ist der Status als Einwanderungsland differenziert zu sehen. Die Türen stehen primär im Ausland lebenden Juden weit offen. Zuwanderungswillige aus anderen Religionen (Juden stellen derzeit rund drei Viertel der Einwohner) haben es dagegen deutlich schwerer. Schlupflöcher für den Erhalt eines Visums stellen entweder ein israelischer Lebenspartner (auch ohne Heiratszwang) oder ein israelisches Unternehmen dar, das eine Fachkraft für eine mit Einheimischen nicht adäquat zu besetzende Stelle sucht.

**Leben zwischen Party und Terror**

Wer den Sprung wagt und die Aufnahmehürden schafft, auf den wartet in vielerlei Hinsicht eine andere Welt. Vieles davon ist religionsbedingt. Los geht es bereits beim Datum, da es neben dem

weltlichen auch einen jüdischen Kalender gibt. Dieser beginnt mit der biblischen Schöpfung 3761 vor Christus und endet im September 2017, was im jüdischen Kalender dem Jahr 5777 entspricht. Auch die Monatszählung ist folglich eine andere. Der Tag der Ruhe ist nicht wie bei den Christen am Sonntag, sondern am Samstag. Insgesamt sind am Sabbat, der von Freitagabend bis Samstagabend dauert, 39 Verhaltensregeln zu beachten. Diese legen unter anderem den öffentlichen Transport lahm, das Ausmaß der individuellen Einhaltung unterscheidet sich aber zwischen orthodoxen und säkularen Juden. Das gilt auch für den jüdischen Speiseplan, laut dem etwa eine Vermischung von Milch und Fleischprodukten verboten ist.

Als prägend für das tägliche Leben erweist sich auch die politische Lage, wobei diese auch wieder mit der Religion zu tun hat. Das Hauptproblem ist der ungelöste Konflikt mit den Palästinensern, bei dem es um territoriale Ansprüche auf das Gebiet zwischen Jordan und Mittelmeer geht. Hinzu kommen Auseinandersetzungen mit arabischen Nachbarstaaten. Die schwierige Sicherheitslage führt zu einer ständigen Präsenz von Sicherheitskräften und häufigen Kontrollen. Außerdem spielt das Militär eine dominierende Rolle. Zu beachten ist dabei vor allem die allgemeine Wehrpflicht. Diese dauert für Männer drei sowie für Frauen zwei Jahre und gilt auch ohne israelische Staatsbürgerschaft für alle ständigen Einwohner Israels.

**Lebendige Tech- und Start-up-Szene**

Das klingt nach viel Drill, aber im täglichen Leben siegt trotzdem oft Spontaneität über Planung. Alle Kenner sind sich jedenfalls darin einig, dass die Israelis zu feiern und zu leben wissen. Als Hochburg gilt dabei Tel Aviv. Etwas klischeehaft ist von Tel Aviv als Stadt der Partys die Rede, während von Jerusalem als Stadt des Gebets und von Haifa als Stadt der Arbeit gesprochen wird. Damit sind bereits jene drei Städte genannt, die sich auch wegen ihrer Größe und den damit verbundenen Möglichkeiten in Sachen Arbeit und Gestaltung des Privatlebens für Ausländer am besten als Zielorte eignen. Jerusalem fungiert nicht nur als Regierungssitz und bevölkerungsreichste Stadt, sondern auch als religiöser Mittelpunkt. Tel Aviv gilt dagegen als Finanz-, Handels-, Industrie- und



Foto: © kirilldmitriy / www.fotolia.com

Jerusalem – Israels religiöser Mittelpunkt



Jaffa – mehr als nur ein Vorort von Tel Aviv

Kultur-Zentrum und Haifa als wichtigster Industrie- und Gewerbe-Standort im Norden des Landes.

Damit sind wir beim Thema Wirtschaft und bei einem Bereich angelangt, bei dem das Land speziell gemessen an seiner Größe Beachtenswertes auf die Beine gestellt hat. Deutlich macht das ein Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt, das sich 2015 auf 35.905 USD belief. Das vergleicht sich mit einem Wert für Deutschland von 41.147 USD. Internationale Beachtung findet vor allem der Hightech-Sektor. Dieser profitiert von der Nähe zur Militärindustrie und den Forschungseinrichtungen. Förderlich ist aber auch eine ausgeprägte Gründer-Mentalität. Diese trug zum Entstehen einer quirligen Start-up-Szene bei, über die sich selbst Besucher aus dem Silicon Valley immer wieder lobend äußern. Zu den Errungenschaften zählt die Entwicklung von Intel-Prozessoren, der Systeme von Windows NT und XP, des USB-Sticks oder vom Instant-Messaging-Dienst ICQ. Zudem gibt es bereits 12 Nobelpreisträger – nicht schlecht für ein Land so groß wie Hessen.

#### Zuwanderung hält an

Neben dem Tech-Bereich findet eine Arbeitsmigration auch in den Branchen Tourismus, Medizin, Pflege und Landwirtschaft statt. Erschwert wird die Suche allerdings durch eine Konjunktur, die sich zuletzt abgeschwächt hat und für 2016 ein Wachstum von 2,8% verspricht, was gemessen am Bevölkerungswachstum nicht sehr hoch ist. Wer einen Job findet und annimmt,

auf den wartet eine Arbeitswoche mit zu meist mehr als 40 Stunden sowie relativ hohe Steuern (Spitzensatz bei der Einkommenssteuer von 50%). Hinzu kommen ein gutes Gesundheitssystem und Lebenshaltungskosten, die etwa in Tel Aviv als höher gelten als in Berlin. Englisch ist relativ weit verbreitet, doch wer wirklich am Leben teilhaben möchte, sollte Hebräisch lernen.

Einstellen muss man sich auch auf einen nicht gerade zartbesaiteten Umgang miteinander. Letzterer Wesenszug hat nichts mit Abneigung gegenüber einer bestimmten Gruppe zu tun. Trotz des historisch bedingt schwierigen Verhältnisses auch nicht gegenüber den Deutschen. Denn das Verhältnis ist längst entspannt, zumindest solange Respekt gewahrt und Fettnäpfchen vermieden werden. Insbesondere junge Israelis haben oft ein gutes Deutschland-Bild und speziell Berlin hat auf sie große Anziehungskraft. Viele schwärmen regelrecht von der deutschen Hauptstadt, die auch wegen ihrer Party-Szene als große Schwester von Tel Aviv gilt. Einige von ihnen ziehen sogar dorthin um, aber selbst wenn es noch mehr werden, ändert das nichts am Status als Einwanderungsland, den Israel zumindest bei im Ausland lebenden Juden innehat. Prognosen zufolge sollen im Jahr 2035 im gelobten Land mit 11,3 Mio. rund ein Drittel mehr Menschen leben als aktuell. Die unterschiedliche Herkunft der potenziellen Zuwanderer spricht dafür, dass Israel ein facettenreiches Land bleiben wird.

Jürgen Büttner

## 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“



# Vom Untertan zum Kunden

Die Zukunft gehört privaten Gemeinwesen.

Gastbeitrag von Dr. Titus Gebel

## Staatsbürger als Untertan

Stellen Sie sich vor, Sie leben in einem System, in dem Sie zum Autokauf verpflichtet sind. Allerdings bestimmt einseitig der Verkäufer Modell, Ausstattung, Motorisierung und sogar den Preis! Sie als Käufer müssen seine Wahl in jedem Fall akzeptieren. Abwegig? Ersetzen Sie



*Dr. Titus Gebel ist Unternehmer und promovierter Jurist. Er gründete unter anderem die Deutsche Rohstoff AG und Free Private Cities Ltd (freeprivatecities.com). Derzeit arbeitet er an einem Buch zum Thema Freie Privatstädte und will anschließend die Idee in die Tat umsetzen.*

einfach die Worte Verkäufer durch „Regierung“ und Käufer durch „Staatsbürger“, und Sie werden merken, dass Sie sich in einem solchen System befinden. Als Steuerzahler müssen Sie Subventionen für unwirtschaftliche Technologien finanzieren, staatliche Fernsehsender, Lehrstühle für Gender-Studien und Theologie, um nur ein paar Felder zu nennen, selbst wenn Sie all dies ablehnen. Sie werden gezwungen, Renten-, Kranken- und Pflegeversicherungen zu vorgegebenen Konditionen abzuschließen, egal, ob Sie damit einverstanden sind oder nicht. Sie dürfen keine Glühbirnen, leistungsstarke Staubsauger, Plastiktüten oder Zigaretten ohne Warnhinweise erwerben. Mit anderen Worten: Sie sind kein Kunde, sondern Untertan.

## Staatsdienstleister

Stellen Sie sich im Gegensatz dazu vor, Sie leben in einem System, nennen wir es eine freie Privatstadt, in dem Ihnen ein privates Unternehmen als „Staatsdienstleister“ Schutz von Leben, Freiheit und Eigentum bietet. Diese Leistung umfasst Polizei, Feuerwehr, Notfallrettung, einen rechtlichen Rahmen sowie eine unabhängige Gerichtsbarkeit. Sie zahlen einen vertraglich fixierten Betrag für diese Leistungen pro Jahr. Der Staatsdienstleister als Betreiber des Gemeinwesens kann den Vertrag mit Ihnen später nicht einseitig ändern. Sie haben einen Rechtsanspruch darauf, dass er eingehalten wird, und einen Schadensersatzanspruch bei Schlechterfüllung. Um alles andere kümmern Sie sich selbst, können aber auch machen, was Sie wollen. Das schließt ein, sich mit anderen für alle möglichen Zwecke zusammenzuschließen. Streitigkeiten zwi-

schen Ihnen und dem Staatsdienstleister werden vor unabhängigen Schiedsgerichten verhandelt, wie im internationalen Handelsrecht üblich. Ignoriert der Betreiber die Schiedssprüche oder missbraucht er seine Macht auf andere Weise, wandern seine Kunden ab, und er geht in die Insolvenz.

## Von der Melkkuh zum Kunden

Sie als Bürger wären auf einmal umworbener Kunde, der jederzeit den Anbieter wechseln könnte, anstelle einer stets verfügbaren Melkkuh, die sich den Weggang durch Wegzugsbesteuerung erkaufen muss! Im Grunde würde der Staatsdienstleister nur den Rahmen stellen, innerhalb dessen sich die Gesellschaft ergebnisoffen entwickeln könnte. Entscheidend ist, dass der Betreiber oder auch ein von der Mehrheit gewähltes Gremium nicht immer mehr Befugnisse an sich ziehen und den Bewohnern in ihre Lebensgestaltung hineinreden könnten. Daher der Vertrag mit jedem Einzelnen. Es geht um größtmögliche Selbstbestimmung, nicht um größtmögliche Mitbestimmung. Wenn jeder frei entscheiden könnte, was er tun und wie er leben möchte, gäbe es auch für Mitbestimmungsorgane wie Parlamente keinen wirklichen Bedarf.

## Wohlhabender, freier und friedlicher

Wie würde das in der Praxis aussehen? In freien Privatstädten würde volle Meinungs- und Vertragsfreiheit herrschen. Man dürfte z.B. eine negative Meinung über eine bestimmte Religion offen kundtun, ohne dafür wegen „Volksverhetzung“ angeklagt zu werden. Es gäbe gar keinen Volksverhetzungssparagrafen. Auch keine Antidis-

kriminierungsgesetze. Zigaretten würden wieder ohne hässliche Warnhinweise gehandelt und beworben. Man könnte leistungsstarke Staubsauger und Duschköpfe erwerben. Glühbirnen sowieso. Selbstfahrende oder gar fliegende Autos wären Teil des täglichen Lebens, neuartige Dienstleister wie Uber oder Airbnb nicht verboten, sondern eine Selbstverständlichkeit. Es gäbe private Unternehmer, die vom Krankenhaus über Schulen und Kindergärten bis hin zur Müllabfuhr alles abdecken würden, was nachgefragt würde. Gegen sämtliche Eventualitäten des Lebens würden sich die Bewohner auf Wunsch privat versichern oder Selbsthilfegruppen gründen, sei es zum Schutz vor Krankheit, Tod, Pflegebedürftigkeit oder Unfällen. Straßen, Hochhäuser, Häfen, Flugplätze und Einkaufszentren würden von Investoren erstellt und betrieben. Jeder könnte neue Produkte und Dienstleistungen ohne Genehmigung oder Lizenz

anbieten, und sich in jeder gewünschten Währung bezahlen lassen. Auch für Ungelernte gäbe es dort – mangels Mindestlohnvorschriften – Verwendung. Günstige Produkte könnten aus der ganzen Welt eingeführt werden, weil Freihandel und damit Zollfreiheit herrschen würde. Die Privatstadt würde ihre Einwanderungsregeln selbst machen. Sie könnte jeden, der kriminell wird oder z.B. den Vorrang der Scharia vor den Regeln der Stadt propagiert, ohne viel Federlesen wieder hinauswerfen. Allein dies würde eine Positivauslese bewirken. Nach spätestens einer Generation wären solche privaten Systeme wohlhabender, freier und friedlicher als alles, was wir bisher kennen.

#### Lösung aus unerwarteter Ecke

Das Ganze ist kein bloßes Hirngespinnst. Entsprechende Bestrebungen sind bereits im Gange. In Honduras wurde die Schaffung von Sonderzonen per Verfassungs-

änderung zugelassen, in denen ähnliche Ideen verfolgt werden und die sich weitgehend nach eigenem Recht und mit eigenem Personal verwalten. Nach Jahren der Vorbereitung sieht es derzeit so aus, als ob in Kürze das erste Projekt starten könnte. Das im Jahre 2008 begründete Seasteading-Institut plant, auf Plattformen schwimmende, unabhängige Städte außerhalb der Hoheitsgewässer von Staaten zu errichten. Die ersten Unternehmen, die auf Gewinnbasis freie und unabhängige Private Cities betreiben wollen, sind in diesem oder im letzten Jahr gegründet worden, etwa NeWay Capital, Haven Americas oder Free Private Cities. Die Lösung der politischen Probleme der Gegenwart könnte also aus einer ganz unerwarteten Ecke kommen: nämlich von Unternehmern, die dadurch Gewinn erzielen wollen, dass sie auf dem Markt des Zusammenlebens ein besseres Produkt anbieten. ■

Anzeige

## BULLIONART

### Silberkunst



>> Maximilian Verhas | "Offener Rollkörper"  
Silbervollguss (999)  
2,4 kg | Durchmesser 17 cm | 25 Expl.



>> Maximilian Verhas | "Empty House"  
Silbervollguss (999)  
5,6 kg | Höhe 10 cm | 25 Expl.



>> Maximilian Verhas | "Twister"  
Silbervollguss (999)  
2,4 kg | Länge 18,5 cm | 25 Expl.

>> Skulpturen aus Feinsilber sind eine faszinierende Form der Kunstanlage, die Ästhetik, Wertsteigerung und Liquidität miteinander

verbindet. Denn statt Barren im Tresor oder Keller zu verbergen, können Sie sich jeden Tag an Schönheit und Material erfreuen.

BullionArt | Silberkunst | Frauke Deutsch  
D- 80801 München | Telefon 089 33 55 01  
silber@bullion-art.de | www.bullion-art.de

## Nachhaltiges Investieren

# Wind-Aktien besiegen Don Quijote und die Bären

Windenergie bleibt ein Wachstumsmarkt. Davon profitiert zuletzt auch wieder die Windenergie-Branche. Smart Investor stellt einige interessante Optionen für Investments in der Branche vor.

Das würde Don Quijote vermutlich überhaupt nicht gefallen. Wind-Aktien befinden sich im Aufwind. Denn während der Ritter von der traurigen Gestalt, der im Mittelalter gegen Windmühlen kämpfte, im Grab liegt, ist die moderne Form der Windenergie-Nutzung putzmunter. Das zeigt sich an dem auf neue Mehrjahreshochs vorgerückten Solactive Global Wind TR Index, der die Aktien der zwölf größten internationalen Unternehmen aus der globalen Windenergiebranche beinhaltet.

Diese Kursbewegung in Richtung Norden könnte anhalten. Die Rahmendaten dafür scheinen jedenfalls gegeben zu sein. Von 2000 bis 2015 ist die weltweit installierte Windenergieleistung laut dem Global Wind Energy Council von 17 auf 433 Gigawatt (GW) gestiegen. Mit 63 GW an Neuinstallationen war 2015 ein Rekordjahr. Und mit dem Ausbau soll es weiter vorangehen. Ebenfalls vom Global Wind Energy Council stammende Zahlen sagen jedenfalls bis 2020 die Existenz von Anlagen mit einer Gesamtenergieleistung von 792 GW voraus. Gegenüber dem Vorjahr wäre dies gleichbedeutend mit einem Anstieg von rund 83%.

## Asien in der Vorreiterrolle

Mit Blick auf den deutschen Markt klagen Branchenvertreter zwar über angebliche Nachteile, welche das Erneuerbare-Energien-Gesetz 2017 nach sich ziehen soll. Aber weltweit dürfte die Politik gewillt sein Erneuerbare Energien im Allgemeinen und Windenergie im Speziellen eher weiter zu fördern als zu bremsen. Zumindest ist dies solange anzunehmen, wie steigende Durchschnittstemperaturen an den Handlungsbedarf in Sachen Klimawandel erinnern. Genügend Luft nach oben ist jedenfalls vorhanden: Global stammen lediglich rund 4% der Energie aus Windkraft, die Internationale Energieagentur hält aber früheren Aussagen zufolge bis 2050 einen Ausbau des Marktanteils auf bis zu 18% für möglich.

Regional gesehen spielt die Musik inzwischen vor allem in Asien und dort insbesondere in China. Laut dem Internationalen Wirtschaftsforum für Regenerative Energien stellten die Länder Asiens im Vorjahr mit über 145 GW und einem daraus resultierenden weltweiten Marktanteil von 34% den stärksten Windenergiemarkt. Knapp dahinter folgen die Länder der Europäischen Uni-

on mit einer Gesamtkapazität von knapp 142 GW (33%). Auf Nordamerika (USA, Mexiko und Kanada) entfallen rund 89 GW (21%) der globalen Windenergieleistung. Angetrieben von China dürfte Asien die erreichte Marktführerschaft in den kommenden Jahren noch ausbauen. Zumindest sprechen dafür die Pläne, die das von Umweltverschmutzung geplagte Reich der Mitte verfolgt. Die Zielvorgabe lautet, die Zahl der installierten Windkapazitäten von 149 GW im Vorjahr bis 2020 auf 250 GW auszubauen. Bereits 2030 sollen es dann sogar 495 GW sein.

## Windanlagenbauer im Aufwind

Diese ehrgeizigen Ausbauprojekte verhelfen natürlich chinesischen Sektor-Vertretern zu einer günstigen Ausgangslage. Der eindeutige Platzhirsch auf dem heimischen Markt unter den Herstellern von Windanlagen ist mit einem im Vorjahr erreichten Anteil von rund 27% Xinjiang Goldwind Science & Technology. Die starke Stellung hilft beim Geschäftemachen, die Bewertung ist vertretbar und das Unternehmen zahlt eine Dividende (geschätzte Rendite von 3,5%). Um grünes Licht für einen Einstieg zu geben,

Fünf aussichtsreiche Wind-Aktien im Überblick

Unternehmen	WKN	Kurs	Mcap*	EpS 2015	EpS 2016e	EpS 2017e	KGV 2015	KGV 2016e	KGV 2017e	Div. 2016e	Div.Ren. 2016e
Xinjiang Goldwind [CN]	A1C0QD	1,36	6,8	0,14	0,16	0,17	9,7	8,5	8,0	0,06	4,4%
Siemens [DE]	723610	106,55	90,6	6,93	7,58	8,13	15,4	14,1	13,1	3,63	3,4%
Gamesa [ES]	A0B5Z8	19,78	5,5	0,96	1,07	1,17	20,6	18,5	16,9	0,22	1,1%
Vestas Wind Systems [DK]	913769	72,37	16,0	2,93	3,52	3,64	24,7	20,6	19,9	1,02	1,4%
ABO Invest [DE]	A1EWXA	1,520	0,1	-0,08	0,01	0,04	-19,0	152,0	38,0	0,00	0,0%

\* in Mrd. EUR; alle Angaben in EUR

Quelle: OnVista

# Smart Investor

wäre es jetzt allerdings charttechnisch wichtig, den Ende Mai 2015 aufgenommenen Abwärtstrend zu überwinden, an dem momentan bereits gekratzt wird.

Alles im Lot ist in Sachen Charttechnik bereits jetzt bei den Aktien von Siemens und Gamesa. Der Kurs des größten spanischen Windturbinenherstellers befindet sich auf Rekordjagd und die Notiz des deutschen Industriekonzerns ist jüngst auf ein Mehrjahreshoch vorgestoßen. Als Kursstütze hat sich dabei für diese beiden Aktien zuletzt die Zusammenlegung der jeweiligen Aktivitäten im Windkraftgeschäft entpuppt. Marktteilnehmer stufen diesen Schachzug als strategisch geschickt ein, weil sich Siemens mit Stärken im Off-Shore-Geschäft und Gamesa mit Stärken im On-Shore-Geschäft gut ergänzen. Außerdem verfügt der neue Verbund, an dem Siemens 59% und Gamesa 41% der Anteile halten wird, nach Angaben der Beratungsgesellschaft FTI Consulting sogar über mehr installierte Leistung als Goldwind und wäre somit Weltmarktführer. Sowohl Gamesa als auch Siemens haben zuletzt über gute Geschäfte berichtet. Der jeweils positiv ausgefallene Ausblick untermauert die bestehenden charttechnischen Aufwärtstrends.

Mit einem vielversprechenden Chartbild kommt auch die dänische Vestas Wind Systems daher. Die Aktie des ebenfalls zu den größten Windanlagenbauern zählenden Konzerns hat es mit einem Ausbruch nach oben geschafft, den Ende 2015 aufgenommenen mittelfristigen Seitwärtstrend zu beenden und den Ende 2012 aufgenommenen langfristigen Aufwärtstrend wieder aufzunehmen. Auf das Unternehmen wartet dank verlängerter Steuervergünstigungen für den Windenergiebereich in den USA eine Auftragswelle. Daneben dürfte weiteres Geld in Aktienrückkäufe gesteckt werden.

## Stabile Nebenwerte-Perle

Um ein Investment etwas kleineren Kalibers als die bisher vorgestellten Aktien handelt es sich bei der ABO Invest. Der deutsche Windkraftbetreiber geht von jährlichen Wertsteigerungen von rund 7% aus. In dieser Größenordnung dürfte auch die Aktie zulegen, deren Kurs sich aktuell unter dem vom Unternehmen für Ende 2015 auf 1,68 EUR bezifferten Barwert je Aktie bewegt. Allerdings ist dieser Titel ausgesprochen markteng. Dafür glänzt der Nebenwert aber mit einem bisher allen Börsen-Stürmen trotztenden Aufwärtstrend, der wie am Strich gezogen langsam nach oben zieht. ■

Jürgen Büttner

Illustration: © olandspokus / www.fotolia.com



Energie aus Wind – gestern und heute!

## 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.



## Inside

# Stabiler Grund?

## Immobilien- und Immobilienaktienfonds

Schon seit dem Altertum symbolisieren imposante Bauten göttliche und weltliche Macht. Ein gewisses Faszinosum ist immer noch geblieben, in Deutschland stehen Immobilien für Sicherheit und solide Geldanlage zum Anfassen. Allerdings hat auch diese Anlageklasse ihre speziellen Fallen, die es zu umgehen gilt.

### Offene Immobilienfonds in der Krise

Mit geringen Beträgen in solide Immobilien investieren, dabei schwankungsarm und börsenunabhängig an Mieten und Wertsteigerungen partizipieren, das war der Plan vieler Anleger, die sich für offene Immobilienfonds entschieden haben. Viele Jahre konnten Anbieter die Erwartungen erfüllen. Die Finanzkrise machte dann allerdings Risse im Fundament deutlich. Etliche offene Immobilienfonds gerieten

in Liquiditätsprobleme, als Anleger Gelder abzogen. Produkte wurden geschlossen und befinden sich nun seit Jahren in Abwicklung. Investierte Anleger mussten hohe Verluste in Kauf nehmen.

Ein Handel über die Börse ist nur mit deutlichen Abschlägen gegenüber dem Nettoinventarwert möglich. Eines der unrühmlichen Beispiele ist der AXA Immoselect (WKN: 984645). Auf Sicht von fünf Jahren haben Anleger knapp 39% verloren. Sie mussten zusehen, wie nach und nach Immobilienbestände des Fonds deutlich abgewertet wurden.

### Scope-Studie

Eine Studie der Rating-Agentur Scope von Anfang Juni, also noch vor der Brexit-Entscheidung, hat einen Blick auf die ak-

tuelle Situation offener Immobilienfonds geworfen. Überzeugend fanden die Scope-Experten die Veränderungen beim hausInvest (WKN: 980701; + 7,7% in drei Jahren) hinsichtlich der Bereinigung des Immobilien-Portfolios, die risikoarme Finanzstruktur sowie die starke Diversifikation nach Regionen und Nutzungsarten der Immobilien. Aktuell hält der Fonds mit einem Volumen von 11,5 Mrd. EUR 97 Objekte in 19 Ländern. Das Scope-Rating des von Mario Schüttauf verwalteten Fonds wurde von aAIF auf a+AIF angehoben.

### Brexit-Beben

Der hausInvest ist mit aktuell 23,6% in Großbritannien investiert – und damit in einem Land, das Immobilien-Anlegern nach der Brexit-Entscheidung in besonderem Maße Sorgenfalten auf die Stirn brach-

## 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)

Immobilieninvestments im Fondsmantel					
	WKN	Perf. 1 J. (%)	Perf. 3 J. (%)	Max. Drawd. 3 J. (%)	Volumen (Mio. EUR)
<b>Offene Immobilienfonds</b>					
AXA Immoselect*	984645	-6,1	-26,7	-27,4	288,0
Catella Max	A0YFRV	12,4	31,0	-0,2	223,2
CS Euroreal*	980500	-0,7	-10,9	-11,2	2.172,1
grundbesitz global	980705	2,3	6,8	-0,4	2.398,7
hausInvest	980701	2,3	7,7	-0,1	11.467,5
SemperReal Estate	A0RAVN	2,5	8,6	-0,4	538,0
<b>Immobilienaktien-Fonds/-ETFs</b>					
F&C Real Estate Securities A EUR Acc	A1CUQ9	16,5	70,7	-10,8	108,7 (GBP)
Henderson Horizon Pan European Property Equities Fund	989232	-4,4	68,4	-17,7	385,4
Invesco Global Real Estate Sec A	A0JD6T	3,3	48,2	-17,6	98,6 (USD)
iShares Developed Markets Property Yield-ETF	A0LEW8	10,2	65,1	-15,8	3.167,3 (USD)
Nordea-1 Global Real Estate Fund BP-EUR	A1JREW	5,2	52,1	-19,4	383,0 (USD)
Petercam Securities Real Estate B	A0B9B9	1,0	63,5	-15,2	392,9
Robeco Property Equities D EUR	A0CA0U	4,3	49,9	-20,2	401,87

\* in Abwicklung; Quellen: OnVista, Morningstar, KVGs

te. Für den Fonds gab das Management Entwarnung, da die Aussichten für Hotelbetreiber und Shopping-Center, in die Schüttauf in Großbritannien hauptsächlich investiert, nach der Brexit-Entscheidung nicht schlechter würden. Büro-Immobilien würden dagegen nur 2% des Portfolios ausmachen. Trotzdem: Anleger müssen die Entwicklung weiter beobachten.

Der Brexit hat bereits zu Unsicherheiten in Großbritannien geführt. Große Anbieter wie Standard Life Investments und Aviva Investors haben bei ihren Immobilienfonds die Reißleine gezogen und milliardenschwere Produkte zunächst geschlossen, nachdem Investoren nach der Brexit-Entscheidung in großem Stil Gelder abgezogen haben.

#### Attraktive Entwicklung

Zu den offenen Immobilienfonds mit einer attraktiven Wertentwicklung zählt der SemperReal Estate (WKN: A0RAVN; + 8,6% in drei Jahren). Er fokussiert sich auf Immobilien in Deutschland und Österreich mit soliden langfristigen Mietern wie z.B. Discount-Supermärkten. Eine weit überdurchschnittliche Wertentwicklung hat der Catella Max (WKN: A0YFRV) vorzuwei-

sen. Der Grund: Der offene Immobilienfonds, der eine Mindestanlage von 300.000 EUR vorsieht, setzt auf die Preisentwicklung in München und Umgebung. Er investiert ausschließlich in der Stadt und den umliegenden Landkreisen. Auf Sicht von drei Jahren lag die jährliche Wertentwicklung bei 9,4%.

#### Neuer Sektor

Wer im Zusammenhang mit Immobilien-Investments auf Liquidität nicht verzichten will, kommt an Aktien aus der Branche nicht vorbei. Verstärkte Aufmerksamkeit bekommen diese Titel nun dadurch, dass Immobilienaktien in den S&P-Dow-Jones- und MSCI-Indizes in einem neu eingeführten Sektor („Real Estate“) zusammengefasst werden. Bislang waren sie dem Finanzsektor („Financials“) zugeordnet. Der Petercam Securities Real Estate Europe (WKN: A0B9B9) wird von Olivier Hertoghe verwaltet, der ein gutes Händchen beim Stock-Picking beweist.

In den vergangenen drei Jahren lag die Wertentwicklung bei 62%. Zu den Top-Picks des Fonds zählen deutsche Wohnungsunternehmen wie Vonovia und Deutsche Wohnen. Immobilien-Aktien gelten als

dividendenträchtig. Der ETF iShares Developed Markets Property Yield (WKN: A0LEW8), der den Index FTSEEPRA/NAREIT Global Dividend + abbildet, setzt auf solche Unternehmen, Erträge werden vierteljährlich ausgeschüttet. Das Immobilienaktien-Portfolio des ETF ist global ausgerichtet, der Schwerpunkt liegt mit ca. 58% in den USA, gefolgt von Hongkong (8%) und Australien (7%). Zu den Top-5-Aktien gehören die US-REITs Simon Property Group und Public Storage. In den vergangenen drei Jahren lag die Wertentwicklung für Euro-Anleger bei 63,7%.

#### Geschlossene Immobilienfonds

Ein völlig anderes Rendite-Risiko-Profil als offene Immobilienfonds und Immobilienaktien bieten unternehmerische Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds. Sie beziehen sich auf ein bestimmtes Projekt und bilden damit von Haus aus ein Klumpenrisiko. Die geschlossenen Fonds können ein Minenfeld für Berater werden. Streitigkeiten um Nachschusspflichten oder Rückforderungen von Ausschüttungen fechten Investoren häufig vor Gerichten aus. Anwälte sind in solchen Fällen dann die einzigen, die verdienen. ■

Christian Bayer

## Interview

# „Bildung ist der beste Anlegerschutz“

Smart Investor im Gespräch mit **Andreas Grünewald**, Vorstandsvorsitzender des Verbandes unabhängiger Vermögensverwalter, über die Vermeidung von Zielkonflikten und vermögensverwaltende Fonds als Visitenkarte



Andreas Grünewald ist seit April 2014 Vorstandsvorsitzender des Verbandes unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland e.V. (VuV). Dem Vorstand des VuV gehört er bereits seit 2005 an. Grünewald ist Gründer und Vorstand der Münchener Vermögensverwaltung FIVV AG (FinanzInformation & VermögensVerwaltung). Bereits während des Studiums zum Diplom-Kaufmann beschäftigte er sich schwerpunktmäßig mit den Themen Kapitalmarktforschung und Finanzierung. Nach einigen Jahren als Wertpapieranalyst bei der Privatbank Hauck & Aufhäuser gründete Andreas Grünewald im Jahr 1999 die FIVV AG, die seit dem Jahr 2005 auch eine Repräsentanz in Peking unterhält. Die unabhängige Vermögensverwaltung betreut Privat- und Unternehmerkunden, institutionelle Anleger und Stiftungen in ganz Deutschland.

**Smart Investor: Herr Grünewald, Sie sind seit 2014 Vorsitzender des Verbandes unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland e.V. (VuV). Welche Aufgaben hat der Verband?**

*Grünewald:* Der VuV ist der Branchenverband unabhängiger Vermögensverwalter. Von den ca. 350-400 unabhängigen Vermögensverwaltern, die es überhaupt nur noch gibt, sind aktuell 240 Mitglieder in unserem Verband organisiert. Zu den wichtigsten Zielen des VuV gehören die Vernetzung und der offene Austausch untereinander. Zudem unterstützen wir die Mitglieder in den Bereichen Aufsicht, Regulierung und Compliance. Ein besonders bedeutendes Ziel ist es, die unabhängige Dienstleistung und den Vermögensverwalter, der offiziell Finanzportfolioverwalter genannt wird, bekannter zu machen – auch vor dem Hintergrund des nicht unbedingt guten Rufs der Finanzbranche. Wichtig ist uns dabei eine klare Abgrenzung unseres honorarbasierten Vergütungsmodells vom provisionsgetriebenen Produktverkauf. Auf der VuV-Webseite bieten wir beispielsweise eine Vermögensverwaltersuche, in der wir unsere Verbandsmitglieder in Porträts einzeln vorstellen (<https://vuv.de/vermoegensverwaltung>).

**Smart Investor: Der Verband hat einen Ehrenkodex. Welchen Nutzen hat das für die Mandanten eines Vermögensverwalters?**

*Grünewald:* Neben den gesetzlichen Vorgaben gehen wir mit dem Ehrenkodex noch

einen Schritt weiter. Die formale Grundvoraussetzung ist die gesetzliche Zulassung zur Finanzportfolioverwaltung. Ein für uns ganz wesentlicher Punkt ist dazu die Unabhängigkeit. Gegenüber den Kunden wird beispielsweise gewährleistet, dass die Finanzdienstleistungen frei von Vorgaben und Weisungen Dritter erbracht sowie angemessene und transparente Honorare vereinbart werden. Damit unterscheiden wir uns klar vom Bankberater und seinem oftmals provisionsgetriebenen Produktverkauf.

**Smart Investor: Manche Anleger haben eine gewisse Schwellenangst, einen Vermögensverwalter zu beauftragen, weil sie denken, dass ihr Vermögen zu gering ist. Wo sehen Sie die untere Grenze?**

*Grünewald:* Da herrscht auch aus meiner Sicht eine gewisse Verunsicherung. Geht man von einem Honorar von 1,2% p.a. und einer Anlagesumme von 50.000 EUR aus, ergibt dies ein monatliches Honorar von 50 EUR. Damit lässt sich eine individuelle Vermögensverwaltung kaum realisieren. Das Minimum wird letztlich individuell vom Vermögensverwalter bestimmt. Aus meiner Sicht liegt eine realistische Größenordnung für eine Mindestanlagesumme bei 500.000 EUR. Für kleinere Vermögen bieten sich jedoch Fondslösungen der unabhängigen Vermögensverwalter hervorragend an. Werden die Gelder mehrerer Anleger in einem Fonds gebündelt, können sie auch mit geringeren Anlagesummen an der indivi-

duellen Strategie des Vermögensverwalters partizipieren.

**Smart Investor: Damit geht auch der manchmal erhobene Vorwurf einher, dass Vermögensverwalter dann ja nicht mehr unabhängig sind, wenn sie eigene Produkte anbieten und verkaufen wollen...**

*Grünewald:* Die Kritik ist aus meiner Sicht unberechtigt. Denn ob eine individuelle Vermögensverwaltung umgesetzt wird oder ob Gelder mehrerer Anleger in einem Fonds gebündelt werden, ändert nichts an der unabhängigen Arbeitsweise des Vermögensverwalters. Entscheidend ist, dass die Titel im Fonds ohne Zielkonflikt und frei ausgewählt werden. Der Verdienst des Vermögensverwalters sollte bei der Verwaltung der Einzeldepots und beim Fondsmanagement ähnlich sein.

**Smart Investor: Vermögensverwaltende Fonds sind für Anleger mit kleineren Summen also der Einstieg in die Vermögensverwaltung. Auf welche Kriterien sollten Anleger achten?**

*Grünewald:* Nicht jeder Fonds eines Vermögensverwalters ist auch ein vermögensverwaltender Fonds. In der Regel versteht man unter vermögensverwaltenden Fonds Produkte, die eine breite Streuung über unterschiedliche Anlageklassen bieten. Etwa die Hälfte unserer Verbandsmitglieder hat eigene Fonds aufgelegt. Der Erfolg dieser

Fonds hat für Vermögensverwalter ein besonderes Gewicht. Bleibt die Entwicklung eines Einzeldepots hinter den Erwartungen zurück, erfährt dies der Kunde und möglicherweise sein näheres Umfeld. Die Entwicklung der Fonds ist jedoch vollkommen transparent für jedermann dauerhaft einsehbar und daher ein Anhaltspunkt dafür, ob der Vermögensverwalter eine erfolgreiche Anlagestrategie verfolgt. Entwickelt sich ein Fonds schwächer als der Markt, wird es denkbar schwer, Kunden vom Investment in ein Einzeldepot zu überzeugen. Die Fonds sind somit quasi eine Visitenkarte des Vermögensverwalters. Im Unterschied zu großen Banken und Fondsgesellschaften, bei denen es häufig personelle Wechsel gibt, ist der Vermögensverwalter außerdem oft sein Berufsleben lang mit seinen Produkten verbunden – er verbürgt sich mit seinem Namen. Typischerweise investieren Vermögensverwalter zudem selbst nennenswerte Summen in ihre eigenen Fonds. Besser kann man seinen Kunden nicht signalisieren, dass man gemeinsam in einem Boot sitzt. Bei einer Bank werden Anleger kaum einen Bankberater vorfinden, der größere Summen in die von ihm vertriebenen Fonds investiert.

**Smart Investor: Bei manchen Dachfonds von Vermögensverwaltern findet man verstärkt auch Fonds aus dem eigenen**

**Hause. Wie sieht es dabei mit der Freiheit von Zielkonflikten aus?**

*Grünewald:* In solchen Fällen sollten sich der Kunde und der Vermögensverwalter klar absprechen, wie mit den Fonds-Gebühren umgegangen wird.

**Smart Investor: Es ist ja kein großes Geheimnis, dass es um die finanzielle Allgemeinbildung der Deutschen nicht zum Besten steht. Kunden, die in Finanzfragen unerfahren sind, sind ein leichtes Opfer für schwarze Schafe der Branche. Was kann man dagegen aus Ihrer Sicht machen?**

*Grünewald:* Es ist unserem Verband ein Anliegen, die ökonomische Bildung zu stärken. Statt eines weiteren Formulars wäre es wichtiger, bereits in der Schule mehr Gewicht auf Bildung in Finanzfragen zu legen, denn Bildung ist der beste Anlegerschutz. Im Rahmen von Kooperationen gestalten unsere Mitglieder bereits einzelne Unterrichtseinheiten. Dieses Engagement würden wir gerne ausweiten, jedoch gibt es seitens der Schulen grundsätzliche Vorbehalte hinsichtlich der Werbefreiheit externer Unterrichtsinhalte – wobei für uns diese Werbefreiheit selbstverständlich ist.

**Smart Investor: Herr Grünewald, vielen Dank für die interessanten Ausführungen.**

*Interview: Christian Bayer*

Anzeige



**Sie hatten so fantastische Spitznamen wie »König der Spekulanten«, »Einstein der Börse« oder »Eine-Millionen-Prozent-Mann« und ebenso fantastisch waren die Summen, die sich auf ihren Bankkonten stapelten.** Die Geschichte der Wall Street ist voll von kruden Persönlichkeiten, eiskalten Geschäftsmännern und Tellerwäschern, die zu Milliardären wurden.

Vielen gelang ein fast unglaublicher Aufstieg, der gelegentlich nur noch durch ihren tiefen Fall überstrahlt wurde. Bis heute ist die Wall Street das wohl größte Sammelbecken einzigartiger Charaktere, die mitunter eine ganze Generation geprägt haben. Der »nette Onkel« Warren Buffett, Silicon-Valley-Unternehmer Elon Musk, Hedgefonds-Manager Steve Cohen, sie alle sind an der Börse oder durch die Börse reich geworden.

**Mit Die Erfolgsgeheimnisse der Börsenmillionäre erscheinen erstmals die Porträts der erfolgreichen Serie »Legendäre Investoren« aus Börse Online, gesammelt und aktualisiert in Buchform.**

Peter Balsiger | Dr. Frank B. Werner

**Die Erfolgsgeheimnisse der Börsenmillionäre**

Vom Einstein der Börse bis zum König der Spekulanten

ISBN 978-3-89879-974-4

400 Seiten | 24,99 €

Auch als E-Book erhältlich



FinanzBuch Verlag  
www.finanzbuchverlag.de

**JETZT PORTOFREI  
BESTELLEN**  
Ab 19,90 € innerhalb  
Deutschlands

## Analyse

# Aktienmarktpotenzial

Welche Rendite können Anleger **langfristig** erwarten?

Gastanalyse von Norbert Keimling, StarCapital AG



Norbert Keimling, Jahrgang 1979, leitet die Kapitalmarktforschung der StarCapital AG. Nach seinem Studium der Wirtschaftsinformatik startete er seine berufliche Laufbahn im quantitativen Research der AMB Generali in Köln. Seit 2004 ist er für die StarCapital in Oberursel tätig.

Dass Investoren häufig zum falschen Zeitpunkt ein- und aussteigen, ist nachweislich keine Seltenheit. Doch lassen sich lukrative Kaufgelegenheiten und Gefahren an den Aktienmärkten überhaupt im Vorfeld identifizieren? Die Prognosequalität der Experten lässt Zweifel aufkommen: So wurden für die Krisenjahre 2001, 2002 und 2008 von den renommiertesten Kreditinstituten im Mittel jeweils Kurszuwächse im DAX von +20%, +12% und +5% prognostiziert, tatsächlich verbuchte der deutsche Aktienindex in diesen Jahren extreme Wertverluste von -20%, -44% und -40%.

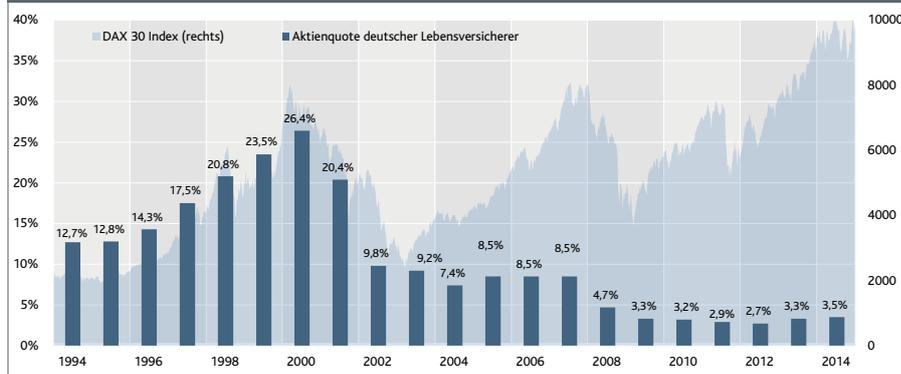
## Alles andere als Profis

Auch professionelle Investoren glänzen nicht mit ihren Investitionsentscheidungen. So hielten deutsche Lebensversicherer ihre höchsten Aktienquoten auf dem Höhepunkt der New-Economy-Blase im Jahr 2000, zum denkbar ungünstigsten Zeitpunkt. Die folgenden Kursrückschläge hatten nicht nur erhebliche Vermögensverluste zur Folge. Verkäufe auf niedrigen

Kursniveaus nach 2003 führten darüber hinaus dazu, dass die Versicherungsportfolios von der Erholungsbewegung kaum profitierten. Ein ähnliches Bild im Jahr 2007 könnte den Eindruck erwecken, dass systematisch auf hohen Niveaus gekauft und auf niedrigen Niveaus verkauft wird. Die Folge: Eine einfache „Buy-and-Hold“-Strategie im DAX erklimmt neue Allzeithochs, während unsere Altersvorsorge durch Market-Timing und prozyklische Regulatorik auf einzementierten Verlusten aus zwei Börsencrashes sitzen bleibt.

Doch Anleger müssen die Flinte nicht ins Korn werfen: Langfristig wird der Erfolg einer Aktienanlage primär von zwei Faktoren bestimmt: von der Gewinnentwicklung der Unternehmen und der Bewertung zum Investitionszeitpunkt. Ein Aktieninvestment wird sich langfristig umso stärker auszahlen, je günstiger man es erwirbt. Und ob ein Aktienmarkt günstig oder teuer ist, lässt sich mit dem zyklisch adjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnis (Shiller-CAPE)

Abb. 1: Institutionelle Investoren sind schlechte Market-Timer



Quelle: GDV Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2015, BaFin und StarCapital.

oder dem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) objektiv messen. Es gilt, je niedriger diese Kennzahlen, desto preiswerter sind Aktien bewertet und desto höher sind die Renditeaussichten. In unserer Research-Studie „Langfristige Aktienmarktprognose: Das Shiller-CAPE auf dem Prüfstand“ konnten wir auf 17 Aktienmärkten über 135 Jahre nachweisen, dass sich mit dem Shiller-CAPE und dem KBV zwar auch nicht kurzfristige, wohl aber langfristige Aktienmarktrenditen der nächsten 10-15 Jahre relativ zuverlässig prognostizieren lassen.

So erzielten Anleger, die in stark unterbewertete Aktienmärkte mit einem KBV von unter 1 investierten, im Mittel reale jährliche Wertsteigerungen von 14,1% über die folgenden zehn bis 15 Jahre. Investoren, die sich dagegen in teuren Marktphasen mit einem KBV von über 3 engagierten, hätten in den Folgejahren lediglich Wertzuwächse von 0,6% verbucht. Das Shiller-CAPE weist einen vergleichbar starken Zusammenhang auf. Unterstellt man, dass diese Zusammenhänge auch in Zukunft fortbestehen, lassen sich aus der aktuellen Bewertung grobe Renditeschätzungen für die kommenden 10 bis 15 Jahre ableiten.

Diese Renditeschätzungen offenbaren ein enttäuschendes Potenzial am US-Markt. In der Vergangenheit folgten auf Markt-

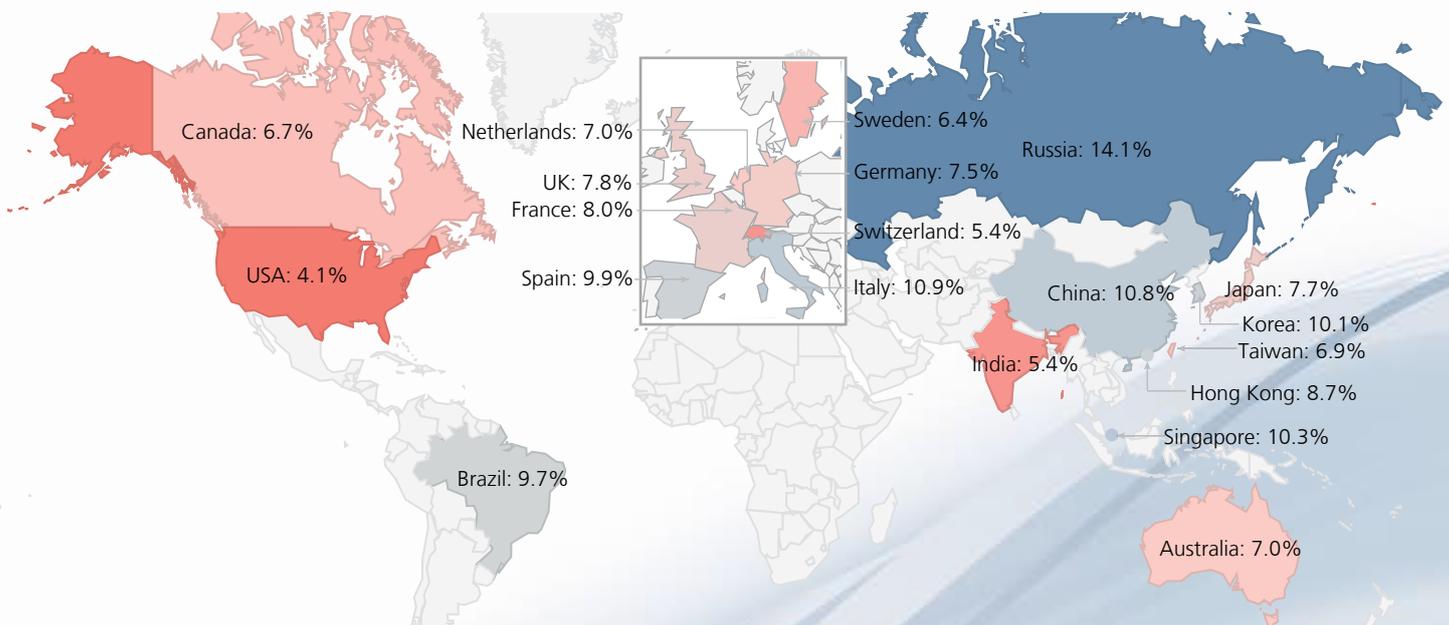
Tab. 1: Zusammenhang zwischen KBV und langfristigen Aktienmarktrenditen

Land	KBV<1	1-1,5	1,5-2	2-2,5	2,5-3	>=3
Australien	12,2%	8,6%	7,3%	5,1%	4,9%	
Kanada	8,1%	8,0%	8,1%	5,8%	2,9%	
Dänemark	9,5%	10,9%	7,9%	10,6%	7,8%	5,9%
Frankreich	13,7%	9,8%	7,9%	8,6%	0,8%	0,1%
Deutschland		10,2%	9,0%	6,9%	7,0%	0,7%
Hongkong	10,6%	7,7%	6,2%	5,1%	4,3%	2,7%
Japan			0,9%	-0,4%	2,8%	-4,4%
Niederlande	15,2%	11,0%	7,0%	4,7%	1,0%	-1,2%
Norwegen	11,7%	8,2%	7,4%	5,6%	3,3%	2,1%
Singapur	8,7%	6,7%	3,9%	2,7%	1,4%	
Spanien	12,2%	11,3%	10,4%	5,1%	1,7%	0,8%
Schweden	17,0%	16,5%	13,9%	12,3%	11,1%	4,9%
Schweiz	11,0%	12,8%	11,1%	8,8%	6,7%	1,3%
UK	12,9%	11,7%	7,8%	6,2%	4,6%	0,9%
USA	13,9%	11,7%	12,6%	8,6%	7,6%	0,7%
Alle Länder	14,1%	9,9%	7,7%	6,3%	4,5%	0,6%

Abgebildet ist die mittlere 10–15-jährige Folgerendite für 15 MSCI-Länderindizes in Abhängigkeit vom KBV (lokal, real, inkl. Dividendenerträgen) im Zeitraum von 1979 bis 2015. Details siehe [www.starcapital.de/research](http://www.starcapital.de/research). Quelle: MSCI, Shiller, StarCapital.

## Welche Renditen können Aktienanleger erwarten, welche Länder sind attraktiv oder zeigen Momentum?

- Langfristiges Aktienmarktpotential
- Shiller-CAPE
- KGV
- KCV
- KBV
- KUV
- Dividendenrendite
- Momentum



Interaktive Informationen im Online-Research unter <http://www.starcapital.de/research>

phasen mit einem CAPE von 25,6 und einem KBV von 2,9 im Mittel Wertsteigerungen von jährlich lediglich 4,1% über die folgenden 10 bis 15 Jahre. Nur Dänemark bietet noch weniger Potenzial. Erfreulichere Aktienmarktrenditen von über 7% sind dagegen in einigen europäischen Märkten inkl. Deutschland zu erwarten. Die höchsten langfristigen Wertzuwächse versprechen aktuell jedoch die Emerging Markets. Nach über fünf Jahren Underperformance scheinen auf Basis der Bewertung langfristige Wertsteigerungen von über 8% p.a. wahrscheinlich.

**Mit welcher Unsicherheit sind diese Prognosen behaftet?**

Die prognostizierten Wertentwicklungen werden in der Regel jedoch nicht stetig, sondern unter starken Schwankungen er-

zielt. Diese unterschiedlichen Formen der „Mean Reversion“ können anhand von Szenarioanalysen beschrieben werden. In der Abbildung unten rechts wird exemplarisch am Beispiel Deutschlands dargestellt, welchen Verlauf Aktienmärkte in der Vergangenheit bei einer zu heute vergleichbaren Bewertung über die jeweils folgenden 1 bis 15 Jahre nahmen.

Auf eine mit heute vergleichbare Bewertung folgten historisch überwiegend Wertzuwächse zwischen 5% und 9%. Übertragen auf den DAX entspräche dies bei einer unterstellten Inflationsrate von 1% einem DAX-Stand von ca. 24.000-43.000 Punkten im Jahr 2031. Der in hellgrau markierte Korridor stellt damit die historisch übliche und vermutlich wahrscheinlichste zukünftige Wertentwicklung dar.

Der abgebildete Szenariokorridor erlaubt jedoch nicht nur Aussagen zum langfristigen Renditepotenzial, er gibt auch zu mittelfristigen Chancen und Risiken sowie zu den Grenzen fundamentaler Renditeschätzungen Auskunft. Entfernt man Ausreißer, d.h. die oberen sowie die unteren 10% aller historischer Extrem-Perioden, wird deutlich, dass der DAX auf Sicht von drei Jahren durchaus auf 8.500 Punkte zurückfallen, aber auch auf 19.000 Punkte steigen kann. Das abgebildete „Worst-Case-Szenario“ mit einem Korrekturpotenzial auf

3.500 Punkte in drei Jahren entspricht der geringsten jemals auf eine vergleichbare Bewertung folgenden Rendite. Obwohl der Eintritt dieses – auf negativen Ausreißern beruhenden – Szenarios denkbar unwahrscheinlich ist, gibt diese Betrachtung eine grobe Indikation, welchen Einfluss Extremereignisse wie Weltkriege oder schwere Depressionen wie 1929 in der Vergangenheit auf die Kursentwicklung hatten. Ein solches Worst-Case-Szenario mit einem DAX von ca. 9.800 Punkten im Jahr 2031 entspräche einem jährlichen Wertverlust von 0,4%. Diese Worst-Case-Rendite entspricht damit der aktuellen Rendite fünfjähriger französischer Staatsanleihen.

**Fazit**

Die Aktienanlage ist langfristig nicht nur die lukrativste, sondern über lange Zeiträume und unter Berücksichtigung von Inflation und Liquidität auch eine der sichersten Anlageformen überhaupt. Dies gilt insbesondere für Phasen attraktiver Bewertungen – wie sie derzeit insbesondere in Europa und in den Emerging Markets vorliegen. Strategische Investoren, die sich nicht im Gleichklang mit der Masse der Anleger benchmark nah mit hohem USA-Gewicht positionieren, können deshalb langfristig mit jährlichen Wertsteigerungen von ca. 8% noch über die Inflationsrate hinaus rechnen. Keine andere Anlageklasse bietet derzeit ein ähnliches Potenzial. ■

Tab. 2: Welche Aktienmarktrenditen können Anleger langfristig erwarten?

Land	CAPE	KBV	Prognose
Australien	16,3	2,0	7,0%
Belgien	20,9	2,2	5,7%
Kanada	19,0	1,8	6,7%
Dänemark	37,8	3,1	2,5%
Frankreich	16,3	1,5	8,0%
Deutschland	17,0	1,7	7,5%
Hongkong	15,3	1,3	8,7%
Italien	10,6	1,0	10,9%
Japan	21,9	1,2	7,7%
Niederlande	18,2	1,8	7,0%
Norwegen	11,3	1,4	9,6%
Singapur	11,4	1,1	10,3%
Spanien	10,6	1,4	9,9%
Schweden	19,0	2,0	6,4%
Schweiz	20,8	2,4	5,4%
UK	13,7	1,8	7,8%
USA	25,6	2,9	4,1%
<b>Welt</b>	<b>19,9</b>	<b>1,9</b>	<b>6,4%</b>
Entwickelte Märkte	20,8	2,0	6,2%
Entwicklungsländer	14,0	1,6	8,2%
Europa	15,3	1,7	7,7%

Die Renditeschätzungen für ausgewählte Datastream-Länderindizes basieren auf dem Zusammenhang zwischen CAPE bzw. KBV und den zukünftigen 10-15jährigen Folgerenditen von 1881-2015. Alle Angaben real, in lokaler Währung und inkl. Dividendenerträgen per 29.07.2016. Quelle: Thomson Reuters, StarCapital.



Der Szenario-Korridor stellt dar, welche Renditen mit welchen Häufigkeiten weltweit in den letzten 130 Jahren auf eine zu heute im deutschen Aktienmarkt vergleichbare Bewertung anhand des CAPE und KBV folgten. Der hellgraue Korridor („p=50%“) spiegelt 50% aller Beobachtungswerte wider, der dunkelgraue 80%.

## News, Facts &amp; Figures

# Erfreuliche Entwicklung

Das Fondsmusterdepot hat gegenüber dem Vormonat um 2% zugelegt, der MSCI World EUR gab dagegen 1,7% ab.

## Zweistelliges Kursplus

Ein zweistelliges Kursplus in Höhe von knapp 11% gegenüber dem Vormonat konnte der von Martin Siegel verantwortete Stabilitas Silber+Weissmetalle (WKN: A0KFA1) verbuchen. Der Fonds ist mit 63% stark auf kanadische Titel ausgerichtet. Zu den Key-Holdings gehören Aktien wie First Majestic Silver und Fortuna Silver Mines. In einer Markteinschätzung im frühen August weist der ausgewiesene Minen-Experte Siegel darauf hin, dass vor dem Hintergrund eines Kurssprungs von bis zu 500% bei Silberminenaktien und einem Silberpreisanstieg von 40% innerhalb eines halben Jahres eine Konsolidierung dringend notwendig ist. Auch die Fonds mit dem Schwerpunkt Goldminenaktien (Tocqueville Gold; WKN: A1C4YR; +5% auf Monatssicht) und Natural Resources (Sunares; WKN: A0ND6Y; +3,6% auf Monatssicht) haben erneut einen Beitrag zur positiven Entwicklung des Fondsmusterdepots geleistet.

## Problemfall China?

Gegenwärtig halten wir ca. 8,2% Liquidität. In den vergangenen Wochen haben wir die Füße still gehalten, was Veränderungen in unserem Fondsmusterdepot betrifft. In Sektoren (z.B. Edelmetalle und Rohstoffe) und Regionen (u.a. Brasilien), die wir gegenwärtig für kaufenswert halten, sind wir investiert. Aktuell beob-

achten wir China genauer, mehr dazu auch im aktuellen Heft auf S. 49. Unter Anlegern ist immer noch eine pessimistische Haltung gegenüber dem Reich der Mitte vorhanden, die als Kontraindikator zu steigenden Kursen führen kann. Vor ziemlich genau einem Jahr, Ende August 2015, gerieten chinesische Börsen in Shanghai und Shenzhen ins Trudeln. Aktuelle chinesische Wirtschaftszahlen sind eher durchwachsen. Teilweise wurden die Anfang August bekannt gegebenen Daten zur Inflation von Analysten positiv kommentiert. Die Rate lag im Juli bei 1,8% und damit um 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Vormonat. Man mag die Validität der chinesischen Zahlen zu Recht in Zweifel ziehen, aber es ist nicht von der Hand zu weisen, dass die chinesische Notenbank dadurch weiter Luft für geldpolitische Lockerungen hat. Damit würde Treibstoff für China-Aktien freigesetzt.

## Fazit

Mit der momentanen Entwicklung des Fondsmusterdepots sind wir zufrieden. Allerdings besteht auch kein Grund zur Euphorie. Viele Entwicklungen, gerade in Europa, geben Anlass zur Sorge. Probleme wie die faulen Kredite der italienischen Banken können jederzeit aufflackern. Vor diesem Hintergrund ist Wachsamkeit oberstes Gebot.

Christian Bayer

Musterdepot (Start: 01.01.2009 mit 100.000 EUR)										
Performance: seit Auflage: +75,4% (MSCI Welt: +129,3%); 2016: +8,5% (MSCI Welt: -0,1%); seit dem Vormonat: +2,0% (MSCI Welt: -1,7%)										
Stichtag: 19.08.2016										
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs aktuell	Wert aktuell	Depot-anteil	Perf. seit Vormonat	Kauf
Stabilitas Silber+Weissmetalle	A0KFA1	Aktien Metalle	300	14.04.16	26,34	45,06	13.518	7,7%	10,9%	71,1%
Tocqueville Gold P	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	179,06	12.534	7,1%	5,0%	61,4%
Sunares*	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	200	13.02.14	54,09	67,73	13.546	7,7%	3,6%	25,2%
Alger American Asset Growth Fund	986333	Aktien USA	300	26.05.16	44,15	44,93	13.479	7,7%	2,5%	1,8%
Mandarine Unique Small & Mid Caps Europe*	A1CWBQ	Aktien Nebenwerte	8	14.04.16	1.109,20	1.141,70	9.134	5,2%	2,3%	2,9%
db X-trackers MSCI Brazil*	DBX1MR	Aktien Brasilien	500	31.03.16	26,56	33,00	16.500	9,4%	2,3%	24,2%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Aktien Europa Nebenwerte	120	26.09.13	94,00	117,32	14.078	8,0%	1,6%	24,8%
DNB Technology	A0MWAN	Aktien Technologie	50	14.04.16	298,57	328,40	16.420	9,4%	0,8%	10,0%
db X-trackers MSCI Japan Index UCITS ETF*	DBX1MJ	Aktien Japan	300	14.04.16	42,06	43,73	13.119	7,5%	-0,2%	4,0%
FU Fonds - Multi Asset Fonds P*	A0Q5MD	Mischfonds	120	10.12.15	167,02	172,72	20.726	11,8%	-0,2%	3,4%
FCP OP Medical BioHealth-Trends*	941135	Aktien Health Care	15	29.03.10	175,78	326,75	4.901	2,8%	-0,9%	85,9%
AB SICAV I - Global Core Equity Portfolio RX	A1JJJ5	Aktien Welt	65	17.03.16	187,70	202,32	13.151	7,5%	-1,0%	7,8%
<b>Fondsbestand:</b>				161.106,65	91,8%					
<b>Liquidität:</b>				14.320,99	8,2%	*) Der Kaufkurs ist ein Mischkurs.				
<b>Gesamtwert:</b>				175.427,64	100%					

Das große Bild

# Reine Gefühlssache

Die Betrachtung des Börsensentiments kann bei Anlageentscheidungen hilfreich sein.

Wer Börsenanalyse oder Geldanlage betreibt, betrachtet zwar oft mit großer Akribie Zahlen und Nachrichten, blendet dabei aber meist aus, dass er stets selbst Teil der Szenerie ist. Selbst der Analyst, der am Markt nicht aktiv wird, entfaltet durch seine publizierten Erkenntnisse eine Wirkung. In unserer Titelgeschichte ab Seite 20 gehen wir einigen wesentlichen Erkenntnissen der Behavioral Finance nach. Verdichtet man die vielen Einzelentscheidungen zu sogenannten Sentiment-Indikatoren, dann erhält man jenes unsichtbare Bindeglied, das erklärt, warum die Märkte auf manche Nachricht panisch, euphorisch oder auch gar nicht reagieren.

### Widersprüchliches Sentiment

Aus dem Blickwinkel der Börsenpsychologie sind Sentiment-Indikatoren stets von besonderem Interesse. Die Marktteilnehmer können sich so in einer quantifizierten Form sozusagen selbst bei der Arbeit beobachten. In der letzten Ausgabe Smart Investor 8/2016 zeigten wir auf S. 54 (dort in Abb. 5) den rekordtiefen Anteil der für den DAX positiv gestimmten Börsenbriefe. Geht man davon aus, dass Anleger der Meinung der Börsenbriefe folgen, dann wirkt geringer Optimismus potenziell unterstützend, weil das Pulver (= Cash) trocken gehalten wird. In den letzten Wochen stieg der DAX tatsächlich an und die Börsenbriefe drehten sich. Oder drehen sich die Börsenbriefe, während der DAX ansteigt?

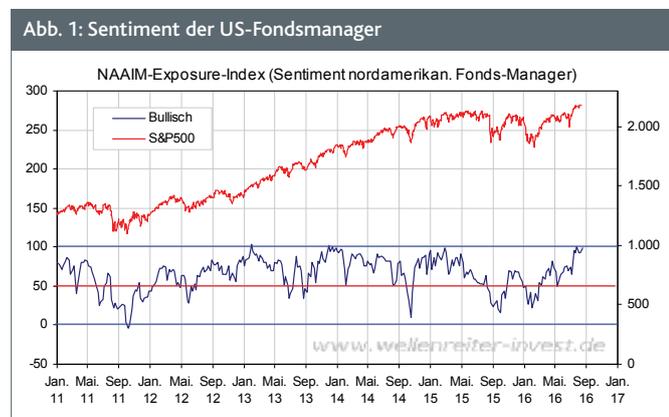
Es ist gar nicht so einfach, bei solchen Korrelationen festzustellen, was Ursache und was Wirkung ist. Die FinanzWoche, welche einen Schwerpunkt auf die Sentimentanalyse legt, berichtete in ihrer

letzten Ausgabe von einem „starken Optimismus Schub“; der Vier-Wochen-Durchschnitt der Börsenbrief-Stimmung kehrte in den neutralen Bereich zurück. Idealerweise werden nachhaltige Anstiege aber zunächst von Skepsis begleitet. Es kann also durchaus sein, dass der Index vor dem nächsten Gipfelsturm noch einmal eine Verschnaufpause benötigt, die auch saisonal gut passen würde.

### Die Privaten und die Profis

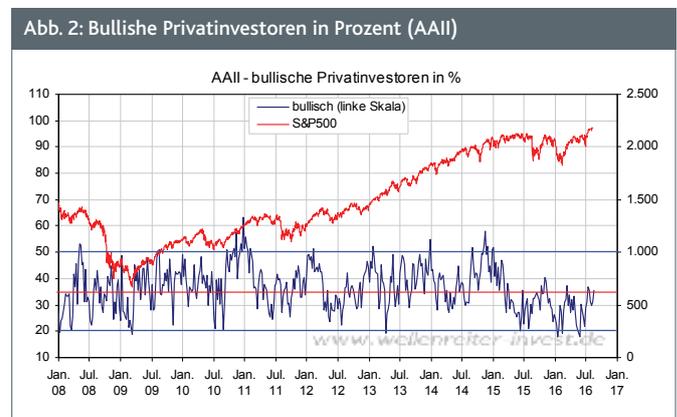
Eine interessante Lektion in Börsenpsychologie wird den Anlegern derzeit auch in den USA erteilt. Der Anstieg von Dow Jones Industrial und S&P 500 auf neue Allzeithochs verlief zunächst noch wie aus dem Lehrbuch. Doch die Anschlusskäufe blieben aus. Auch in unserer Rubrik „Relative Stärke“ auf S. 54 zeigt sich, dass die beiden Schwergewichte nur im Mittelfeld liegen und relativ sogar an Terrain verloren haben. Des Rätsels Lösung liefert das Sentiment, gemessen anhand des Optimismus der US-Fondsmanager (vgl. Abb. 1). Der sogenannte NAAIM-Exposure-Index notiert aktuell im rekord-bullischen Bereich. Wenn Fondsmanager derart positiv gestimmt sind, dann sind sie auch investiert – fallen also als Kurstreiber erst einmal aus. Dass das Allzeithoch keine weitere Schubwirkung entfaltete, ist daher nicht verwunderlich.

Einen Lichtblick stellen dagegen aus Sentiment-Sicht die US-Privatanleger dar (vgl. Abb. 2). Trotz Allzeithoch sind sie nur unwesentlich bullischer geworden. Möglicherweise spielt hier die Sorge vor den schlechten Börsenmonaten August und September eine größere Rolle als bei den Profis. Genau dies aber wäre jene Skepsis,



Seit dem Ausbruch auf Allzeithochs herrscht Rekordoptimismus unter US-Fondsmanagern.

Quelle: [www.wellenreiter-invest.de](http://www.wellenreiter-invest.de)



Bei Privatanlegern führten die Allzeithochs bislang zu keiner nennenswerten Aufhellung der Stimmung – ein positives Zeichen.

Quelle: [www.wellenreiter-invest.de](http://www.wellenreiter-invest.de)

die man sich für den Markt nur wünschen kann. Denn sie sorgt dafür, dass die bearishen Anleger bei weiter steigenden Kursen erst nach und nach „umfallen“ und in den Markt gezogen werden. Da die Spürnase der Privatanleger deutlich schlechter ausgeprägt ist als die der Institutionellen, sind die unterschiedlichen Stimmungsaussagen, welche aus Abb. 1 und 2 hervorgehen, als tendenziell positiv für die Börse zu werten.

#### Kein Allheilmittel

Generell muss man Sentiment-Indikatoren allerdings in dreierlei Hinsicht hinterfragen. Wie die simultane Betrachtung von Fondsmanagern und Privatinvestoren zeigt, können unterschiedliche Aspekte zu unterschiedlichen Aussagen führen. Dies ist sogar eher die Regel als die Ausnahme. Die stärksten Sentiment-Signale ergeben sich bei Extremwerten und gegenseitiger Bestätigung. Ein weiteres Phänomen: Das Erreichen einer besonders positiven Stimmung darf nicht

als unmittelbares Verkaufssignal fehlgedeutet werden. Abb. 3 zeigt, dass über weite Strecken der Jahre 2014 und 2015 negativ gestimmte US-Börsenbriefe buchstäblich mit der Lupe gesucht werden mussten. Trotz dieses ungewöhnlichen Ausmaßes an Optimismus stieg der S&P 500 unbeirrt weiter an. Schließlich darf der wachsende Einfluss der Notenbanken nicht unterschätzt werden. Diese engagieren sich perspektivisch immer stärker auch am Aktienmarkt. Sie handeln allerdings nicht wie normale Anleger, die mit Gewinnerzielungsabsicht an den Märkten tätig sind, sondern mit unendlich tiefen Taschen entsprechend einer politischen Agenda. Von einer guten oder schlechten Marktstimmung lassen sie sich sicher nicht beeindrucken.

#### Ein Gefühl von Sicherheit

Mit dem seit 2009 regelmäßig durchgeführten europäischen Bankenstresstest verhält es sich wie mit den Sicherheitskon-

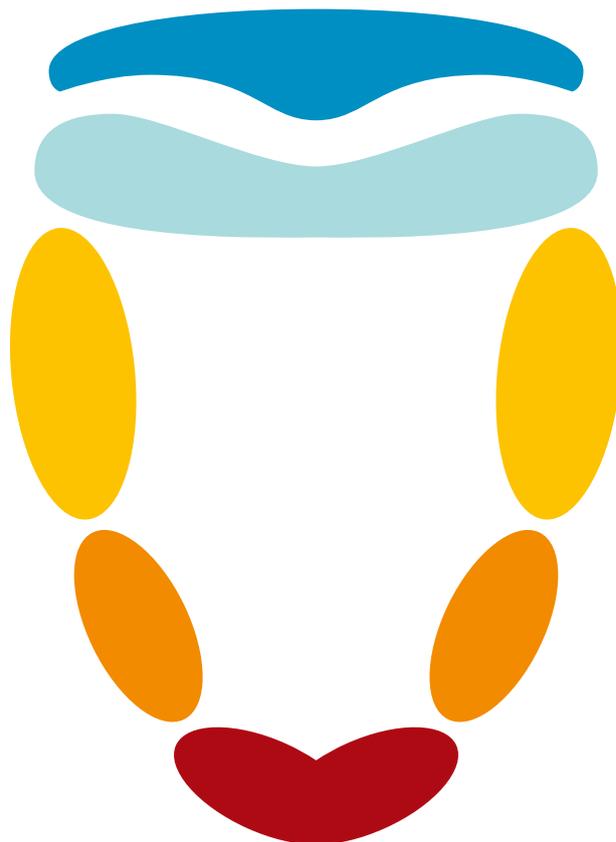
trollen am Flughafen – es geht vor allem darum, ein Gefühl von Sicherheit zu vermitteln. Anders als das Personal am Terminal sind die Prüfer der europäischen Bankenaufsicht EBA allerdings tatsächlich zahnlose Tiger. Denn im Gegensatz zu 2014 gibt es bei der Neuauflage in diesem Jahr nicht einmal mehr die Möglichkeit des Durchfallens für die getesteten 51 Banken. Das einzige disziplinierende Element sollte daher wohl der öffentliche Pranger sein, an den die Schlusslichter gestellt werden. Bei den vor drei Wochen veröffentlichten Ergebnissen des aktuellen Stresstests ist jedoch vor allem eines zu erkennen gewesen: Die ganze Branche steckt in massiven Schwierigkeiten, und dies so sehr, dass es schwierig ist, den Einäugigen unter den Blinden zu finden. Was tun die Bankenaufseher also angesichts ihrer Notlage? Sie spielen ein Szenario durch, das beim besten Willen nicht als reale Krise durchgehen kann. So wurden von der EBA Szenarien

Anzeige

**DES**  
Deutsche EuroShop

# SHOPPING ERLEBEN.

FÜHLEN  
SEHEN  
SCHMECKEN  
RIECHEN  
HÖREN



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

für die Entwicklung des BIPs in der EU von -1,2% (2016), -1,3% (2017) und 0,7% (2018) durchgespielt.

**Wohlfühl-Stress**

Nur, um es kurz in Erinnerung zu rufen: Allein 2009, dem Jahr nach der Lehman-Pleite, ging das BIP in der EU um glatte 5,7% zurück. Die Banken, die sich bereits mit den simulierten Szenarien schwer tun würden, dürften bei einer solchen Entwicklung wohl reihenweise umkippen. Tatsächliche Ernstfälle wurden daher überhaupt nicht simuliert: So wurden beispielsweise Risiken aus Staatsanleihen komplett ausgeblendet – und dies, obwohl erst vor vier

Jahren der Schuldenschnitt bei griechischen Staatsanleihen auch in Europa schmerzlich vor Augen geführt hat, dass diese alles andere als sicher sind. Daneben wurde offenbar mit zu hohen Zinssätzen gerechnet. Das für die Geldhäuser derzeit tödliche Nullzinsumfeld wurde also gar nicht wirklich berücksichtigt. Am Ende lag die rote Laterne erwartungsgemäß bei den italienischen Banken. Daneben rangierten mit der Deutschen Bank und der Commerzbank aber auch zwei deutsche Geldhäuser auf den hintersten zehn Plätzen. Von allen Seiten werden nun massive Kapitalerhöhungen gefordert. Doch wer soll frisches Geld in eine Branche geben, die schon bei

etwas schärferem Gegenwind erwiesenermaßen umfällt?

**Rückenwind**

Der Gegenwind des einen ist jedoch der Rückenwind des anderen! Im Gegensatz zu den Banken konnte die Immobilienbranche in den letzten Jahren wie keine zweite von den Nullzinsen profitieren. Diese machten Anlagealternativen wie Anleihen unattraktiv, gleichzeitig ermöglichten die laufend günstigeren Finanzierungskosten stetig steigende Preise für das Betongold. Nach einer Phase der Stagnation seit Mitte der 2000er Jahre gab es in Deutschland zusätzlich Nachholbedarf. In Summe also die richtige Me-

**Löcher in der Matrix**

„Bedford-Strohm tief enttäuscht von Seehofer“  
(welt.de, 11.5.2016)

„Bedford-Strohm fordert «realistische Asylpolitik»“  
(kath.net, 17.8.2016)

„Was kümmert mich mein Geschwätz von gestern, nichts hindert mich, weiser zu werden“, ist eines der wenigen Adenauer-Worte, die von der Politik auch heute noch in Ehren gehalten werden. Alleine die Kanzlerin müsste aufgrund ihrer zahlreichen 180-Grad-Wenden demnach inzwischen zu den weisesten Menschen im Lande gehören. Auch die evangelische Kirche – ebenfalls stets wendig und anschlussfähig an den Zeitgeist – wird immer weiser. Noch vor gut drei Monaten ging der EKD-Ratsvorsitzende den bayerischen Ministerpräsidenten hart an, weil dieser wenigstens verbal versuchte, etwas Ordnung in das von der Kanzlerin angeordnete Massenmigrationschaos zu bringen. Aber: Moralisierende Autorität kraft Amtes kann Kompetenz in der Sache nicht ersetzen. Zeit also, das Geschwätz vom Mai hinter sich zu lassen, ein wenig weiser zu werden und jetzt einfach mal eine „realistische Asylpolitik“ zu fordern. Kirche darf das. Wie wird das Thema wohl in weiteren drei Monaten von der Kanzel aus beurteilt werden? Bis dahin dürften dem Land nämlich, wie es Frau Göring-Eckardt, Präsidiumsmitglied des Deutschen Evangelischen Kirchentags, in unnachahmlicher Weise formulierte, erneut zahlreiche „Menschen geschenkt“ worden sein. Das zumindest ist eine neue Erfahrung für eine Organisation, der verdientermaßen Jahr für Jahr eine sechsstellige Anzahl ihrer „Schäfchen“ durch Kirchenaustritt abhandenkommt.

„Gabriel bringt automatische Steuererhöhung für Benzin ins Spiel“ (faz.net, 22.8.2016)

Der Ausbau des Sozialismus nimmt inzwischen absurde



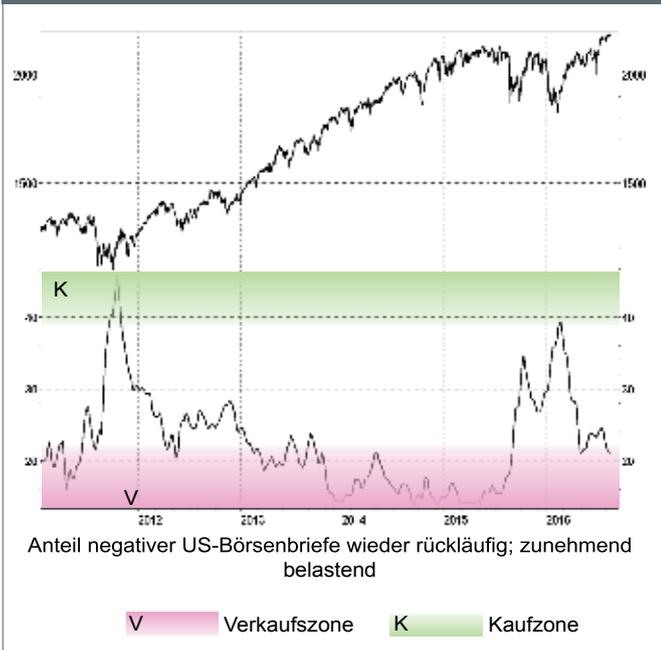
Formen an. Die neueste Idee jenes Mannes, der einst als Pop-Beauftragter seiner Partei brillierte, heißt „Flexsteuer“. Sinkt der Preis, steigt die Steuer – und umgekehrt. Damit wollen Staat und Partei einen Benzineinheitspreis fixieren – der dann nur noch aufgrund des Wertverfalls des ebenfalls staatlichen Fiat Moneys gelegentlich nach oben angepasst werden müsste. Nun ist ja hinlänglich bekannt, wohin das Ausschalten der Entdeckungsfunktion des Marktes führt, aber auch die Hybris und Unbelehrbarkeit der Politik ist in diesen Zeiten wohl grenzenlos.

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 Schröges 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>

Abb. 3: S&P (oben) vs. US-Börsenbriefe negativ (2-Wo.-Gl., unten) in %



Über weite Strecken der Jahre 2014 und 2015 tat die gute Stimmung, die aus der niedrigen Anzahl der negativ gestimmten Börsenbriefe herauszulesen ist, steigenden Kursen keinen Abbruch.  
Quelle: Finanzwoche

lange für einen jahrelangen Boom. Dieser hat zwischenzeitlich jedoch zu teilweise absurden Bewertungsniveaus und unattraktiven Renditen geführt. Die Frage ist daher, ob der Boom in eine finale Phase geht oder ob der Immobilien-Hausse bereits heute die Puste ausgeht. Wir sind dieser Frage sowohl für den Immobilienmarkt im Allgemeinen als auch für die börsennotierten Immobilien-AGs im Speziellen nachgegangen (ab S. 6). In einem Gespräch mit dem Immobilien-Fachmann Helmut Kurz vom Bankhaus Ellwanger & Geiger haben wir darüber hinaus die möglichen mittel- und langfristigen Risiken abgeklopft, die dem Beton-Gold drohen könnten (ab S. 14).

### Boom reloaded?

Nicht wenige Beobachter haben das Reich der Mitte inzwischen abgeschrieben. Mit immer neuen Horror-Nachrichten wird dabei das baldige Ende der einstigen Lokomotive der Weltwirtschaft prognostiziert. Einmal stehe der Renminbi kurz vor einer dramatischen Abwertung, ein anderes Mal der chinesische Immobilienmarkt kurz vor dem Kollaps. Um nicht den falschen Eindruck zu erwecken: All diese Gefahrenherde sind vermutlich tatsächlich nicht zu unterschätzen. Ob China deshalb unmittelbar vor dem Kollaps steht, ist jedoch eine andere Frage.

Experten wie Christopher Wood von CLSA beobachten zwischenzeitlich sogar eine leichte Entspannung der Behörden und der Marktteilnehmer bezüglich des Liquiditätsabflusses aus China. Zuvor hatte der dramatische Abfluss von Kapital aus China die



## Vermögensbildung durch Immobilienaktien

Als Bestandhalter von Gewerbeimmobilien investieren wir bewusst im süddeutschen Raum, da wir hier auch künftig ein weit überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum erwarten.

Kontinuierlich steigende Umsatz- und Ertragszahlen, eine nachhaltige Dividendenpolitik und Beständigkeit im Geschäftsmodell zeichnen unser Unternehmen aus.

Nationale und internationale Aktionäre profitieren seit vielen Jahren von unserem kontinuierlichen Unternehmenserfolg.

### Fakten Stand 30.06.2016

- „Develop-or-buy-and-hold“-Strategie
- seit über 20 Jahren erfolgreich am Markt
- ausgewogener Branchenmix in einem Portfolio mit über 100 Immobilien
- ca. 1 Mio. m<sup>2</sup> Gebäudenutzfläche
- Niedrige Leerstandsquote
- ca. 68,4 Mio. Euro annualisierte Mieterlöse
- 7,25 % durchschnittliche Mietrendite zu Marktwerten
- NAV je Aktie: 16,47 Euro

### Kontakt

VIB Vermögen AG  
Luitpoldstraße C 70  
86633 Neuburg/Donau  
Tel.: 08431 504-951  
www.vib-ag.de

Investor Relations:  
Frau Petra Riechert  
Tel.: 08431 504-952  
petra.rieichert@vib-ag.de

Frage nach der Stabilität der dortigen Volkswirtschaft in den Raum gestellt. Es erscheint jedoch nicht unwahrscheinlich, dass sich auch in China ein tatsächlicher Crack-up-Boom einstellt – und der hat bekanntlich mit der realen Wirtschaftsentwicklung wenig zu tun. Zuletzt deuten auch die Aktienindizes in China und Hongkong auf eine solche Entwicklung hin.

**Erdogan – wird zum Putin gemacht**

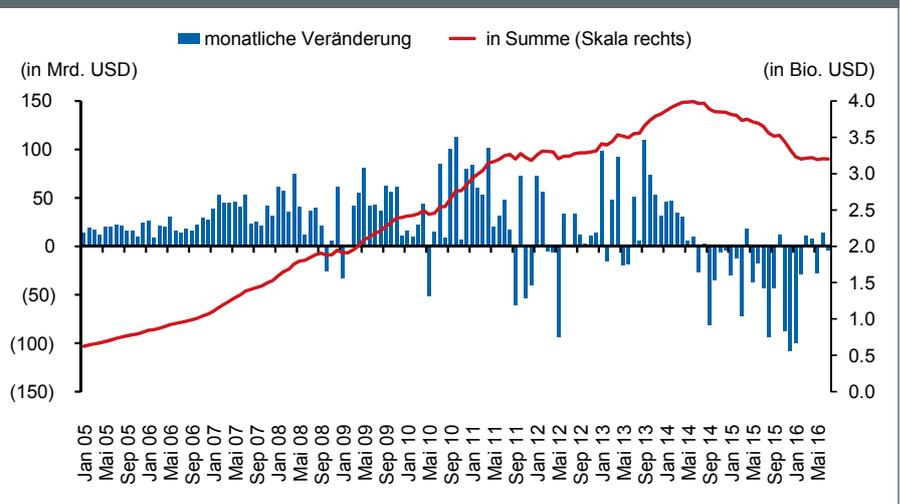
Selten konnte man in so kurzer Zeit erleben, wie der Darling des Multikulti-Mainstreams zunächst zum gerade noch so geschätzten Partner und nun zum Bösewicht gemacht wurde. Als die Kanzlerin – unfähig, die Sicherheit der Staatsgrenze zu gewährleisten – mit einer Mischung aus wahrhaft grenzenloser Naivität und ebensolcher Verzweiflung in Ankara „Flüchtlingsdeals“ aushandelte, galt Recep Tayyip Erdogan in den hiesigen Medien noch als weitestgehend unantastbar. Wer beispielsweise laut über die Verwicklung der Türkei in die Ölgeschäfte des IS nachdachte, war ein unbelehrbarer „Verschwörungstheoretiker“. Inzwischen finden sich Schlagzeilen über den „Terrorpaten Erdogan“, über dessen StaSi-Spitzel in ganz Deutschland, über die mutmaßlichen Geldwäscheaktivitäten seines Sohnes sowie vieles Unappetitliche mehr ganz offen in der Zeitung.

Im Rahmen der laufenden Kampagne wird Erdogans Persönlichkeit bei jenem Mann geankert, den man seit Jahren als den ultimativ finsternen Gesellen aufzubauen ver-



Die Bild-Zeitung bezeichnet Erdogan als „Terror-Pate“.  
Quelle: Bildonline

Abb. 4: Währungsreserven der Volksrepublik China



Kapitalabfluss zum Erliegen gekommen? Die jüngsten Zahlen deuten auf ein Ende des Abwärtstrends hin. Quelle: People's Bank of China

sucht – Wladimir Putin. Ein Name, auf den Leser und Zuschauer inzwischen reflexhaft negativ reagieren sollen. Auch Trump soll so einer wie Putin sein – ein verbitterter alter weißer Mann, der das Rad der Geschichte zurückdrehen will. So oder so ähnlich. Hat sich der „Kalif vom Bosphorus“ in wenigen Monaten tatsächlich so grundlegend verändert, oder wurden lediglich seine Rolle und seine Nützlichkeit neu definiert?

Die großen Medien sehen ihre Aufgabe ganz offensichtlich nicht darin, die ihnen bekannten Fakten auf den Tisch zu legen, sondern darin, den relevanten Themen einen aus den Tiefen des Staates herausströmenden „Spin“ zu verpassen. Die Mission war jedenfalls erfolgreich. In einer aktuellen Medienumfrage stimmten 72% der Befragten folgender Aussage zu: „Nein, mit Erdogan ist eine Zusammenarbeit kaum noch möglich.“ Mehr zu den aktuellen Medien-„Spins“ finden Sie auch in „Zu guter Letzt“ auf S. 82. In jedem Falle dürfte klar sein, dass dieser Wechsel des Medienspins nun ein dauerhaft zerrüttetes Verhältnis zwischen Berlin bzw. Brüssel und Ankara zur Folge haben wird. Vor dem Hintergrund des ohnehin sehr zweifelhaften Flüchtlingsdeals mit der Türkei lässt sich hieraus für die kommenden Monate einige Dramatik herauslesen.

Wie bereits anhand der Münchner Ereignisse vom 22. Juli – wir gehen eher von einem Attentat einer Organisation als von einem Amoklauf eines Einzelnen aus\* – in der letzten Ausgabe auf S. 52 erläutert, dürfte es nun mit der lange Zeit so viel gerühmten Sicherheit in Deutschland vorbei sein. So deutet es zumindest Rainer Wendt in seinem gerade erschienenen Buch „Deutschland in Gefahr“ an. Er ist Bundesvorsitzender der Deutschen Polizeigewerkschaft und sollte es eigentlich wissen. Warum die deutschen Politiker nach wie vor unbeirrt eine Destabilisierung im Inneren wie auch im Äußeren (z.B. gegenüber Russland) zulassen, bleibt weiter unerklärlich. Interessant in diesem Zusammenhang ist, dass erst in den letzten Tagen von der Bundesregierung eine „Konzeption für zivile Verteidigung“ erarbeitet wurde. Das dafür zugrundeliegende Konzept wurde zuletzt im Jahre 1995 aktualisiert. Darin geht es um Vorsorge- und Notfallmaßnahmen im Hinblick auf Naturkatastrophen, Krieg oder Terror.

**Was andere denken...**

Wie schon vor vier Wochen sind unsere sechs Gastanalysten, deren Einschätzungen Sie auf den Seiten 55 bis 57 finden, in Summe eindeutig positiv für die Börsen gestimmt. Der bekannte Börsenindikator von Thomas Gebert (Erläuterungen hierzu in Ausgabe 6/2017 auf S. 56 und 7/2016 auf

S. 20) hat nach seinem DAX-Ausstieg Anfang Mai bereits sechs Wochen später wieder zum Einstieg geblasen. D.h., auch von dieser Seite her zeigt der Daumen nach oben. Die typische saisonale Entwicklung der Aktienbörse lässt bis etwa Ende September eher schwächere Kurse erwarten. Ab dann zeigt der Jahreszyklus aber wieder nach oben.

#### Fazit

Es bleibt bei unserer positiven Einschätzung für die Aktienbörsen. Nicht, weil das wirtschaftliche und politische Umfeld so überzeugend gut wäre. Vielmehr sind die Probleme so drückend und die Gefahren so immanent, dass den Zentralbankern gar nichts anderes mehr bleibt als die Flucht nach vorne.

Und dies könnte bei einer demnächst stattfindenden Schieflage auch wieder für die USA gelten, die sich seit Oktober 2014 aus dem QE-Zirkus erst einmal verabschiedet haben. Zudem erscheint das Anleger sentiment noch nicht nachhaltig übertrieben positiv zu sein, sodass Überraschungen vermutlich eher auf der „Oberseite“ statt-



„Deutschland in Gefahr“, von Rainer Wendt, riva Verlag, 19,99 EUR

finden dürften. Ohne Frage wird ein aus dem Ruder laufendes Finanzsystem und ein unbedingtes Gegensteuern durch die Zentralbanken via Gelddruckmaschine eine Inflationierung zur Folge haben. Der Auftrieb an den Edelmetallmärkten wird daher weitergehen. Eine charttechnische Betrachtung von Gold, DAX und S&P 500 findet sich auf S. 53.

Ralf Flierl, Christoph Karl, Ralph Malisch

\*) Der Grund für diese Einschätzung liegt in den vielen Ungereimtheiten der Ereignisse vom 22. Juli. Eine gute Zusammenstellung vieler Widersprüche und ungeklärter Fragen in der offiziellen Version findet sich hier: <http://www.compact-online.de/widersprueche-zum-fall-muenchen/>

Zudem erscheint es sinnvoll, die Aktionen von Richard Gutjahr, einem Journalisten und Moderator des Bayerischen Rundfunks, näher zu beleuchten. Die im Zusammenhang mit seiner Person zu nennenden Auffälligkeiten deuten auf Vorauswissen bezüglich der Vorkommnisse im Münchner Olympiaeinkaufszentrum hin. Dieses Video behandelt dies recht ausführlich: <https://vimeo.com/177932762>

Anzeige

# Smart Investor E-Magazin



Noch kein Abonnent?  
Dann jetzt anmelden auf  
[smart-i.de/abo](http://smart-i.de/abo)

Exklusiv für Abonnenten:

Lesen Sie jetzt das  
unabhängige  
Anlegermagazin als  
E-Magazin:

Mobil & smart

Volltextsuche

Für PC & Tablet

Jetzt testen!  
[smart-i.de/emag](http://smart-i.de/emag)

## Wissenswertes für Anleger

### Münchner Zertifikate-Handel

Die Bayerische Börse steigt in den Zertifikate-Handel ein. Über die Plattform gettex bietet sie der Stuttgarter und Frankfurter Börse sowie dem dominierenden Direkthandel in diesem Segment Paroli. Der Start am 18. Juli erfolgte mit ca. 80.000 Zertifikaten der HypoVereinsbank. Online-Banken wie flatex, ING-DiBa, die DAB Bank und comdirect bieten ihren Kunden mittlerweile eine Ordermöglichkeit über den Münchner Zertifikate-Handelsplatz an.

### Das Beste aus beiden Welten?

Mit dem neuen Angebot versucht die Bayerische Börse Vorteile aus den Welten des Direkt- und des Börsenhandels zu verbinden. Der Direkthandel über die Emittenten punktet vor allem mit Preisvorteilen, der Börsenhandel bietet u.a. feste Regularien und eine Handelsüberwachungsstelle. Über gettex können Anleger ohne zusätzliche Börsengebühren bzw. Makler-Courtage und ohne den an Börsen üblichen Intermediär börsentäglich von 08.00 bis 22.00 Uhr Zertifi-

kate handeln. Im Unterschied zum Direkthandel greift bei gettex allerdings ein börsliches Regelwerk.

Der Online-Broker flatex stellt Anlegern für gettex eine Flat Fee von 5,90 EUR, analog zu den Konditionen des Direkthandels, in Rechnung. Solange für Kunden keine zusätzlichen Kosten entstehen, werden Vorteile wie z.B. eine Handelsüberwachungsstelle „on top“ von Anlegern sicher gerne wahrgenommen. Ob für kostenbewusste Trader das Angebot der Münchner Börse attraktiv bleibt, wenn im OTC-Handel der Preiskampf bis hin zu Zero-Fee-Angeboten weitergeht, bleibt abzuwarten. Zu den Gewinnern des neuen Handelsplatzes gehört in jedem Fall die HypoVereinsbank, die nun einen Zertifikate-Handelsplatz quasi vor der Haustür nutzen kann. Auf längere Sicht bietet gettex für die HVB auch Einsparpotenzial, wenn sich ein Listing der Zertifikate an anderen Börsenplätzen erübrigt. ■

*Christian Bayer*

### Verluste ausgeschlossen

Am 12. September ist Subskriptionstag für die neueste zahlungsgültige Goldmünze der staatlichen französischen Münzprägestalt Monnaie de Paris. Im Rahmen der „Le Coq“-Gold- und Silbermünzenserie mit dem französischen Wappentier, dem Hahn (engl.: „Rooster“, franz.: „Le Coq“) erscheint die 2016er Ausgabe der Flaggschiffmünze mit einem Nominal von 5.000 EUR. Die Münze hat ein Gewicht von 100 Gramm bei einer Feinheit von 999/1000stel, entsprechend 3,212 Feinunzen Gold.

### Hohes Aufgeld & doppelter Boden

Beim aktuellen Marktpreis von 1.183 EUR/Feinunze beträgt das Aufgeld somit 31,55%, weshalb die Münze von moderaten Goldpreisanstiegen vermutlich nicht profitieren wird. Wer größere Rückschläge ausschließt, ist daher in den gängigen Bullion Coins besser aufgehoben. Dort gibt es mehr Gold fürs Geld (aktuell 4,22 Feinunzen). Wer sich jedoch auch bei Gold kräftige Kurs-

rückgänge vorstellen kann, für den bietet der Rooster eine Spekulation mit doppeltem Boden, da die Münze in Höhe von 5.000 EUR zahlungsgültig bleibt. Erst ab einem Goldpreis von ca. 1.557 EUR/Feinunze hätte der Rooster theoretisch kein Aufgeld mehr und würde sich bei weiteren Preisanstiegen wie eine normale Goldmünze verhalten. Theoretisch deshalb, weil die streng limitierte Münze in diesem Szenario aufgrund des eingebauten Schutzes auf dem freien Markt nicht mehr für 5.000 EUR erhältlich sein wird.

Auch sollte man die Schutzwirkung nicht überbewerten. Bei einem Auseinanderbrechen des Euros könnte die Garantie obsolet werden. Die Liefergebühr beträgt 30 EUR. Nähere Informationen erhalten Sie auf der Website [www.monnaiedepartis.fr](http://www.monnaiedepartis.fr). Fragen können auf Französisch oder Englisch abgeklärt werden ([vad@monnaiedepartis.fr](mailto:vad@monnaiedepartis.fr)). ■

*Otto Stauner*



## Charttechnik

# Positiver Grundton

## Aktien und Gold im Chart-Check

### DAX

Seit dem Allzeithoch des DAX bei 12.390 Punkten im April 2015 war vom deutschen Leitindex wenig Konstruktives zu sehen. In mehreren Schüben gaben die Kurse bis auf 8.700 Punkte nach, bewegten sich aber im Großen und Ganzen in breiter Spanne seitwärts. Ausbruchversuche gab es in beide Richtungen zuhauf. Die 10.000er Marke wurde routinemäßig so oft über- und unterschritten, dass man ihr keine Aussagekraft mehr zumessen kann. In den letzten Wochen konnte der DAX immerhin seinen Abwärtskanal verlassen – eine untypische, überdimensionale Flaggenformation. Das ist ebenso positiv wie die anschließende Konsolidierung (gelbe Markierung). Soll das optimistische Szenario aufrechterhalten werden, müsste sich der DAX relativ kraftvoll nach oben aus dem Konsolidierungsbereich lösen. Fällt er dagegen erneut in den Abwärtskanal zurück, was saisonal nicht auszuschließen ist, dann wäre auch dieser Ausbruchversuch gescheitert.

### S&P 500

Auf den ersten Blick ist beim S&P 500 alles in Ordnung. Nachdem der Aufwärtstrend aus dem Jahr 2011 im Juni 2015 gebrochen wurde, roch es zunächst nach Top-Bildung. Ein Eindruck, der durch zwei heftige Abverkaufphasen im Herbst 2015 und am Jahresanfang 2016 bestätigt zu werden schien. Aber obwohl die Weichen charttechnisch auf Baisse gestellt waren, rappelte sich der amerikanische Blue-Chip-Index und erreichte seit Juli 2016 sogar neue Allzeithochs. Ein solches Kursverhalten ist eine Indikation von Stärke. Ein gewisser Wermutstropfen ist der hohe Optimismus der amerikanischen Fondsmanager (s. S. 46), von denen keine weiteren Kaufimpulse zu erwarten sind.

### Gold

Im Vergleich zu den beiden Aktienindizes sieht Gold deutlich ausgeruhter aus, obwohl hier im laufenden Jahr die größere Performance gemacht wurde. Was das gelbe Metall auszeichnet, ist der vorangegangene Abwärtstrend und dessen klares Ende. Viele Anleger dürften irgendwann während der quälenden Baisse der letzten Jahre aufgegeben haben. Etliche werden sich auch beim Fehlausbruch im Oktober 2015 (vgl. Markierung) die Finger verbrannt haben und aus dem Markt geschüttelt worden sein. Zum Beginn des letzten Aufschwungs sollte daher viel Material in relativ starken Händen gelegen haben. Die Voraussetzungen für einen weiteren Aufschwung sind also – unabhängig von möglichen Rücksetzern – gut.

Ralph Malisch

Abb. 1: DAX (2008 – 2016)



Abb. 2: S&P 500 (2008 – 2016)



Abb. 3: Gold (2008 – 2016)



Relative Stärke

# Was alle sagen

## Gold nur im unteren Mittelfeld

### Auf den zweiten Blick

Spricht man dieser Tage mit Marktteilnehmern, so kann man einiges über die aufregende Entwicklung des Goldmarktes hören. Die Probe aufs Exempel fällt allerdings ernüchternd aus: Das gelbe Metall landete nur auf Rang 17 (minus zwei Ränge), eigentlich ziemlich enttäuschend. Damit bestätigte sich erneut, dass insbesondere an der Börse das, was alle sagen, selten stimmt.

Und es bestätigt, dass sich ein differenzierter, zweiter Blick in aller Regel lohnt. Auf Rang eins unseres Universums befinden sich nämlich erneut die ungehedgten Gold- und Silberminen des Gold-BUGS-Index – zum mittlerweile siebten Mal in Folge! Doch obwohl es erneut zum Spitzenranking reichte, konnte man – wie ein weiterer Blick hinter die Kulissen zeigt – in der Berichtsperiode mit den Edelmetallminen per Saldo nur noch wenig Geld verdienen.

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	
		19.8.	22.7.	17.6.	20.5.	22.4.	18.3.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
Gold Bugs Ind.	USA	1	1	1	1	1	1	50	80	90	+0,40	+22,3
Silber		2	2	3	4	4	6	0	78	52	+0,19	+12,1
Rohöl		3	10	2	2	2	13	93	80	25	+0,32	+12,0
Merval	Arg	4	3	6	22	24	26	62	87	96	+0,23	+13,8
Hang Seng	HK	5	7	19	23	18	21	82	94	45	+0,14	+10,6
S.E.T.	Thai	6	4	7	9	7	7	64	91	76	+0,14	+8,7
H Shares	China	7	16	22	25	23	24	74	91	28	+0,14	+10,1
Nikkei 225	J	8	17	17	16	11	17	45	58	46	+0,02	+0,8
KOSPI	Korea	9	14	13	20	8	11	88	90	66	+0,09	+3,7
All Ord.	Aus	10	8	12	6	5	4	53	84	67	+0,11	+5,7
RTX	Rus	11	5	4	3	3	2	68	89	36	+0,26	+7,7
MDAX	D	12	19	14	8	14	10	61	86	95	+0,12	+6,5
Sensex	Indien	13	6	8	13	16	19	65	89	81	+0,15	+7,7
NASDAQ 100	USA	14	12	15	19	21	16	69	87	98	+0,12	+7,5
DAX	D	15	20	20	15	10	14	55	82	57	+0,11	+5,8
Shenzhen A	China	16	13	18	26	26	25	83	93	50	+0,08	+7,9
Gold		17	15	5	5	6	3	66	87	80	+0,08	+5,4
TecDAX	D	18	21	24	14	25	22	36	72	80	+0,08	+4,1
S&P 500	USA	19	9	10	10	12	12	58	88	98	+0,11	+5,0
DJIA 30	USA	20	11	11	11	9	9	57	86	96	+0,10	+4,4
SMI	CH	21	18	16	17	22	23	34	75	50	+0,07	+2,6
REXP 10 *	D	22	23	9	7	13	8	75	95	99	+0,03	+2,1
CAC 40	F	23	24	23	18	15	15	34	64	34	+0,03	+0,7
FTSE 100	GB	24	22	21	12	20	18	66	85	81	+0,13	+8,5
PTX	Polen	25	26	26	24	17	5	41	37	17	+0,03	-1,4
IBEX 35	E	26	25	25	21	19	20	36	45	19	+0,01	-2,2
grün: verbessert rot: verschlechtert schwarz: unverändert								grün: >=70		grün: >0		grün: <-15
								rot: <=30		rot: <0		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).  
\* REXP 10: Index 10jähriger Anleihen

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

in der Berichtsperiode mit den Edelmetallminen per Saldo nur noch wenig Geld verdienen. Der Abstand zum eigenen Halbjahresdurchschnitt in Landeswährung sank erneut, diesmal von +31,0% im Vormonat auf nunmehr +22,3%. Beim Silber (Rang zwei, unverändert) ist die Situation ähnlich, auch hier bildet sich zum Redaktionsschluss ein Dip im Aufwärtstrend heraus. Naturgemäß kann dieser bei den Minenaktien deutlicher ausfallen. Ein Ende des Aufwärtstrends ist dies dennoch nicht, eher eine gute Nachkaufgelegenheit.

### Kraftlose Leitindizes

Auch beim S&P 500 (Rang 19, minus zehn Ränge) und beim DJIA (Rang 20, minus neun Ränge) stellt sich die Situation anders dar, als man angesichts der kürzlich erreichten Allzeithochs erwarten würde: Trotz starker Aufmerksamkeit dümpeln beide Indizes in unserer Relativbetrachtung im untersten Mittelfeld vor sich hin. Von Märkten im absoluten Rekordbereich wäre mehr Relative Stärke zu erwarten.

Ralph Malisch

## Sektoranalyse

## Konjunkturelle Zuversicht kehrt zurück

Gastanalyse von Daniel Haase (www.HAC-AG.de)

Die Panik im Anschluss an das Brexit-Votum setzte den Startschuss für eine fulminante Rally. Inzwischen notieren die oft auch als Panik-Indikatoren bezeichneten Volatilitätsindizes wie beispielsweise der VIX (USA) oder der VDAX-NEW (Deutschland) wieder auf Niveaus, die für eine ausgeprägte Sorglosigkeit sprechen. Der von den Notenbanken mit Negativzins und den Markt räumenden Anleihekäufen forcierte Anlagenotstand breitet sich aus und treibt Investoren in riskantere Assets. Doch entscheiden die Zentralbanker (noch) nicht darüber, welche Titel bevorzugt gekauft werden. Ein Blick auf die Entwicklung europäischer Sektorenindizes seit dem 23. Juni zeigt, dass auch konjunkturell die Zuversicht der Anleger wieder zunimmt. Noch vor einem Monat waren auf den vorderen Plätzen hauptsächlich defensive Sektoren zu finden. Diese haben seither jedoch an Attraktivität eingebüßt, während Aktien aus konjunkturell exponierten Branchen wie beispielsweise Grund- und Rohstoffe, Chemie oder Bauwirtschaft in der Gunst der Anleger nach oben klettern. Einzig von Finanztiteln halten Investoren immer noch nichts. Wer mag es ihnen verdenken? Ich selbst werde den Sektor vermutlich erst nach einem währungspolitischen Neustart wieder in Betracht ziehen. ■

Performance-Ranking der STOXX-600-Sektoren (20.01.2016 bis 20.05.16)					
Rang	Sektor		Rang	Sektor	
1	Grundstoffe	+8,6%	10	Öl & Gas	-0,9%
2	Technologie	+7,3%	11	Medien	-2,8%
3	Chemie	+4,0%	12	Einzelhandel	-2,9%
4	Bauwirtschaft	+3,4%	13	Versorger	-3,0%
5	Nahrungs- & Genussmittel	+2,9%	14	Immobilien	-3,0%
6	Gesundheit	+1,2%	15	Finanzdienstleistungen	-4,7%
7	Industrie	+1,0%	16	Telekommunikation	-5,1%
8	Konsumgüter	+0,5%	17	Reisen & Freizeit	-6,6%
9	Automobile & Zulieferer	-0,7%	18	Versicherungen	-9,3%
			19	Banken	-11,3%

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. Neutral zu wertende Branchen sind orange markiert.

## Intermarketanalyse

## Freundliche Börsenstimmung trotz Sommer!

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

**Das GESAMTSYSTEM: Positiv 3:0!**

Der geglättete Zinsabstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen in den USA und Deutschland beträgt noch 0,17% – liegt also immer noch im positiven Bereich. Noch droht keine Rezession. Aber wenn der Zinsabstand in diesem Tempo weiter sinkt, droht noch im Winter ein Rezessionssignal.

**1) Zinsstruktur: Positiv!** Der geglättete Zinsabstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen in den USA und Deutschland beträgt derzeit 0,25%, liegt also immer noch im positiven Bereich. Noch droht keine Rezession.

**2) Index-Trend-Methode (Nasdaq-Dow-Utility-DAX): Positiv!** Die positive Wende bei dieser Methode kam vor einem Monat etwas spät. Aber dafür ist diese Methode sehr zuverlässig. Sie wird also im September mit hoher Wahrscheinlichkeit weiter Haussesignale geben.

**3) Die übrigen 5 Indikatoren melden 4:1**

**Anleihezinsen: Positiv!** Niedrige Zinsen entlasten Unternehmen und Verbraucher. Jedoch drücken sie in diesem Ausmaß auch eine weltweite Investitionsschwäche aus. Setzt sich der Trend zu Negativzinsen fort, wirkt sich das negativ auf die Zinsstruktur aus.

**Ölpreis: Negativ!** Der Ölpreis meldet zum Redaktionsschluss

einen Stand von 50,49 USD und damit ein Zehn-Wochen-Hoch. Da ein steigender Ölpreis Unternehmen und Verbraucher belastet, ist dieser Indikator erneut negativ zu werten.

**CRB-Index: Positiv!** Die Rohstoffpreise bleiben tief. Es droht derzeit keine Inflation.

**US-Dollar in Euro: Positiv!** Der US-Dollar zeigte zuletzt Schwächen gegenüber dem Euro, verfehlte aber zum Redaktionsschluss das 15-Wochen-Tief knapp und gibt damit noch ein positives Trendsinal.

**Saisonfaktor: Negativ!** Dieser Indikator bleibt bis Ende September negativ.

**Fazit**

Zwar sollte man immer noch beachten, dass der Monat September in den letzten 50 Jahren der schwächste Börsenmonat war. Aber es hat schon häufig Ausnahmen gegeben. Und die Chancen stehen nicht schlecht, dass wir diesmal ohne Verluste durch den Sommer kommen. Für steigende Kurse spricht auch, dass die Aktienbaisse nun lange genug gedauert hat und der Welt-Aktienmarkt momentan keinesfalls überbewertet ist, sondern ein vernünftiges Kurs-Umsatz-Verhältnis von 1,11 aufweist. ■

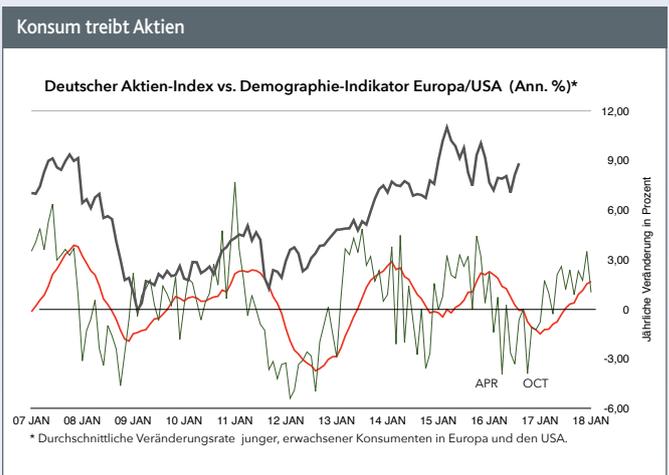
## Demografie & Börse

# Flatland

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

Die internationalen Aktienmärkte befinden sich im Frühstadium einer Hausse. Wir haben in den zurückliegenden Monaten die stetige Verbesserung der Konjunktur an dieser Stelle eingehend kommentiert. Der Grund dafür ist die Verbesserung der Zahl junger, erwachsener Konsumenten in Europa und den USA (siehe Abb.), eine Entwicklung, welche erst im Herbst richtig an Dynamik gewinnen und bis ins späte Jahr 2017 Bestand haben wird.

Es ist speziell diese Bevölkerungsgruppe, welche maßgeblich den privaten Verbrauch steuert, der mit einem Anteil von rund 70% den Löwenanteil der Wirtschaftsleistung ausmacht. Die zahlenmäßige Entwicklung der Konsumenten lässt sich anhand der historischen Geburten präzise vorhersagen. Damit steht mit der Demografie eine neue Dimension zur Konjunktur- und Kapitalmarktprognose zur Verfügung. Ihre Aussagen werden seit Jahresbeginn vom Rentenmarkt verifiziert; wie im Lehrbuch folgen die Aktien mit sechs Monaten Verzögerung und die Konjunkturdaten werden Anfang 2017 nachgereicht. Warum wird dieses Prognose-Werkzeug so wenig genutzt? Edwin A. Abbott hat in seinem Roman Flatland aus dem Jahre 1884 implizit eine Antwort gegeben. Er beschreibt darin ein Leben in der Zweidimensionalität,



eine Welt, die von geometrischen Figuren bewohnt wird (Dreiecke, Quadrate, Kreise, Linien etc.), welche sich gegenseitig jedoch naturgemäß nur als Linien wahrnehmen können. Sie können ja aus ihrer Zweidimensionalität nicht ausbrechen. Nur die dritte Dimension, später im Roman eine Kugel, ermöglicht durch die Draufsicht das zweifelsfreie Erkennen, mit wem oder was man es zu tun hat.

Schaut man sich die (mehr als fragwürdige, weil größtenteils erfolglose) „Modellschreinerei“ der Volkswirtschaftslehre an und hält man sich vor Augen, dass just an dem Tag, als der DAX vor Kurzem die 10.500er Marke übersprang, eine große deutsche Bank empfahl, alle Aktien zu verkaufen, dann kann man nur mit einem Rat schließen: Gebt Euch die Kugel!

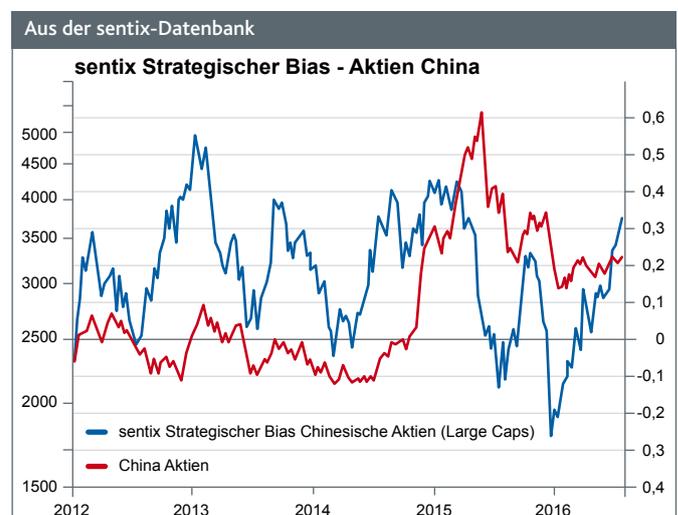
## sentix Sentiment

# China gerät wieder ins Blickfeld

Gastanalyse von Manfred Hübner, sentix GmbH ([www.sentix.de](http://www.sentix.de))

China hat in den letzten 15 Monaten so manche Kapitalmarkturbulenz ausgelöst. Sorgen über eine abkühlende Wirtschaft und das marode Schattenbankensystem beunruhigten die Anleger und führten zu Kapitalabflüssen. Die Regierung sah sich zur Abwertung der Landeswährung gezwungen. All das war bereits frühzeitig im Strategischen Bias zu erkennen, der bereits Mitte 2015 massiv abkippte und so ein Signal nahenden Unheils war. Doch diese Phase liegt inzwischen hinter uns. Seit Anfang 2016 hat der Wind gedreht und Anleger gewinnen wieder neue Zuversicht.

Der Strategische Bias steigt kontinuierlich (um mehr als 50 Prozentpunkte in den letzten Monaten), und das hat auch mit einer neuen Konjunkturzuversicht zu tun (siehe sentix Konjunkturindex auf [sentix.de](http://sentix.de)). China wird damit wieder hoffähig. Es darf demnach nicht überraschen, dass sich aus der gestiegenen Grundüberzeugung nun eine Kaufbereitschaft entwickelt. Statistisch lässt ein so starker Anstieg des Bias auf Sicht der nächsten sechs Wochen rund 5% Kursgewinn erwarten. Der China-Sommer 2016 dürfte demnach besser werden als der von 2015.



sentix Strategischer Bias Aktien China und Shanghai Composite Index

## Handelssysteme

## Saisonales Short-Investment bleibt aus

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

Die Saisonale Strategie bleibt an der Seitenlinie, weil der saisonal zu erwartende Abwärtstrend keine Bestätigung im Kursverlauf fand. Trendfolge- und defensive Branchen-Strategie bleiben voll investiert.

**Trendfolger DAX**

Die Trendfolge-Strategie bleibt voll in einem DAX-ETF investiert. Seit dem Einstieg am 21.7.2016 hat sich der DAX schon so weit nach oben entwickelt, dass er aus heutiger Sicht um rund 1.000 Punkte fallen müsste, um ein Ausstiegssignal auszulösen. Aber was sind heute schon 1.000 DAX-Punkte?

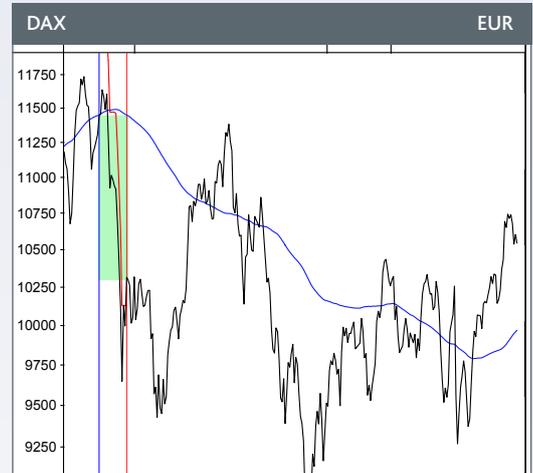
**Defensive Branchen**

Auch bei der defensiven Branchen-Strategie gab es keine Änderung der Positionierung. Die Strategie bleibt voll in folgenden Branchen-ETFs investiert:

Food & Beverage, Health Care, Personal & Household Goods, Utilities und Technology.

**Saisonale Strategie**

Aus saisonaler Sicht wäre ab Anfang August eine Spekulation auf fallende DAX-Kurse angezeigt gewesen. Jedoch befand sich der DAX Anfang August über seinem 130-Tage-Durchschnitt und verhinderte damit den Einstieg in einen ShortDAX-ETF. Bei der saisonalen Strategie muss die saisonale Trend-erwartung immer durch einen gleichgerichteten Trend der Kurse bestätigt werden, um den Einstieg freizugeben. Die Strategie bleibt bis zum nächsten saisonalen Muster nicht investiert. Ab November könnte dann auf die Jahresendrally gesetzt werden, falls die Kursentwicklung dann einen Einstieg bestätigt. ■



Der Chart zeigt, dass sich der DAX Anfang August über dem 130-Tage-Durchschnitt (blaue Linie) und damit im Aufwärtstrend befand. Im Durchschnitt der letzten Jahrzehnte erwiesen sich die Monate August und September als schwache Monate und man hatte gute Chancen, von fallenden Kursen zu profitieren. Im Jahr 2015 investierte die Strategie mit Erfolg in einen ShortDAX-ETF (grüne Markierung).

## Quantitative Analyse

## Ampel steht weiterhin auf GRÜN

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

Unsere Börsenampel steht seit dem 30. Juni wieder auf Grün. Während das Pro-Aktien-Votum zunächst vom Stimmungsindikator ausgelöst wurde, unterstützt nun auch der „Markttrend“ dieses positive Votum. Die „Markttechnik“, in den letzten Wochen eher abwartend, zeigt am aktuellen Rand eine ebenfalls deutlich steigende Tendenz.

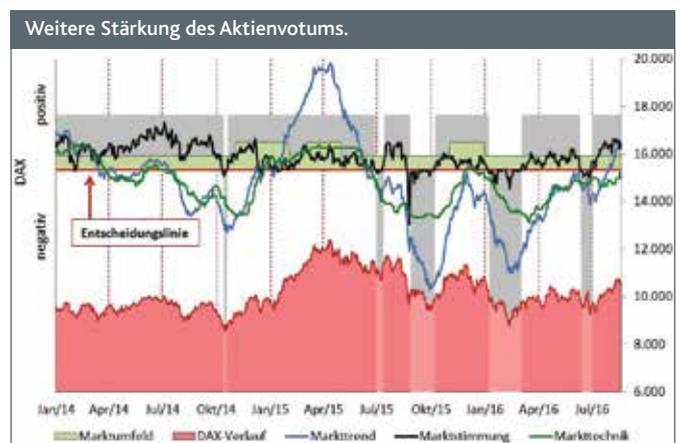
**Markttrend:** Der Markttrend hat sich stark erholt und jüngst die Entscheidungslinie eindrucksvoll nach oben hin durchstoßen.

**Markttechnik:** Die Markttechnik bewegt sich mit leicht steigender Tendenz auf die Entscheidungslinie zu.

**Marktstimmung:** Die Marktstimmung hatte als erste Indikatorengruppe am 30. Juni die Entscheidungslinie nach oben hin überwunden und damit das Pro-Aktien-Votum ausgelöst.

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

Die aggregierte Indikatoren-Konstellation ist somit positiv für den Aktienmarkt. ■



Die Indikatoren „Marktstimmung“ und „Markttrend“ befinden sich über der Entscheidungslinie, die „Markttechnik“ befindet sich in Reichweite der Entscheidungslinie.  
Stand: 18.08.2016. Quellen: Bloomberg, [www.gfa-boersenampel.de](http://www.gfa-boersenampel.de)

Edelmetalle

# Silber attraktiver als Gold

Warten auf die Korrektur – wo sich Investments lohnen.

**„Senkrecht“ nach oben**

Der Goldpreis hat seit Jahresanfang etwa um 25%, der Silberpreis um mehr als 40% zugelegt. Damit war Silber ein weiteres Mal deutlich volatil als Gold. Die Outperformance des weißen Metalls kann als Zeichen für eine intakte Edelmetall-Hausse gewertet werden. In deren Verlauf sind die Aktienkurse bekannter Silberförderer zum Teil sogar fast „senkrecht“ gestiegen. Der Grund: Starke Anlegernachfrage traf auf einen nach fünf Jahren Baisse praktisch ausgetrockneten Markt.

**Fundamental begründet**

Die extremen Kurssteigerungen waren fundamental durchaus gerechtfertigt. Wie an dieser Stelle mehrfach dargestellt, ist der von 13,50 USD/Feinunze auf 20 USD/Feinunze gestiegene Silberpreis ein enormer Hebel für die Ertragslage der Unternehmen. Aus potenziellen Pleitekandidaten wurden Unternehmen mit hohen freien Cashflows.

Keith Neumeier, CEO von First Majestic Silver (IK), erläuterte dies vor Kurzem so: „Jeder Dollar Silberpreisanstieg bedeutet für uns 20 Mio. USD mehr Umsatz pro Jahr. Da unsere Kosten in etwa konstant sind, gehen davon 90% in den Gewinn.“ Nach wenigen Monaten Edelmetall-Hausse hat First Majestic 110 Mio. USD auf der hohen Kante – den höchsten Betrag seit fünf Jahren.

Entsprechend schaltete First Majestic bereits wieder auf Wachstum um und plant, einen Teil des Barbestands in die Entwicklung neuer Minen zu investieren. Neumeier geht davon aus, dass der Aufwärtstrend mehrere Jahre halten wird. Der Silberpreis könne sich ohne Probleme auf 135 USD/Feinunze vervielfachen – vom heutigen Stand fast eine Versiebenfachung: „Weltweit wird neunmal mehr Silber als Gold gefördert, der Goldpreis ist aber 65mal höher als der Silberpreis. Das ergibt keinen Sinn.“

Wir haben seit Jahrzehnten ein Angebotsdefizit. Die Vorräte befinden sich in einem historischen Tief.“

**Furcht vor Engpässen**

Mitverantwortlich für diese Knappheit ist der Bedarf industrieller Verbraucher. Etwa die Hälfte der Silberförderung wird für die Herstellung von Schmuck verwendet oder wandert in die Tresore der Anleger – Metall, das den Herstellern elektronischer Bauteile irgendwann fehlen könnte. Neumeier berichtet, dass sich bereits ein großer japanischer Elektrokonzern an sein Unternehmen gewandt hat, um einen langfristigen Liefervertrag abzuschließen. Das ist ein Indiz dafür, dass man sich in den Vorstandsetagen der Silberverbraucher über die Versorgungssicherheit Gedanken macht.

**Silver Wheaton als Kerninvestment**

Ein größerer Teil der Silberförderung fällt als „Abfallprodukt“ bei Kupferminen an.

Silber: Minenaktien, eine Beteiligungsgesellschaft, ein ETF								
Name*	WKN	Kurs akt. (EUR)	Börsenwert**	Gold/Silber in %	KGV 2016e***	KBV 2Q2016	KCV***	Dividende in %
<b>Minenaktien</b>								
Fresnillo plc [MEX/UK]	A0MVZE	23,37	17.221,12	57/36	58,33	6,64	15,57	0,67
First Majestic Silver [CAN] (IK)	A0LHKJ	17,08	2.673,19	12/69	105,40	4,78	8,74	0,00
Hecla Mining [USA] (IK)	854693	6,36	2.457,76	44/37	30,95	1,75	6,64	0,14
Hochschild Mining [UK]	A0LC38	3,46	1.828,23	40/60	32,22	2,70	2,49	0,00
Endeavour Silver [CAN]	A0DJ0N	5,08	638,25	33/66	56,18	5,57	4,98	0,00
Impact Silver [CAN] (IK)	A0HGWG	0,81	62,20	3/89	NA	1,43	3,34	0,00
<b>Beteiligungsgesellschaften</b>								
Silver Wheaton [CAN] (IK)	A0DPA9	27,18	11.959,20	45/55	41,85	2,58	12,61	0,66
<b>ETF, 30 Silber-Minenaktien</b>								
iShares MSCI Global Silver Miners [USA/D]	A1JTJV				41,58	1,76	9,38	0,13

\*) nach Börsenwert geordnet; \*\*) in Mio. EUR; \*\*\*) ttm = KGV bezogen auf Gewinn der letzten vier Quartale;

\*\*\*\*) Kurs-Cashflow-Verhältnis

Hinweis: First Majestic Silver und Endeavour Silver sind Musterdepot-Werte des Smart Investor, s. S. 70

Quellen: Yahoo! Finanzen, Bigcharts.com; Daten vom 10.8.2016

Davon kann man als Aktionär der Beteiligungsgesellschaft Silver Wheaton (IK) profitieren, die sich gegen eine Vorabzahlung Anteile der Gold- und Silberproduktion von Minenkonzernen zum niedrigen Festpreis gesichert hat – ein risikoarmes Geschäftsmodell. Die Aktie gilt als Kerninvestment in diesem Bereich.



Ein Minenunternehmen gilt als „Silberförderer“, wenn es Gold, Blei, Zink und Silber produziert. Silber steuert dabei zwischen 35% und 60% zum Verkaufserlös bei.

### Keine „reinen“ Silberförderer

Nimmt man den Umsatzanteil als Maßstab, stellt man fest, dass es keinen einzigen reinen Silberproduzenten gibt. First Majestic kommt hier immerhin auf 70%. Ansonsten wird man einen „Silberförderer“ als ein Minenunternehmen definieren, das Gold, Blei, Zink und Silber produziert, wobei Silber zwischen 35% und 60% zum Verkaufserlös beisteuert. Wer die Auswahl von Einzeltiteln scheut, ist mit einem Fonds oder dem iShares MSCI Global Silver Miners ETF gut bedient. Letzterer enthält Aktien von 30 Minenunternehmen, deren Produktion einen relevanten Silberanteil aufweist. Die Top Ten Holdings machen 73% des Anlagevermögens aus. Die Jahresgebühr des ETF liegt bei 0,39%.

### Drei Platzhirsche

Fresnillo, Hecla Mining und Hochschild Mining zählen mit jeweils mehr als 100 Jahren Unternehmensgeschichte zu den traditionsreichsten Silberförderern überhaupt. Fresnillo, benannt nach einer Mine in Mexiko, ist mit 47 Mio. Feinunzen Jahresförderung der größte Silberförderer der Welt und mit 18,4 Mrd. USD Börsenwert das mit Abstand größte Unternehmen dieses Trios. Hecla arbeitet vor allem in den USA, Hochschild in Peru und Argentinien. Die drei zählen zu den Standardwerten auf diesem Gebiet.

Zuletzt veröffentlichte Hecla Mining starke Quartalszahlen. Das Unternehmen weist niedrige Förderkosten auf, arbeitet in einem politisch stabilen Land, hat gute Reserven/Ressourcen und eine interessante Projekt-Pipeline. Dennoch weist die Aktie auf dem

aktuellen Kursniveau vergleichsweise günstige Bewertungskennzahlen auf.

Gemessen in kanadischen Dollar hat unser Musterdepotwert First Majestic Silver in nur sechs Monaten alle Kursverluste der letzten fünf Jahre aufgeholt. Seit der letzten Besprechung in SI 7/2016 hat die Aktie etwa um 40% zugelegt und ist damit nicht mehr preiswert. Endeavour Silver, seit Neuestem ebenfalls ein Musterdepotwert, ver-

folgt in Mexiko eine ähnliche Strategie wie das große Vorbild. Das Papier hat aber noch Nachholpotenzial. Ebenso wie Impact Silver (IK). Diese Aktie ist trotz eines Kursanstiegs von 800% seit Jahresanfang noch immer niedrig bewertet.

### Wann kommt die Korrektur?

So gut wie jeder Branchenexperte schreibt seit Monaten, dass die Edelmetallaktien „viel zu schnell viel zu weit“ gelaufen sind und eine Korrektur daher überfällig sei. Wer deren Rat folgte und ausgestiegen ist, verzichtete auf schöne Gewinne. Gold und Silber sind enge Märkte, was das Timing zu einem extrem schwierigen Unterfangen macht. Die konstante Nachfrage nach Gold- und Silber-ETFs spricht eher dafür, dass die Rally noch einige Zeit weitergeht. Sicher ist aber auch: Die Kurskorrektur wird irgendwann kommen und wird möglicherweise heftig ausfallen. Das wäre dann die Gelegenheit, Edelmetallpositionen aufzustoocken. ■

Rainer Kromarek

### 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).

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios	Kurs				Veränderung seit		
	19.08.16	22.07.16	31.12.15	02.01.06	Vormonat	31.12.15	02.01.06
Gold in USD	1.341,50	1.323,18	1.060,83	516,88	+1,4%	+26,5%	+159,5%
Gold in EUR	1.184,55	1.205,63	976,91	437,30	-1,7%	+21,3%	+170,9%
Silber in USD	19,27	19,64	13,85	8,87	-1,9%	+39,1%	+117,2%
Silber in EUR	17,02	17,90	12,75	7,61	-4,9%	+33,5%	+123,7%
Platin in USD	1.115,50	1.082,00	890,50	966,50	+3,1%	+25,3%	+15,4%
Palladium in USD	710,50	682,50	563,00	254,00	+4,1%	+26,2%	+179,7%
HUI (Index)	269,21	295,63	110,69	298,77	-8,9%	+143,2%	-9,9%
Gold/Silber-Ratio	69,62	67,37	76,59	58,27	+3,3%	-9,1%	+19,5%
Dow Jones/Gold-Ratio	13,83	14,03	16,43	21,20	-1,4%	-15,8%	-34,8%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1325	1,0975	1,0865	1,1819	+3,2%	+4,2%	-4,2%

## Ausländische Immobilienaktien

# Flucht aus Europa

Nach dem Brexit scheint Europa nicht mehr zu den Topadressen für große Immobilieninvestoren zu zählen. Stattdessen rücken die Märkte in den USA und Asien weiter in den Fokus der Anleger.

Eigentlich gehört London zu den beliebtesten Immobilienstandorten der Welt. Nach dem Brexit-Votum hat sich der Wind jedoch gedreht. Experten geben zu bedenken, dass die Metropole im Zuge der Abstimmung der Briten für einen Austritt aus der Europäischen Union künftig für Investoren deutlich unattraktiver geworden ist. Internationale Investoren suchen deshalb angesichts der Unsicherheit in Europa nach Chancen in anderen Regionen.

Nach dem Brexit richtet sich der Fokus der Anleger besonders auf den US-Immobilienmarkt und die dort vertretenen Real Estate Investment Trusts (REITs). Dies sind börsennotierte Immobiliengesellschaften, die einen Großteil ihrer Gewinne an die Anleger ausschütten müssen. Der jüngste Boom lässt sich am FTSE Nareit US Real Estate Index ablesen, der die börsennotierten US-amerikanischen Immobiliengesellschaften abbildet. In den ersten sieben Monaten dieses Jahres legte das Barometer um rund 16% zu. Zum Vergleich: Der US-Aktienmarkt (S&P 500) stieg in der gleichen Zeit um rund 7%. Für Anleger sind die Papiere auch aufgrund der Ausschüttungen interessant. Eine durchschnitt-

liche Dividendenrendite von 3,7% spricht für sich – vor allem im Zeitalter der Minizinsen.

## Hohe Dividenden und hohe Bewertungen

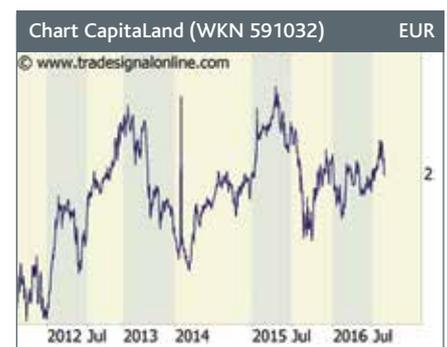
In den USA sorgt die **Simon Property Group** im Frühjahr für Aufsehen. Sie kaufte im April gemeinsam mit Invesco Real Estate den Einkaufstempel The Shops at Crystals in Las Vegas für 1,1 Mrd. USD. Experten sind der Ansicht, dass die Manager des Konzerns in den vergangenen Quartalen gute Arbeit geleistet haben. Fundamental sei man auf dem richtigen Weg. Das Unternehmen erwartet sehr gute operative Ergebnisse und ein Dividendenwachstum für 2016. So lag die Ausschüttung im vergangenen Jahr bei 6,05 USD. In diesem Jahr sollen es 6,49 USD werden. Zugleich ist der Titel mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (für 2016) von rund 35 bereits ziemlich hoch bewertet und damit kein Schnäppchen mehr ist. Weiterhin ist zu bedenken: Das Geschäft von Simon Property ist immer abhängig vom Konsumverhalten der Amerikaner und dem US-Arbeitsmarkt, da das Unternehmen vorwiegend in Einkaufszentren investiert und der größte Shoppingmall-Betreiber in den USA ist.

## Wachstumsstory in Asien

Neben den USA steht der asiatische Immobilienmarkt im Blick vieler Investoren. Dazu gehören insbesondere die Märkte in wirtschaftlich aufstrebenden Staaten wie China und Singapur. Dabei spielen Megatrends wie der größer werdende Mittelstand, das Bevölkerungswachstum und die Urbanisierung eine wichtige Rolle. So

kommt mit **Sun Hung Kai Properties** der weltgrößte Immobilienentwickler, -verkäufer und -verwalter aus Hongkong. Das im Hang Seng Index gelistete Unternehmen blickt auf eine 50-jährige Firmengeschichte zurück. Der Fokus liegt auf Premiumobjekten wie dem International Commerce Centre in West Kowloon oder dem International Finance Centre auf Hongkong Island. Trotz der guten Bonität, die dem Unternehmen von den Ratingagenturen bescheinigt wird, kann man bei Sun Hung Kai nicht unbedingt von einem grundsoliden Konzern sprechen. So zogen in den vergangenen Jahren mehrere Skandale den Aktienkurs vorübergehend in die Tiefe. 2014 wurde in einem der brisantesten Korruptionsprozesse der jüngeren Hongkonger Wirtschaftsgeschichte der frühere Co-Chef Thomas Kwok zu einer fünfjährigen Haftstrafe verurteilt. Der 63-jährige Milliardär soll einen hochrangigen Verwaltungsmitarbeiter bestochen haben.

Wie auch immer – die Investoren waren zuletzt von der Aktie begeistert. Kurz vor der Brexit-Entscheidung notierte das Papier noch bei umgerechnet knapp unter 10 EUR. Mitte August waren es rund 12,45





Skyline von Hongkong

Illustration: © lena\_serditova / www.fotolia.com

EUR – ein Anstieg um etwa 25%. Für die Aktie sprechen die geschäftlichen Kennzahlen sowie die Kursphantasie im von Landknappheit geprägten Hongkong. Die jüngste Kauffreudigkeit der Immobilienanleger in Hongkong wird jedoch von Analysten allgemein kritisch beäugt: Nach den jüngsten Gewinnen besteht ihrer Meinung nach im Sektor wenig Luft nach oben. Als treibender Faktor hatten zunächst Käufe von Fonds vom chinesischen Festland gewirkt, die unter den niedrigen Renditen und Zinsen zu leiden haben.

Eine der größten Immobiliengesellschaften Asiens ist **CapitaLand** aus Singapur. Das Portfolio umfasst Einkaufszentren, Büros, Wohnungen und Einrichtungen für betreutes Wohnen. Die beiden Kernmärkte sind Singapur und China. Darüber hinaus ist das Unternehmen in Indonesien, Malaysia und Vietnam aktiv. CapitaLand managt 15 Immobilienfonds für Private-Equity-Gesellschaften sowie fünf börsennotierte REITs (CapitaMall Trust, CapitaCommercial Trust, Ascott Residence Trust, CapitaRetail China Trust und Ca-

pitaLand Malaysia Mall Trust). Der Konzern erwirtschaftete im ersten Quartal 2016 einen Umsatz von 894,2 Mio. SGD und 458,2 Mio. SGD Gewinn vor Zinsen und Steuern. Das waren 20% mehr als vor einem Jahr. Dazu beigetragen haben vor allem höhere Wohnungsverkäufe in Singapur, China und Vietnam.

Während in Singapur und Hongkong vor allem der beschränkte Platz und die große Standortattraktivität für Preisfantasien und hohe Ausschüttungen sorgen, ist es in Japan vor allem die ultralockere Geldpolitik, die weiter steigende Preise für den Immobiliensektor verspricht. Davon profitieren vor allem Großkonzerne, die sich aufgrund ihrer Staatsnähe Aufträge der öffentlichen Hand sichern können. Ein Beispiel dafür ist **Mitsubishi Estate**. Als eines der Kernunternehmen der Mitsubishi-Gruppe gehört es zu den 50 größten Unternehmen in Japan. Die guten Bedingungen sind noch keine Garantie für Börsengewinne. Der seit Ende 2015 anhaltende Abwärtstrend konnte jedoch zuletzt gestoppt werden.

### REITs für Private-Equity-Investoren interessant

Bemerkenswert ist übrigens auch, dass sich offenbar immer mehr Private-Equity-Investoren für REITs interessieren. Ein Grund dafür dürfte der häufig zu beobachtende Bewertungsunterschied zwischen den öffentlich gehandelten REITs und privaten Immobilientransaktionen sein. Historisch gesehen werden gewerbliche Immobilien am Privatmarkt nahe ihres fairen Wertes gehandelt – während die Aktien bei REITs oft mit einem Abschlag auf den Nettoinventarwert (Net Asset Value, kurz: NAV) gehandelt werden. Dies liegt daran, dass die Preise der REITs stärker schwanken als der dahinterstehende NAV des Portfolios.

### Fazit

Betongold glänzt nicht ausschließlich in Europa, auch in REITs aus den USA oder asiatischen Wachstumsmärkten können Anleger passende Anleihealternativen finden.

Gian Hessami

Kennzahlen der vorgestellten ausländischen Immobilien-AGs

Unternehmen	WKN	Kurs in EUR	MCap*	EpS 2016e	EpS 2017e	EpS 2018e	KGV 2016e	KGV 2017e	Div. 2016e	Div.-Ren. 2016e
Simon Property Group [US]	916647	188,18	59,1	6,19	6,86	7,63	30,4	27,4	6,48	3,4%
Public Storage [US]	867609	198,20	34,4	6,01	6,81	6,23	33,0	29,1	6,26	3,2%
Sun Hung Kai Properties [HK]	861270	12,24	35,4	0,95	0,95	0,95	12,9	12,9	0,42	3,4%
Dalian Wanda Commercial [HK]	A12GFP	5,80	3,8	0,58	0,66	-	10,0	8,8	0,16	2,8%
Mitsubishi Estate [JP]	853684	17,28	24,0	0,55	0,60	-	31,4	28,8	0,15	0,9%
Mitsui Fudosan [JP]	858019	18,17	18,0	1,13	1,23	-	16,1	14,8	0,28	1,5%
CapitaLand [SG]	591032	2,03	8,6	0,11	0,12	0,17	18,5	16,9	0,06	3,0%
Ascendas Real Estate Trust [SG]	157700	1,58	4,4	0,10	0,10	-	15,8	15,8	0,10	6,3%

\*) in Mrd. EUR; alle Angaben in EUR; Quelle: OnVista

Buy or Good Bye

## Buy: Novo Nordisk A/S

Bereits die puren Zahlen sind beeindruckend: 22% Performance pro Jahr konnte die Aktie des dänischen Insulin-Herstellers Novo Nordisk über die letzten 20 Jahre abliefern. Aus einem Investment von 10.000 EUR im Jahr 1996 wären damit bis zum heutigen Tag mehr als 600.000 EUR geworden. Das Unternehmen gilt als absolutes Qualitätsunternehmen, und dies aus mehrerlei Hinsicht: Novo Nordisk ist mit Abstand Marktführer im Geschäft mit Diabetes-Patienten. Ein Markt, der durch die zunehmende Fettleibigkeit mit beeindruckenden Wachstumsraten zulegt und über hohe Eintritts-barrieren verfügt. Das Unternehmen wird von einem fähigen Management geführt, ist schuldenfrei und kann seine Gewinne 1:1 in laufende Cashflows verwandeln. Das einzige Manko: Die hohe Bewertung. Selbst nach dem Kursrücksetzer der letzten Wochen notiert die Aktie bei einem KGV von über 20 für das laufende Jahr. Nicht unbedingt ein Investment, das einem Value-Anleger Tränen in die Augen treibt.

Muss es angesichts der bestehenden Wachstumsaussichten und der erwiesenen Qualität des Geschäftsmodells aber auch nicht. Die alles entscheidende Frage ist daher, ob die Zahlen auch nach der jüngsten Reduktion der Prognose den heutigen Kurs rechtfertigen. So stellt das Management zuletzt nur mehr ein Wachstum zwischen 5 und 8% bei den operativen Erträgen in Aussicht. Zuvor waren die Börsianer durch zweistellige Zuwachsraten verwöhnt worden. Zusammen mit der



aktuellen Rendite von knapp 5% (bezogen auf ein KGV von 20) erzielen Anleger damit eine langfristige Rendite von etwas mehr als 10%. Von den historischen Performance zahlen dürfen Aktionäre in den nächsten Jahren daher nicht träumen, aber auch eine langsamer wachsende Novo Nordisk hat ihren Wert. Berücksichtigt man das in den letzten Jahren rückläufige Zinsniveau, erscheint die Aktie selbst zum heutigen Preis hochattraktiv. Bleibt der Ausblick in den kommenden Quartalen zumindest konstant, dürfte Novo Nordisk bald wieder als interessante Qualitätsaktie gelten.

Christoph Karl

## Good Bye: Netflix Inc.

„Fernsehen ist so 90er“, würden vermutlich heutige Teenager sagen. Denn diese Generation ist mit dem Internet und Streaming-Diensten wie Netflix aufgewachsen. Kein Wunder also, dass dem US-Unternehmen aus dem Silicon Valley nichts Geringeres als die Revolution des TV-Geschäftes zugetraut wird. Denn es steht außer Frage: Als Kunde ist es einfach, Netflix zu mögen. Für weniger als 10 USD im Monat gibt es Zugang zu einer umfassenden Bibliothek an Film- und Serieninhalten, alle abrufbar zu jeder Tages- und Nachtzeit auf diversen Endgeräten. Schaust du noch oder streamst du schon? Es sind vor allem die beliebten Originalinhalte, wie beispielsweise die Erfolgsserie „House of Cards“, die Netflix für die 83 Millionen Kunden attraktiv machen. Allein in diesem Jahr möchte das Unternehmen deshalb 31 selbst produzierte Serien starten. Das Resultat ist ein teurer Kostenblock, der – anders als bei Fremdinhalten – vorab anfällt.

Glücklicherweise erlauben die Bilanzierungsregeln die Aktivierung dieser Kosten als Vermögenswert. Statt leicht positiver Zahlen würde Netflix sonst Milliardenverluste verbuchen. Klar ersichtlich wird es jedoch an den Cashflows. Allein 2015 mussten 1,6 Mrd. USD frisches Kapital aufgenommen werden, um Investments in neue Inhalte zu finanzieren. Bereits heute stehen daher Junk Bonds über mehr als 2,4 Mrd. USD aus. Netflix baut derzeit auf Pump eine teure Rechthebibliothek auf, die sich aus den laufenden Abo-

Erlösen nicht finanzieren lässt. Gleichzeitig dürften fremde Inhalte angesichts der Konkurrenz durch Amazon & Co. zunehmend teurer werden. Das Wachstum der neuen Abonnenten betreffend enttäuschte Netflix dagegen zuletzt. Am Ende könnten eher die Produzenten dieser Inhalte zu den Profiteuren der schönen neuen Streaming-Welt zählen als Distributoren wie Netflix. Mit einem KGV von mehr als 100 für 2017 wird dem Unternehmen damit deutlich mehr zugetraut, als es am Ende liefern können wird.

Christoph Karl





KAPITALSCHUTZ  
WORKSHOP

# SO SCHÜTZEN SIE IHR KAPITAL RICHTIG!

Im exklusiven **Kapitalschutz-Workshop** erfahren Sie wie,  
wo und in was Sie Ihr Geld sicher und richtig investieren können!

## Sichere Geldanlage schnell und einfach umsetzbar!

### Die besten Kapitalschutz-Strategien, z. B.

- Bargeldabschaffung – die besten Gegenstrategien
- Mobile Sachwerte
- Internationale Bankkonten/Fremdwährungen
- Zweites Standbein im Ausland:  
Investmentmöglichkeiten und Immobilien
- Welches Land ist am besten geeignet?
- Rechtsschutz/Risiko-Analyse/Risiko-Streuung

#### Ihr Referent:

Investment-Profi  
**Markus Miller**



**07. November 2016 | Börse München**

**>> JETZT INFORMIEREN UND ANMELDEN!**

**[www.kursplus.de](http://www.kursplus.de)**

## Moneytalk

# „Wir halten viele Ängste für übertrieben“

Smart Investor sprach mit Daniel Koller, Head des Investment Teams der BB Biotech AG, über die Kursverluste der letzten Monate, verunsicherte Anleger und die Chancen von Small- und Mid Caps.

**Smart Investor: Herr Koller, hinter dem Biotech-Sektor liegen extrem schwierige Monate. Vor allem das erste Quartal brachte hohe Kursverluste. Hat Sie diese negative Dynamik überrascht?**

*Koller:* Uns war bewusst, dass gewisse Risikofaktoren eine weitere Korrektur auslösen könnten. Bedenkt man, dass der Sektor allein bis Mitte Februar rund 30% verlor, so hat uns das scharfe Ausmaß am Ende schon etwas verwundert. Bereits im vergangenen Herbst trübte sich die Stimmung nach ersten Aussagen von Bernie Sanders und Hillary Clinton zum US-Gesundheitssystem merklich ein. Von diesem Sentiment-Umschwung waren damals vor allem die Medikamentenhersteller betroffen. Auch die eher durchwachsenen Q1-Ergebnisse und die Turbulenzen im Vorfeld und nach der Brexit-Entscheidung sorgten noch einmal für Verunsicherung. Seitdem zeigen viele Biotechs aber eine Gegenreaktion, sodass die Verluste seit Jahresbeginn auf knapp 15% reduziert werden konnten. Inzwischen werden gute Nachrichten vom Aktienmarkt auch wieder honoriert. Insgesamt erlebt die Branche derzeit nach vielen Jahren der Outperformance eine durchaus zu erwartende Underperformance.

**Smart Investor: Ihr NAV\* verzeichnete im ersten Halbjahr einen Einbruch von fast 30%. Damit können Sie kaum zufrieden sein.**

*Koller:* Das stimmt, wobei die Gründe hierfür hauptsächlich marktspezifische sind. Nicht wenige Small- und Mid Caps notieren auf Jahressicht zwischen 20 und 50% schwächer. Mittelabflüsse von Investoren,

von denen sich manche ganz von ihren Biotech-Anlagen trennten, sorgten für einen starken Verkaufsdruck. Gleichwohl sehen wir nach einem schwierigen Start seit einigen Wochen eine deutliche Verbesserung des Sentiments, wovon zunächst die Large Caps profitierten. Dort wurde der Verkaufsdruck besser aufgefangen. Fast zwei Drittel unserer Investments stammen hingegen aus dem Bereich der Small- und Mid Caps, was zu einem Großteil den NAV-Rückgang erklärt.

**Smart Investor: Die Diskussion um staatliche Eingriffe, Druck auf der Preisseite und die Problematik der Kostenerstattungen belasteten das Sentiment. Inwiefern sind diese Sorgen aus Ihrer Sicht berechtigt?**

*Koller:* Dahinter verbergen sich durchaus ernst zu nehmende Fragen. Wir würden bestimmte Veränderungen in der Preisgestaltung nicht ausschließen. Dieses Thema wird gerade von den Versicherungen forciert und an die Branche herangetragen. Mit dem US-Wahlkampf hat das hingegen weniger zu tun. Gleichzeitig reagieren die Unternehmen auf Veränderungen im Markt, indem sie ihre Kostenstrukturen anpassen und Abläufe optimieren. Wir sind aber weiterhin überzeugt, dass echte Innovationen gefragt bleiben und von der Börse mittelfristig auch honoriert werden.

**Smart Investor: Könnte der Ausgang der US-Präsidentenwahl nicht doch einen Einfluss auf den Biotech-Markt haben?**

*Koller:* Dass politische Unsicherheit zu Übertreibungen nach unten führen kann,



Daniel Koller, Head des Investment Teams der BB Biotech AG

haben wir zuletzt nach der Präsidentschaftswahl 2008 und den Diskussionen um „Obamacare“ erlebt. Verfolgt man den aktuellen Verlauf des US-Wahlkampfes, so stehen doch andere Themen wie innere Sicherheit und Wirtschaftsaussichten im Mittelpunkt. Grundsätzlich halten wir viele der im Markt diskutierten Sorgen und Ängste für übertrieben.

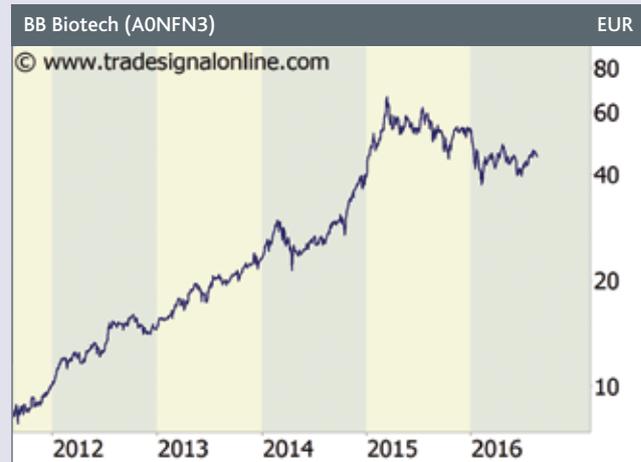
**Smart Investor: Wo gab es aus Ihrem Portfoliokreis zuletzt spannende Fortschritte und Entwicklungen?**

*Koller:* Unser Langfristinvestment Tesaro konnte sich nach Vorlage erfreulicher Phase-III-Ergebnisse in den vergangenen Wochen verdoppeln. Die Daten betrafen das Krebsmedikament Niraparib, das zur

## Über BB Biotech

Die Schweizer Beteiligungsgesellschaft BB Biotech AG zählt zu den weltweit größten und erfahrensten Biotech-Investoren. Über die Auswahl der Einzeltitel und die Zusammensetzung des Portfolios entscheidet ein Anlageteam aus Medizinern, Biologen und Finanzexperten/Fondsmanagern der Bellevue-Asset-Management-Gruppe. Damit ist eine Anlage in die sowohl hierzulande als auch in der Schweiz notierte BB-Biotech-Aktie mit einem Investment in einen Themenfonds durchaus vergleichbar.

Zum Ende des zweiten Quartals entfielen auf die Top-6-Holdings ca. 50% des (NAV). Zu den größten Positionen zählen derzeit die US-Schwergewichte Gilead, Incyte und Celgene. Ebenfalls stark gewichtet (Anteil: 9,3%) ist die Schweizer Actelion. Nach einem äußerst schwachen ersten Quartal mit prozentual deutlich zweistelligen Kursverlusten kam es auf den ermäßigten Niveaus zuletzt zu einer gewissen Stabilisierung.



In Euro gab der NAV des BB-Biotech-Portfolios im ersten Halbjahr um fast 29% nach. Allerdings lag das Minus im zweiten Quartal lediglich bei 1%. Aktuell beträgt der Börsenwert rund 2,7 Mrd. EUR. Der Abschlag zum NAV macht damit zuletzt etwas mehr als 10% aus.

Behandlung von bestimmten Arten von Eierstockkrebs entwickelt wurde. Hier kam es bei den Patientinnen zu einer sehr deutlichen Verlängerung der progressionsfreien Überlebenszeit. Tesaro, die schon länger als Übernahmekandidat gehandelt wird, besitzt die vollen Rechte an Niraparib für die USA und Europa. Eine Zulassung könnte 2017 erfolgen. Fantasie ergibt sich zudem aus der Ausweitung der Indikation auf andere Tumorarten. Auch bei Ionis Pharmaceuticals kam es zu einer deutlichen Kursreaktion, allerdings nach unten. Die Gesellschaft berichtete über unerwartete Sicherheitsrisiken bei zwei wichtigen Entwicklungskandidaten. Anleger stellten daraufhin die gesamte Pipeline in Frage. Die kräftige Erholung der letzten Wochen geht auf neue, positive Phase-III-Daten zurück, die solche Ängste relativierten. Für uns bleibt Ionis vor dem Hintergrund seiner breiten Pipeline und einer wahrscheinlichen Marktzulassung im nächsten Jahr ein sehr spannendes Investment.

**Smart Investor: Ihre Neuzugänge kamen zuletzt hauptsächlich aus dem Small- und Mid-Cap-Segment. Haben die kleineren Firmen derzeit einen Innovationsvorsprung?**

*Koller:* Bei uns stand schon immer dieses Segment im Fokus. Als mittel- bis langfristige Investoren lassen sich dort die attraktivsten Renditen erzielen. Heute befinden sich in unserem Portfolio viele Large Caps, die bei unserem Einstieg noch zu den mittelgroßen Werten zählten. Dank einer strengen Due Diligence und unseres Branchen-Know-hows gelingt es oftmals, noch vor der Masse Chancen aufzuspüren und in die richtigen Einzelwerte zu investieren. Tatsächlich kommen viele spannende Innovationen gerade aus dem Bereich der Mid Caps. Bei den Branchenschwergewichten müssen Sie dagegen deutlich niedrigere Renditeerwartungen ansetzen.

**Smart Investor: Wann nimmt das Übernahmekarussell wieder Fahrt auf? Geld sollte doch genügend vorhanden sein.**

*Koller:* Viele der großen Pharma- und Biotechfirmen sitzen auf gewaltigen Cash-Reserven. Dazu kommen die laufenden Einnahmen aus dem operativen Geschäft. Tatsächlich verhalten sich viele potenzielle Bieter aber zyklisch. Dies ließ sich im ersten Quartal beobachten, als der M&A-Markt trotz deutlich gesunkener Bewertungen praktisch zum Erliegen kam. Damals wusste auch die Käuferseite nicht, wo der richtige Preis für ein Übernahmeziel lag.

Wir erwarten, dass die Übernahmefantasie schon bald in den Markt zurückkehrt. Der Druck auf Seiten der Großen, ihre Pipelines zu füllen und Innovationen zuzukaufen, dürfte kaum nachlassen. Damit bleibt externes Wachstum eine wichtige Komponente. Gefragt sind hauptsächlich Firmen mit Phase-II- und III-Kandidaten.

**Smart Investor: Könnte das Jahr doch noch halbwegs versöhnlich enden?**

*Koller:* Die Chancen hierfür stehen nicht schlecht. Viele Investoren verspüren Anlagendruck. Da schaut man sich gerne bei Branchen um, die zuletzt weniger gut liefen. Wir bleiben aber auch der Meinung, dass die politische Unsicherheit vorerst nicht verschwinden wird. Die Volatilität vor dem Hintergrund des US-Präsidentenwahlkampfes dürfte anhalten. Positive Daten zu Phase-II-/III-Studien wären andererseits ein möglicher Katalysator für Kursgewinne. Vielleicht sehen wir diese aber auf breiterer Front auch erst im nächsten Jahr.

**Smart Investor: Herr Koller, haben Sie vielen Dank für das Gespräch!**

*Interview: Marcus Wessel*

\*) NAV = Net Asset Value  
(= Netto-Summe der Vermögenswerte)

## Turnaround

# Auf die Erwartungen kommt es an

Börse ist Psychologie. Unternehmen, die ihre Ziele korrigieren müssen, treffen auf Enttäuschungen und Zweifel. Diese zu beseitigen, erfordert von den Beteiligten viel Arbeit.

## Auftragsflut bereitet Probleme

Normalerweise werden Restrukturierungen vor allem bei Auftragsflauten oder konjunkturellen Einbrüchen beschlossen. Beim Autozulieferer Leoni liegt dem laufenden Restrukturierungsprozess aber eine andere Ursache zugrunde. Seit verganginem Herbst ist bekannt, dass die Franken vielmehr unter einer Auftragsflut und zu vielen Bestellungen „leiden“. Diese verursachten hohe Mehrkosten für Überstunden, zusätzliche Transportwege und Sonderschichten. Insbesondere in einem rumänischen Werk der Bordnetzsparte kumulierten all diese Probleme, weshalb der Leoni-Vorstand zusammen mit einer externen Beratungsfirma ein umfassendes Maßnahmenpaket entwickelte. Offenbar hatte es zuvor erhebliche Organisationsdefizite gegeben, da intern viel zu viele Aufträge an das rumänische Werk vergeben wurden. Für die Umstrukturierung der Bordnetzsparte sowie Stellenkürzungen – vorrangig in der Verwaltung und im Einkauf – wurden Belastungen in Höhe von 30 Mio. EUR angesetzt. Zwei Drittel hiervon flossen bereits als Aufwand in die Bilanz des ersten Halbjahres ein.

Ab dem Jahr 2017 will Leoni dann die Rentabilität seiner Geschäfte spürbar verbessern. Erwartet wird ein positiver Beitrag zum operativen Ergebnis von rund 30 Mio. EUR. Tatsächlich fiel die zuletzt vorgelegte Halbjahresbilanz ordentlich aus. Nachdem trotz Umbaukosten ein EBIT von 61 Mio. EUR erwirtschaftet wurde, schätzt der Hersteller von Drähten, Kabel- und Bordnetzsystemen das auf 105 Mio. EUR

taxierte Gesamtjahresziel mittlerweile als „eher konservativ“ ein. Gleichwohl musste der Konzern jüngst auch einen Rückschlag verkraften. Der erst seit Jahresbeginn amtierende Chef der Bordnetzsparte, Frank Hiller, sollte die Restrukturierung eigentlich bis Ende 2017 leiten. Nun verlässt er Leoni auf eigenen Wunsch bereits Ende des Jahres. Die arg gebeutelte Leoni-Aktie konnte sich indes vom Brexit-Schock spürbar erholen und die Marke von 30 EUR zurückerobert. Eine Bodenbildung auf diesem Niveau scheint angesichts der verbesserten operativen Lage und der niedrigen Bewertung realistisch. Ein eher schlechtes Licht auf Leoni wirft indes die Meldung, wonach das Unternehmen offenbar Opfer eines millionenschweren Betrugs wurde. Die noch unbekannt Täter sollen mittels gefälschter Dokumente rund 40 Mio. EUR auf Konten ins Ausland transferiert haben.

## Gegenwind lässt nach

Medizin- und Sicherheitstechnik sollten eigentlich immer Konjunktur haben. Tatsächlich unterliegen Unternehmen in die-

sen Branchen durchaus gesamtwirtschaftlichen Schwankungen. Beim Lübecker Drägerwerk-Konzern weiß man dies schon lange. Die Hanseaten sind ein echter Global Player und außerhalb Deutschlands vor allem in den BRIC-Staaten stark präsent. Doch dort läuft es allerdings längst nicht mehr rund. China schwächelt, Russland leidet unter den EU-Sanktionen und in Brasilien herrscht sowohl wirtschaftliche als auch politische Unsicherheit. Allein Indien scheint weiterhin das eigene Wachstumsversprechen zu erfüllen. Wenn neben diesen Problemen auch noch Gegenwind von der Währungsseite und Margendruck einsetzt, schmelzen die einst üppigen Gewinne schnell zusammen. In der Drägerwerk-Bilanz des letzten Jahres führten all diese Faktoren zu einem Einbruch des Nettoergebnisses von über 96 Mio. EUR im Vorjahr auf nur noch 32,7 Mio. EUR. Die Profitabilität verschlechterte sich gleichzeitig auf EBIT-Basis von 7,3 auf 2,6%. Firmenchef Stefan Dräger kündigte daraufhin eine Verschärfung des Sparprogramms ein.

Bis Ende 2017 sollen mit einem ganzen Maßnahmenbündel, das auch Stellenstreichungen beinhaltet, rund 100 Mio. EUR eingespart werden. Die kürzlich vorgelegte Halbjahresbilanz unterstreicht trotz auf den ersten Blick wenig erfreulicher Eckdaten diese Bemühungen. Demnach erzielten die Lübecker im zweiten Quartal bei einem währungsbedingt klar rückläufigen Umsatz (-6,3 % auf 579 Mio. EUR) ein nahezu konstantes EBIT von 21 Mio. EUR. Die



## Kennzahlen der vorgestellten Turnaround-Unternehmen

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2015*	EpS 2015	EpS 2016e	EpS 2017e	KGV 2015	KGV 2016e	KGV 2017e	Div. 2015	Div.-Ren. 2015
Drägerwerk Vz.	555063	59,48	0,5	2,6	1,40	3,20	4,05	42,5	18,6	14,7	0,19	0,3%
Leoni	540888	34,24	1,1	4,5	2,36	1,98	3,00	14,5	17,3	11,4	1,00	2,9%
windeln.de	WNDL11	4,04	0,1	0,2	-1,28	-1,20	-0,89	neg.	neg.	neg.	0,00	0,0%

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

Verluste des ersten Quartals konnten somit mehr als ausgeglichen werden. Auf die Bestätigung der Gewinnziele für das Gesamtjahr – der Vorstand stellt weiterhin eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 3,5 bis 5,5% in Aussicht – reagierte die Börse erleichtert. Augenscheinlich wars der Pessimismus im Vorfeld doch zu groß und die Erwartungen allzu gering. Die sichtbare Stabilisierung der im TecDAX enthaltenen Vorzugsaktie deutet nunmehr auch aus technischer Sicht auf eine Verfestigung des Turnarounds hin. Bis zur Ertragsstärke der Jahre 2011 bis 2013 scheint der Weg allerdings noch weit.

### „Herausgewindelt“?

Seit Mai 2015 ist der auf Baby- und Kleinkinderprodukte spezialisierte Online-Händler windeln.de börsennotiert. Aktionäre mussten in dieser Zeit schmerzhaft (Buch-) Verluste von nahezu 80% hinnehmen. Der letzte Dämpfer für den Small Cap stellte sich nach der Rücknahme der Jahresziele im Frühjahr ein. So rechnet der Vorstand nunmehr für 2016 nur noch mit einem Erlöszuwachs von maximal 30% (zuvor: +50%) sowie einer bereinigten EBIT-Marge zwischen -10 und -12% (zuvor: Anstieg auf -8 bis -6%). Als Grund wurde unter

anderem das schwächere China-Geschäft genannt. Der Riesenmarkt war für die Münchener bislang einer der wichtigsten Wachstumstreiber (Umsatzanteil: 42%). Hinzu kommen die Aktivitäten in Deutschland, Österreich und der Schweiz sowie die seit Mitte 2015 forcierte Expansion in Ost- und Westeuropa. In Tschechien übernahm das Unternehmen im Zuge dessen den Online-Händler Feedo, in Spanien kaufte man bebitus. Diese Gesellschaft ist darüber hinaus in Portugal und Frankreich mit eigenen Webpräsenzen aktiv.

Die aggressive Wachstumsstrategie sorgt für eine ordentliche Cash-Burn-Rate und ist vor allem eine Wette auf die Zukunft, in der man als europäischer Marktführer für Baby- und Kleinkinderprodukte eine Nische im Online-Handel besetzen möchte. Allein im ersten Quartal flossen weitere 9 Mio. EUR aus dem operativen Geschäft ab. Die liquiden Mittel betragen 78 Mio. EUR – bei einem aktuellen Börsenwert von

rund 100 Mio. EUR (!). Immerhin haben sich die Relationen zwischen diesen beiden Kennziffern zuletzt auf einem für risikobereite Anleger interessanten Niveau angenähert. Gelingt es, die Marktpräsenz in den einzelnen Ländern zügig auszubauen, dürften bei einer deutlich höheren Umsatzbasis in den kommenden Jahren sukzessiv Größenvorteile zum Tragen kommen. Wie das Beispiel Zooplus zeigt, sind vergleichbare E-Commerce-Modelle an der Börse nämlich durchaus gefragt. Voraussetzung sind Konstanz und das richtige Erwartungsmanagement. Beides ließ der windeln.de-Vorstand bislang vermissen.

### Fazit

Die Umsetzung eines versprochenen Turnarounds erfordert von Investoren meist einen längeren Atem. Vieles hängt zudem an den jeweiligen Erwartungen. So kann bereits eine Bestätigung der zuvor reduzierten Ziele ein Börsen-Comeback auslösen. ■

Marcus Wessel



Anzeige

Mit Frühbucherrabatt

**Gesellschaft für Internationale Friedenspolitik**  
Verstehen & Verständigen

**Kongress**  
**BRANDHERD SYRIEN**  
**AKTEURE - STRATEGIEN - HINTERGRÜNDE**

Kevork Almassian	Wolfgang Effenberger	Karin Leukefeld
Prof. Dr. Tim Anderson	Dr. Salem El-Hamid	Seyed H. Shahroknay
Charles Bausman	F. William Engdahl	Maram Susli
Schwester.Hatune Dogan	Beate Himmelstoß	Willy Wimmer

am 22.-23. Oktober 2016

[link.internationale-friedenspolitik.org/Kongress2016](http://link.internationale-friedenspolitik.org/Kongress2016)

## Mittelstandsaktien

# Sommerangebot

Nicht nur bei Leasing-Autos, Interieur-Gegenständen und Internet-Start-ups kann man ein Schnäppchen machen, sondern auch bei den dahinter steckenden Aktien.

Mit der Wiener **AutoBank** und **Eurographics** (IK) aus dem bayerischen Neutraubling sind am m:access in München zwei Micro Caps notiert, die trotz einer Notiz weit unter dem Substanzwert über eine zunehmend positive Entwicklung berichten können. Die Berliner Start-up-Holding **Auden** (IK) ist ebenfalls auf dem besten Weg zu einem deutlich höheren Bewertungsniveau – vor allem getrieben durch die Beteiligung am Gutschein-Abwickler OptioPay.

## Weit unter Buchwert

Die 1990 gegründete AutoBank mit Hauptsitz in Wien und einer Zweigniederlassung in Oberhaching bei München ist eine der führenden herstellerunabhängigen Banken für Autofinanzierungen in Österreich und Deutschland. Der relevante Markt wird getrieben durch die unverändert positive Entwicklung bei den PKW-Zulassungen. Im ersten Halbjahr 2016 wurden laut Kraftfahr-Bundesamt insgesamt 1,7 Mio. Neu-PKW in Deutschland zugelassen, davon 65,2% gewerblich und 34,8% privat. Aufgrund niedriger Finanzierungszinsen und steigender Beschäftigungszahlen stieg der Privatkäufermarkt damit sogar stärker als der Gesamtmarkt.

Die AutoBank profitiert in Deutschland überproportional von diesem Trend. Mit 290 Mio. EUR haben sich die Kundenforderungen der Bank im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 stabilisiert. Die Netozinserträge haben sich dagegen um rund 19% auf 7,7 Mio. EUR deutlich verbessert. Das Betriebsergebnis liegt mit 755 TEUR (Ergebnis-Marge 7,3%) ebenfalls rund 8% über dem Vorjahr. Durch den erwirtschafteten Jahresüberschuss von 35 TEUR wurden die historisch bestehenden Verlustvor-

träge auf nunmehr 4,3 Mio. EUR reduziert. Seit 2014 ist das Factoring-Geschäft die zweite Säule des Unternehmens. 2015 konnte hier das Ankaufsvolumen auf 209 Mio. EUR ausgeweitet werden. Der Break-even für diesen Geschäftsbereich wird 2016 erwartet.

Mit der Übernahme der HLA Fleet Services GmbH 2014 rundet AutoBank darüber hinaus ihr Dienstleistungsgeschäft im Segment Fuhrparkmanagement erfolgreich ab. Mit Blick auf die stabile Eigenkapitalausstattung von 20,5 Mio. EUR und die relativ niedrige Marktkapitalisierung von lediglich 7,5 Mio. EUR besteht hier unverändert Kurssteigerungspotenzial. Um die Unterbewertung zu reduzieren, wäre jedoch eine deutlich aktivere Investorenkommunikation wünschenswert.

## Leuchtende Zukunft?

Erst seit 2014 ist die Neutraublinger Eurographics am m:access notiert. Das Unternehmen ist in Europa Marktführer im Bereich standardisiertes Home Decor, wozu schwerpunktmäßig Fotoprodukte und sonstige Einrichtungsgegenstände zählen. Zu den neuesten Innovationen aus dem ca. 1.400 Produkte umfassenden Sortiment gehören Küchenspritzschutzlösungen, sogenannte Art-Shower-Duschrückwände

und die neuartigen „Light-Art“-Wandbilder mit LED-Beleuchtungstechnik. Das Unternehmen verfügt über eine eigene Produktentwicklung, Produktion und Logistik. Das Herzstück ist die 17.000m<sup>2</sup> große Logistikhalle in Neutraubling bei Regensburg, aus der täglich rund 8.000 Produkte an die Kunden verschickt werden. Neben diesem Standort wurde auf dem im Juli erstmals veranstalteten Investorentag auch ein Point of Sale für Eurographics-Produkte in einem XXXLutz Möbelhaus von uns besichtigt.

Durch sogenannte Shop-in-Shop-Verkaufsflächen werden die Home-Decor-Produkte von Eurographics dort speziell zur Geltung gebracht. Neben Möbelhäusern zählen vor allem Baumarktketten sowie Online- und Versandhändler wie Amazon, Otto und Heine zu den Absatzkanälen des Unternehmens. Durch die gezielten Investitionen in die Logistik und die Prozessabläufe ist Eurographics in der Lage, enorme Skaleneffekte zu erzielen. In den nächsten Jahren sollen die Umsätze daher bei relativ konstanten Kosten von zuletzt 24,9 Mio. EUR (2014/15) auf bis zu 40 Mio. EUR hochgefahren werden. Mit 0,3 Mio. EUR plant das Unternehmen für das Geschäftsjahr 2015/16 erstmals seit Jahren auf Konzernebene schwarze Zahlen. Sollte die

Kennzahlen der vorgestellten Unternehmen

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2015*	EpS 2015	EpS 2016e	KGV 2015e	KGV 2016e
Auden (IK)	A16144	4,73	31,6	-	-**	-**	-	-
AutoBank	A1C27D	0,77	8,1	-	0,00	0,04	232,0	20,3
Eurographics*** (IK)	813765	2,60	3,6	3,0	-0,50	0,21	neg.	12,1

\*) in Mio. EUR; \*\*) keine seriösen Schätzungen möglich; \*\*\*) GJ 2014/15 und 2015/16 Alle Angaben in EUR; Quellen: Unternehmensangaben, eigene Schätzungen



Musterdepot

# Stabile Silberlage

Einige unserer US-Titel legten im August eine Verschnaufpause ein, was jedoch durch die Edelmetallaktien und zwei Value-Nebenwerte kompensiert wurde.

Mit einem Plus von 1,2% im August liegen wir zwar einige Procente hinter dem DAX, auf Jahressicht liegt unser Depot mit +7,7% jedoch noch immer weit vor dem deutschen Standardindex, der sich mit -1,2% noch immer in der Verlustzone befindet. Zur Stabilität konnten abermals die Edelmetallaktien beitragen.

**Weiter im Aufwind**

So gehörten mit Klondex Mines und En-

deavour Silver auch in den vergangenen Wochen zwei Edelmetallminen-Titel mit einem Plus von jeweils mehr als 20% zu den größten Gewinnern in unserem Depot. Spannende Nachrichten gab es dabei vor allem von Klondex. Das Unternehmen vermeldete die Akquisition der Hollister sowie der Esmeralda-Mine in Nord-Nevada vom Finanzinvestor Waterton. Zeitgleich gab Klondex eine Aktienplatzierung über 130 Mio. CAD zu einem Preis von 5,00

CAD je Aktie zur Finanzierung des Zukaufs bekannt, die bereits vollständig platziert ist. Anfang August konnte Klondex außerdem überzeugende Halbjahreszahlen berichten. Mit einer Rekordproduktion von rund 32.000 Feinunzen Gold und 408.000 Feinunzen Silber konnte das Unternehmen einen Umsatz von rund 48 Mio. CAD realisieren. Der operative Cashflow lag bei 23 Mio. CAD. In weniger als vier Jahren wurde aus dem ehemaligen Explorations-

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 Euro)												Stichtag: 19.08.2016 (DAX: 10.544)	
Performance: +7,7% seit Jahresanfang (DAX: -1,2%); +1,2% gg. Vormonat (DAX: +3,9%); +200,7% seit Depotstart (DAX: +312,2%)													
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. seit Kauf	Stopp-Loss	
First Majestic Silver [CA] <sup>3</sup>	A0LHKJ	Silberproduzent	B	8/6	2.000	10.03.16	5,97	13,49	26.980	9,0%	-6,0% +126,1%		
Visa [US]	A0NC7B	Kreditkarten	C	6/5	100	19.12.13	39,63	70,52	7.052	2,3%	-2,5% +78,0%		
Eurokai Vz. [DE] <sup>3</sup>	570653	Hafenbetreiber	B	8/6	400	26.09.13	21,70	33,85	13.540	4,5%	-1,2% +56,0%		
Klondex Mines [CA]	727231	Goldproduzent	A	9/6	4.000	21.04.16	3,05	4,65	18.600	6,2%	+21,1% +52,5%		
Dr. Pepper [US] <sup>3</sup>	A0MV07	Konsumgüter	B	8/6	200	15.12.14	61,55	83,89	16.778	5,6%	-4,9% +36,3%		
Grenke [DE] <sup>3</sup>	A161N3	Leasing	B	6/4	150	11.06.15	129,33	174,90	26.235	8,7%	+9,6% +35,2%	148,00	
Hochdorf [CH]	A0MYT7	Michprodukte	A	9/5	120	17.12.15	152,00	191,47	22.976	7,6%	+11,3% +26,0%		
Anthem [US] <sup>3</sup>	A12FMV	Krankenversicherer	B	8/5	150	27.03.14	92,86	114,18	17.127	5,7%	-11,8% +23,0%		
Solutions 30 [LU]	A14T2W	IT-Services	A	7/5	1.300	17.03.16	9,75	11,36	14.768	4,9%	+10,9% +16,5%		
Endeavour Silver [CA]	A0DJ0N	Goldproduzent	A	9/6	1.600	22.04.16	4,25	4,91	7.856	2,6%	+22,1% +15,5%		
Stada [DE]	725180	Pharma	A	8/5	400	26.05.16	47,20	49,16	19.664	6,5%	+6,0% +4,2%		
bet-at-home.com [DE/AT]	A0DNAY	Online-Sportwetten	A	8/5	320	17.03.16	58,22	60,22	19.270	6,4%	-8,5% +3,4%		
Aurelius [DE] <sup>3</sup>	A0JK2A	Sanierungen	B	6/5	300	17.03.16	51,16	51,32	15.396	5,1%	-4,2% +0,3%	48,90	
Bijou Brigitte [DE] <sup>3</sup>	522950	Schmuck	B	7/5	400	05.11.15	56,40	53,91	21.564	7,2%	-4,6% -4,4%	48,00	
Goldcorp [CA] <sup>3</sup>	890493	Goldproduzent	A	8/6	1.000	16.01.14	17,83	16,29	16.290	5,4%	-2,0% -8,6%		
<i>IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 81!</i>									<b>Aktienbestand</b>	264.097	87,8 %		
									<b>Liquidität</b>	36.619	12,2 %		
									<b>Gesamtwert</b>	300.716	100,0 %		

1) **C/R**: gibt Chance und Risiko jeweils auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 9 (hoch) an.  
 2) **SIP**: Das SI-Potentialometer 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. Verbesserungen sind grün und Verschlechterungen rot markiert.  
 3) Durchschnittskurs



unternehmen damit ein mittelgroßer Produzent. Für das Gesamtjahr 2016 ist eine Produktion von 150.000 Feinunzen (Goldäquivalent) zu Cashkosten von 600 bis 650 USD je Feinunze geplant. Endeavour Silver meldete für das erste Halbjahr zwar leicht sinkende Umsätze, dafür aber eine signifikant reduzierte Kostenstruktur. Unter dem Strich gab es damit schwarze Zahlen nach einem leichten Verlust im Vorjahreshalbjahr. Als fokussierter Silberproduzent profitierte die Aktie vom nach wie vor bestehenden Anlagedruck, der auf die wenigen verfügbaren Blue Chips im Silbersektor traf. Lediglich die Aktie von First Majestic musste nach der phänomenalen Rally der vergangenen Monate zum ersten Mal eine Verschnaufpause einlegen.

### Gebremste Erwartungen und positive Überraschungen

Einen Rücksetzer musste Bijou Brigitte verkraften. Der Modeschmuckkonzern vermeldete seine Halbjahreszahlen und musste dabei seine Prognose auf das untere Ende der zuvor genannten Spanne anpassen. Bijou erwartet für 2016 ein Vorsteuer-Ergebnis zwischen 30 und 35 Mio. EUR. Vor allem steigende Personal- und Materialaufwendungen sind der Grund für den gebremsten Optimismus. Wir warten die Veröffentlichung der detaillierten Halbjahreszahlen ab und werden die Entwicklung weiter beobachten. Die Börse überzeugen konnte dagegen die Holding, die Mitte April ebenfalls ihre Halbjahreszahlen vermeldete. Die Schweizer mussten zwar ebenfalls leicht reduzierte Umsätze vermelden, lagen beim EBIT (13,1 Mio. CHF, +22,7% zum Vorjahr) und beim Halbjahresüberschuss (11,0 Mio. CHF, +168,3% zum Vorjahr) allerdings deutlich über den

Durchgeführte Käufe und Verkäufe						
Käufe	WKN	Kurs	Stückz.	Kaufwert	Datum	
bet-at-home.com	A0DNAY	60,40	160	9.664	19/08/16	
Verkäufe	WKN	Kurs	Stückz.	Verk.wert	Perfor.	Datum
MAN St. (IK)	593700	93,20	100	9.320	0,0%	05/08/16
Visa	A0NC7B	71,50	100	7.150	80,4%	05/08/16

Schätzungen der Analysten. Für das Gesamtjahr erwartet Hochdorf nun eine erhöhte EBIT-Marge zwischen 4,0 und 4,2%. Weiterhin dynamisch wächst der Bereich Babynahrung, die Umsätze stiegen hier verglichen mit dem Vorjahr um 20%. Mit der geplanten Übernahme der Pharmalys Laboratories, einem der größten heutigen Kunden im Babynahrungssegment, dürfte dieser Bereich sowohl umsatz- als auch ertragsseitig noch einmal deutlich zulegen. Wir warten daher mit Spannung auf weitere Details zu der geplanten Transaktion. Vor allem interessiert uns der Kaufpreis und die damit einhergehende Verwässerung der Altaktionäre. Nach Aussage des Managements soll die geplante Vorwärtsintegration vor allem durch die Ausgabe neuer Aktien finanziert werden.

Mit der französischen Solutions 30 konnte ein weiterer Nebenwert zuletzt nach oben ausbrechen. Die Wartezeit, die wir hier in Kauf genommen haben, beginnt sich nun auszuzahlen.

### Smart-Investor-Momentum-wikifolio

Nach einer längeren Versuchsphase und damit einhergehendem etwas holprigem Start entwickelt sich unser wikifolio „Smart Investor Momentum“ inzwischen recht erfreulich. Wie im Musterdepot haben auch im wikifolio die Edelmetallaktien wie First Majestic Silver oder Hochschild Mining einen hohen Anteil an der positiven Per-

formance. Im Vergleich zu unserem Musterdepot ist die Ausrichtung des wikifolios allerdings deutlich tradingorientierter. Sie können sämtliche Details sowie alle Transaktionen unter <https://www.wikifolio.com/de/de/wikifolio/smart-investor-momentum> in Echtzeit nachlesen. Die WKN des investierbaren Zertifikates ist LS9CFN.

### Fazit

Mit etwas mehr als 12% Cash haben wir noch immer eine Manövrierreserve, um weitere Positionen auf- oder auszubauen. Die Hausse bei den Edelmetallen steht unserer Meinung nach erst am Anfang. Wir bleiben daher investiert und warten auf die nächste Welle der Rally. Mit vereinzelt Zukäufen wollen wir daneben auch mit unseren deutschen Nebenwerten und US-Investments am Crack-up-Boom partizipieren.

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).

## Anleihen

# Amerikanisch-chinesischer Übernahmehunger

Statt Nullrenditen einzufahren, setzen clevere Anleger auf Aktien in Abfindungssituationen als Anleihesubstitut.



## Süßes Warten

Nachdem der US-Konzern Diebold im Frühjahr die Übernahme des deutschen Traditionskonzerns **Wincor Nixdorf** abschließen konnte, steht nun der zweite Akt auf dem Spielplan. Mit dem angekündigten Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags sichern sich die Amerikaner nun den Zugriff auf die Kasse der Deutschen. Im Gegenzug bekommen außenstehende Aktionäre eine Abfindungszahlung in Höhe von 53,34 EUR je Wincor-Nixdorf-Aktie oder eine jährliche Ausgleichszahlung von 3,17 EUR brutto (2,85 EUR netto). Auf den heutigen Kurs gerechnet bedeutet das eine Rendite von 5,1% – garantiert durch einen US-Konzern, der laut Angebotsunterlagen auf einen neuen Konsortialkredit lediglich Zinsen zwischen 2,2 und 4,5% bezahlt. Im Rahmen des Übernahmeangebotes hatte sich Diebold knapp 70% der Wincor-Nixdorf-Aktien gesichert, in der Zwischenzeit jedoch weitere rund 5% an der Börse zugekauft. Auch in Zukunft dürfte der bereits in Diebold Nixdorf umbenannte Konzern weitere Aktienpakete an der Börse zukaufen. Denn es ist nicht zu erwarten, dass die Amerika-

ner ihre deutsche Tochter langfristig als eigenständig börsennotiertes Unternehmen weiterführen wollen. Im Fall eines Squeeze-outs könnte es dann einen weiteren Aufschlag auf den heutigen Abfindungspreis geben. Die Wartezeit bis dahin wird Aktionären durch eine attraktive „Verzinsung“ versüßt.

## Sinnlose Spielchen

Ebenfalls ins Visier eines US-Konzerns ist der Münchener Mittelständler **Data Modul** geraten. Im Gegensatz zu Wincor Nixdorf befindet sich diese Transaktion allerdings noch im „ungesicherten“ Stadium. Denn außer der klar erkennbaren Absicht des Hauptaktionärs Arrow Electronics, Data Modul vollständig zu übernehmen, gibt es hier für Aktionäre noch keinerlei Sicherheit. Allerdings haben die Amerikaner ihre Beteiligung von 53,7% nach Abschluss des Übernahmeangebotes im letzten Jahr auf mittlerweile rund 56% erhöht – allem Anschein nach über die Börse. Mit den verbleibenden Aktionären versucht Arrow nun allerdings Spielchen zu spielen, wie die jüngste Hauptversammlung im Mai zeigte. Statt der auf der Tagesordnung vorgesehenen Dividende von 1,20 EUR je Aktie zuzustimmen, setzte Arrow mit seiner Stimmmehrheit eine auf 0,12 EUR reduzierte Ausschüttung durch. Es scheint die klare Agenda der Amerikaner zu sein, die Aktie von Data Modul möglichst unattraktiv erscheinen zu lassen, um durch weitere Zukäufe möglichst bald auf 75 oder gar 90% der Anteile zu kommen. Angesichts der großartigen Entwicklung der Zahlen dürfte sich dies jedoch zunehmend schwieriger gestalten. Auch die vermutlich ab-

sichtlich zum Erliegen gekommene Investor-Relations-Arbeit wird daran wohl nichts ändern. Dies sieht auch Mark Kahlenberg von der auf Sondersituationen spezialisierten Scherzer & Co. AG so: „Die Aktie von Data Modul bleibt interessant, allen Versuchen von Arrow zum Trotz. Im ersten Halbjahr 2016 hat das Unternehmen 1,58 EUR je Aktie verdient, das KGV für 2016 liegt damit zwischen 14 und 15. Selbst ohne Sondersituation wäre der Titel angesichts der Wachstumsaussichten damit günstig bewertet.“

## Beendetes Politikum

Die Übernahme des Augsburgsberger Roboter-Herstellers **Kuka** durch die chinesische Midea ist vor allem eine – ein Politikum. So wollten einige deutsche Politiker zunächst von einem Verkauf der deutschen Technologie in das Reich der Mitte nichts wissen und hätten lieber einen deutschen Konzern als weißen Ritter gesehen. Allerdings wollte offensichtlich niemand das Angebot der Chinesen über 115 EUR je Kuka-Aktie überbieten. Dass dieses sehr attraktiv ist, zeigt auch die hohe Annahmequote von 94,55%, die nach Ablauf der

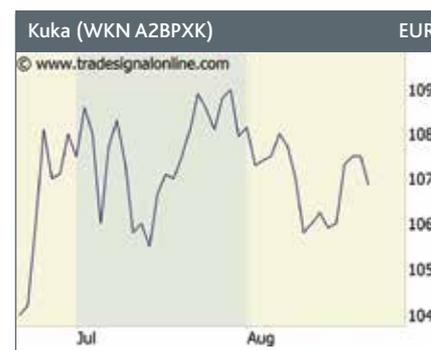




Illustration © viperag / fotolia.de

Angebotsfrist erreicht wurde. Was gleichzeitig bedeutet, dass die deutschen Großaktionäre, wie der Unternehmer Friedhelm Loh (10,0% der Aktien) und die Familie Voith (25,1% der Aktien), ihre Aktienpakete ebenfalls angedient haben. Neben bereits klar erfüllten aufschiebenden Bedingungen (u.a. Mindestannahmequote von 30%) stehen zum endgültigen Vollzug der Transaktion damit lediglich diverse behördliche Genehmigungen aus. Nach der bereits erfolgten Erlaubnis durch das Bundeswirtschaftsministerium ist noch die Zustimmung der EU-Kommission, der chinesischen Behörden und der Wettbewerbsbehörden mehrerer Länder ausstehend. Wettbewerbsrechtlich dürfte allerdings wenig gegen die Übernahme sprechen, schließlich ist Midea bislang vor allem im Geschäft mit Haushaltsgeräten und Klimaanlage tätig.

**Eine Frage der Wahrscheinlichkeit**

Bleibt als letzter Punkt die Zustimmung der US-Behörden CFIUS und DDTC offen, die sich mit ausländischen Investments und Verteidigung befassen. Dabei geht es vor allem um die Technologie, die Kuka

für den Bau des F-35-Flugzeugs bei Northrop Grumman gebaut hat und auch heute noch wartet. Mit einem Verkauf dieser Sparte könnte dieses Problem notfalls jedoch auch nachträglich aus der Welt geräumt werden. Geht der Deal wie geplant bis März 2017 über die Bühne, gibt es für eine zum Umtausch eingereichte Aktie 115 EUR – auf den aktuellen Kurs von 107,40 EUR bezogen eine Rendite von 7,1%. Sollte das Angebot wider Erwarten nicht durchgehen, droht allerdings ein Rückfall bis auf das Niveau vor dem Angebot der Chinesen bei ca. 85 bis 90 EUR je Aktie. Zum heutigen Kurs rechnet der Markt mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 30%, dass der Deal noch scheitern könnte. Tatsächlich dürfte dieses Risiko jedoch weit darunter liegen. Die Skepsis könnte eher am zweifelhaften Ruf chinesischer Unternehmen liegen. Allerdings ist das Gebot durch eine Finanzierungszusage der Europa-Niederlassung der Industrial and Commercial Bank of China hinterlegt. Im Extremfall wäre damit also eine auch in Europa regulierte Großbank involviert. Midea selbst gilt als eines der erfolgreichsten privatwirtschaftlichen Unternehmen Chinas und lässt sich daher kaum mit klügelnden Staatsunternehmen oder betrügerischen China-IPOs in Deutschland in einen Topf werfen. ■

Christoph Karl



VOM KUNDEN UND FAN ZUM AKTIONÄR

BELOHNEN SIE DIE TREUE IHRER KUNDEN UND FANS...

... und machen Sie aus ihnen glaubwürdige Aktionäre und engagierte Markenbotschafter.

Mit LOYALTY4BRANDS investieren Ihre Kunden in nur wenigen Schritten direkt in Ihr Unternehmen und werden Teil Ihrer Marke.

Mehr Infos unter [loyalty4brands.de](http://loyalty4brands.de)

YOU LOVE IT. YOU OWN IT.



Kennzahlen der vorgestellten Abfindungswerte							
Aktie	WKN	Kurs in EUR	Mcap*	KGW 2016e	Abfin./Angebotspreis in EUR	Garantie-Div. in EUR**	Div.-Rend.
Data Modul	549890	45,86	162	14,8	-	-	0,26%
KUKA (zum Verk. einger.)	A2BPXK	107,40	4.272	36,7	115,00	-	0,47%
Wincor Nixdorf***	A0CAYB	62,29	2.061	19,2	53,34	3,17	5,09%

Alle Angaben in EUR \*) in Mio. EUR \*\*) Bruttodividende \*\*\*) GJ 2015/16, Gewinnabführungsvertrag noch nicht offiziell beschlossen  
 Quellen: OnVista, Unternehmensangaben

Interview mit einem Investor

# „Wir leben in interessanten Zeiten“

Smart Investor sprach mit dem amerikanischen Value-Investor **Mario Gabelli** über Nullzinsen, Warren Buffetts ablehnende Haltung gegenüber Gold und Donald Trumps Chancen auf das Weiße Haus.



*Mario Gabelli ist ein Wall-Street-Veteran, der mit seinem Asset-Management-Unternehmen GAMCO ganz der Value-Philosophie folgt. Er verwaltet heute ca. 40 Mrd. USD in verschiedenen offenen und geschlossenen Fonds. Nach eigener Auskunft verfolgt er eine Strategie, die sich an den Grundlagen der Begründer des Value-Ansatzes, Benjamin Graham und David Dodd, aber auch an Warren Buffett orientiert. Mit den von ihm gemanagten Fonds konnte „Super Mario“, wie er an der Wall Street auch genannt wird, den S&P seit 1986 um ca. 2% pro Jahr schlagen. Als Spezialität von Gabelli gilt der sogenannte Private-Market-Value-Ansatz. Dabei werden Aktien in Relation zu vergleichbaren privaten Transaktionen gesetzt und Katalysatoren gesucht, die eine Neubewertung zur Folge haben könnten. Gabelli ist auch regelmäßiger Teilnehmer der jährlichen Diskussionsrunde (Roundtable) mit Börsengrößen, welche vom US-Wirtschaftsmagazin Barron's veranstaltet wird.*

**Smart Investor: Mr. Gabelli, in Europa sehen wir gerade zum ersten Mal negative Zinsen, auch in den USA sind die Zinssätze auf einem Rekordtief. Was für eine Wirkung hat dies auf die Märkte und finden Sie in einem solchen Umfeld noch Value?**

*Gabelli:* Das ist ein interessanter Einstieg. Sehen Sie, wir blicken stets aus der Perspektive eines Private-Equity-Fonds auf börsennotierte Unternehmen und fragen uns: Was würde ein Käufer für 100% der Anteile bezahlen? Die Politik der Zentralbanken hat die Kosten von fremdfinanzierten Akquisitionen massiv gesenkt. Aus einer globalen Makro-Perspektive kann ich somit die Bewertungen vieler Unternehmen rechtfertigen, falls ich von einer Fortsetzung der Niedrigzinspolitik ausgehe. Aber wir sind in unbekanntem Territorium. Ein vergleichbares Experiment hat es noch nie gegeben. Die Mathematik kann vieles rechtfertigen, aber Sie müssen auch gesunden Menschenverstand einsetzen. Und der sagt mir eindeutig, dass dies nicht auf ewig so weitergehen kann.

**Smart Investor: Bisher sehen wir lediglich eine Inflation der Asset-Preise, auf die Konsumentenpreise hatte das geldpolitische Experiment bislang wenig Auswirkungen...**

*Gabelli:* Ich rechne für die USA auch weiterhin mit konstanten Nahrungsmittel- und Energiepreisen. Allerdings gehe ich im Herbst von einem zunehmenden Anstieg der Lohnkosten durch angehobene Mindestlöhne aus. Sie dürfen nicht vergessen, dass wir in einem Wahljahr sind! Ich rech-

ne für Ende dieses Jahres daher mit einem deutlichen Anstieg der Inflation. Der deutsche Bundesbankpräsident Karl Otto Pöhl hatte Inflation einmal mit einer Tube Zahnpasta verglichen: Wenn man sie einmal herausgedrückt hat, bekommt man sie nicht mehr hinein. Als Investoren sehen wir uns daher vor allem Unternehmen an, die ohne Inflation gut funktionieren, im Fall von anziehenden Preisen aber über eine hohe Preissetzungsmacht verfügen.

**Smart Investor: Lassen Sie uns über Berkshire Hathaway sprechen. Sie haben Ihre ersten A-Aktien an der Buffett-Holding zu Preisen von um die 900 USD gekauft. Ist die A-Aktie auch bei einem Kurs von 220.000 USD noch interessant?**

*Gabelli:* Zum ersten Mal bin ich Warren bei einem gemeinsamen Investment begegnet. Wir hatten beide Aktien des Sicherheitsunternehmens Pinkerton. Ich kannte ihn jedoch auch von der Columbia University und habe später immer verfolgt, was er gerade getan hat. Als ich Mitte der 80er Jahre den Gabelli Asset Fund startete, habe ich zu Kursen von 900 USD Berkshire gekauft und bis heute eine große Position behalten. Die Aktie notiert aktuell nahe dem inneren Wert. Buffett versucht gerade die Assets und den Float aus dem Versicherungsgeschäft in industrielle Assets umzuschichten, die Cashflow generieren und Preissetzungsmacht haben. Denn er weiß natürlich auch, dass der Anleihemarkt nicht ewig da bleiben wird, wo er heute steht.

**Smart Investor: An Gold hat Buffett dagegen in mehreren Äußerungen kein**

### **gutes Haar gelassen. Warum tun sich Value-Investoren mit Gold als alternativer Währung so schwer?**

*Gabelli:* Nicht alle! Ich habe 1992 Caesar Bryan eingestellt, einen der renommiertesten Gold-Investoren. Er arbeitet jetzt seit 25 Jahren mit mir zusammen, unser Goldfonds ist in diesem Jahr 140% im Plus. Daneben gibt es mit Jean-Marie Eveillard (s. auch SI 8/2016 auf S. 74) oder John Hathaway (s. auch SI 6/2016 auf S. 62) aber auch andere Value-Leute, die in diesem Sektor aktiv sind. Unser Ansatz ist eigentlich simpel: Wollen Sie Aktien eines Minenunternehmens besitzen, das einen Hebel auf Gold bietet und aktuell von den sinkenden Preisen für Öl profitiert, oder wollen Sie physisches Gold haben, das keine Erträge erwirtschaftet? Warren Buffett mag physisches Gold nicht, da er Cashflows liebt.

### **Smart Investor: Minenaktien mag er allerdings auch nicht, oder?**

*Gabelli:* Stimmt. Nun ja, was die Cashflows betrifft, gäbe es mit Unternehmen wie Royal Gold oder Silver Wheaton eine Alternative. Da haben Sie bereits durch das Geschäftsmodell einen positiven Cashflow sichergestellt. Für Warren spielt jedoch vermutlich vor allem die Tatsache eine Rolle, dass es sich bei Minen um Commodity-Produzenten handelt, die über keinerlei Preissetzungsmacht verfügen. Keine der großen Beteiligungen von Berkshire ist aus dem Rohstoffsektor. Ich würde Kunden jedoch durchaus zu einem Portfolioanteil von 5% in Gold und Goldminen raten.

### **Smart Investor: In Ihren Fonds scheinen derzeit besonders Kabelbetreiber hoch gewichtet zu sein, was reizt Sie an diesem Geschäftsmodell?**

*Gabelli:* Ganz einfach: die sicheren Umsätze durch das Abonnement-Modell. Um es anders auszudrücken: Wenn ich ein Autoverkäufer bin, muss ich ein zweites Auto verkaufen, um zusätzlichen Umsatz zu generieren. Als Kabelbetreiber bekomme ich dagegen monatliche Einnahmen. Zusätzlich habe ich eine gewisse Preissetzungsmacht, wenn es darum geht, den Kunden Zusatzdienste zu verkaufen. Natürlich muss ich zu einem gewissen Umfang in mein Netz investieren, um mit der Technologie mitzuhalten. Aber die Bedeutung von Breitband-Anschlüssen wird immer weiter zunehmen. Leider sind Time Warner Cable und Cablevision nicht mehr notiert, wir halten aber Comcast und Liberty Global [eine eigene Geschichte zu Kabelbetreibern wird in Ausgabe 10/2016 erscheinen].

### **Smart Investor: Daneben haben Sie auch einige Banken im Portfolio. Bereitet Ihnen das vor dem Hintergrund der Niedrigzinsen keine Kopfschmerzen?**

*Gabelli:* Da müssen Sie unterscheiden. Wir haben zwar auch ein paar Aktien von Wells Fargo, aber das ist eher ein Proxy für den US-Immobilienmarkt. Primär haben wir Titel wie Bank of New York Mellon oder State Street im Depot, die als Dienstleister im Geschäft mit Trusts tätig sind. Prinzipiell ist natürlich jede Bank riskant, dies ist aber schon seit der Abschaffung des Glass-Steagall Acts so. Dies führte dazu, dass sich Geschäftsbanken nun in Investmentbanken mit einer geringen Transparenz ►



Visionen gestalten.  
Mit dem richtigen  
Partner.

 UNIVERSAL  
INVESTMENT

Als die zentrale Plattform für unabhängige Asset Manager und Vermögensverwalter sind wir Ihr idealer Partner. Setzen Sie auf unsere umfassende Beratungskompetenz und einzigartigen Komplettservice, um das Potenzial Ihrer Private-Label-Fonds-idee voll auszuschöpfen.



In Deutschland und Luxemburg:  
+49 69 71043-114  
[www.universal-investment.com](http://www.universal-investment.com)

wandelten. Glücklicherweise, wenn man das so sagen kann, liegt die letzte Krise aber noch nicht so lange zurück. Die Banken sind daher noch vorsichtig und werden deutlich stärker reguliert. Wenn sie allerdings beginnen, dieselben Dummheiten wie in der Vergangenheit zu machen, werde ich keine Bankaktien mehr halten. Und sie haben stets alle Dummheiten gemacht, die im Bankgeschäft möglich sind...

**Smart Investor: Erlauben Sie mir zum Schluss eine Frage zur Politik. Sie kommen aus New York, der Heimatstadt von Donald Trump. Was halten Sie von ihm?**

*Gabelli:* Es wäre das erste Mal seit den 20er Jahren, dass ein Geschäftsmann die Geschicke unseres Landes lenkt. Völlig klar ist: Trump ist attraktiv für Leute aus der Arbeiterschicht, die wenig vom Aufstieg Chinas und den neuen Technologien profitiert haben. Ich hatte früher einige Beteiligungen

im Glückspielsektor, darunter auch 5% an Taj Mahal, dem Casino von Donald Trump in Atlantic City. Als wir diese Beteiligung veröffentlichen mussten, bekam ich sofort einen Anruf von ihm. Er sagte: „Was zur Hölle haben Sie mit meiner Firma vor?“

**Smart Investor: Er hatte Angst, dass Sie sein Unternehmen aufkaufen?**

*Gabelli:* Ja, dabei war diese Meldung eine reine Formalie. Es ist sein typisches Verhalten: Wenn er sich angegriffen fühlt, attackiert er sofort zurück. Später ist er jedoch nicht beleidigt, sondern findet eine vernünftige Lösung. Er ist ein guter Verhandlungsführer, aber sagt vorher niemandem, was er vorhat. Zu einem gewissen Maße ist er deswegen unkontrollierbar. Er würde zu den NATO-Partnern sagen: „Bezahlt uns, oder wir sind raus!“ Typische Politiker denken nicht so. Alles, was er als Geschäftsmann getan hat, war sehr effizient, inklusive seiner

aktuellen Kampagne, die er bislang mit sehr wenig Geld geführt hat. Aber ehrlich gesagt: Einige seiner letzten Äußerungen waren schon beschämend.

**Smart Investor: Und trotzdem hat er noch immer viele Unterstützer...**

*Gabelli:* Unterschätzen Sie nicht, dass viele Leute für Trump stimmen werden, die sich öffentlich nie dazu bekennen würden. Und ganz ehrlich: Er benötigt lediglich Unterstützung in Pennsylvania, Ohio, Florida und einem weiteren Bundesstaat. Wenn Donald diese Staaten gewinnt, ist er Präsident, wenn Hillary dort das Rennen macht, gewinnt sie die Wahl. Alle landesweiten Umfragen sind daher völlig irrelevant. Wir leben in interessante Zeiten, so viel ist sicher...

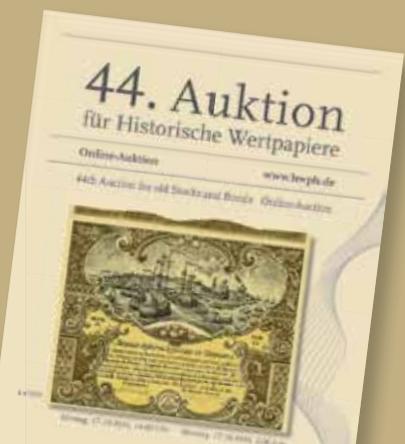
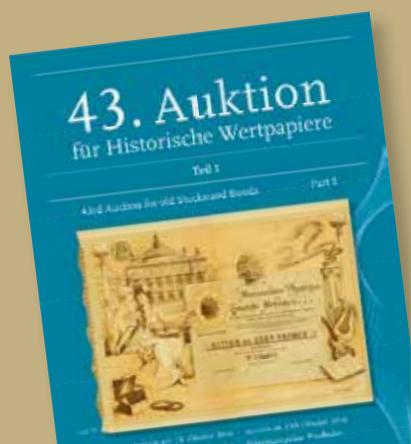
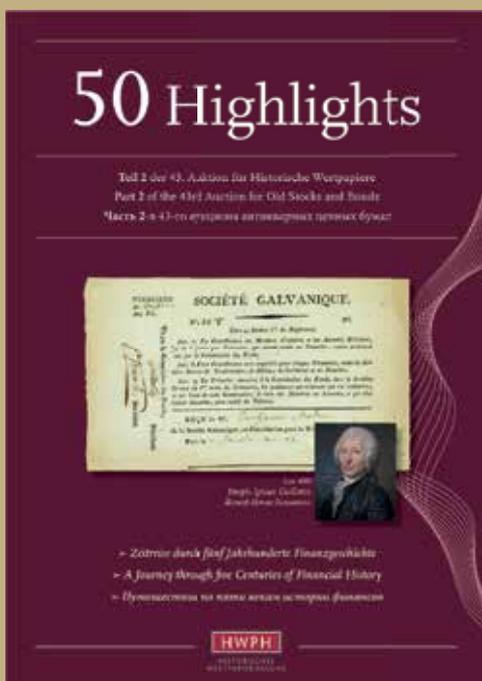
**Smart Investor: Mr. Gabelli, vielen Dank für das interessanten Gespräch.**

*Interview: Christoph Karl*

Anzeige

**HWPH**  
HISTORISCHES  
WERTPAPIERHAUS AG

# Das Historische Wertpapierhaus



*Ihr Auktionshaus für Historische Wertpapiere*

HWPH AG  
Matthias Schmitt  
Ingelsberg 17 b  
85604 Zorneding  
Deutschland

Tel.: +49 - (0) 81 06 - 24 61 86  
Fax: +49 - (0) 81 06 - 24 61 88  
E-Mail: [auktion@hwph.de](mailto:auktion@hwph.de)  
Internet: [www.hwph.de](http://www.hwph.de)

wikifolio

# Treibstoff des Marktes

## Cash-Quoten im Zeitablauf

### Bestechende Theorie

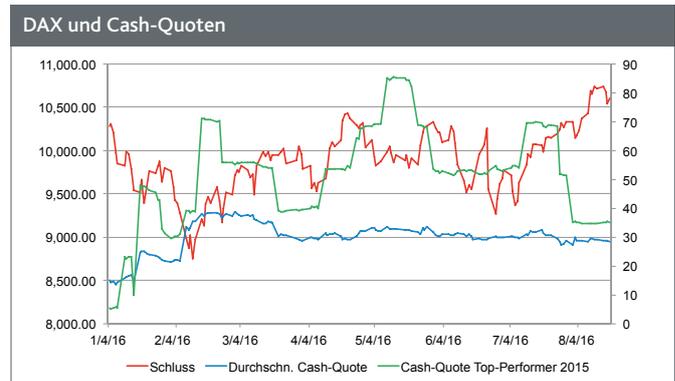
Im Bereich von Börsenpsychologie und Sentiment gehört die Entwicklung der Cash-Quoten zu den harten Daten. Die beste Theorie: Je optimistischer die Anleger, desto höher ist ihr Investitionsgrad. Was positiv klingt, bedeutet allerdings auch, dass nur noch wenig Cash an der Seitenlinie steht, das künftig investiert werden könnte. Umgekehrt verhält es sich bei schlechter Stimmung. Das Geld traut sich nicht in den Markt, die Cash-Quoten bleiben hoch. Beginnen die Kurse dann dennoch zu steigen, bilden genau diese Cash-Reserven den Treibstoff, der die Kurse in der Folge weiter anschiebt.

### Durchwachsene Praxis

Die Transparenz der Plattform wikifolio erlaubt es, diese Theorie einmal ganz praktisch zu visualisieren. Wir betrachten jene wikifolios, deren Historie bis Anfang 2015 zurückreicht und in deren Zertifikate mindestens 100.000 EUR investiert sind. Beide Kriterien dienen als Indikator für das Commitment der jeweiligen Trader. Da wir mit dem DAX vergleichen, beschränken wir uns auf wikifolios mit dem Anlageuniversum „Aktien Deutschland“. Die Abbildung zeigt für das Jahr 2016 die Entwicklung des DAX (rote Linie) und die durchschnittliche, gleichgewichtete Cash-Quote der insgesamt neun betrachteten wikifolios (blaue Linie). Ferner ist die Entwicklung der Cash-Quote des 2015er Top-Performers aus diesem Bereich eingetragen (grüne Linie). Der Januar-Schock mit stark rückläufigen DAX-Kursen scheint den Tradern noch immer in den Knochen zu sitzen. Jedenfalls erhöhten sie ihre Cash-Quote seinerzeit von rund 15% bis auf knapp 40%, wobei der Positionsabbau selbst in der ersten Erholungsphase weiter ging. Seitdem ist der Baranteil zwar wieder leicht gesunken, pendelt aber noch immer um die stattliche Marke von 30% – ein Hinweis, dass die Kurse noch Luft nach oben haben.

### Top-Performer 2015

Bei einem Einzelportfolio schwankt die Quote naturgemäß stärker, wobei der 2015er Top-Performer im laufenden Jahr nahezu die gesamte Bandbreite möglicher Investitionsgrade ausgenutzt hat (grüne Linie). Auffällig ist, dass Positionen in Schwächephase hinein abgebaut und in Stärkephasen aufgebaut werden – klassische Trendfolge, die immer wieder die Überwindung erfordert, relativ billig zu verkaufen und relativ teuer zu kaufen. Auch wenn die Schaukelbörse des Jahres 2016 bislang alles andere als ein ideales Umfeld für Trendfolger war, zeichnet gute Trader aus, dass sie einem



Der Zusammenhang zwischen DAX (rot, linke Skala) und Cash-Quoten (rechte Skala in %) ist nicht so eng wie vermutet.

bewährten Ansatz auch in schwierigen Phasen treu bleiben. Das in der Tendenz zu beobachtende Nachlaufen der Cash-Quote gegenüber der Kursentwicklung deutet zudem darauf hin, dass es hier – wie bei Trendfolge- und Relative-Stärke-Ansätzen üblich – nicht um die Antizipation künftiger Kursentwicklungen, sondern um konsequentes Positionsmanagement geht. Das zeigt sich auch beim jüngsten DAX-Aufschwung. Das Cash wurde erst eingesetzt, nachdem der Markt bereits ein gutes Stück angestiegen war.

### Fazit

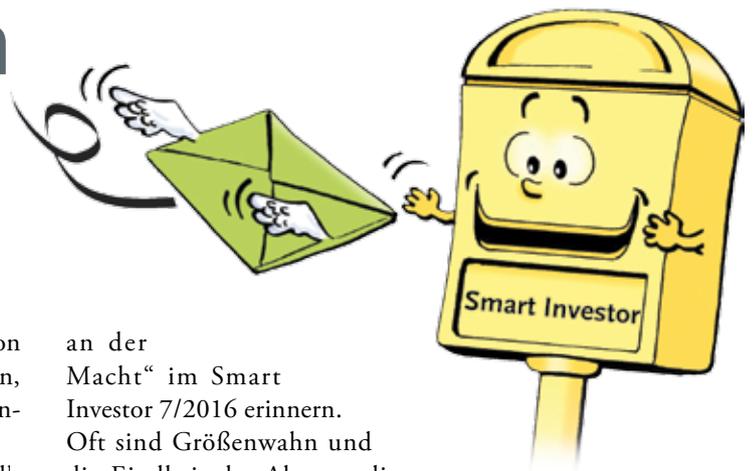
Die Betrachtungen erlauben folgende Tendenzaussagen: Cash-Quoten entwickeln sich erwartungsgemäß tendenziell gegen den Kursverlauf. Bei den untersuchten wikifolios zeigte sich ein Nachlauf bei der Entwicklung der Barquoten gegenüber dem Kurs.

Ralph Malisch

Aktuelle Bestenliste der handelbaren wikifolios					
WKN	Bezeichnung	Perfor. 6 Monate	Perfor. 2 Jahre	Max. Drawd.	Invest. in EUR
LS9FSW	immoweb Immobilien Deutschland	-21,27%	149,18%	-39,38%	87.931
LS9CSY	Nebenwerte Deutschland	60,56%	103,62%	-27,13%	864.886
LS9GCU	Opportunist	3,06%	102,57%	-27,18%	53.354
LS9DVJ	Shorttimetrading	14,50%	97,39%	-21,76%	314.095
LS9BFX	Momentumstrategie Deutschland	18,22%	93,58%	-27,50%	527.160
LS9CTA	Deutscher Mittelstand	30,31%	93,34%	-19,37%	2.113.413
LS9GTG	Jaytrader	-2,15%	92,74%	-31,63%	51.749
LS9ALA	MidTermAlpha	33,96%	82,24%	-26,31%	1.166.278
LS9ALT	Die Jahrhundert-Strategie (Aggressiv)	9,29%	72,42%	-29,54%	131.149
LS9DKF	PEYOS Beste	3,44%	66,99%	-27,03%	897.479

## Leserbriefe

# Über Illusionen und Lügen



## ? Die Illusion bei der Fusion

Sie berichteten öfters über die geplante Übernahme von Monsanto durch Bayer. Ich möchte Ihnen unbedingt mitteilen, was Martin Wehrle in seinem Buch „Ich arbeite in einem Irrenhaus“ über solche Fusionen schreibt:

„Wenn zwei Autos zusammenstoßen, nennt man das Unfall. Wenn zwei Firmen zusammenkrachen, heißt das Fusion. Nicht selten kommt es dabei zu einem Totalschaden. Was vorher intakt war, liegt danach im Straßengraben. Eine Studie der Bank Morgan Stanley hat ergeben: Sieben von zehn Fusionen scheitern. Aber um solche Details kümmern sich die Irrenhaus-Direktoren nicht, wenn sie die Chance wittern, einen neuen Spielplatz für ihren Größenwahn zu eröffnen. Unterm Strich sind Fusionen meist Zuschussgeschäfte, weil diese Firmen meist keine Gold-, sondern Jauchegruben sind.“ Ich denke, trefflicher kann man die Fusionsabsichten von Bayer nicht beschreiben.

*Helmuth Schwarz*

**SI** Vielen Dank für Ihre Zeilen, mit denen Sie bzw. Herr Wehrle den Nagel auf den Kopf treffen. Die kaufmännische oder industrielle Logik hinter Fusionen liegt regelmäßig in der Hebung von Skalen- bzw. Größeneffekten – soweit die Theorie. In der Praxis scheitern sie dagegen oft an „weichen Faktoren“. Die Kulturen der Unternehmen sind nicht kompatibel; Prozesse, die zu den Erfolgsfaktoren gehörten, wurden nicht richtig verstanden und im Zuge der Fusion zerstört. Das Ganze funktioniert nachher schlechter als seine Einzelteile vorher. Eine erschreckende Analogie findet sich im „politischen Irrenhaus“: Die EU – als Megafusion der Nationalstaaten –

funktioniert mit zunehmender Verzahnung immer schlechter als ihre ursprünglichen Teile. Die Österreichische Schule (Austrians) lehnt die Idee ab, wonach schiere Größe bereits ein Wert an sich sei. Er ist weder theoretisch sauber begründbar, noch lässt er sich empirisch bestätigen. Zudem sind Megafusionen oft auch gar nicht logisch motiviert. In diesem Zusammenhang dürfen wir noch einmal auf unsere Titelgeschichte „Skrupellos – Psychopathen



*Smart Investor 7/2016*

an der Macht“ im Smart Investor 7/2016 erinnern.

Oft sind Größenwahn und die Eitelkeit der Akteure die wahren Triebfedern hinter solchen Fusionen – in der Politik vermutlich eher noch mehr als in der Wirtschaft. Insofern ist es gar nicht paradox, dass ein so hoher Prozentsatz der Fusionen letztlich scheitert und es dennoch immer wieder versucht wird. Der aktuell auf null und darunter manipulierte Zins begünstigt derartige Hasardeure natürlich. Wir werden also noch viel mehr desselben sehen. Abschließend wäre noch zu sagen: Hätten wir „Gutes Geld“, dann könnte der jetzige Kauf von Marktanteilen und Größeneffekten später nicht mit entwertetem Geld zurückbezahlt werden. Dann würden die Nachteile von Fusionen vielmehr vorher schon beachtet werden, mit der Folge, dass die meisten Fusionen gar nicht zustande kämen. Mehr dazu auch in unserer immer noch aktuellen Sonderausgabe „Gutes Geld“ aus dem Jahre 2011, die bei uns im Verlag noch bezogen werden kann.

## ? Rentenlüge

Michael Grandt hat mit seinem Beitrag über die Rentenlüge mit vielen Ausführungen absolut recht, lässt aber einen wichtigen Punkt völlig außen vor: Für eine seriöse Aussage zur Rente fehlt nämlich eine Abhandlung zu den „versicherungsfremden Leistungen“ der Rentenversicherung. Laut der Hans-Böckler-Stiftung aus dem Jahre 2005 betrug diese versicherungsfremden Leistungen bereits etwa 40%. Viele andere Veröffentlichungen gehen davon aus, dass die Rentenkasse durch diese fremden Leistungen geplündert wird. Meinen eigenen Berechnungen zufolge könnte der Rentenbeitrag zudem um 50% niedriger sein, wenn es keine Beitragsbemessungsgrenzen geben würde. Die Privilegierung der über der Beitragsbemessungsgrenze liegenden Gehälter ist menschenverachtend und widerspricht meiner Meinung nach dem Grundgesetz. Diese systemische Schieflage führt am Ende unweigerlich zum Bankrott der Rentenversicherung und zur Grundrente.

*Johann Brandmeier*

**SI** Wir haben Herrn Grandt strenge und enge Vorgaben bzgl. des Platzes für seinen Gastbeitrag gemacht, weshalb er den Punkt „versicherungsfremdes Leistungen“ nicht behandelt hat. Zwar mögen die heutigen staatlichen Zuschüsse zur Rentenversicherung noch zu großen Teilen für die Auszahlung

dieser an sich durch den Staat zu bezahlenden Leistungen verwendet werden, angesichts der Demografie ist jedoch bereits in den nächsten Jahren zu erwarten, dass die Zuschüsse die dafür nötigen Summen bei weitem übersteigen werden. Ihren Punkt mit den Beitragsbemessungsgrenzen halten wir nicht für gerechtfertigt. Eine Rentenversicherung ist nun mal eine Versicherung und keine Steuer. Nur eine Steuer wird prozentual und ohne Obergrenze eingezogen. Bei einer Versicherung müssten mit einer Erhöhung der Einzahlungen übrigens auch die Leistungen mitsteigen – insofern ist Rechnung auch nicht richtig. Der Bankrott der Rentenversicherung droht auf jeden Fall, da stimmen wir Ihnen wieder zu.

### ? Gold versus S&P 500

Sie hatten in den letzten Monaten ein Zertifikat im Musterdepot gehalten, welches sich auf eine Outperformance von Gold gegenüber dem S&P 500 bezog. Warum wurde dieses Zertifikat Ende Juni verkauft? Sind Sie nicht mehr bullish für Gold?

*Eugen F.*

**SI** Ein solches gehebeltes Zertifikat ist starken Schwankungen ausgesetzt. Da wir bis Ende Juni einen Gewinn von rund 10% verbuchen konnten und kurzfristig eine Underperformance von Gold vermuteten, haben wir das Zertifikat verkauft. Der Markt hat uns auch recht gegeben: Aktuell steht das Papier 10% tiefer, also in etwa auf unserem früheren Einstandskurs. Aber keine Sorge. Smart Investor ist weiterhin im Lager der Gold-Bullen. Das können Sie alleine schon daran erkennen, dass wir im Aktienmusterdepot (S. 70) die Papiere von vier Minengesellschaften und im Fondsmusterdepot (S. 45) drei Fonds aus diesem Bereich halten.

### ? Value-Illusion?

Das Titelthema „Value“ Ihrer Ausgabe 8/2016 hat mich neugierig gemacht, denn wer sucht nicht nach solchen Werten? Nur sind sie preisbedingt rar geworden. Immerhin weisen Sie in Ihrer Titelstory auf vier solche Titel hin. Die von Ihnen an erster Stelle genannte Baron de Ley SA habe ich mir daraufhin

etwas näher angeschaut. Ergebnis: Starke Ertragskraft und ein zu hohes Eigenkapital, von dem man am 31.12.2015 erstaunliche 75% in Staats- und andere Anleihen gesteckt hatte. Am 30.6.2016 waren es zwar nur noch 47%, was aber meines Erachtens an dem Grundproblem nichts ändert – zumal zum Bestand keine näheren Angaben gemacht werden. Kann man eine solche Aktie wirklich als „Value“ bezeichnen?

*Richard Theisen*



*Smart Investor 8/2016*

**SI** Sie haben recht, die Überkapitalisierung und die hohe Cashposition sind tatsächlich eine Schwachstelle des Unternehmens. Genau dies haben wir in unserem Artikel ja auch zum Ausdruck gebracht. Wir halten die Aktie aber dennoch für hochinteressant. Am Ende muss jeder Anleger selbst entscheiden, ob ihm das Risiko der Staatsanleihen im Portfolio des Unternehmens zu groß ist. Glücklicherweise wurde zuletzt ja bereits in Unternehmensanleihen umgeschichtet, es ist aus unserer Sicht daher auch nicht auszuschließen, dass hier irgendwann ein Schwenk in Richtung Aktien erfolgen könnte. Idealerweise würde Baron de Ley die Liquidität ohnehin zum Rückkauf der eigenen Aktien einsetzen. Ab einer Beteiligung von mehr als 50% müsste Großaktionär Eduardo Santos-Ruiz Diaz allerdings ein Pflichtangebot unterbreiten, was ihn möglicherweise heute noch von diesem Schritt abhält. In nicht allzu weiter Ferne dürfte Baron de Ley aber über genügend Cash verfügen, um den kompletten Free Float zurückzukaufen.

### ? Problem-Bevölkerung

Aus aktuellem Anlass und bezugnehmend auf das Editorial Ihres Chefredakteurs Ralf Flierl in Ausgabe 8/2016 sende ich Ihnen meinen Brief an den Bundespräsidenten Joachim Gauck.

*Sehr geehrter Herr Gauck,*

*wie bitte darf ich Ihre Aussage, dass nicht die Eliten, sondern die Bevölkerungen derzeit das Problem seien, verstehen? Warum ist das Volk ein Problem? Geht nicht alle Macht vom Volke aus? Wenn Sie mich (da ich ja ein Teil des Volkes bin) als Problem verstehen, möchte ich Sie gerne davon befreien und bitte Sie mich auszubürgern. Ich will nicht zu einem Volk gehören, welches der höchste Repräsentant als Problem ansieht.*

*Mit freundlichen Grüßen,  
Thomas Höder*

Ich habe übrigens bis heute noch keine Antwort von unserem Bundespräsidenten erhalten – trotz Nachhakens.

*Thomas Höder*

**SI** Auf eine Präzisierung der Aussage durch den Herrn Bundespräsidenten sind wir auch gespannt. Bitte halten Sie uns auf dem Laufenden.

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

## Buchbesprechungen

## „Die geheime Migrationsagenda“

Wenn man sich ernsthaft mit der Migrationskrise – irreführenderweise oft als „Flüchtlingskrise“ bezeichnet – auseinandersetzen will, gilt es zwei wesentliche Punkte zu beachten: Zum einen muss die emotionale Komponente als solche erkannt und ausgeklammert werden, zum anderen muss man die Migration in ihrer Gesamtheit erfassen sowie alle wesentlichen Akteure mit ihren jeweiligen Beweggründen im Auge behalten. Friederike Beck ist dies in ihrem Werk mustergültig gelungen.

Im ersten Teil dokumentiert sie „den sich über Jahre anbahnenden Kontrollverlust und die Ineffizienz sämtlicher EU-Behörden angesichts der derzeitigen Migrationskrise“. Die Probleme sind nicht erst über Nacht entstanden und eine Lösung schien ebenfalls nicht erwünscht zu sein. Vielmehr forcierte man ganz bewusst die „Neuansiedlung“ von Migranten in der EU mit dem Resultat, dass einzelne Nationalstaaten an den Rand ihrer ordnungspolitischen Funktionalität gedrängt wurden – durchaus ein willkommener Nebeneffekt, gilt es doch die Nationalstaaten endlich in einem europäischen Einheitsstaat aufgehen zu lassen.

Welche Institutionen, Stiftungen und NGOs (Non-Governmental Organisations) ihre Finger im (Migrations) Spiel haben, hat die Autorin in akribischer Manier im zweiten Teil des Buches festgehalten. Dabei trifft man nicht nur auf bekannte Player wie George Soros oder Peter Sutherland, den Sondergesandten für Internationale Migration beim UNO-Generalsekretär, sondern es erschließt sich ein „metastasenartiges Netzwerk“, das flächendeckend und mit schier unbegrenzten finanziellen Mitteln die ungezügelt Migration vorantreibt.

In ihrem Vorwort schreibt die Autorin: „Über die deutsche Politik und ihre Repräsentanten wird in diesem Buch wenig zu lesen sein. Das liegt schlicht und ergreifend daran, dass sie nicht zu den elitären Urhebern der Migrationsagenda gehören, sondern deren Ziele nur Stück für Stück, selbstverständlich im Namen der Menschlichkeit und Humanität, umsetzen.“ Anders formuliert: Mit der jetzigen Regierung sind wir zum Zuschauen verdammt – armes Deutschland! ■

Bastian Behle



„Die geheime Migrationsagenda“  
von Friederike Beck;  
Kopp Verlag; 303 Seiten;  
19,95 EUR

Anzeige

INTERNATIONALE  
**EDELMETALL- & ROHSTOFFMESSE 2016**

DIE NUMMER 1 IN EUROPA!

**3. + 4. NOVEMBER 2016, MVG MUSEUM MÜNCHEN**

ÖFFNUNGSZEITEN: JEWEILS VON 10:00 – 18:00 UHR · ADRESSE: STÄNDLERSTRASSE 20, 81549 MÜNCHEN

Organisation & Veranstalter:

**G@LDSEITEN.DE**  
DIE GOLDSEITEN

WWW.EDELMETALLMESSE.COM

Internationale  
**EDELMETALL & ROHSTOFFMESSE**  
International Precious Metals & Commodities Show

## Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
Amsurg	911129	16	Dr. Pepper Snapple	A0MV07	70
Cyberark	A12CPP	16	Eurokai Vz.	570653	70
Dialog Semiconductor	927200	16	Goldcorp	890493	70
Eurofins	910251	16	Grenke	A161N3	70
GFT	580060	16	Hochdorf Holding	A0MYT7	70
Intuitive Surgical	888024	16	Klondex Mines	727231	70
Middleby	923608	16	MAN St.	593700	70
Mobileye	A119ES	16	Solutions 30	A14T2W	70
Rational	701080	16	Stada Arzneimittel	725180	70
Reply	592333	16	Visa	A0NC7B	70
Temenos	676682	16	BB Biotech	A0NFN3	64
Usana Health	923145	16	Leoni	540888	66
Zooplus	511170	16	Drägerwerk Vz.	555063	66
Xinjiang Goldwind	A1C0QD	36	Windeln.de	WNDL11	67
Siemens	723610	36	Auden	A16144	68
Gamesa	A0B5Z8	36	AutoBank	A1C27D	68
Vestas Wind Systems	913769	36	Eurographics	813765	68
ABO Invest	A1EWXA	36	Simon Property Group	916647	60
Fresnillo	A0MVZE	58	Public Storage	867609	61
First Majestic Silver	A0LHKJ	58, 70	Sun Hung Kai Properties	861270	60
Hecla Mining	854693	58	Dalian Wanda Commercial	A12GFP	61
Hochschild Mining	A0LC38	58	Mitsubishi Estate	853684	61
Endeavour Silver	A0DJON	58	Mitsui Fudosan	858019	61
Impact Silver	A0HGWG	58	Capitaland	591032	61
Silver Wheaton	A0DPA9	58	Ascendas Real Estate Trust	157700	61
Endeavour Silver	A0DJON	70	Novo Nordisk	A1XA8R	62
Anthem	A12FMV	70	Netflix	552484	62
Aurelius	A0JK2A	70	Data Modul	549890	72
bet-at-home.com	A0DNAY	70	KUKA	A2BPKX	72
Bijou Brigitte	522950	70	Wincor Nixdorf	A0CAYB	72

Die in der Tabelle auf S. 8 vorgestellten Aktien werden aus Platzgründen nicht an dieser Stelle aufgeführt.

## Themenvorschau bis Smart Investor 12/2016

**Derivateblase:** Was, wenn sie platzt?

**Edelmetalle:** Jetzt muss man sie haben

**Turnarounds:** Rückblick auf unsere Tipps

**Kapitalschutz:** Ideen fürs Finale Grande

**Für den Ernstfall:** Vollmachten und Patientenverfügung

**Nebenwerte:** Große Rendite mit den Kleinen

**Agrar-Investments:** Früchte, Wald & Boden

**Multi-Asset-Fonds:** Von jedem das Beste

**Geopolitik:** Störfaktor für die Börsen

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

**Russland:** Totgesagte leben länger

**Börsenstrategien:** Die besten Analyseansätze

**Vermögensverwaltende Fonds:** Wer bringt's, wer nicht?

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

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

## Smart Investor

14. Jahrgang 2016, Nr. 9 (September)

## 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:

Bastian Behle, Kristof Berking, Jürgen Büttner,  
David Burns, Oguz Calli, Benjamin Eder,  
Gian Hessami, Marcus Kreft, Rainer Kromarek,  
Magdalena Lammel, Marc Moschettini,  
Otto Stauner, Thomas Vittner, Marcus Wessel

## Gast-Autoren:

Rüdiger Braun, Dr. Titus Gebel, Daniel Haase,  
Manfred Hübner, Dr. Werner Koch, Werner Krieger,  
Uwe Lang, Oliver Paesler

## Interviewpartner:

Dr. Bruno Bandulet, Mario Gabelli,  
Joachim Goldberg, Andreas Grünewald,  
Manfred Hübner, Daniel Koller, Helmut Kurz

## Gestaltung:

David Burns  
Rudolf Schuppler (Titelbild, Cartoons)

**Bilder:** www.fotolia.com bzw. jeweiliger Bildnachweis  
**Titel:** bluebay2014/Argus-Fotolia.com

## 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:

19.8.2016

## 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 Interessenkonflikte 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

# Aus zweiter Hand

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Den größten Teil der Welt kennen wir nicht aus eigener Erfahrung, sondern lediglich indirekt – beispielsweise durch Medien, denen damit eigentlich eine besondere Verantwortung zukäme zu sagen, was ist. Konjunktiv. Andererseits haben aber gerade die Massenmedien erkannt, welche Möglichkeiten sich durch eine etwas weniger verantwortungsvolle Haltung eröffnen. Wir sprechen von Manipulation. Kein Konjunktiv. Nicht ohne Stolz bezeichnet man dort das eigene Tun als „meinungsbildend“ – Betonung auf Meinung, nicht auf Bildung. Wie Medien sogar eine gar nicht vorhandene Realität in die Köpfe der Empfänger einpflanzen können, demonstrierte Orson Welles bereits im Jahr 1938 mit einer Radiosendung über eine fiktive Alien-Invasion. Der damalige Zufallsbefund ist heute der Tätigkeitsbereich sogenannter „Spin“-Doktoren – die Welt so zu zeigen, wie wir sie sehen sollen.

wusste man schon beim Ablasshandel. Zwar ist dessen Copyright längst abgelaufen, aber das Prinzip des Geldeintreibens funktioniert besser denn je – für das Klima, gegen die Armut etc.



Apropos Gefühle: Weil vieles in der politischen Debatte rational nicht mehr zu erklären ist, regiert auch dort die Emotion. Selbst die Bundespolitik – einst bekannt für Realismus und Augenmaß – ist so „empathisch“ geworden, dass sie eher an einen Dauerkirchentag erinnert. Ohne Sprechverbote, Gesinnungsjustiz und Denunziantentum würde eine solche Politik allerdings in sich zusammenfallen. Sie verträgt keinen offenen Meinungsstreit, ja, nicht einmal das sachliche Argument.

Aber selbst die Pro-„Argumente“ sind inzwischen oft nichts anderes als Emotionen, deren Aufgabe darin besteht, den Verstand auszuschalten. Geradezu eine Blaupause in dieser Hinsicht war der tote „Flüchtlingsjunge Aylan“. Bereits zwei Tage nach dessen medial ausgeschlachtetem Tod setzte die Kanzlerin in einsamer Entscheidung das neue deutsche Grenzenlos-Chaos endgültig in Kraft. Jede Kritik daran hatte „aus humanitären Gründen“ zu verstummen. Der Endpunkt der Diskussion war gesetzt. Mission erfüllt. Und weil das so gut funktionierte, versuchen die Spin-Doktoren das Erfolgsrezept per Copy & Paste zu wiederholen. Diesmal heißt der kleine Junge Omran und soll dem Kampf der Russen gegen den IS ein Gesicht und den gewünschten negativen „Spin“ geben. Der Russe, so schäumt es, sei beim Aufräumen in Syrien schlimmer als der IS selbst. Die Bildsprache „Russenbomber neben blutverschmiertem Kind“ verstehen auch Analphabeten. Wer sich dieser „zwingenden Logik“ entzieht, ist wegen mangelnder Empathie von der Debatte ausgeschlossen. Dass inzwischen auch China auf Seiten Assads steht, darüber schweigt man im bundesdeutschen Propaganda-Biotop. Beim türkischen Präsidenten Erdogan ist die Annäherung an Erzfeind Putin freilich erklärungsbedürftig. Schließlich wurde er uns noch vor wenigen Monaten als untadeliger Vertragspartner unserer untadeligen Kanzlerin verkauft. Jetzt hat man den Schalter umgelegt und wir erfahren im Tagesrhythmus Ungeheuerliches über den „Kalifen vom Bosphorus“ – schlimmer Finger, dieser Erdogan.

Und diese Welt ist schlecht. Nicht nur das. Wie uns namenlose NGOs und „Aktivisten“ über den Nachrichtensprecher unseres Vertrauens versichern lassen, sind wir – Sie und ich – auch noch dafür verantwortlich: Zu viel Fleisch auf dem Teller, zu viel CO<sub>2</sub> aus dem Auspuff, zu viele Waffen im Export. Dass sich mit diesem schlechten Gewissen auch ein gutes Geschäft betreiben lässt,



WWW.MUNICHTIME.DE

# MUNICHTIME

28. BIS 30. OKTOBER 2016



VIENNA  
TIME  
WWW.VIENNATIME.AT  
11. BIS 13.  
NOVEMBER  
2016

HOTEL  
BAYERISCHER HOF  
PROMENADEPLATZ 2-6, 80333 MÜNCHEN

DIE WELT DER FEINEN UHREN  
AN MÜNCHENS EXKLUSIVSTER ADRESSE



AUSSTELLER (STAND: AUGUST 2016, AKTUELLE LISTE UNTER [WWW.MUNICHTIME.DE](http://WWW.MUNICHTIME.DE))

A. LANGE & SÖHNE, ALEXANDER SHOROKHOFF, ALPINA, ANONIMO, B. JUNGE & SÖHNE, BAYERISCHE MEISTERSCHULE, BELL & ROSS, BENZINGER, BORGWARD, CARL F. BUCHERER, CENTURY, CHRONOSWISS, CORNEHL, CORUM, CHRONOVISION, CZAPEK, DAMASKO, DEGUSSA, DEUTSCHE GESELLSCHAFT FÜR CHRONOMETRIE, D. DORNBLÜTH & SOHN, DOXA, DUFÄ, ERWIN SÄTTLER, FRÉDÉRIQUE CONSTANT, GENESIS, G-SHOCK, GIRARD-PERREGAUX, GREUBEL FORSEY, HABRING<sup>2</sup>, HANHART, HENTSCHEL, HIRSCH, IWC, JAEGER-LECOULTRE, JEAN MARCEL, JUNKERS, KIENINGER, LACO, LANG & HEYNE, LAURENT FERRIER, LEHMANN, LEINFELDER, MATTHIAS NÄESCHKE, MARCELLO C. MEISTERSINGER, MONTBLANC, MORITZ GROSSMANN, MÜHLE GLASHÜTTE, NIENABER BÜNDE, NOMOS GLASHÜTTE, ORIS, PANERAI, PIAGET, PORSCHE DESIGN, RAINER BRAND, RESSENCE, ROGER DUBUIS, ROLF LANG, SCHWARZ ETIENNE, SINN, STOWA, SUISSEMÉCANICA, TUTIMA GLASHÜTTE, U-BOAT, ULYSSE NARDIN, WATCH ACADEMY, WEMPE, WIENER WÜRFELUHR, ZEPPELIN.

MEDIENPARTNER

Süddeutsche Zeitung

Chronos

UHREN  
MAGAZIN

KLASSIKUHREN

Watchtime.net  
Das Uhren-Portal

Smart Investor  
Das Magazin für den kritischen Anleger



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