

# Smart Investor

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



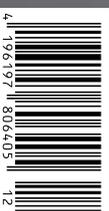
$$1 + 1 = 3$$

Wenn Momentum  
auf Value trifft ...

**Nebenwerte:**  
Chancen nach  
dem Absturz

**Politik & Gesellschaft:**  
Globaler Migrationspakt,  
das trojanische Pferd

**Elliott-Wellen:**  
Die Aktienbörsen  
sind in der Baisse!



# STABILITAS FONDS



## Investieren in Edelmetalle - mit den Experten.

### Stabilitas Pacific Gold+Metals

Goldminenaktien in Australien (A0ML6U)



### Stabilitas Gold+Ressourcen

Das Basisinvestment (A0F6BP)

### Stabilitas Silber+Weissmetalle

Das Potential von Silber nutzen (A0KFA1)



### Stabilitas Special Situations

Von Spezialsituationen profitieren (A0MV8V)

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. Nutzen Sie das Expertenwissen und die langjährige Erfahrung von Martin Siegel und investieren Sie in die Stabilitas-Fonds.

Erfahren Sie mehr über die Stabilitas Fonds unter [www.stabilitas-fonds.de](http://www.stabilitas-fonds.de)

Stabilitas GmbH  
Wittenbreite 1  
32107 Bad Salzufen

Tel.: +49.5222-795314  
Fax: +49.5222-795316  
[info@stabilitas-fonds.de](mailto:info@stabilitas-fonds.de)

## Seien Sie vorsichtig!

Aufgrund der Hausse an den Aktienbörsen, vor allem bei den Technologietiteln und dort wiederum insbesondere bei den FA-ANG-Aktien – Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google (heute: Alphabet) –, sind viele Investoren wohl schläfrig und nachlässig geworden. Da die bisherigen Korrekturen im nun schon seit neun Jahren laufenden Bullenmarkt immer wieder von neuen Höchstkursen gefolgt wurden, hat sich dieses Muster vermeintlich in den Hirnen der Anleger eingebrannt. „Austeigen? Aber warum denn?“, höre ich einige Leser förmlich murmeln ...

Die Hausse seit dem Tief im Jahre 2009 ist vorbei! Das sagt zumindest der Elliott-Wellen-Spezialist Dietrich Denkhaus im Interview auf S. 60/61, und er hatte diese Idee bereits vor einem halben Jahr bei uns angekündigt. Im Übrigen mahnt auch Smart Investor selbst spätestens seit der Septemбераusgabe zum Ausstieg (Headline: „Bitte anschnallen!“).

Dennoch besprechen wir in diesem Heft den Nebenwertesektor (S. 6 bis 15), der in den letzten Wochen über die Maßen unter Druck gekommen ist. Die meisten dieser Titel sind vermutlich noch nicht reif für ein Investment mit einer genügend großen Margin of Safety (Sicherheitsmarge). Aber auf die Watchlist setzen könnte man den einen oder anderen Titel davon schon.

Apropos Margin of Safety: Dieses Konzept aus dem Value Investing ist zwar sehr sinnvoll, schützt aber nicht vor den sogenannten Value Traps, also den „Bewertungsfallen“. Werner Krieger und Dr. Werner Koch präsentieren daher in ihrem ausführlichen Gastbeitrag ab S. 26 eine Methodik, bei der die Idee des Value- mit der des Momentuminvestierens verknüpft wird. Übrigens: Das Paradebeispiel für eine Aktie, die derzeit beide Kriterien erfüllt, ist Berkshire Hathaway, die Holdinggesellschaft des Starinvestors Warren Buffett. Sie befindet sich in unserem Musterdepot (S. 56) und liefert dort gute Performancebeiträge.

Ein Thema, welches mir persönlich derzeit schlaflose Nächte bereitet, ist der Globale Migrationspakt, der demnächst zur Ab-



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

stimmung ansteht. Was es damit auf sich hat und warum die Unterzeichnerstaaten, also insbesondere Deutschland und Frankreich, sich damit definitiv nichts Gutes tun, lesen Sie in unserem Artikel auf S. 16 und in dem dazugehörigen Interview mit dem Rechtsanwalt Dr. Siegfried von Hohenhau auf S. 18.

Ein bewusster Bürger sollte sich ohnehin nicht einfach nur auf den Staat bzw. die Regierung verlassen. Sinnvolle Eigeninitiative und Mitgefühl sind gefragt, auch und vor allem im privaten Umfeld. Dass solche Thesen von einem Vertreter der Österreichischen Schule kommen können, zeigen wir ab S. 20.

In einer wirklichen Demokratie, wie sie in der Schweiz noch ansatzweise gegeben ist, denken die Bürger und die Presse eigenständig mit und bremsen die Politik gegebenenfalls ein. Angela Merkel dagegen hat hierzulande in ihrer Regierungszeit ungehindert schon so viel Unheil anrichten können, dass selbst ein Friedrich Merz hier nicht mehr viel retten können wird – selbst wenn er es denn wollte. Ein Bekannter kommentierte dies kürzlich etwas provokant: „Erst wurde Deutschland abgemerkelt – und nun wird es vermutlich ausgemerzt“.

Smart Investor ist anders! Falls Sie einen Bekannten an unserer Art, die Märkte und die Politik zu kommentieren, teilhaben lassen wollen, so verschenken Sie doch ein Weihnachtsabo. Dazu erhalten Sie gratis noch einen Buch- sowie einen Weingutschein. Wenn das kein Value ist! Mehr unter: [www.smartinvestor.de/weihnachtsabo](http://www.smartinvestor.de/weihnachtsabo)

Eine spannende Lesezeit wünscht Ihnen

Ralf Flierl



## Pack die Umwelt ins Depot

Die UmweltBank AG verbindet Banking mit ökologischer und sozialer Verantwortung. Seit über 20 Jahren finanzieren wir ausschließlich Umweltprojekte und sind kontinuierlich gewachsen.

Mit einem Geschäftsvolumen von über 3,7 Milliarden Euro im Jahr 2017 gehören wir zu den Marktführern für ökologische Geldanlagen in Deutschland.

Jetzt sauber investieren

[www.umweltbank.de/aktie](http://www.umweltbank.de/aktie)

Die Aktie der UmweltBank wird an der Börse München im Marktsegment m:access gehandelt. ISIN: DE0005570808 | WKN: 557080



**UmweltBank**

Mein Geld macht grün.



Bild © cartlogandl - stock.adobe.com



Bild © Yabrese - stock.adobe.com

## S. 18

## ab S. 6

### Märkte

- 6 Nebenwerte-Updates: Günstiger geworden
- 10 Interview: „Bislang fehlt die Kapitulation an den Märkten“; Gespräch mit Frank Fischer
- 12 Nebenwerte mit Momentum: Expedition ins Nebenwertereich

### Hintergrund

- 16 Politik & Gesellschaft: Trojanisches Pferd
- 18 Interview: „Soft Law“ und „Strengvertrag“; Gespräch mit Dr. Siegfried von Hohenhau
- 20 Österreichische Schule: „Über die soziale Wärme des Kapitalismus“
- 22 Österreichische Schule / Interview: Ludwig von Mises – der kompromisslose Liberale; Gespräch mit Prof. Dr. Thorsten Polleit
- 24 Lebensart & Kapital – International: Roatán
- 26 Phänomene des Marktes: Value meets Momentum; Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch

### Fonds

- 32 Inside: Small is beautiful
- 34 Fondskongress: Breite Palette
- 35 Kolumne: Ersparnisse in akuter Gefahr; Gastbeitrag von Dr. Holger Schmitz, SCHMITZ & PARTNER AG
- 36 Interview: „2018 war herausfordernd“; Gespräch mit Ufuk Boydak, LOYS AG
- 37 News, Facts & Figures: Rundes Jubiläum

### Politik & Gesellschaft

Der „Global Compact for Safe, Orderly and Regular Migration“, der Anfang Dezember 2018 in Marrakesch den UN-Mitgliedstaaten zur Unterzeichnung vorgelegt wird, birgt jede Menge Sprengstoff. Worum es sich dabei handelt, stellen wir auszugsweise ab S. 16 dar. Dass die Auswirkungen weitreichend sein dürften und von beschwichtigender „Unverbindlichkeit“ keine Rede sein kann, erläutert Dr. Siegfried von Hohenhau im Interview ab S. 18.

### Nebenwerte

Die goldene Ära der Small Caps scheint für einige Beobachter vorbei zu sein. Vielleicht kommt der Abgang aber auch zu früh – Fakt dürfte hingegen sein, dass der Abschlag bei dem einen oder anderen Wert übertrieben ist. Wir blicken auf einige unserer alten Favoriten zurück (ab S. 6) und beleuchten zudem deutsche Dauerläufernebenwerte (ab S. 12). Einige US-amerikanische Pendanten stellen wir ab S. 50 vor.

## Titel / Momentum meets Value

## S. 26

In der Regel ist die Grenze klar gezogen – entweder Momentum oder Value. Beide Anlagestrategien haben ihre jeweiligen Vorzüge, lassen sich aber auf den ersten Blick nicht unbedingt miteinander kombinieren. Dass dies dennoch möglich ist, belegen Werner Krieger und Dr. Werner Koch in ihrer Untersuchung ab S. 26. In ihrer Analyse gehen sie zudem konkret darauf ein, wie die Schnittmenge zwischen dem fundamental orientierten Value-Ansatz und dem techniklastigen Momentumansatz zu einem „wesentlich ruhigeren Ertragspfad“ führen kann. Gleichzeitig gilt es allerdings zu berücksichtigen, dass die Risikosteuerung angepasst werden muss – weitere Einzelheiten, Erkenntnisse sowie konkrete Zertifikate, die diese Kombination diverser Ansätze ins Kalkül zieht, finden Sie ebenfalls in unserer Titelstory.

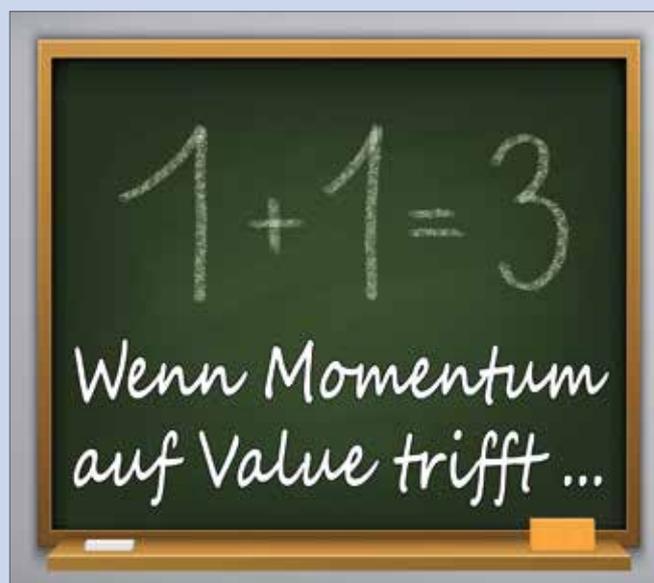


Bild © happyvector071-fpola.com



## S. 60

### Elliott on DAX

Bereits im Aprilheft interviewten wir den Elliott-Wellen-Experten Dietrich Denkhau. Seine Meinung damals: Die weltweiten Aktienmärkte sind in der Baisse oder werden demnächst in eine solche übergehen. Bisher liegt Denkhau damit so gut wie kein anderer von uns interviewter Analyst. Wie es weitergeht, erfahren Sie in einem erneuten Gespräch mit ihm ab S. 60.

### Research – Märkte

- 38 Das große Bild: Über große und kleine Bären
- 40 Mehr als 100 Jahre Börsenerfahrung
- 42 Löcher in der Matrix
- 44 Charttechnik: Weiterhin Rutschgefahr
- 44 sentix Sentiment
- 45 Intermarketanalyse
- 45 Quantitative Analyse
- 46 Relative Stärke: Bärenanzug
- 47 Edelmetalle: Fünf aktuelle Trends
- 49 Auf Stippvisite: First Cobalt

### Research – Aktien

- 50 Aktien im Blickpunkt: US-Nebenergebnisse mit Stehvermögen
- 52 Buy or Goodbye: Metro St. und Daimler AG
- 53 Mittelstandsaktien: Debüts mit Licht und Schatten
- 54 Turnaround: Comeback-Aktien
- 56 Musterdepot: Die Vorsicht bleibt
- 58 Anleihen: RWEs Werk und E.ONs Beitrag

### Potpourri

- 60 Interview: „Im extremen Fall unter 8.000“; Gespräch mit Dietrich Denkhau
- 62 Leserbrief: Über gute und schlechte Vergleiche
- 64 Buchbesprechungen: „Game Over“ und „Dexit“
- 66 Zu guter Letzt: „Mutti Machiavelli“
- 65 Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 3/2019



## 10, 18, 22, 36

### Interviews

Fondsbranchengröße Frank Fischer liefert ab S. 10 interessante Einschätzungen zum gegenwärtigen Markt und zu ausgewählten Einzelwerten. Von Dr. Siegfried von Hohenhausen ließen wir uns die juristischen Aspekte des Globalen Pakts für eine sichere, geordnete und reguläre Migration erläutern (ab S. 18). Prof. Dr. Thorsten Polleit gibt auf S. 22 Einblick in sein neues Buch über Ludwig von Mises, und Fondsmanager Ufuk Boydak stellt seinen Investmentansatz ab S. 36 vor.

## Das SOLIT SICHERLAGER Canada

- ✓ Segregierte Einzelverwahrung Ihrer Edelmetalle in Kanada („Allocated Storage“)
- ✓ Bankenunabhängige Lagerung mit weltweit führendem Sicherheitsdienstleister
- ✓ Mehrwertsteuerfreier Kauf von Silber und Platin



Informieren Sie sich jetzt unter  
[www.solit-canada.com](http://www.solit-canada.com)

Werden Sie Grundstückseigentümer  
in Nova Scotia!



**Kapitalanlage oder Feriendomizil?**  
Finden Sie jetzt Ihr Wunschgrundstück.



*Small Caps – längst kein Grund, den Kopf in den Sand zu stecken*

Bild © Egeyri Gavony – stock.adobe.com

## Nebenwerte-Updates

# Günstiger geworden

Von Anlegers Darling zur verschmähten Anlageklasse – Nebenwerte haben ein schwieriges Jahr hinter sich. Grund genug, einen zweiten Blick auf einige Titel zu werfen.

Nebenwerte galten unter Anlegern lange als die perfekte Nische für Schnäppchen. Der darauffolgende Boom bei den Small Caps hat jedoch in diesem Jahr einen herben Rücksetzer erfahren. Schmerzlich wurde vielen Anlegern klar, dass illiquidere Titel eben auch Risiken beinhalten. Gerade dann, wenn alle zur gleichen Zeit auf den Verkaufsknopf drücken. Die häufig auf einige wenige Produkte konzent-

rierten Geschäftsmodelle sind zudem anfälliger für operative Probleme, wie diverse Gewinnwarnungen in den letzten Monaten belegen. Ein Grund, den Kopf in den Sand zu stecken, ist dies jedoch noch lange nicht. Vielmehr ist es ein passender Anlass, einige unserer alten Favoriten aus der zweiten Reihe auf den Prüfstand zu stellen. Daneben haben wir uns mit einigen deutschen Dauerläuferneben-

werten beschäftigt (S. 12), deren Trends noch immer intakt zu sein scheinen. Ab S. 50 stellen wir amerikanische Dauerläufer vor. Darüber hinaus sprachen wir mit dem Nebenwerte- und Value-Spezialisten Frank Fischer (S. 10/11).

### In Wartestellung

In konjunktursensiblen Geschäften ist die Sanierungsholding **Aurelius** aktiv. Vor dem Hintergrund einer sich abkühlenden Konjunktur könnte hier bei dem einen oder anderen Unternehmen in einem frühen Sanierungsstadium mittelfristig eine Abkühlung drohen. Vor diesem Hintergrund sehen wir auch nach dem jüngsten Kursrückgang noch immer Korrekturbedarf. Anleger sollten auf den ausgewiesenen Net Asset Value (NAV) blicken und darauf eine adäquate Margin of Safety ansetzen. Wir bleiben nach wie vor bei unserem mittelfristigen Kursziel von 33 EUR. Dies würde einem Abschlag von rund 25% zum NAV entsprechen. Dann könnte man je-



doch auch wieder beherzt bei der Aktie zugreifen. Angesichts des Track Record des Managements trauen wir dem Unternehmen auch weiterhin einiges zu und könnten uns vorstellen, dass es in den nächsten Jahren aus dem Portfolio noch zu einigen interessanten Verkäufen kommen könnte.

#### Turnaround oder Absturz?

Ein Musterbeispiel für die Exzesse im Nebenwertesegment ist **PANTAFLIX**. Nicht nur einmal hatten wir in den letzten Jahren vor der Aktie gewarnt. Nach einem Höchststand bei 220 EUR ist der Titel auf unter 30 EUR abgestürzt. Denn kaum eines der vollmundigen Versprechen wurde bislang eingelöst. Bis heute gibt es keine konkreten Zahlen zu den Streaminggeschäften. Möglicherweise ist dies nicht viel mehr als eine Luftnummer. Obwohl von Pantaflix bezahlt, hat das Researchhaus SMC nun sogar das Kursziel ausgesetzt. Angeblich bedingt durch die fehlenden Informationen über den wirtschaftlichen Erfolg der VoD-Plattform. Was etwas seltsam anmutet, schließlich informiert Pantaflix seine Aktionäre heute genauso wenig wie in der Vergangenheit. Unser Fazit vom Mai 2018 gilt nach wie vor: Die Zahlen für 2018 dürften Klarheit über Wohl und Wehe bringen. Nach unten ist auch bei einem Kurs von 30 EUR noch sehr viel Platz.

Das Papier eines weiteren Shortkandidaten hat sich dagegen zuletzt erholt. Die Aktie von **publity** konnte sich nach einer erfolgreichen Kapitalerhöhung und einer angehobenen Prognose für 2018 zwischenzeit-

lich mehr als verdoppeln. Mit der Finanzspritze von 40 Mio. EUR ist die Insolvenzgefahr des Unternehmens durch die teilweise gekündigte Anleihe fürs Erste gebannt. Die Tatsache, dass CEO Thomas Olek den größten Teil der Kapitalerhöhung gezeichnet hat, kann zudem als Vertrauensbeweis gewertet werden. Ein „Gschmäcke“ bekommt das Ganze jedoch dadurch, dass Olek dadurch angeblich 50% der Anteile innehat. Exakt diesen Anteilsbesitz hatte er nach Angaben des Unternehmens jedoch bereits im Frühjahr 2016. Aufgrund der früheren Notiz im Freiverkehr (Entry Standard) hätte er aber bis Juli 2016 still und heimlich Aktien zu Kursen über 30 EUR verkaufen können, ohne entsprechende Meldungen abgeben zu müssen.

#### Regulatorischer Abschlag

Zu deutlichen Kursrückgängen ist es bei **bet-at-home.com** gekommen. Zwar konnte das Unternehmen den Verlust des Polengeschäfts mittlerweile durch das Wachstum in den anderen Regionen ausgleichen, ähnlich wie vor einigen Jahren hat die Börse nun jedoch offensichtlich wieder Angst vor zunehmenden regulatorischen Eingriffen und Verboten (z.B. in Österreich und der Schweiz) im Online-Wettgeschäft. Dies lässt sich auch an der Kursentwicklung der gesamten Branche ablesen. Tendenziell sind geografisch breiter aufgestellte Unternehmen, wie etwa The Stars Group, für dieses Umfeld besser gerüstet. Dennoch ist die Aktie von bet-at-home.com fundamental betrachtet nun ein Schnäppchen (2019er-KGV von 13, Dividendenrendite von 10,5%). Der Bewertungsabschlag ▶



**SAF Holland**

SAF Holland **NEWAY**

## ZUKUNFT FÜR IHR DEPOT

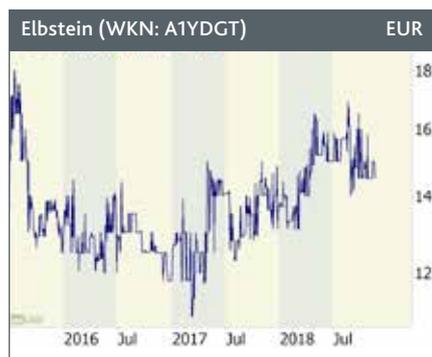
Erfahren Sie mehr auf:  
[www.safholland.com](http://www.safholland.com)



Folgen Sie uns auch auf Twitter.

**SMARTSTEEL**  
ENGINEER BUILD CONNECT

**UNSER WEG IN DIE ZUKUNFT**  
digitale Produktansätze durch intelligente Kombination unserer mechanischen Module mit Sensorik und Elektronik.



wird sich aber erst dann auflösen, wenn die regulatorische Situation klarer erscheint. Eine ähnliche Situation ergibt sich bei der Aktie von **AcadeMedia**. Der schwedische Betreiber von Schulen und Kindergärten hat zwei Baustellen: Im Zuge der schwedischen Parlamentswahlen wurde von einigen politischen Vertretern eine weitreichende Regulierung des For-Profit-Education-Sektors gefordert. So wollen die dortigen Sozialdemokraten keine neuen profitorientierten Schulen genehmigen. Nachdem aktuell noch nicht einmal die Regierungskoalition feststeht, gibt es dazu aber noch keinerlei konkrete Gesetzesvorlagen. Die beiden anderen Belastungsfaktoren sind die hohen Lohnsteigerungen für Erzieher und die niedrigeren Margen bei neuen Regierungsaufträgen in der Erwachsenenbildung. Beide Probleme werden das Unternehmen wohl noch länger begleiten. Allerdings setzt AcadeMedia konsequent auf Auslandsexpansion und ist mit einem 2019er-KGV von neun für ein derart stabiles Geschäftsmodell alles andere als teuer.

**Solide Beteiligungsgesellschaften**

Einige Veränderungen gibt es bei der Mittelstandsholding **Blue Cap**. So verkaufte Gründer und Vorstand Dr. Hannspeter Schubert seinen persönlichen 45%-Anteil an die Beteiligungsgesellschaft PartnerFonds AG, an der er sich nun wiederum selbst beteiligt. Mittelfristig ist eine Zusammenlegung der beiden Unternehmen geplant. Laut den Analysten von Warburg wird Schubert allerdings nur einen Anteil von ca. 5% an PartnerFonds übernehmen. Hier sollten Anleger abwarten, wie sich die zukünftige Struktur dar-

stellt. Die Aktie ist nach der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen von ihrem All-Time-High deutlich abgefallen. Aufgrund der Sanierungsaufwendungen für die Neuaquisition Knauer musste Blue Cap einen Ergebnisrückgang vermelden und diesen auch für das Gesamtjahr ankündigen. Dagegen konnte der Medizintechnikhersteller WISAP an einen chinesischen Investor verkauft werden.

Auf Nebenwerte und Immobilien konzentriert sich die Hamburger Beteiligungsgesellschaft **Elbstein**. Nach und nach trennt sich die Holding von den in ihrem Besitz befindlichen Grundstücken und reinvestiert die Erlöse in lukrative börsennotierte Beteiligungen. Derzeit wird Vorstand Dr. Olaf Hein vor allem bei Immobilientiteln fündig. Hier sieht er die geringste Auswirkung technologischer Disruption. Neben den Gewerbeimmobilienunternehmen ERWE und Godewind ist Elbstein jedoch auch am US-Anwaltsfinancier Burford Capital, dem Klinikbetreiber Maternus und dem Finanzdienstleister MLP beteiligt. Die Aktie notiert lediglich leicht über Buchwert, inklusive stiller Reserven dürfte ein Abschlag zum inneren Wert bestehen.

**Wachstumsperlen**

Gegen den Markt nach oben läuft zuletzt die Aktie von **MorphoSys**. Das Biotechunternehmen aus Planegg bei München konnte zuletzt mit einer Reihe positiver Nachrichten aufwarten. Nachdem mit Tremfya (früher Guselkumab) im letzten Jahr das erste Mal ein Antikörper aus der Datenbank des Unterneh-

Kennzahlen der vorgestellten Nebenwerte												
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2017*	EpS 2017	EpS 2018e	EpS 2019e	KGV 2018e	KGV 2019e	Div. 2019	Div.-Ren. 2019	Abst. zu ATH
AcadeMedia	A2ALUM	4,06	427	1.053	0,42	0,43	0,44	9,4	9,2	0,00	0,0%	39%
Aurelius	A0JK2A	40,04	1.159	3.354	6,56	2,95	5,10	13,6	7,9	3,70	9,2%	40%
bet-at-home.com	A0DNAY	54,70	384	145	4,68	4,66	4,64	11,7	11,8	6,12	11,2%	63%
Blue Cap	A0JM2M	18,20	72	142	10,02	1,34	1,70	13,6	10,7	0,75	4,1%	34%
Elbstein	A1YDGT	15,00	30	2	0,47	-	-	-	-	0,40	2,7%	9%
Encavis	609500	5,98	774	222	0,20	0,35	0,41	17,1	14,6	0,24	4,0%	34%
GRENKE	A161N3	74,50	3.453	429	2,74	3,38	4,06	22,0	18,3	0,86	1,2%	29%
MorphoSys	663200	99,75	3.176	67	-2,41	-1,79	-2,28	neg.	neg.	0,00	0,0%	17%
PANTAFILIX	A12UPJ	28,50	36	28	-0,31	-1,51	0,01	neg.	2850,0	19,00	0,0%	86%
publity	697250	19,54	192	24	1,03	1,26	-	15,5	-	0,63	3,2%	51%

\*) in Mio. EUR; alle Angaben in EUR;

Quellen: onvista, Analystenresearch, eigene Schätzungen

mens die Zulassung bekommen hat, konnte MorphoSys in diesem Jahr mit guten Daten zum selbstentwickelten Wirkstoff MOR208 aufwarten. Mit 29 Produktkandidaten in einem früheren oder späteren Entwicklungsstadium ist MorphoSys im Branchenvergleich zudem relativ breit aufgestellt. Sowohl eine Vorauszahlung von Novartis für MOR106 als auch die Tantiemen für Tremfya sorgen für eine dynamische Umsatzentwicklung. Zwar läuft das Geschäft mit Tremfya erst an, dessen Erfolg zeigt den Börsianern jedoch eindrucksvoll, welche Potenziale in der restlichen Pipeline des Unternehmens stecken.

Eine versteckte Warnung vor einer Abschwächung des Wachstums witterten einige Marktteilnehmer offensichtlich in einem Interview mit **GRENKE**-Vorstand Sebastian Hirsch. Dieser hatte gegenüber Bloomberg gesagt, dass wirklich alles passen müsse, um im Leasinggeschäft langfristig ein jährliches Neugeschäftswachstum von 20% aufrechtzuerhalten. Die Aktie wurde postwendend ausverkauft und fiel allein an einem Tag um 9%. Laut Hirsch plane der Spezialist für IT-Leasing für die nächsten zwei bis drei Jahre mit 14% bis 16% und längerfristig mit 12% Wachstum im Neugeschäft. Exakt diesen Wert hatte das Unternehmen jedoch bereits im Conference Call zu den Zahlen zum dritten Quartal 2018 am 30. Oktober genannt. Es ist also nicht zu befürchten, dass Grenke in den nächsten Jahren von seinem Wachstumskurs abkommt. Der ab 2019 denkbare Markteintritt in die USA könnte sogar neue Impulse geben. Zunächst einmal muss die Aktie jedoch einen Boden finden.

### Modernes Witwen- und Waisenpapier

Eine Beimischung für schwierige Phasen an den Märkten ist die Aktie von **Encavis**. Während die großen Energieversorger bedingt durch die Energiewende schon lange keine Witwen- und Waisenpapiere mehr sind, gilt dies mittlerweile für neue Player, die sich ganz den erneuerbaren Energien verschrieben haben. Das aus einer Fusion von Capital Stage und CHORUS Clean Energy entstandene Unternehmen besitzt ein Portfolio von 230 Solar- und Windparks in diversen europäischen Ländern mit einer Kapazität von mehr als 1,9 GW. Während die bestehenden Anlagen durch staatliche Einspeisevergütungen oder langfristige Abnahmeverträge abgesichert sind, findet Encavis aufgrund der sinkenden Preise für Solarmodule auch heute noch attraktive Reinvestitionsmöglichkeiten. Zukünftig wird sich mit großen Batteriespeichersystemen ein weiteres interessantes Segment ergeben. Mit einem 2019er-KGV von 14 und einer Dividendenrendite von 4,4% ist die Aktie zudem attraktiv gepreist.

### Fazit

Nebenwerte dürfen nicht über einen Kamm geschert werden. Während der Boom der letzten Jahre auch viele schwächere Unternehmen mit nach oben gespült hat, wurden durch die jüngste Korrektur auch einige Perlen zu Unrecht abgestraft. Anleger sollten sich genau bei diesen Titeln auf die Lauer legen und weitere Kursrückgänge für erste Einstiegspositionen nutzen. Prinzipiell schadet es nie, sich auch in einer Baisse bereits die Titel zurechtulegen, bei denen sich ein späterer Einstieg bzw. Wiedereinstieg lohnt. Gleiches gilt auch für die ab S. 12 besprochenen Dauerläufer. ■

*Christoph Karl*



## Commodity-TV Holen Sie sich die Welt der Rohstoffe in einer App!

**GRATIS**  
downloaden!



- CEO- und Experteninterviews
- TV-Projektbesichtigungen
- Berichte von Messen und Konferenzen aus der ganzen Welt
- aktuelle Mineninformationen
- Rohstoff-TV, Commodity-TV und Dukascopy-TV
- JRB-Rohstoffblog
- Real-Time-Charts und mehr

**SRC** resource  
capital ag

Swiss Resource Capital AG  
[www.resource-capital.ch](http://www.resource-capital.ch)

## Interview

# „Bislang fehlt die Kapitulation an den Märkten“

Smart Investor im Gespräch mit **Frank Fischer** von der Shareholder Value Management AG über die aktuelle Situation an den Märkten und die defensiven Investments in seinen Fonds



*Frank Fischer ist Vorstand und Chief Investment Officer bei der Frankfurter Asset-Management-Boutique Shareholder Value Management AG. Sein Flaggschiffonds ist der bekannte Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen mit 2,7 Mrd. EUR Volumen (der auch in unserem Fonds-Musterdepot enthalten ist, siehe S. 37). Daneben betreut er mit seinem Team auch den Frankfurter Stiftungsfonds, den PRIMA Globale Werte, den Value Focus Fonds sowie die Anlagen der börsennotierten Shareholder Value Beteiligungen AG und der Share Value Stiftung und damit ein verwaltetes Vermögen von insgesamt rund 3,3 Mrd. EUR.*

**Smart Investor: Herr Fischer, in Ihrer jüngsten Kolumne warnen Sie vor einer bis zu eineinhalb Jahre anhaltenden Korrektur an den Aktienmärkten. Dabei sehen die Aktien auf breiter Front gar nicht so teuer aus?**

*Fischer:* Gehen wir doch einfach mal von dem aus, was wir wissen. Der seit 2009 laufende Aufwärtstrend im Kurs-DAX ist gebrochen. Dies ist ein Signal, das man ernst nehmen sollte. Natürlich kann sich ein solcher Trendbruch auch in einer Seitwärtsbewegung auflösen, aber es gibt verschiedene Szenarien. Zunächst hatte der genannte Kursindex in diesem Jahr kurz die alten Höchststände aus dem Jahr 2000 übertroffen, ist daran aber gescheitert. Wir hatten also einen False Breakout, der nun korrigiert wird. Die ersten 1.000 Punkte haben wir bereits hinter uns, das ist schon einmal ganz ordentlich. Es ist aber auch nicht auszuschließen, dass die Märkte um mehr als 20% korrigieren. Dann wären wir – qua Definition – in einem Bärenmarkt. Die typische Erwartung rein aus der Charttechnik wäre, dass wir versuchen, ein zweites Standbein aufzubauen. Wie dies passiert und mit welchem Volumen, wird zeigen, welcher Schaden entstanden ist. Danach müssen wir auf der Zeitachse unterscheiden: Das taktische Element spricht für eine Erholung zum Jahresende hin, eventuell sogar für ein gutes erstes Quartal. Danach wird entscheidend sein, ob es eine Lösung für die Probleme mit China, den Brexit oder Italien gibt. Möglicherweise hellt sich dann der Horizont auf und wir blicken auf ein gar nicht so schlechtes Jahr 2019.

**Smart Investor: Das klingt nach einer alles andere als klaren Situation. Wie stellen Sie sich in Ihren Fonds dafür auf?**

*Fischer:* Wir sehen uns nicht nur das Sentiment, das daraus resultierende Marktgemenge und die Charttechnik an, sondern als Value-Investoren ganz besonders die Unternehmensbewertungen. Durch den jüngsten Kursrückgang ergeben sich hier bereits wieder erste Schnäppchen. Andere Titel sind dagegen sehr reif im Zyklus. Da haben wir zuletzt eher Gewinne mitgenommen und damit Kasse aufgebaut. Leider hat uns die positive Entwicklung der sentix strategischen Wertwahrnehmung insbesondere in China im Spätsommer dazu verleitet, zu optimistisch zu sein. Dafür sind wir bestraft worden. Auch bei vielen Einzeltiteln haben wir einfach schlechtes Timing gehabt. Aktuell haben wir jedoch eine Cashquote von über 20% und bedingt durch unsere Hedges eine Netto-Aktienquote von lediglich 41%. Die Hedges würde ich auflösen, wenn entweder ein Ausverkauf stattgefunden hat oder sich zu den diversen Themenfeldern politische oder Notenbanklösungen abzeichnen. Bislang fehlt mir aber die Kapitulation an den Märkten.

**Smart Investor: Gut 5% des Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen sind derzeit in die Metro AG investiert, Sie kontrollieren damit rund 3% der Anteile. Ist dies nicht ein enormes Klumpenrisiko, besonders wenn weltweit die Konjunktur schwächelt?**

*Fischer:* Das ist natürlich ein Klumpenrisiko – aber in meinen Augen und im Gesamtkontext des übrigen Portfolios ein gutes. Bei Metro gibt es diverse Opportunitäten, die man auf den ersten Blick nicht erkennt. So stehen die Real-Supermärkte, die in der Vergangenheit meistens belastet haben, zum Verkauf. In China wird ein Joint Venture mit Alibaba angestrebt. Dazu gibt es einen neuen tschechischen Großaktionär, der sich über Optionen bereits eine Beteiligungsmöglichkeit von mehr als 30% gesichert hat. Vielleicht kommt es also sogar zu einem Übernahmeangebot. Das Liefer- und Großhandelsgeschäft für die Gastronomie ist außerdem relativ konjunkturunabhängig – essen müssen die Leute schließlich immer. Mit der italienischen MARR oder Sysco in den USA gibt es Unternehmen, die sich bereits seit Längerem sehr erfolgreich ausschließlich auf diesen Bereich konzentrieren und schneller als das BIP wachsen. Ich teile voll und ganz die Strategie des CEOs Olaf Koch. Wenn das Russlandgeschäft dieses Jahr keinen Turnaround hinbekommt, wird es wahrscheinlich auch zum Verkauf gestellt. Das wird noch eine Zeit lang dauern, aber wir haben das dafür nötige Sitzfleisch. Grundsätzlich geben wir jedoch keine Empfehlungen zu Einzeltiteln und auch ausdrücklich nicht zu Metro ab. Vielmehr ist unter anderem auch immer zu bedenken, wie das konkrete Portfolio im Übrigen zusammengesetzt ist.

**Smart Investor: Ihr größter Liebling unter den Nebenwerten scheint secunet zu sein. Was gefällt Ihnen an diesem Unternehmen?**

*Fischer:* Einer der wesentlichen neuen Trigger für das Unternehmen ist die Kooperation mit Arvato für den secunet-konnektor bei der Gesundheitskarte. Viele der Dienstleister und Softwareanbieter, die nicht in das Netzwerk der CompuGroup eingebunden sind, dürften nun auf den secunet-konnektor zurückgreifen. Sobald die Zertifizierung da ist, werden schätzungsweise rund 30.000 solche Konnektoren abgesetzt werden. Es kann sein, dass der Auftragszugang sogar noch in diesem Jahr kommt. Relativ sicher sind aber bereits heute ca. 30 Mio. bis 40 Mio. Umsatz im Jahr 2019. Als Anleger muss man sich einfach mal den Produktkatalog ansehen und sich



*SI-Redakteur Christoph Karl im Gespräch mit Frank Fischer am Rande einer Veranstaltung mit den drei Fonds-Größen Dr. Jens Ehrhardt, Frank Fischer und Dr. Hendrik Leber*

überlegen, welchen Markt secunet adressiert und in welchen Bereichen das Unternehmen eine Monopolstellung besitzt. Der Markt für Cybersecurity wächst zweifellos pro Jahr, früher oder später wird dies auch zu signifikanten Ergebnissteigerungen führen. Wie Warren Buffett sagen würde: Du siehst einen Elefanten und weißt, dass der verdammt fett ist. Zwar ist nicht klar, wie schwer genau, aber eigentlich reicht es aus, zu wissen, dass er verdammt fett ist. Aber auch hier bitte ich aus den genannten Gründen darum, meine Erläuterungen nicht als eine Empfehlung zu verstehen.

**Smart Investor: Google-Mutter Alphabet haben Sie dagegen zuletzt vollständig verkauft. Dabei läuft es bei dem Unternehmen doch wie am Schnürchen?**

*Fischer:* Das war keine bewusste Entscheidung gegen Alphabet. Ich halte aber die Nasdaq derzeit für angeschlagen. Zwar ist die Bewertung nach wie vor interessant, aber auch Google hängt schließlich mit seinem Werbegeschäft an der Weltkonjunktur. Die Aktie ist gleichzeitig so liquide, dass ich unsere Position innerhalb von einer halben Stunde wieder aufbauen könnte, wenn wir wieder optimistischer gestimmt sind oder die Aktie mit guter Sicherheitsmarge wieder zu kaufen ist.

**Smart Investor: Genau wie Sie im Fonds hatten wir lange Zeit Hargreaves Services in unserem Musterdepot. Sind Sie hier noch investiert?**

*Fischer:* Wir durften davon ausgehen, dass der CEO, Gordon Banham, die Liquidität, die er durch Verkäufe von Unternehmensanteilen erzielt, für Dividenden und Aktienrückkäufe nutzt. Stattdessen hat er das Geld aber in M&A-Deals gesteckt, die er

schon kurz darauf wieder abschreiben musste. Da er selbst in nennenswertem Umfang am Unternehmen beteiligt ist, hat er sich damit letztlich genauso geschädigt. Das ist ein gutes Beispiel dafür, dass es nicht immer hilft, es mit eigentümergeführten Unternehmen zu tun zu haben. Unter dem neuen Aufsichtsrat sollte es sich aufgrund der besseren Kapitalallokation jetzt aber besser entwickeln. Unsere ursprüngliche These ist in diesem Fall einfach nicht aufgegangen.

**Smart Investor: Sie haben ja viele Stiftungen unter Ihren Investoren, die tendenziell eher risikoscheu sind. Gab es in diesem Jahr schon viele besorgte Anrufe?**

*Fischer:* Es gibt immer Anrufe [lacht]. Aber Spaß beiseite. Wir haben ein relativ robustes System, das wir zudem backgetestet haben. Einige Indikatoren haben uns im Sommer dazu veranlasst, etwas zu viel Risiko zu nehmen. Leider haben wir ein Signal aus der Charttechnik verpasst, das zwar nur in ca. 30% aller Fälle eine präzise Vorhersage erlaubt, dann aber auch sehr wertvoll ist, weil es einen größeren Kursabschwung andeutet. Es handelt sich dabei um das sogenannte Hindenburg-Omen. Wenn dieses gehäuft vorkommt, ist es ein Warnhinweis. Dieses Mal war es ein perfektes Signal. In Zukunft werden wir das Hindenburg-Omen daher besser in unsere Entscheidungsprozesse integrieren.

**Smart Investor: Im Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen arbeiten Sie relativ häufig mit groß angelegtem Hedging, um Risiken aus dem Portfolio herauszunehmen. Wie wäre der Fonds in den letzten Jahren ohne diese Maßnahmen gelaufen?**

*Fischer:* Ich habe dazu keine konkreten Zahlen, aber ich würde sagen, dass wir durch die Absicherungen möglicherweise bis zu 1% pro Jahr liegen gelassen haben. Jede Versicherung kostet eine Versicherungsprämie. Dafür haben wir aber Volatilität aus dem Portfolio genommen, die viele Anleger nicht aushalten. Es geht nicht darum, ob ich gut schlafen kann – denn ich halte das aus –, sondern es geht darum, dass sich unsere Investoren damit wohlfühlen. ■

*Interview: Ralf Flierl, Christoph Karl*

## Nebenwerte mit Momentum

# Expedition ins Nebenwertereich

Die Korrektur der vergangenen Wochen hat so manchen Nebenwert arg unter Druck gesetzt. Dabei sind die Aussichten keinesfalls so schlecht, wie es die Kurse vermuten lassen. Wer genau hinschaut, findet dort attraktive Momentum- und Value-Ideen.

## In Sippenhaft

Besonders deutlich ließ sich die Kurschwäche bei allen Titeln beobachten, die im Entferntesten etwas mit der Automobilbranche zu tun haben oder ihr sogar direkt zugerechnet werden. Die **JOST Werke AG** zählt sich zu den weltweit führenden Herstellern von sicherheitsrelevanter LKW-Ausrüstung. Hierzu gehören beispielsweise Sattelkupplungen, mit denen Trucks und Anhänger verbunden werden, hydraulische Zylinder und Achsen für Auflieger oder Zugmaschinen. Trotz der durchaus vorhandenen Zyklik des Nutzfahrzeuggeschäfts befindet sich der Konzern auf einem stabilen Wachstumspfad. Erst im Sommer hob man die Prognose für das organische Umsatzwachstum an. Auch das EBIT soll im Vergleich zu 2017 leicht ansteigen. Risikofaktoren sind neben der allgemeinen Konjunktur-entwicklung vor allem höhere Rohstoffpreise. Allerdings hat Jost mit einer bis zuletzt klar zweistelligen EBIT-Marge ihre besondere Stellung in der Branche untermauert. Eine hohe Effizienz in der Fertigung und die im Sommer abgeschlossene Refinanzierung zu deutlich günsti-

geren Konditionen dürften das Nettoergebnis auch in der Zukunft stützen.

Ein Automalus lastet derzeit gleichsam auf der **MBB-Aktie** (IK). Die Beteiligungsgesellschaft ist über Engagements bei Delignit und vor allem Aumann mit der Autobranche eng verbunden. Obwohl der Anteil an Letzterer zwischenzeitlich auf 38% sank, hat die Aumann-Position weiterhin großen Einfluss auf den Wert des Gesamtportfolios. In diesem finden sich noch fünf weitere Beteiligungen, von denen der Cyber-Security-Spezialist DTS IT mittelfristig sogar an die Börse gebracht werden könnte. Rückblickend betrachtet war in Aumanns Kurs sicherlich zu viel Wachstumsfantasie eingepreist. Für die MBB als Ganzes gilt dies allerdings nicht, zumal MBB-Vorstand Dr. Christof Nese-meier im Konzern auf eine Nettoliquidität von über 310 Mio. EUR verweisen kann. Dem steht ein Börsenwert von knapp 550 Mio. EUR gegenüber. Die sinkenden Bewertungen an den Märkten eröffnen MBB zugleich die Chance, endlich wieder Unternehmen zu attraktiven Multiples zu erwerben. Nese-meier ist bekannt dafür, dass er sich nicht drängen lässt und lieber geduldig auf den richtigen Deal wartet.

lenten Positionierung auf vielen Zukunftsfeldern der „Industrie 4.0“ kaum mehr zu rechtfertigen – so ist das Momentum nun in die andere Richtung ausgeschlagen. Dabei lassen neue Großaufträge im Bereich der 3D-Inspektion die Hessen optimistisch auf das neue Geschäftsjahr 2018/19 blicken. Mittelfristig strebt die Gesellschaft ohnehin ein Umsatzniveau von über 200 Mio. EUR an. Neben der Automobilindustrie kommen die vollautomatischen Inspektionssysteme von Isra auch bei Elektronik-, Pharma- und Lebensmittelherstellern zum Einsatz.

## Mobilität der Zukunft

Gleich mehrere Megatrends wie Digitalisierung, Urbanisierung und Klimaschutz bedient die Berliner **IVU Traffic Technologies AG** (IK). Die Lösungen zur Steuerung und Planung von logistischen Prozessen auf der Straße und der Schiene bilden das Herzstück des Portfolios. Verkehrsunternehmen können in der IVU. cloud das Hosting und den gesamten technischen Betrieb ihrer Software auslagern. Angesichts strengerer Klimaschutzvorgaben und eines veränderten



Eine deutliche Bewertungsnormalisierung durchläuft seit September die Aktie der **ISRA VISION**. Dem Spezialisten für Oberflächeninspektion, Machine Vision und das besonders innovative 3D-Robotersehen wurde sein eigener (Börsen-)Erfolg zum Verhängnis. Ein KGV von fast 60 war selbst mit Isras beständigen Wachstumsraten von über 10% und der exzel-



Mobilitätsverhaltens steigen hier die Anforderungen. Immer mehr Menschen verzichten zudem auf ein eigenes Auto. Was für die Automobilhersteller zum Problem werden könnte, stellt den ÖPNV ebenfalls vor gewaltige Herausforderungen. Das höhere Fahrgastaufkommen muss schließlich gemanagt werden. Dazu gilt es, die Bus- und Bahnflotten effizienter zu steuern, Störungen rasch zu beheben und Wartungsintervalle einzuplanen. Die Nachfrage nach derartigen Angeboten steigt kontinuierlich, was bei IVU zu einem Rekordauftragsbestand führt. Die gewohnt konservative Prognose lässt für 2018 Umsätze von mindestens 72 Mio. EUR und ein EBIT zwischen 4 Mio. und 5 Mio. EUR erwarten. Gerade das Ergebnisziel könnte bei einem positiven Verlauf des wichtigen Schlussquartals noch übertroffen werden.

Wie wenig der Kursverlauf gelegentlich über die fundamentale Lage aussagt, beweist das Beispiel **Sixt**. Ab Oktober gerieten hier sowohl die Stämme als auch die Vorzüge unter massiven Verkaufsdruck. Selbst die Ankündigung, dass der operative Gewinn im Gesamtjahr nach einem erfolgreichen dritten Quartal „sehr stark“ den Vorjahreswert übersteigen dürfte, brachte nur kurzzeitige Entlastung. Genau diese Überlagerung durch einen übergeordneten Börsentrend eröffnet Anlegern in Nebenwerten regelmäßig attraktive Einstiegschancen. Die Vorzugsaktie lockt mit einem moderaten KGV von zwölf und einer Dividendenrendite von über 3%. Dazu bleibt Sixt sowohl im In- als auch im Ausland auf Wachstumskurs. In den USA will Gründer Erich Sixt schon ab dem Jahr 2021 1 Mrd. USD umsetzen. Außerdem arbeitet Sixt an einer App, mit der sich Carsharing, Mietauto und Chauffeurdienste zusammenführen lassen.

#### Digitale Architekten

Wie sich mit intelligenter Software die Effizienz in einem Unternehmen verbessern lässt, zeigen die Lösungen der Münchner **ATOSS Software AG**. Diese kommen bei der Personaleinsatzplanung, Zeiterfassung und genauen Personalbedarfsermittlung zum Einsatz. Vorbei sind die Zeiten, als von 9 Uhr bis 17 Uhr gearbeitet wurde. Heute bestimmen Flexibilisierung und Mitsprache wesentlich die Gestaltung der Arbeitszeit. Konzerne wie thyssenkrupp, die Lufthansa und die Deutsche Bahn nutzen ebenso wie viele Handelsketten Atoss' Software. Als Spezialist für Workforce Management befindet sich das Unternehmen seit Jahren auf einem verlässlichen und zugleich hochprofitablen Wachstumspfad. Das Jahr 2018 sollten die Münchner erneut mit einer Ergebnismarge (EBIT) von über 25% abschließen. Ebenso erfreulich ist der wachsende Anteil wiederkehrender Erlöse aus Cloudumsätzen und Wartung. Bei rund 76 EUR erscheint zudem die Bewertung wieder recht attraktiv (KGV: 25).

Digitalisierung und Datensicherheit sind zwei wichtige Themen, an denen die österreichische **Fabasoft (IK)** verdient. Neben Unternehmen nutzen auch viele Behörden wie die Bundesverwaltung Fabasofts Lösungen für die Erfassung, Ordnung und digitale Aufbewahrung ihrer Dokumente sowie des gesamten Schriftverkehrs. Hinzu kommt die Mehrheitsbeteiligung an ►

# Lernen Sie von den Besten!

Maximilian König investiert erfolgreich in Trends





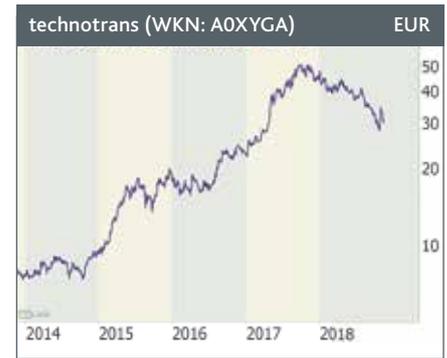
Mindbreeze, die zuletzt als IPO-Kandidatin gehandelt wurde. Kunden wie die US-Gesundheitsbehörde FDA vertrauen auf die Software aus dem Hause Mindbreeze, die mittels künstlicher Intelligenz das gesamte Wissen in einem Unternehmen aufbereiten und darstellen kann. Für Aufsehen sorgte, dass Mindbreeze beim Klinikbetreiber RHÖN-KLINIKUM sogar IBM Watson verdrängte. Nach eigenen Angaben bringt es die Gesellschaft bereits heute auf eine Vorsteueremarge von über 30%. Ein erfolgreicher Börsengang könnte somit perspektivisch auch eine Neubewertung der Mutter Fabasoft einleiten, die dank Mindbreeze Value-Qualitäten mit operativem Momentum verbindet.

Aber auch im traditionellen IT-Geschäft lässt sich weiterhin solides und dabei profitables Wachstum erzielen. Den Beweis liefert die schwäbische **DATAGROUP**. Dank ihrer konsequenten Buy-and-Build-Strategie zählt die Gesellschaft inzwischen zu den deutschlandweit führenden IT-Outsourcing-Anbietern. Ihre modular aufgebaute Komplettlösung CORBOX gewinnt beständig neue Nutzer. So schloss

man im Sommer mit der NRW.BANK den größten Auftrag der Firmengeschichte ab. Dieser besitzt eine Laufzeit von zehn Jahren und ein Volumen im hohen zweistelligen Millionenbereich. Klassischer IT-Support ist Datagroups Kerngeschäft. Gleichzeitig baut der Vorstand die Angebote im Bereich der Cloud- und Rechenzentrums-Services aus. Dort lassen sich höhere Margen und wiederkehrende Umsätze erzielen. Der im September angehobene Ausblick für das inzwischen zu Ende gegangene Geschäftsjahr 2017/18 ist ein starker Beleg für den erfolgreichen Expansionskurs der Schwaben. Allein gestiegene Abschreibungen wirken sich kurzfristig dämpfend auf den Gewinn je Aktie aus.

**Nische im Billionenmarkt**

Weltweit steigen die Ausgaben für medizinische Behandlungen. Dieser Billionenmarkt wird zwar oftmals von den großen Pharmaherstellern bestimmt – für kleinere Anbieter eröffnen sich hier jedoch interessante Nischen. Eine solche hat die **Medios AG** für sich identifiziert. Der Bereich Specialty Pharma deckt Medikamente für Patienten mit seltenen oder chronischen Erkrankungen ab, die auf eine individualisierte Therapie angewiesen sind. Medios betrachtet sich in Sachen Specialty Pharma als Komplettanbieter, der sowohl den Großhandel als auch die Zubereitung und Lieferung der personalisierten Medikamente übernimmt. Das starke Umsatzwachstum der Gesellschaft (+25% in den ersten neun Monaten) erklärt sich zum einen mit einem Anstieg der Specialty-Pharma-Medikationen, zum anderen mit dem Ausbau des Apothekennetzwerkes und der eigenen



Fertigungskapazitäten. Die Zahl der Partnerapotheken will der Vorstand mittelfristig mehr als verdoppeln. Die jüngste Kurschwäche lässt sich auch auf eine geplante Umplatzierung zurückführen. Noch im Laufe des Novembers will sich Gründer und CEO Manfred Schneider von einem Teil seiner Anteile trennen. Der Streubesitz soll dadurch ansteigen und die Liquidität in der Aktie verbessern. Schneider bleibt darüber hinaus aber größter Aktionär und CEO der Medios AG. Operativ hält das Unternehmen mit der Bestätigung seines Ergebnisziels von 11 Mio. EUR vor Steuern Kurs.

**Hidden Champions**

Der nur zu gern benutzte Begriff des Hidden Champion wurde für Unternehmen erfunden, die ihre Branche maßgeblich mitbestimmen, ohne in der breiten Öffentlichkeit wirklich aufzufallen. Geradezu prädestiniert für eine derartige Auszeichnung scheint **technotrans**. Einst ein reiner Zulieferer für die Druckindustrie, wurde das Unternehmen in den vergangenen Jahren konsequent umgebaut und weiterentwickelt. Auch dank mehrerer

Kennzahlen der vorgestellten Dauerläufer-Nebenwerte

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2017*	EpS 2017	EpS 2018e	EpS 2019e	KGV 2018e	KGV 2019e	Div. 2018e	Div.-Ren. 2018	Abst. zu ATH
JOST Werke	JST400	29,90	446	701	-8,41	3,70	3,42	8,1	8,7	1,16	3,9%	36%
Fabasoft (IK)	922985	12,40	136	32	0,37	0,42	0,50	29,5	24,8	0,20	1,6%	58%**
IVU (IK)	744850	4,91	87	71	0,28	0,26	0,30	18,9	16,4	0,10	2,0%	17%
technotrans	A0XYGA	29,70	205	205	1,00	2,00	3,00	14,9	9,9	7,00	23,6%	40%**
Sixt	723132	91,90	2.791	2.600	1,00	2,00	3,00	46,0	30,6	9,00	9,8%	23%
Nynomic	A0MSN1	20,00	101	61	0,91	1,12	1,29	17,9	15,5	10,00	50,0%	31%
ISRA	548810	35,75	783	143	0,94	1,02	1,20	35,0	29,8	0,11	0,3%	42%
ATOSS	510440	75,00	299	55	2,35	2,78	3,09	27,0	24,3	1,20	1,6%	23%
DATAGROUP	A0JC8S	33,40	279	223	1,41	1,39	1,59	24,0	21,0	0,52	1,6%	29%
Medios	A1MMCC	14,85	203	253	0,32	0,50	0,78	29,7	19,0	0,00	0,0%	37%
MBB (IK)	A0ETBQ	80,90	534	403	0,71	2,29	2,70	35,3	30,0	1,00	1,2%	33%

\*) in Mio. EUR; \*\*) All-Time-High liegt weit zurück (jeweils im Jahr 2000); alle Angaben in EUR; Quellen: Analystenschätzungen

Zukäufe ist technotrans heute deutlich breiter und krisenfester aufgestellt. Die Kernkompetenz der Westfalen liegt weiterhin auf der Kühlung, Temperierung und Filtration. Die verschiedenen Anwendungen aus dem Bereich der Flüssigkeitentechnologie finden Einsatz in der Laser- und Medizintechnik, in der Halbleiterindustrie und im Werkzeugmaschinenbau. Ein weiteres Zukunftsfeld ist die Elektromobilität, wo technotrans mit seinen Lösungen die Kühlung von Batterien ermöglicht. Obwohl der monatelang sinkende Aktienkurs etwas anderes signalisierte, wurde die Jahresprognose mit Vorlage der Q3-Bilanz noch einmal bestätigt. Der Abwärtstrend scheint gestoppt und eine Trendumkehr möglich.

Bei der **Nynomic AG**, die bis zu ihrer Namensänderung als m-u-t AG gelistet war, stehen branchenübergreifende Anwendungen aus dem Bereich der berührungslosen optischen Messtechnik im Mittelpunkt. Der Photonikspezialist bedient Sektoren

wie die Landwirtschaft, die Umwelt- und Medizintechnik sowie ganz unterschiedliche Industrieunternehmen mit seinen Anwendungen. Die Messtechniklösungen Nynomics und ihrer Konzerntöchter helfen dabei, Ressourcen zu schonen und die Effizienz zu steigern. Durch die Übernahme der finnischen Spectral Engines, die miniaturisierte Spektrosensoren entwickelt, rückte man erstmals dicht an den Endverbraucher heran. Ein Vertrag mit Bosch-Siemens-Hausgeräte wurde bereits unterzeichnet. Der Vorstand sieht enormes Potenzial im Bereich „Smart Home“ und anderer Produkte im Consumer-Umfeld. Angesichts eines Rekordauftragsbestandes von zuletzt über 42 Mio. EUR (Vj.: 30,6 Mio. EUR) ist der Optimismus groß. Trotz Aufbauinvestitionen im B2C-Bereich wurde die Prognose bei Umsatz (66 Mio. bis 68 Mio. EUR) und EBIT (10 Mio. EUR) noch einmal bestätigt. Dass zur weiteren Wachstumsfinanzierung auch eine Kapitalerhöhung denkbar ist, mag zumindest kurzfristig den Kurs etwas belasten.

### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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

### Fazit

Die Schere zwischen Gewinner und Verlierer dürfte vor dem Hintergrund zunehmend schwieriger konjunktureller Rahmenbedingungen weiter auseinandergehen. Gefragt bleiben innovative Unternehmen aus Zukunftsbranchen, erfolgreiche Nischenstrategien und bilanzielle Muster Schüler, die in ihrem Geschäft sowohl ein großes Momentum als auch gewisse Value-Merkmale aufweisen. ■

Marcus Wessel

Anzeige



Handverlesen investieren.

Scherzer & Co. AG

www.scherzer-ag.de

© Bild: U. Handverlesen - Foto.com

# Trojanisches Pferd

Wie mit dem „Global Compact for Safe, Orderly and Regular Migration“ durch die Hintertür Tatsachen geschaffen werden sollen

## Heimlich, still und leise

Die von der Bundesregierung unter Angela Merkel ab Herbst 2015 zugelassene Massenmigration nach Deutschland wurde zu dem innenpolitischen Aufregertema der letzten Jahre. Wohl aus diesem Grund hat man den sogenannten „Global Compact for Safe, Orderly and Regular Migration“ (GCM/Migrationspakt), den die UN-Mitgliedstaaten am 10./11. Dezember in Marrakesch unterzeichnen sollen, im Vorfeld von offizieller Seite intensiv beschwiegen. Wie sehr das Thema die Bürger inzwischen dennoch beschäftigt, zeigt mehr als ein Dutzend Petitionen, die Bürger gegen den Pakt anregten. Keine davon wurde zur Mitzeichnung veröffentlicht.

## Hinterhältiges „Soft Law“

Wo derart gemauert wird, ist etwas faul. Auch der Hinweis, wonach der Pakt „rechtlich unverbindlich“ sei, kann nicht überzeugen (vgl. Interview S. 18). Was ist das überhaupt für ein Vertragswerk, das offenkundig so nachteilig ist, dass das Beste, was man darüber sagen kann, dessen behauptete „Unverbindlichkeit“ ist? Und warum werden die zahlreichen „unverbindlichen (Selbst-)Verpflichtungen“ – was auch immer das sein soll – dennoch mit Zähnen und Klauen verteidigt? Der Prozess, der hier angestoßen wird, ist völkerrechtlich als „Soft Law“ bekannt. Durch das Setzen internationaler Standards werden die Fortentwicklung der Rechtsprechung und die demokratische Willensbildung in den Signatarstaaten kanalisiert und präjudiziert – mit freundlicher Unterstützung der ortsansässigen Medien und NGOs. All dies erfolgt ohne Legitimation durch den Souverän. Diese hinterhältige und antidemokratische Vorgehensweise kam übrigens auch bei den

„unverbindlichen“ Beschlüssen der UN-Weltfrauenkonferenz (Startschuss für „Gender Mainstreaming“) oder den UN-Klimakonferenzen („Energiewende“) zur Anwendung.

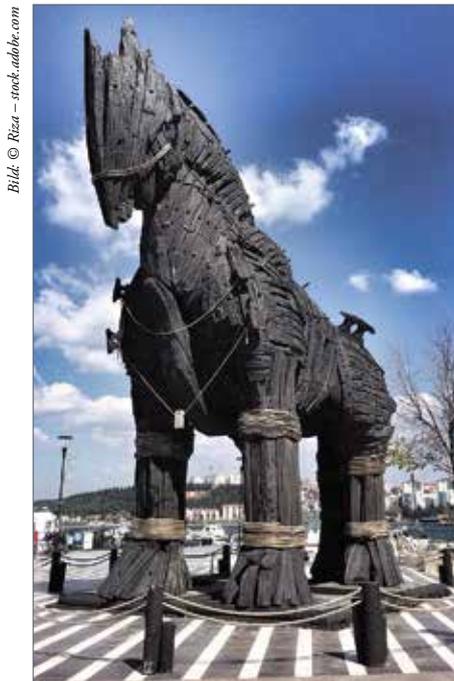
## „One-Size-fits-all-Mantel“

Zentral für den Pakt ist Ziffer 8, derzufolge Migration „eine Quelle des Wohlstands, der Innovation und der nachhaltigen Entwicklung“ sein soll. Eine Behauptung, die freilich nirgends belegt wird. Gegen deren Allgemeingültigkeit spricht schon der heftige Streit um Aufnahmequoten innerhalb der EU, bei dem es bekanntlich nicht darum geht, wer sich das größte Stück aus dem Wohlstandsmehrenden Migrantenkuchen herauschneiden darf. Schon die zentrale Annahme des Paktes ist also wirklichkeitsfremd. Dazu

kommen zahlreiche innere Widersprüche, die wohl auch dadurch entstanden sind, dass ein „One-Size-fits-all-Mantel“ für 190+ Nationen mit gänzlich unterschiedlichen Interessen – man unterscheidet Herkunfts-, Transit- und Zielländer – geschneidert wurde. So heißt es beispielsweise in Ziffer 12: „Der Globale Pakt hat das Ziel, die lokalen Strukturen zu minimieren, die Menschen zu Migration veranlassen.“ Also jener Migration, die eben noch als Quelle des Wohlstands gepriesen wurde?!

## „Everybody welcome!“

Dennoch ist die Pro-Migrations-Haltung des Paktes eindeutig, was schon daran zu erkennen ist, dass die für die aktuelle Situation so prägende illegale Migration gar nicht erst vorkommt. Stattdessen wird mit der „irregulären Migration“ wieder einmal ein neuer Begriff eingeführt, wobei es Aufgabe der Zielländer ist, daraus „reguläre“ Migration zu machen. Aber es steckt noch weitere Sprengkraft in dem Text: „Kindergerechtigkeit“ (Ziff. 15 h) klingt beispielsweise edel, wird sich aber wohl in der Praxis als Türöffner für allerlei Interessensvertreter erweisen, die sich künftig zum Sachwalter von Kinderinteressen aufschwingen werden. Oder Ziffer 18, in der es um den „Klimawandel“ geht, wobei es ein lang gehegter Wunsch diverser Interessensgruppen ist, diesen Begriff so mit Migration zu verknüpfen, dass sich daraus künftige Anspruchsgrundlagen konstruieren lassen. Es wird übrigens noch einen eigenen „Global Compact on Refugees“ geben, über den derzeit kaum etwas zu hören ist. Die eigentlichen Spielräume eröffnen die Migrationsziele (Ziff. 16) selbst: Besonders kritisch erscheinen Ziel 15 („Gewährleistung des Zugangs von Migranten zu Grundleistungen“), das eine



Das trojanische Pferd: Aus der Geschichte lernen? Zumindest nicht in Deutschland.

Bild: © Riza - stock.adobe.com

Einwanderung in die Sozialsysteme vorsieht, Ziel 16 („Verwirklichung der vollständigen Inklusion und des sozialen Zusammenhalts“), das auf massive Umverteilung hinausläuft, oder Ziel 17 („Gestaltung der Wahrnehmung von Migration“), das im Gegensatz zu einem freien, ergebnisoffenen Diskurs und zur Meinungsfreiheit des Art. 5 GG steht.

### Unheilige Allianzen

Offensichtlich ziehen beim Migrationspakt zwei scheinbar ungleiche Partner am selben Strang: die internationalistische Linke und global agierende Konzerne. Der Pakt fußt unter anderem auf der „Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung“, auf einem ebenfalls „unverbindlichen“ UN-Papier, das nicht weniger als eine „Transformation unserer Welt“ zum Ziel hat – eine Transformation, die sich schon aufgrund der UN-Mehrheitsverhältnisse nicht am früheren westlichen Erfolgsmodell aus Marktwirtschaft und Demokratie orientieren wird. Hinzu kommt der Einfluss von Konzernen zur Förderung der „Mobilität des Humankapitals“, den der Finanzjournalist Norbert Häring ([www.norberthaering.de](http://www.norberthaering.de)) schon beim Davoser Weltwirtschaftsforum des Jahres 2011 (!) nachweisen konnte. Eine Schlüsselstellung nimmt auf zwischenstaatlicher Ebene zudem die International Organisation for Migration (IOM) ein, die ihr Tätigkeitsfeld während der letzten Jahrzehnte massiv ausgeweitet hat und inzwischen als „The UN Migration Agency“ auftritt. Auf Länderebene soll übrigens die Bundesrepublik – bis Ende 2018 zusammen mit Marokko im Vorsitz des Global Forum on Migration and Development (GFMD) – eine der treibenden Kräfte hinter dem Migrationspakt sein, gemäß Merkmals Plan „aus Illegalität Legalität zu machen“.

### Bröckelnde Zustimmung

Bereits im Dezember 2017 haben sich die USA aus dem Pakt zurückgezogen, was hierzulande naturgemäß zu einem Trump-Thema umgedeutet wurde – der Wüterich im Weißen Haus und so. Auch Ungarns endgültiger Rückzug im Juli 2018 wurde uns als „Causa Orban“ verkauft – zwei Rechtspopulisten auf Abwegen. Dabei hatten beide Regierungschefs nur vor allen anderen erkannt, dass dieser Pakt die moderne Variante des trojanischen Pferdes darstellt. Seitdem geht es Schlag auf Schlag. Inzwischen lehnen auch Australien, Österreich, Bulgarien, Tschechien und Estland eine Unterzeichnung des nur noch „teilglobalen“ Pakts ab. Weitere Zielländer werden folgen, was den Migrationsdruck auf die Unterzeichner noch einmal erhöhen wird. Und zu denen gehört die Bundesrepublik, die unter aktueller Führung auch diesen Pakt in oberlehrerhafter „Vorbildfunktion“ übererfüllen wird.

### Fazit

Der Migrationspakt soll – unter Berufung auf „höherwertige“ internationale Standards – perspektivisch die bestehenden Rechtsordnungen der Zielländer im Sinne von Eine-Welt-Internationalisten und Großkonzernen umformen. Für die betroffenen Länder sind das bedrückende Aussichten. ■

*Ralph Malisch*



144 Jahre Edelmetallerfahrung.  
**ROBBE & BERKING**

— S E I T 1 8 7 4 —

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

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

Interview

# „Soft Law“ und „Strengvertrag“

Smart Investor im Gespräch mit dem Juristen Dr. Siegfried von Hohenhau zum „Globalen Pakt für eine sichere, geordnete und reguläre Migration“ (GCM) der UN, der am 10./11.12.2018 in Marrakesch verabschiedet werden soll

**Smart Investor: Herr Dr. von Hohenhau, lange Zeit wurde der sogenannte „Globale Pakt für eine sichere, geordnete und reguläre Migration“ (GCM) in Deutschland auf medialer und parlamentarischer Sparflamme gehalten. Was steckt hinter dieser Geheimniskrämerei?**

*v. Hohenhau:* Die Öffentlichkeit war geschockt, als nach Aufforderung der Bundeskanzlerin im Jahr 2015 weit über 1 Mio. Menschen aus Nahost und Afrika Deutschland ohne Grenzkontrollen fluteten. Dies war gewollte Politik, und der Zustrom wurde nur gebrochen, weil die Ungarn mit Orbán und andere Nachbarländer die Grenze dicht gemacht haben. Dafür werden diese bis heute geschmäht. Selbst danach sind Hunderttausende weitere Migranten eingeströmt. Trotz dieses verheerenden Gesamtzustands hat unsere Regierung zielstrebig und maßgeblich auf diesen Migrationspakt hingearbeitet. Damit soll Migration legalisiert und der Protest hiergegen erstickt werden. Weil der Regierung die mehrheitliche Ablehnung der Migration bekannt ist, wurde die Arbeit am GCM weitgehend still und unauffällig vorangetrieben.

Über die Ziele, die die Bundeskanzlerin verfolgt, wird viel spekuliert. Betrachtet man die Folgen, kommt man den Antworten näher: Migration löst schrittweise die Identität einer Nation auf, untergräbt dauerhaft klar definierbare nationale Interessen und zerreißt die landestypischen sozialen Bindungen, Gewohnheiten und Traditionen: So wird aus einer Nation ein instabiler und leicht lenkbarer „Menschenbrei“. Wem das nutzt? Zum Beispiel den

„Eurokraken“. Diesen sind die Nationalstaaten ohnehin ein Dorn im Auge. Aber nicht nur diesen: Der ehemalige Parlamentarische Staatssekretär im Verteidigungsministerium, Willy Wimmer, vermutet, dass Deutschland durch den wirtschaftlich-militärischen Komplex der USA zum dritten Mal in rund 100 Jahren als „Rammbock“ gegen Russland instrumentalisiert werden soll. Das ist mit einer in sich stabilen deutschen Bevölkerung – Gott sei Dank – nicht noch einmal zu machen.

**Smart Investor: Nun, da der Pakt ins Scheinwerferlicht gezerrt wurde, wird versichert, er sei „rechtlich unverbindlich“. Dennoch wimmelt es dort von politischen (Selbst-)Verpflichtungen. Wie ist das zu bewerten?**

*v. Hohenhau:* Unter [www.global-compact-for-migration.de](http://www.global-compact-for-migration.de) ist für Nichtjuristen eine lesbare „Kurzfassung“ des GCM verfügbar. So kann man relativ schnell verstehen, um was es geht. Weit über 100 Staaten wollen mit Unterzeichnung des GCM angeblich einen „unverbindlichen Kooperationsrahmen“ (Präambel, Ziff. 4, 7) schaffen, um die internationale Migration zu verbessern.

Für einen unabhängigen Juristen ist die Sache sonnenklar: Schon der Wortlaut spricht gegen das „Unverbindliche“ diese Vertrages – ein Pakt ist kein Kooperationsrahmen und keine unverbindliche Absichtserklärung (Pacta sunt servanda – Verträge muss man einhalten!). Und mit etwas Fantasie lässt sich das ohnehin weit auslegen: Innerhalb eines flexiblen – und nur insoweit nicht bindenden – Rahmens

gehen die Signaturstaaten rund 100 ausdrücklich und konkret benannte Verpflichtungen ein. Wer das unterschreibt, muss es erfüllen! Oder will sich die deutsche Regierung im künftigen Ernstfall etwa darauf berufen, der Vertrag sei – entgegen seinem Wortlaut – nur ein unverbindliches Stück Papier?!

Bei internationalen Vereinbarungen entwickeln zudem auch bloße Absprachen und Abmachungen („Soft Law“) häufig eine strenge moralische Bindungswirkung, der man sich letztlich nicht entziehen kann. Der vorliegende GCM schwebt wegen seines insoweit diffusen und widersprüchlichen Vertragstextes zwischen „Soft Law“ und „Strengvertrag“, also einem Vertrag mit unzweideutiger Bindungswirkung. Im Hinblick auf die Stellung der Vertragspartner hat auch der GCM eindeutig vertraglichen Bindungs- und Verpflichtungscharakter.

Eine Regierung, die beabsichtigt, eine solche „Kooperationsvereinbarung“ zu unterschreiben, und ausgerechnet damit um Zustimmung wirbt, die über 100 Verpflichtungen würden ja nur unverbindlich eingegangen [lacht], handelt unredlich – gegenüber ihrer jeweiligen Bevölkerung, gegenüber ihren Vertragspartnern und letztlich auch gegenüber den Migranten. Wenn die Bundesregierung tatsächlich so handeln will, dann wäre sie gut beraten, ihre Vertragsunterschrift zumindest ausdrücklich und schriftlich unter Vorbehalt zu stellen.

**Smart Investor: Wie könnte ein solcher Vorbehalt konkret aussehen?**

*v. Hohenhau:* Einfach ausgedrückt: Die BRD erklärt in einem Zusatzprotokoll vor Vertragsunterschrift Folgendes:

Die Unterschrift und wirksame Zustimmung der Bundesrepublik Deutschland zum GCM steht unter dem ausdrücklichen rechtlichen Vorbehalt, dass sich a) die in Präambel Ziffer 7 für den Kooperationsrahmen niedergelegte „Unverbindlichkeit“ auch auf alle im Vertrag enthaltenen Verpflichtungen erstreckt, gleich, wie diese im Wortlaut einzeln bezeichnet werden, und b) alle Verpflichtungen des Vertrages wechselseitig sind, also insbesondere Zielländer und Herkunftsländer treffen.

#### **Smart Investor: Was sind aus Ihrer Sicht die wesentlichen Kritikpunkte am Pakt?**

*v. Hohenhau:* Es ist die in jeder Hinsicht ins Auge springende Einseitigkeit des Vertrages: Migration wird apodiktisch und ausschließlich als „positive Quelle des Wohlstands“ gekennzeichnet. Dazu kommen Auslassungen, Dummheiten und das Geschwätz über Migrationsursachen. Die kleptomane Machtstrukturen der Herkunftsländer bleiben ebenso unerwähnt wie die aus der Migration zwangsläufig für die Zielländer folgenden Probleme.

Es ist der Versuch, die rechtswidrige Politik der „Schleusenöffnung“ aus dem Jahre 2015 zu kaschieren, nachträglich zu pseudolegalisieren und weiter fortzuführen. Denn der Inhalt wurde maßgeblich von unserer eigenen Regierung mitbestimmt. Die Oberflächlichkeit der Bundestagsdebatte am 8.11.2018 war teils ebenso grandios wie erschreckend, was insbesondere für den juristisch gänzlich abseitigen Beitrag von Dr. Stephan Harbarth (CDU/CSU) zutrifft. Aber die Regierung weiß, wie man Helfer gewinnt.

Harbarth ist nach Mitteilung der FAZ von der Kanzlerin als Nachfolger für den im Jahr 2020 scheidenden Präsidenten des Bundesverfassungsgerichtes auserkoren worden. Zudem wird Migration im

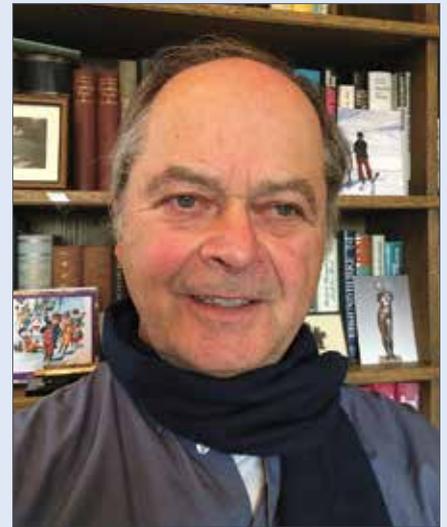
GCM für die Zukunft gewissermaßen als Menschenrecht formuliert: Die Bürger armer bzw. notleidender Herkunftsländer dürfen danach grundsätzlich und jederzeit aus ihrem Land wegziehen und sich durch Transitländer, also grenzüberschreitend, ungehindert in ein anderes Land begeben. Diese moderne Variante („safe, orderly and regular“) der Völkerwanderung haben die Zielländer in allen Phasen des „Migrationszyklus“ zu unterstützen – bis zur Aufnahme der Migranten. Das beginnt mit der Beratung vor der Abreise und reicht vom Schutz und der umfassenden Betreuung auf dem Weg bis zum Zugang zu den Sozialsystemen. Der die Zielländer betreffende Pflichtenkatalog ist schier endlos.

#### **Smart Investor: Und worin bestehen die Verpflichtungen der Herkunftsländer?**

*v. Hohenhau:* Zumindest auf dem Papier haben diese die Verpflichtung, den Migranten vor und während ihres Migrationszyklus jederzeit auf Zuruf irgendwelche Papiere auszustellen. Sonstige Pflichten der Herkunftsländer sucht man hingegen, abgesehen von der vagen Rücknahmepflicht nach Ziel 21, weitgehend vergeblich. Auch gibt es keine irgendwie geartete Verpflichtung der Herkunftsländer, die Verhältnisse im eigenen Land aus eigenem Antrieb zu verbessern (Good Governance). Einfach nichts!

Dieser Vertrag wird unsere eigene Gesellschaft binnen 20 Jahren komplett umkrepeln. Der Pakt ist so einseitig negativ für uns, dass er schon deshalb vor der Öffentlichkeit peinlich verborgen werden musste. Und Sie wissen ja selbst: Wichtig ist, was in einem Vertrag nicht drin steht. Beim GCM fehlt beispielsweise jegliche Ausstiegsklausel.

#### **Smart Investor: Immer mehr Zielländer gehen auf Distanz. Was erwarten Sie für das deutsche Abstimmverhalten am 10./11. Dezember in Marrakesch?**



*Unser Gesprächspartner, Dr. Siegfried von Hohenhau, ist Jurist und hat neben seiner früheren Anwaltstätigkeit über viele Jahre in Westafrika ein Unternehmen aufgebaut und geleitet. Sein Domizil ist heute Malta (faktisch ein „Transitland“ nahe dem „Haupttransitland“ Libyen). Ursache, Ziele, Wege und Wirkung der Migration sind ihm vertraut. Er ist Verfasser einer GCM-Kommentierung ([http://www.global-compact-for-migration.de/up/dateil/gcm\\_bearbeitung\\_11\\_2018.pdf](http://www.global-compact-for-migration.de/up/dateil/gcm_bearbeitung_11_2018.pdf)).*

*v. Hohenhau:* Ja, die Zahl der Einsichtigen steigt schnell. Gut so! Auch Israel – wo man den GCM als „Pakt der Wölfe“ bezeichnet – wird wohl die Unterschrift verweigern.

Unsere Regierung wird das wohl dennoch in der üblichen Manier einfach durchziehen, also gegen den offensichtlichen Willen der Bevölkerung.

#### **Smart Investor: Vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen.**

*Interview: Ralph Malisch*

*Die ungekürzte Fassung dieses Interviews finden Sie unter [www.global-compact-for-migration.de](http://www.global-compact-for-migration.de) (Dokumente).*

## Österreichische Schule

# „Über die soziale Wärme des Kapitalismus“

Gedanken über die gleichnamige Streitschrift von Prof. Gerd Habermann

## Provokation pur?

Wer heute die Begriffe „soziale Wärme“ und „Kapitalismus“ innerhalb eines Satzes und in positiver Form verknüpft, der braucht ein schnelles Pferd – besonders in Deutschland. Oder er heißt Gerd Habermann, ist ein streitbarer Professor und hat eine Schrift mit dem Titel „Über die soziale Wärme des Kapitalismus“ verfasst. Da wird sich manch einer provoziert fühlen, und das ist auch gut so. Denn Habermann gibt nicht nur Denkanstöße, er geht den Dingen an die Wurzel – ist also „radikal“ im besten Wortsinn. Das beginnt beim Begriff der „sozialen Wärme“ selbst. Denn die Vertreter der aktuell herrschenden „wohlfahrtsstaatlichen Marktwirtschaft“ – viel Wohlfahrt, wenig Marktwirtschaft – haben sich zumindest

rhetorisch den scheinbaren Alleinvertretungsanspruch für diesen Begriff gesichert.

## Killerphrase „Empathie“

Insbesondere Anhänger der Österreichischen Schule sind in dieser Hinsicht Angriffen ausgesetzt, wird ihnen doch regelmäßig vorgeworfen, einem kalten Raubtierkapitalismus das Wort zu reden und ganz generell kein Herz für die Schwachen zu haben. Es ist diese so demonstrativ zur Schau gestellte „Empathie“, mit der die Anhänger von Umverteilung und Interventionismus regelmäßig von den Schwächen ihrer ökonomischen Argumentation ablenken. Jeder Versuch „liberalisierender Reformmaßnahmen oder der Kürzung von staatlichen Sozi-

alleistungen“ führe zu einem „Aufschrei“ des sozialkonservativen Lagers: Dies sei ein Akt der Gefühllosigkeit und „sozialen Kälte“, fasst Habermann den üblichen Verlauf solcher Diskussionen zusammen. Wie aber konnte es so weit kommen?

## Kaltes Ungeheuer als Samariter?

Aufgrund der Dauerberieselung durch zahlreiche Interessensvertreter haben wir uns an die herrschende Interpretation von „sozialer Wärme“ und deren Verortung auf der „linken“ Seite des politischen Spektrums gewöhnt. Selbst innerhalb von Parteien wird ein Gegensatz zwischen dem wirtschaftsfreundlichen und dem sozialen Flügel konstruiert. Ganz so, als ob es etwas zu verteilen gäbe, wenn zuvor nichts erwirtschaftet wurde. Dass „soziale Wärme“ heute in der öffentlichen Wahrnehmung als etwas angesehen wird, wofür alleine der Staat sorgen könne, ist schon ein Treppenwitz der Geschichte: Ausgerechnet jener Staat, den Friedrich Wilhelm Nietzsche noch als „das kälteste aller kalten Ungeheuer“ bezeichnete, soll heute allen Ernstes die wesentlichste Quelle echter Nestwärme sein?

## Wohlfahrtsstaatliche Marktwirtschaft

Die Dinge stehen offenbar auf dem Kopf, was Habermann anhand von zwei Pyramiden veranschaulicht (vgl. Abb.). Während der Subsidiaritätsgedanke gerne in Sonntagsreden beschworen wird, findet er in der Praxis der wohlfahrtsstaatlichen Marktwirtschaft keine Anwendung: Die „staatlich organisierte Solidarität“ (SOS), also das, was die Sozialbürokratie verteilt, dominiert unter dem Primat der Fremdhilfe alle anderen Formen der Hilfe wie freiwillige Solidarität oder Selbsthilfe. Als



Wie wir vom Status quo wieder zu einer tragfähigen Gemeinschaft kommen

Quelle: Gerd Habermann, 2017

„sozial warm“ kann ein solches System ohnehin nur deshalb durchgehen, weil es all jene Menschen („die Reichen“) konsequent ausblendet, die für die zu verteilenden Wohltaten qua Steuern und Abgaben überproportional ausgeplündert werden („soziale Gerechtigkeit“). Charakteristisch ist zudem die fast ausschließliche Orientierung auf die (Um-)Verteilung von bereits Vorhandenem (vgl. Abb., linker Teil).

### Soziale Marktwirtschaft

Dagegen legt Habermann in seinem Entwurf einer echten sozialen Marktwirtschaft den Fokus auf die Mehrung des Wohlstands (vgl. Abb., rechte Seite): Je prosperierender ein Gemeinwesen ist, desto weniger ergibt sich – sehr zum Leidwesen der heute fest etablierten Sozialbürokratie – überhaupt die Notwendigkeit umfangreicher Unterstützungsleistungen. Im Umkehrschluss wird daher auch klar, warum diese Bürokratie genau dort wächst, wo der Fokus vom „Mehren“, das manchem heute schon als unethisch gilt, auf das „Teilen“ verlegt wurde. Der zweite Kern dieses Konzepts ist der Primat der Selbsthilfe, die entsprechend an der Basis jeder Hilfe steht. Erst dann folgen die freiwillige (!) Solidarität (etwa Genossenschaften und Versicherungen) und

schließlich deren staatlich organisierte Form als Restgröße. Dies ist dennoch ausdrücklich kein System nach dem Motto „Hilf Dir selbst, sonst hilft Dir keiner“. Vielmehr sind hier Auffangnetze für die Fälle ausgelegt, in denen die Selbsthilfe alleine nicht ausreicht. Wo sie das aber tut, stärkt sie die Menschen, statt sie in eine kindergleiche Abhängigkeit von „Vater Staat“ zu drängen.

### Keine abstrakten Gefühle

Echte „soziale Wärme“ tritt interessanterweise genau dort nicht auf, wo heute am meisten Unterstützung geleistet wird. Niemand, der in den Fluren eines Amtes auf das Wirken der Sozialbürokratie wartet, dürfte dort besondere soziale Wärme verspüren. Nein, diese entsteht in und ist kennzeichnend für Kleingruppen, wobei die „sozialen Temperaturgrade“ mit wachsender Entfernung von der Person abnehmen: Ehe/Familie, Verwandtschaft, Freundschaft, Nachbarschaft usw. Es sind solche Primärgemeinschaften, die die Quelle sozialer Wärme bilden und in denen eine besondere „Ethik des Teilens“ gilt und auch gelebt wird. Dagegen ist das Verhältnis zum Land, zur „westlichen Wertegemeinschaft“ oder gar zur Menschheit insgesamt emotional vergleichsweise kühl. „Die persönlichen Bindungsgefühle an

Abstrakta [...] können [...] nur schwach und vermittelt sein“, so Habermann.

### Rahmen für echte Wärme

Der entscheidende Punkt ist, dass weder der Kapitalismus noch der Wohlfahrtsstaat als abstrakte Organisationsformen selbst eine echte und unmittelbare Quelle „sozialer Wärme“ sein können. Während sich die Sozialbürokratie das dennoch explizit auf die Fahne schreibt, geht es im kapitalistischen Tauschsystem um „Verfahrensgerechtigkeit, Vertragstreue und die Goldene Regel“, was letztlich zur Wohlstandsmehrung führt. Unser Gesprächspartner Prof. Dr. Thorsten Polleit (vgl. Interview S. 22) bringt die soziale Komponente des Kapitalismus auf den Punkt: „Ohne kapitalistische Produktion ließe sich die Weltbevölkerung gar nicht ernähren.“ Damit schafft dieses System letztlich mehr Wohlstand und somit mehr Spielräume für jene Kleingruppen, in denen echte soziale Wärme gelebt werden kann.

### Fazit

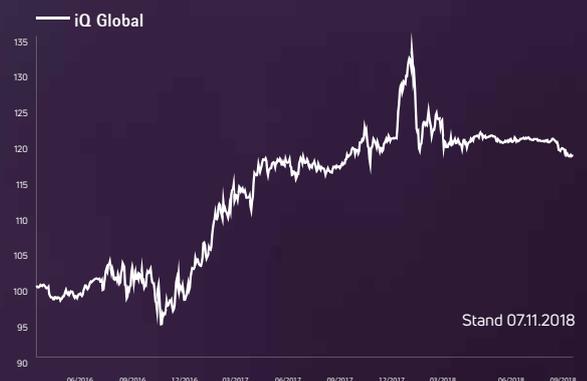
Wer alleine dem Mantra des allfürsorglichen Staates anhängt, der wird bei Habermann einige Gedanken zur Hinterfragung des eigenen Weltbildes finden. Schon das ist die Sache wert. ■

*Ralph Malisch*

Anzeige

# iQ Global - das gläserne Weltportfolio

robuste Anlagestrategie  
wissenschaftlich fundiert  
überzeugende Wertentwicklung



Kostenfreier interner Nutzerbereich und ausführliche Strategiebeschreibung unter [www.gfa-vermoegensverwaltung.de/iq-global/](http://www.gfa-vermoegensverwaltung.de/iq-global/)  
Tel. 07643 91419-50

Wertpapierkennnummer:

**HAFX7P**

**GFA** FinanzInstitut  
Vermögensverwaltung

Österreichische Schule / Interview

# Ludwig von Mises – der kompromisslose Liberale

## Smart Investor im Gespräch mit Prof. Dr. Thorsten Polleit über den großen Ökonomen Ludwig von Mises und dessen gegenwartsrelevante Erkenntnisse

**Smart Investor: Herr Prof. Dr. Polleit, im September ist Ihr Buch „Ludwig von Mises – der kompromisslose Liberale“ im FAZ-Buchverlag erschienen. Nun könnte man sagen: Ein Buch über einen lange verstorbenen Ökonomen, ist das heute noch relevant?**

*Polleit:* Mises hat sich mit den großen Themen auseinandergesetzt: Kapitalismus oder Sozialismus? Ungedecktes Papiergeld oder Sachgeld? Wie kann die Freiheit des Einzelnen in der Gemeinschaft bewahrt bleiben? Brauchen wir einen Staat? Und wenn ja: Was darf er und was nicht? Zu diesen Fragen bietet Mises Antworten an – als Ökonom, Erkenntnistheoretiker, Gesellschaftsphilosoph und theoretischer Historiker. Die Einsichten, die Mises vorgelegt hat, sind von zeitloser Relevanz.

**Smart Investor: Was hat Sie an Ludwig von Mises besonders begeistert?**

*Polleit:* Mich begeistert ganz besonders, dass Mises immer wieder mit Nachdruck erklärt hat: Es sind Ideen, die uns Menschen zum Handeln bewegen – und dass im „Kampf der Ideen“ die Entscheidung darüber fällt, ob Menschen in Freiheit und Wohlstand oder in Unfreiheit und Elend leben. Deshalb hat er sich auch so intensiv mit der wissenschaftlichen Methode in der Nationalökonomie auseinandergesetzt. Ihm ist es gelungen, nationalökonomische Theorien zu wissenschaftlich entscheidbaren Wahrheitsfragen zu machen. Genau darauf läuft seine Praxeologie hinaus.

**Smart Investor: Praxeologie? Das müssen Sie erklären.**

*Polleit:* Praxeologie ist die Lehre vom menschlichen Handeln. Mises zeigt, dass

die Nationalökonomie eine andere wissenschaftliche Methode erfordert als jene, die in der Naturwissenschaft angewendet wird. Menschen – anders als Planeten, Regenwürmer oder Atome – haben Ziele und Wünsche, sie wählen zwischen Alternativen, und sie lernen. Einer von Mises' großen Würfeln besteht darin, die Volkswirtschaftslehre als apriorische Handlungswissenschaft widerspruchsfrei erklärt zu haben. Eine Erkenntnis, die zwar von den Hauptstromökonomien bis heute geflissentlich ausgeblendet wird, aber nach wie vor unwiderlegt ist.

**Smart Investor: War Mises ein klassischer Liberaler oder eher ein Libertärer?**

*Polleit:* Mises argumentierte, dass es einen Staat, eine Zwangsinstantz braucht, damit das Leben in der Gemeinschaft möglich ist. Schließlich müssen diejenigen, die das Zusammenleben gefährden – Betrüger, Räuber und Mörder –, unschädlich gemacht werden. Diese Schutzaufgabe wies Mises dem Staat zu. So gesehen könnte Mises als klassischer

Liberaler durchgehen. Er erkannte allerdings auch hellsichtig, dass der Staat der Freiheit des Einzelnen zur Gefahr wird. Deshalb sprach er sich für ein Sezessionsrecht aus: Im Prinzip hat jeder das Recht, aus dem Staat auszusteigen. Durch diese „Ausstiegsklausel“ bricht Mises die Monopolmacht des Staates. Vor diesem Hintergrund ordne ich Mises als Libertären ein.

**Smart Investor: Das weltweite Geld- und Kreditsystem scheint immer mehr aus den Fugen zu geraten: Die Schulden wachsen, die Marktzinsen sind in realer Rechnung vielerorts negativ. Was würde Mises empfehlen, um für Besserung zu sorgen?**

*Polleit:* Er würde vermutlich empfehlen, dass die Zentralbanken sofort damit aufhören, die Geldmenge auszuweiten, und dass sie die ausstehenden Geldmengen mit den Goldreserven der Zentralbank decken. Er würde sich für Bankfreiheit aussprechen und vermutlich auch für einen freien Währungswettbewerb.

**Smart Investor: Wenn Sie Mises' Leben, sein Werk und dessen Wirkung in einem Satz zusammenfassen müssten, wie würde er lauten?**

*Polleit:* Mises war als Wissenschaftler eine Ausnahmepersönlichkeit, seine Erkenntnisse sind zeitlos. Die Wirkung seiner Arbeiten ist leider immer noch viel zu gering. Ich hoffe, mein Buch hilft, Mises' Arbeiten im deutschsprachigen Raum bekannter zu machen.

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

*Interview: Ralf Flierl*



*Prof. Dr. Thorsten Polleit (Jahrgang 1967) ist Chefökonom der Degussa Goldhandel, Partner der Polleit & Riechert Investment Management,*

*Präsident des Ludwig von Mises Institut Deutschland und Honorarprofessor an der Universität Bayreuth. Er genießt aufgrund zahlreicher Bücher und Fachveröffentlichungen nicht nur bei den Austrians einen exzellenten Ruf.*

» WIR ERWARTEN  
DEN LEITZINS  
WIE BISHER BEI  
0,0 %. «

MARIO DRAGHI\*  
EZB-Präsident  
26.07.2018

» DER MISCHFONDS  
**DJE - ZINS & DIVIDENDE**  
IST GERÜSTET FÜR  
JEDES ZINSUMFELD. «

DR. JAN EHRHARDT  
Vorstand | DJE Kapital AG

Die Stärke des DJE - Zins & Dividende ist seine ausgewogene, flexible Mischung von Anleihen und maximal 50 % Aktien. Sein Ziel sind Kursgewinne und nachhaltige, regelmäßige Einkünfte bei geringer Volatilität, einerseits aus Zinsen, andererseits aus Dividendenzahlungen von Unternehmen, die das Fondsmanagement als substanzstark und aussichtsreich beurteilt. So behauptet sich der Fonds in so gut wie jedem Zinsumfeld. **Erfahren Sie mehr unter [www.dje.de](http://www.dje.de)**



Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Aktienkurse können markt-, währungs- und einzelwertbedingt relativ stark schwanken. Wertpapiere bieten keinen umfassenden Schutz gegen die Geldentwertung. Auszeichnungen, Ratings und Rankings sind keine Kauf- oder Verkaufsempfehlungen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Weitere Informationen zu Chancen und Risiken finden Sie auf der Webseite [www.dje.de](http://www.dje.de). Der Verkaufsprospekt und weitere Informationen sind in deutscher Sprache kostenlos bei der DJE Investment S.A. oder unter [www.dje.de](http://www.dje.de) erhältlich. Verwaltungsgesellschaft der Fonds ist die DJE Investment S.A. Vertriebsstelle ist die DJE Kapital AG.

\*Im Original: „And we expect key ECB interest rates to remain at their present levels at least through the summer of 2019“. Mario Draghi, Pressekonferenz vom 26. Juli 2018: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is180726.en.html>

## Lebensart &amp; Kapital - International

# Roatán

## Karibikjuwel mit Charme

„Die Kriminalitätsrate in Honduras ist, trotz des Rückgangs der Anzahl der verübten Gewaltverbrechen, nach wie vor sehr hoch. Sie ist, besonders unter Drogeneinfluss, von hoher Gewaltbereitschaft und einer geringen Hemmschwelle beim Gebrauch von Schusswaffen geprägt.“ So heißt es vonseiten des Auswärtigen Amtes zu den landesspezifischen Sicherheitshinweisen im Falle Honduras'. Das klingt wenig einladend. Dass es tatsächlich schlecht um die Lage vor Ort bestellt sein muss, zeigt sich auch an den Tausenden Migranten aus Mittelamerika, die derzeit auf der Suche nach einem besseren Leben zu Fuß gen USA ziehen – denn viele von ihnen stammen aus Honduras.

### Zweitgrößtes Korallenriff der Welt

Zum Staatsgebiet des mittelamerikanischen Landes zählt auch die vor der Nordküste und somit in der Karibik gelegene Inselkette *Islas de la Bahía*. Die größte davon heißt Roatán und war früher ein Rückzugsort für Piraten – die Inselhauptstadt

Coxen Hole ist sogar nach dem berühmten Piraten John Coxen benannt. Das klingt zunächst ebenfalls nicht gerade vertrauenerweckend. Doch zum einen liegen diese Zeiten lange zurück, zum anderen befindet sich die Insel rund 56 Kilometer vom Festland entfernt. Diese räumliche Trennung wirkt wie ein Sicherheitspuffer. Auf Roatán gibt es zwar auch Verbrechen, meist handelt es sich dabei dann aber um Diebstahl und Einbrüche. Ein Grund, sich nicht für diese Insel zu interessieren, ist das aber nicht zwingend.

Wer sich nicht abschrecken lässt und auch die weite Anreise nicht scheut, die vermutlich von Deutschland aus über einen Zwischenstopp in Miami vonstattengeht, kommt speziell als Freund von sommerlichen Urlaubsparadiesen auf seine Kosten. Denn Roatán ist zwar nur rund 60 Kilometer lang und etwa sechs Kilometer breit, aber daran gemessen trotzdem recht vielseitig. Dafür sorgen die malerischen Sandstrände, das türkisblaue Wasser sowie die

grüne Hügellandschaft plus Mangrovenwald. Aus der Luft oder vom Meer aus betrachtet sorgt diese Kulisse sogar für einen gewissen Wow-Faktor. Wobei als unbezahlbarer Pluspunkt mit dem Maya Barrier Reef direkt vor der Küste auch noch das zweitgrößte Riff der Welt hinzukommt. Die zahlreichen Meereslebewesen, die sich hier unter Wasser tummeln und zu denen auch Walhaie gehören, locken zusammen mit den interessanten Korallenstrukturen zahlreiche Taucher an.

### Noch moderate Immobilienpreise

Nicht zuletzt die Kreuzfahrtindustrie trägt dazu bei, dass Roatán inzwischen rund 1 Mio. Touristen im Jahr verzeichnet. Bei einer geschätzten Einwohnerzahl von 65.000 ist das eine ganze Menge. Von einem wirklich unentdeckten Ort zu sprechen, wäre daher übertrieben. Aber die Insel hat sich – zumindest bisher noch eher, als das oftmals anderswo in der Karibik der Fall ist – ihren eigenen Charme erhalten. Wem das alles so gut gefällt, dass ein Umzug infrage kommt, der wird erfreut feststellen, dass die Immobilienpreise noch vergleichsweise niedrig sind.

Meerblick oder erste Meeresreihe sind hier noch relativ günstig. Auch sonst ist das Preisniveau im Schnitt eher noch moderat. So taxiert der Preisdatenanbieter Numbeo die Kosten für einen Restaurantbesuch auf fast 58% niedriger als in Frankfurt. Teuer sind dagegen viele Importprodukte sowie Strom. Zu den sonstigen Nachteilen zählen darüber hinaus viele inseltypische Mankos. Die Produktauswahl etwa ist oft begrenzt, ebenso die Anzahl jener Dinge, die bei einem längeren Aufenthalt für ausreichende Abwechslung im Alltagsleben sorgen könnten. Oder anders ausgedrückt: Trotz vielfältiger Outdoor-Betätigungsmöglichkeiten besteht bei einer Fläche von nur 125 km<sup>2</sup> die Gefahr, irgendwann vom



Roatán – mehr Karibik ist kaum möglich.

Bild: © Allen E Sullivan – stock.adobe.com



Für Taucher in Roatán ist das Aguila Wrack ein absolutes Muss



Strand von Roatán

Bild: © wachetloewig – stock.adobe.com

Inselkoller befallen zu werden. Zumal das Kontakthalten mit Europa bei einem Zeitunterschied von sieben bzw. acht Stunden nicht einfach und auch die Heimreise für Deutsche kein Katzensprung ist. Einige Abstriche sind außerdem nach wie vor bei der Infrastruktur zu machen, wobei der Osten weniger erschlossen ist als der Westen. Das gilt nicht zuletzt für das Straßennetz, aber auch für das medizinische Angebot. Einheimische, die es sich leisten können, meiden jedenfalls bei größeren Behandlungen staatliche Gesundheitseinrichtungen.

#### Hauptsprachen Englisch und Spanisch

Eine Hürde stellt auch die Erlangung der Wohnsitzberechtigung dar. Zu den gängigen Optionen zählen etwa ein Arbeitsvertrag mit einer Firma vor Ort, aus dem die eigene Unverzichtbarkeit als Arbeits-

kraft hervorgeht, oder die Gründung einer Firma (Inversionista), die mit einer Mindestinvestition von 50.000 USD einhergeht. Hinzu kommen alternativ noch die Möglichkeiten, einen Status als Rentista oder als Pensionado zu erlangen. Die erstgenannte Option setzt allerdings den Bezug eines regelmäßigen Einkommens, etwa aus Mieteinnahmen, Dividenden oder Zinsen etc., in einer Mindesthöhe von mindestens 2.500 USD im Monat voraus, die zweitgenannte eine monatliche Rente/Pension von mindestens 1.500 USD. Der gestaffelte Einkommensteuersatz beträgt in der Spitze 25%, Erwerbseinkünfte aus dem Ausland sind nach unseren Informationen steuerbefreit und die Kapitalgewinnsteuer beläuft sich auf 10%. Die Einheimischen, die als eine Mischung aus britischen, spanischen und afrikanischen Kulturen sowie Paya-Indianern zu beschrei-

ben sind, sprechen (kreolisch geprägtes) Englisch und/oder Spanisch. Somit bestehen über die Sprachschiene für viele Deutsche zumindest keine unüberwindbaren Hürden.

#### Fazit

Wer ständiger Abwechslung bedarf, dürfte sich auf einer kleinen Insel wie Roatán irgendwann anfangen zu langweilen. Auswanderer dagegen, die etwas Abgeschiedenheit und karibischen Flair inklusive des dazugehörigen Klimas (Jahrestemperaturen zwischen 25 und 30 Grad Celsius gepaart mit einem gemäßigten Passatwind) in Verbund mit einem gelasseneren Lebensstil mögen, könnten auf Roatán eine passende Bleibe finden. Insbesondere gilt das für „Wasserratten“, die alle Aktivitäten rund um das Wasser lieben. ■

Jürgen Büttner

Anzeige

## KOMPETENZ IN DEUTSCHEN AKTIEN

Die deutschen Unternehmen stehen im internationalen Vergleich hervorragend da. Viele kleine und mittlere Unternehmen sind Weltmarktführer.

EXPORTWELTMEISTER,  
INNOVATIONSEUROPA MEISTER:

Investieren Sie mit uns in  
„Leistung Made in Germany“.



FPM AG

[www.fpm-ag.de](http://www.fpm-ag.de)

Freiherr-vom-Stein-Str. 11  
D-60323 Frankfurt am Main

# Value meets Momentum

## Über die Kombination zweier bewährter Analysemethoden

Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch



*Dipl.-Kfm. Werner Krieger, CEFA, seit 1994 in der Finanzbranche tätig, ist geschäftsführender Gesellschafter der GFA Vermögensverwaltung GmbH und spezialisiert auf die Entwicklung von Handels- und Vermögensverwaltungsstrategien.*



*Dr. Werner Koch, theoretischer Physiker und seit 1994 in der Finanzbranche, ist geschäftsführender Gesellschafter der quantagon financial advisors GmbH in Frankfurt, eines auf quantitativ gesteuerte Anlagestrategien spezialisierten Finanzdienstleisters.*

Seit Jahrzehnten belegen viele wissenschaftliche Studien, dass Anlagestrategien auf der Basis der Faktoren „Value“, „Momentum“ oder auch „Size“ den Markt outperformen. Vorreiter in der Erforschung wertorientierter Anlagestrategien waren Graham und Dodd, die ihre Erkenntnisse schon 1934 veröffentlichten. 1997 kamen die Ergebnisse zur Outperformance von Momentumstrategien durch Untersuchungen von Carhart hinzu. Für die Praxis ist von Bedeutung, dass die Faktoren „Momentum“ und „Value“ bezüglich ihrer Outperformance zum Markt bzw. zur Benchmark oft negativ, zumindest aber nur gering miteinander korreliert sind. In der Folge ergibt sich durch die Kombination beider Strategien die Möglichkeit, ein Portfolio mit einem wesentlich ruhigeren Ertragspfad zu konstruieren.

### 1. Marktpsychie führt zu divergierenden Einschätzungen

Doch warum ergänzen sich Value- und Momentumfaktor so gut? Zunächst einmal ist die Vorgehensweise von Value- und Momentuminvestoren sehr unterschiedlich. Value-Investoren sind fundamental orientiert und selektieren Aktien nach fundamentalen Kennzahlen wie Kurs-Buchwert-Verhältnis, Kurs-Gewinn-Verhältnis oder Dividendenrendite. Momentuminvestoren hingegen sind eher technisch orientiert und investieren vorwiegend regelbasiert. Sie selektieren die aktuell trendstärksten Aktien des Anlageuniversums. Value-Investoren wiederum investieren oft zyklusunabhängig; sie versuchen, frühzeitig billig zu kaufen und später teuer zu verkaufen. Momentuminvestoren hingegen kaufen zyklisch die Werte, deren Aktienkurse in einem bestimmten Zeitfenster am stärksten gestie-

gen sind – unabhängig von Fundamentaldaten. Dort spielt also nur der Verlauf der Aktienkurse selbst eine Rolle.

Beide Strategien funktionieren allerdings nur deshalb, weil Anleger verhaltensbedingten Verzerrungen unterliegen und sich daher als Investoren irrational verhalten. Der Value-Investor z.B. profitiert davon, dass schlechte kurzfristige Fundamentaldaten psychologisch bedingt die Aktienkurse zu sehr nach unten drücken. Dies ist die Chance für einen günstigen Einstieg des Value-Investors. Der Momentuminvestor hingegen profitiert davon, dass sich anfänglich gute kurzfristige Fundamentaldaten nicht sofort in entsprechend höheren Aktienkursen niederschlagen – man traut eben dem Braten noch nicht. Auf positive Neuigkeiten zu späteren Gewinneraktien wird zunächst tendenziell unterreagiert. Erst wenn sich die positiven Meldungen häufen, kommt es sukzessive zu positiven Kursreaktionen, die sich in der Momentumphase weiter fortsetzen. Anleger reagieren also zunächst zu schwach auf die ersten positiven Meldungen. Diese anfängliche Unterreaktion aber hat Fehlbewertungen der Finanz-/Aktienmärkte zur Folge.

Generell führt also dieses Investorenverhalten dazu, dass Anleger, die entsprechende Anlagestrategien umsetzen, verhaltenspsychologisch bedingte Fehlbewertungen der breiten Masse ausnutzen und damit ein echtes nachhaltiges Alpha erzielen. Gerade das Momentum wird von vielen Wissenschaftlern als die bedeutendste Anomalie auf den Kapitalmärkten bezeichnet. Kein Geringerer als Eugene Fama deutete daher an, dass das Momentum die peinlichste Angelegenheit für die Theorie der

Tab. 1: Ausgewählte Faktoren im Vergleich zum S&P 500

	Momentum	Value	Growth	S&P 500
CAGR	16,85%	21,41%	8,70%	9,95%
Standardabweichung	22,61%	31,92%	19,95%	19,09%
Abweichung nach unten	16,71%	21,34%	14,41%	14,22%
Sharpe Ratio	0,66	0,41	0,35	0,41
Sortino Ratio (MAR = 5%)	0,79	0,54	0,37	0,45
Größter Drawdown	-76,95%	-91,67%	-85,01%	-84,59%
Schlechteste Monatsrendite	-28,52%	-43,98%	-30,65%	-28,73%
Beste Monatsrendite	28,88%	98,65%	42,16%	41,65%
Monate mit Gewinn	63,16%	60,51%	59,09%	61,74%

Der Faktor „Momentum“ ist in den meisten aufgeführten Kategorien sowohl den anderen Faktoren als auch dem Gesamtindex überlegen. Während die Faktoren unter dem Renditeaspekt den Index outperformen (z.B. CAGR (Compound Annual Growth Rate, durchschnittliche Jahresperformance), Monatskennzahlen, teilweise Ratios), kann dieser bei den Risikokriterien durchaus mithalten. Quelle: Momentum-Strategien für Stockpicker, Gray & Vogel, S. 94.

Markteffizienz sei. Betrachtet man exemplarisch die historischen Ergebnisse der Value- und Momentumstrategie, angewendet auf die 500 Aktien des S&P 500 von 1927 bis 2014, so wird die langfristige Überlegenheit dieser Strategien deutlich (Tab. 1).

Auch das Verhältnis von Rendite zu Risiko (Sharpe- und Sortino-Ratio) verbessert sich im Vergleich zum S&P 500. Die Krux liegt jedoch in der mitunter kurz- bis mittelfristigen Unterlegenheit der Strategien in bestimmten Zeiträumen im Vergleich zur Benchmark. Diese Unterlegenheit schüttelt dann regelmäßig ungeduldige Anleger aus den Strategien heraus. So schnitt die Momentumstrategie auf dem amerikanischen Aktienmarkt im Zeitraum 1930 bis 2009 in sieben von acht Jahrzehnten besser ab als der Index; doch Phasen der vorübergehenden Underperformance gab es eben auch hier. Für Finanzberater und Fondsmanager sind das dann sehr schwierige Phasen, da Durchschnittsanleger i.d.R. kurzfristig denken, ihren Berater dementsprechend kritisch beurteilen und sich stattdessen an die Wertentwicklung eines Index klammern.

Die Masse der Fondsmanager wird ihrer ursprünglichen Value- oder Momentumstrategie in diesen demütigenden Phasen regelmäßig untreu. Mit einem Abweichen von der Erfolgsstrategie kann man dann zwar den Markt bzw. die Benchmark nicht nachhaltig schlagen, man wird aber wenigstens als „cleverer“ Fondsmanager oder kompromissbereiter Vermögensverwalter besser überleben können. Der ständige Vergleich mit der Benchmark verhindert somit das Wahrnehmen langfristiger Chan- ►



## Die Zukunft Ihrer Immobilie

Quelle: Jakub Jirsák - stock.adobe.com

### Kostenlose Beratung und Wertermittlung im Großraum München - seit 1987

## VOSS GMBH IMMOBILIEN

✉ Engelhardstr. 10  
81369 München

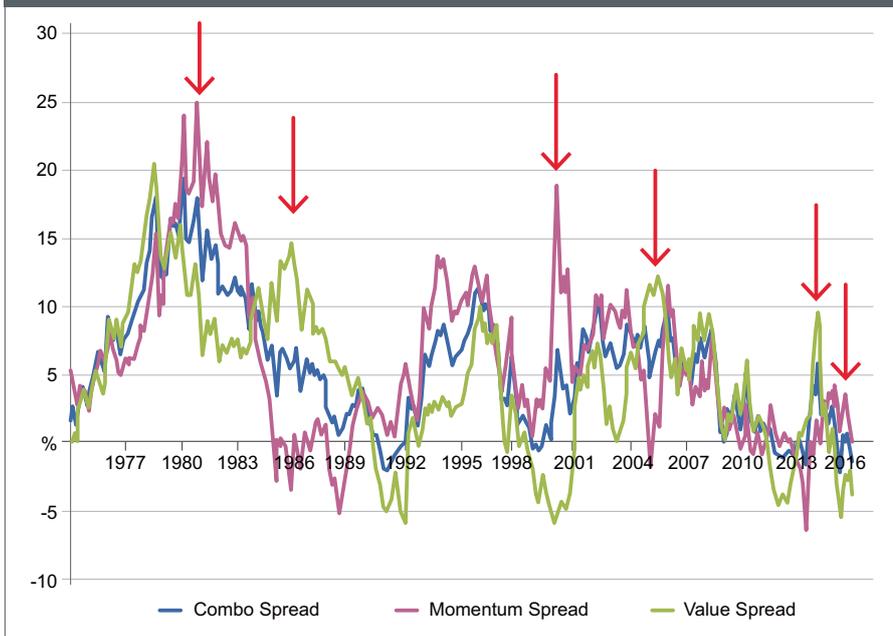
@ info@immobilien.expert

☎ 089 / 54215121

🌐 www.immobilien.expert

Geschäftsführer:  
Burkhard Voss

Abb. 1: Value und Momentum – gemeinsam stark



Unterschiedliche Phasen der Relativen Stärke von Value- und Momentumstrategien gegenüber dem Marktindex S&P 500; die roten Pfeile markieren ausgeprägte gegenläufige Wertentwicklungen. Durch die Kombination („Combo“) beider Strategien entsteht ein deutlich gleichmäßigerer Verlauf der Outperformance (blaue Linie), gleichzeitig werden Phasen mit Wertverlusten (Drawdowns) reduziert.

Quelle: Dr. Gray und Dr. Vogel, [www.alphaarchitect.com](http://www.alphaarchitect.com)

cen und überdurchschnittlicher Renditen zum kurzfristigen Schutz des eigenen beruflichen Überlebens!

Betrachten wir dazu mithilfe der Abb. 1 den Zeitraum 1994 bis 2000. In dieser Zeitspanne kamen Value-Investoren (grüne Linie) unter die Räder, und die bekannte Finanzzeitschrift Barron's formulierte z.B. 1999 in dem denkwürdigen Artikel „What's Wrong, Warren?“ die Vermutung, dass der Value-Investor Warren Buffett sein magisches Händchen wohl verloren habe. Viele Fondsmanager, die damals ihrem Stil treu blieben, haben ihr letztes Hemd verloren, so z.B. auch der Value-Spezialist Julian Robertson. Lukrative Fehlpreisbewertungen werden eben nicht immer bereits nach kurzer Zeit vom Markt entdeckt und entsprechend bereinigt; und so sagte schon John Maynard Keynes: „Die Märkte können länger irrational bleiben, als man solvent bleiben kann.“

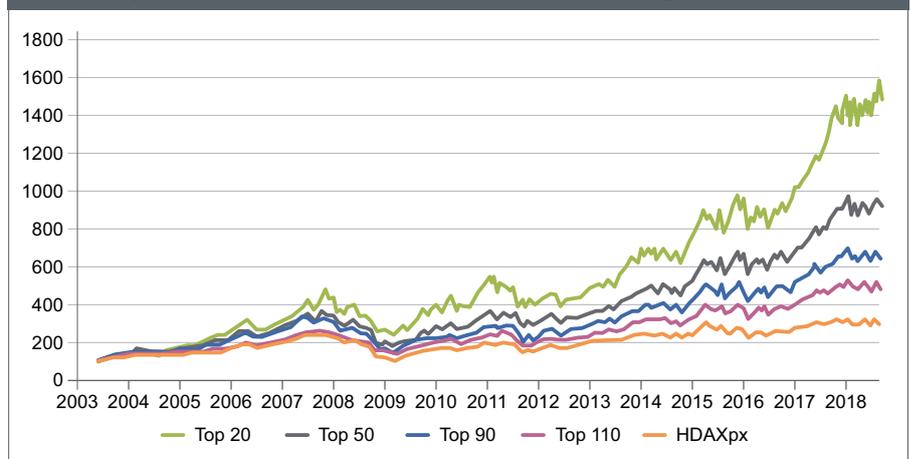
Für disziplinierte Strategen jedoch sind gerade dies die Phasen, in denen die sogenannten zitterigen Hände weniger infor-

mierter Anleger ausgesiebt werden; der ideale Nährboden also für einen neuerlichen Erfolg von vorübergehend nicht funktionierenden Strategien aus beiden

Kategorien. Zudem ist dieses im Zeitablauf immer wiederkehrende menschliche Fehlverhalten der Anleger die Garantie dafür, dass diese Marktanomalien immer Bestand haben werden. Der Mensch wird immer seinen Gefühlen unterliegen und sich dementsprechend eben zutiefst menschlich verhalten. Es gibt aber eine ideale Möglichkeit, vorübergehende Durststrecken einzelner Strategien, wie sie bei Value oder Momentum auftreten, deutlich zu verringern und Anleger zu ihrem eigenen Wohl bei der Stange zu halten. Betrachten wir dazu die Analyse zum S&P 500 in Abb. 1: In rollierenden Fünfjahreszeiträumen werden die Über- und Unterrenditen der Value- und der Momentumstrategie gegenüber dem Index aufgezeigt.

Liegt die Linie der Momentum- oder Value-Strategie über der Nulllinie, so erzielt die Strategie einen Mehrwert in Bezug auf die Benchmark. Interessant ist nun zu sehen, dass beide Strategien in unterschiedlichen Phasen eine Outperformance gegenüber dem Index erzielen. Während Value im Zeitraum 1998 bis 2001 stark litt, ist die Outperformance der Momentumstrategie zum Index förmlich explodiert. Gewichtet man nun in einem Depot oder Fonds beide Strategien mit jeweils 50%, so verkürzen sich die Phasen unter-

Abb. 2: Weniger ist mehr – konzentriertes Momentumportfolio ist überlegen



Mit einer Strategie, die sich nur 20 momentumstarker Titel aus dem HDAX bedient, ist man sowohl einer höheren Anzahl ausgewählter Titel als auch dem Gesamtindex deutlich überlegen. Bereits eine Gleichgewichtung („Top 110“) kann den kapitalmarktgewichteten HDAX-Kursindex (HDAXpx) langfristig outperformen. Es wurden Kursdaten verwendet, Transaktionskosten sind unberücksichtigt.

Quelle: eigene Berechnungen

Tab. 2: Kennzahlen bei unterschiedlicher Anzahl der Momentum-Topwerte

Titelauswahl	Performance in % p.a.	Max. Drawdown	Aufholdauer/ Monate
20	19,50%	-52%	40
50	15,80%	-54%	43
90	13,10%	-61%	72
110 (gleichgewichtet)	11,00%	-64%	81
110 – Index HDAXpx	7,50%	-58%	98

durchschnittlicher Wertentwicklung (Abb. 1, blaue Linie (Combo Spread)) rollierender Fünfjahreszeiträume sowohl zeitlich als auch in ihrer Ausprägung sehr stark. Das Ausmaß der Underperformance ist in der Kombination viel geringer als bei den beiden Einzelstrategien. Die Under- bzw. Outperformance beider Strategien korreliert oft sogar negativ, was den Ertragspfad der aggregierten Strategie spürbar verstetigt (siehe rote Pfeile in Abb. 1). Zu diesem Ergebnis kommen auch Asness, Moskowitz und Pedersen in einer Untersuchung, die

2013 im Journal of Finance Nr. 68, S. 929–985, veröffentlicht wurde.

## 2. Small Caps als Turbo für Value und Momentum

Zahlreiche Studien belegen, dass Value und Momentum eine höhere Performance erzielen, wenn der Small-Cap-Effekt beachtet wird. Kleine Aktien, über die nur von wenigen Analysten berichtet wird und denen weniger Beachtung geschenkt wird, verzeichnen dadurch vor allem höhere Momentum- und Value-Gewinne. Bezüg-

*Negativer Effekt einer Diversifikation – „Diworsification“: Da stets (gleichgewichtet) in die Top-Momentum-Titel investiert wird, verfügt eine geringere Anzahl allozierter Titel über ein höheres Gewinn-, vor allem aber Aufholpotenzial nach Drawdowns. Solche Wertverluste lassen sich aufgrund der oftmals hohen Einzelwertkorrelationen bei Marktrückgängen allerdings nicht vermeiden. Datenbasis: 30.5.2003–21.9.2018*

*Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen*

lich der höheren Momentumgewinne haben dies Hong, Lim und Stein im Journal of Finance Nr. 55 aus dem Jahre 2000 in ihrem Artikel „Bad News Travels Slowly“ erläutert. Unabhängig davon stellte Banz bereits 1981 fest, dass sich mit Aktien von kleineren Unternehmen, also mit geringer Marktkapitalisierung, tendenziell höhere Renditen erzielen lassen als mit Aktien, die eine hohe Marktkapitalisierung aufweisen. Für verhaltenspsychologisch bedingte Marktanomalien wie Value und Momentum ist der Size-Effekt also ein ►

Anzeige

## Endlich sind Seitwärtsmärkte wieder spannend:

Bei unseren bewährten Inline- und den neuen Seitwärts-Optionsscheinen erhalten Anleger eine Rückzahlung von 10 Euro, wenn der Basiswertkurs bis zum Laufzeitende zwischen zwei Barrieren bzw. Maximalbetragsschwellen bleibt.

Mehr erfahren:

[www.inline-optionsscheine.de](http://www.inline-optionsscheine.de)  
[www.seitwaerts-optionsscheine.de](http://www.seitwaerts-optionsscheine.de)



## VERLIEBT IN QUALITÄT.

**EIN HERZ FÜR  
SEITWÄRTSMÄRTE.**



Tab. 3: Aktives Risikomanagement reduziert Verlustpotenzial

	Kombination mit Trend (netto)	Kombination (netto)	S&P 500 TR Index
CAGR	16,57%	18,10%	11,16%
Standardabweichung	17,97%	21,38%	15,45%
Abweichung nach unten	13,31%	14,96%	11,05%
Sharpe Ratio	0,67	0,66	0,45
Sortino Ratio (MAR = 5%)	0,9	0,94	0,62
Größter Drawdown	-26,18%	-60,16%	-50,21%
Schlechteste Monatsrendite	-25,45%	-26,56%	-21,58%
Beste Monatsrendite	28,69%	28,69%	16,81%
Profitable Monate	70,93%	61,18%	61,59%

In dem Kombinationsportfolio kann bereits ein einfacher Indikator (Spalte „Kombination mit Trend“) für eine Aktienausstiegssteuerung den größten Drawdown mehr als halbieren und den Performanceverlauf insgesamt beruhigen (vgl. „Profitable Monate“ und „Standardabweichung“).

Quelle: Momentum-Strategien für Stockpicker, Gray & Vogel, S. 238.

Turbo für eine weitere Verbesserung der Wertentwicklung. Der Anleger wird für den Size-Effekt aufgrund des Liquiditätsrisikos kleinerer Titel zusätzlich belohnt.

### Diworsification vermeiden!

Die besten Ideen zu verwässern ist sicherlich keine gute Strategie. Selbst einige Smart-Beta-Fonds tun dies, sodass deren eigentlicher Value- oder Momentumcharakter in den Hintergrund tritt. Dass es sich lohnt, konzentrierte Portfolios aufzubauen, möchten wir anhand des Faktors Momentum bezogen auf das 110 Aktien umfassende Anlageuniversum HDAX in der Abb. 2 auf Seite 28 aufzeigen. Die Wertentwicklung im Vergleich zum Index (hier der Kursindex HDAXpx) erhöht sich systematisch, je weniger Momentumtitel aus den 110 Titeln des HDAX-Universums selektiert und dann gleichgewichtet allokiert werden. Aber selbst

der gleichgewichtete HDAX („Top 110“), bei dem die Aktien nicht nach der Marktkapitalisierung wie im Index selbst berücksichtigt, sondern mit gleichen Gewichten vertreten sind, läuft besser als der HDAXpx. Auch diese Erkenntnis ist nicht neu. Zu beachten ist ferner, dass der maximale Drawdown, also die größte bisherige Korrektur, bezogen auf den Zeitraum seit 2003, bei weniger Titeln zwar geringer ausfällt (Tab. 2), einen insgesamt recht hohen Wertverlust aber nicht vermeiden kann. Immerhin wird die Aufholdauer des Drawdowns deutlich reduziert.

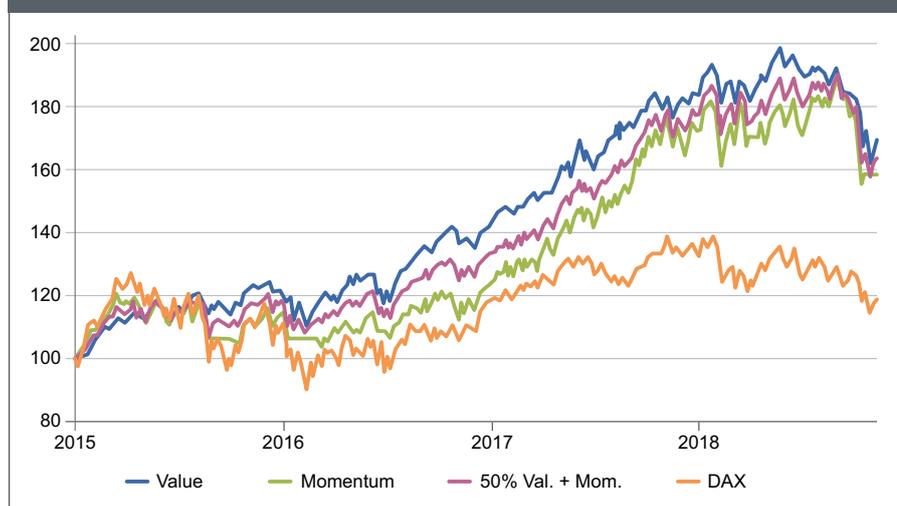
### 3. Baissephasen erfordern aktive Risikosteuerung

Mit strikter Umsetzung der Faktoren Value und Momentum in Form konzentrierter Portfolios (begrenzte Anzahl der Einzelwerte, Stichwort Diworsification) unter Beachtung des Size-Effektes und mit jährlichem Rebalancing wird der Aktienmarkt in beeindruckender Weise langfristig outperformt. Doch egal, wie ein Aktiendepot aufgebaut wird: Größere Drawdowns, also Korrekturphasen, sollten stets durch ein Risiko-Overlay vermieden werden – so sind Baissephasen die Achillesferse der Titelselektion!

In ihrem Buch „Momentum-Strategien für Stockpicker“ zeigen die beiden Autoren Dr. Wesley Gray und Dr. Jack Vogel die intelligente Evolution von einer simplen Buy-and-Hold-Investition in den S&P 500 hin zu einem faktorbasierten Portfolio – ebenfalls gebildet aus den Aktien des S&P 500. Kombiniert werden dabei die Faktoren Momentum und Value (in Tab. 3 als „Kombination“ bezeichnet). Das Portfolio wird dann jeweils zum 1. Januar einem jährlichen Rebalancing unterzogen. Der in der Tabelle betrachtete Zeitraum erstreckt sich vom 1.1.1974 bis zum 31.12.2014.

Zum aktiven Risikomanagement wird ein unabhängiger Crash-Schutz über das Portfolio gelegt. Der Crash-Schutz besteht lediglich aus einem simplen gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitt des S&P 500. Wenn dieser nach unten durchbrochen wird, werden alle Aktien verkauft; wenn er hingegen nach oben hin überwunden wird, wird wieder in die entsprechenden Aktien investiert. Signale zum Kauf oder Verkauf der Aktien tauchen

Abb. 3: Portfolio aus Value- und Momentumzertifikaten



Zwei Zertifikate mit Value- und Momentumstrategien, deren Kombination und der Vergleich mit einer (kostenfreien) Buy-and-Hold-Position im DAX. Die Momentumstrategie verfügt bereits über ein Risiko-Overlay mittels GFA-Börsenampel. Die Risiko- und Ertragskennzahlen der kombinierten Faktorstrategie sind der Buy-and-Hold-Indexstrategie deutlich überlegen, zudem ergänzen sich im Zeitverlauf unterschiedlich starke Phasen der beiden Faktorstrategien zu einem insgesamt ausgewogeneren Performanceverlauf.

durch diesen Crash-Schutz sehr selten auf, sodass kaum zusätzliche Transaktionskosten zu Buche schlagen. Damit geht aber eine Verbesserung der Risikokennzahlen trotz wesentlich höherer Renditen einher. Einer durchschnittlichen Rendite von 16,57% stehen dadurch 11,16% aus dem S&P-500-Buy-and-Hold-Ansatz gegenüber. Der maximale Drawdown beträgt dabei nur noch -26,18%, beim Buy-and-Hold-Ansatz hingegen -50,21%. Entsprechend sind auch die Risiko-Rendite-Relationen wesentlich besser als bei einem statischen S&P-500-Buy-and-Hold-Ansatz (vgl. Tab. 3).

#### 4. Zum Schluss: ein Beispiel zum Nachbauen

Will man solch eine kombinierte Strategie nachstellen, so wird man mit zwei hierfür geeigneten Zertifikaten für den deutschen Aktienmarkt fündig, die jeweils zu 50% gewichtet und zum 1. Januar rebalanciert werden könnten. Eines ist ein vor rund fünf Jahren aufgelegtes Value-Zertifikat (ISIN: DE000LS8VSD9) für kleinere deutsche Werte, das andere wurde vor vier Jahren als wikifolio-Momentum-Zertifikat\* auf HDAX und SDAX (ISIN: DE000LS9L1S1) mit Risiko-Overlay aufgelegt.

#### Fazit

Die Kombination der gezeigten Faktorstrategien ist auf längere Sicht einer einzelnen Strategie wie auch einem Buy-and-Hold-Ansatz überlegen. Die Kombination der Strategien überwindet

Tab. 4: Kennzahlen der Zertifikatekombination

Jahr	DAX	Value	Momentum	50% Value + 50% Mom.
2015	10,0%	21,1%	13,9%	17,8%
2016	6,8%	16,7%	8,2%	12,9%
2017	13,9%	29,7%	39,6%	32,8%
2018	-12,1%	-9,0%	-8,2%	-8,2%
kumuliert	17,7%	66,8%	57,9%	62,2%
max. Drawdown	-29,3%	-20,5%	-18,3%	-17,0%

*Die Kombination der beiden Zertifikate führt zu einem ruhigeren Ertragsverlauf und verbesserten Risikokennzahlen Zeitraum: 1.1.2015 bis 9.11.2018*

deren jeweiligen Schwächephasen. Generell sollte aber ein zusätzlicher Risikoansatz zur Vermeidung hoher und langandauernder Drawdowns zum Einsatz kommen, da die Einzelstrategien in Baissephasen nur begrenzten Schutz vor diesen bieten.

*\*) Dieses Zertifikat wird gemäß den Signalen gemanagt, die die Autoren Werner Krieger und Dr. Werner Koch in ihrer regelmäßigen Kolumne „Quantitative Analyse“ (in diesem Heft auf S. 45) beschreiben.*

Anzeige

Foto: INIT | Kerstin Groh



Besuchen Sie uns auf dem EKF in Frankfurt:  
am 26. Nov. 2018 um 16:30 Uhr im Raum London

## Einfach mit System.

Seit über 35 Jahren macht init den öffentlichen Personenverkehr schneller, effizienter und attraktiver. Für Verkehrsunternehmen und Fahrgäste.

init ist heute der weltweit einzige Anbieter, der das komplette Aufgabenspektrum von Verkehrsunternehmen abdeckt. Inzwischen verlassen sich mehr als 600 Kunden auf unsere Lösungen.

**init**

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

ISIN: DE0005759807 | ticker: IXX

Inside

# Small is beautiful

## Renditen aus der zweiten Reihe

Nebenwerte sind in vielen Depots das sprichwörtliche Salz in der Suppe. Vielfach bieten sie höhere Erträge als klassische Blue Chips, in schwachen Phasen können Verluste in diesem Segment auch deutlicher ausfallen. Versierten Fondsmanagern gelingt es allerdings durchaus, mit gelungenem Stock Picking und Diversifikation auch bei Nebenwerten die Nerven der Anleger zu schonen.

### Ein Deutscher in Paris

Der von Armin Zinser gemanagte Prévoir Perspectives (WKN: A1XCQU) investiert in aussichtsreiche Small- und Mid Caps aus dem Euroraum. Der Fondslenker ist keinem speziellen Anlagesstil verpflichtet. Neben guten Wachstumsperspektiven wird

bei den ausgewählten Unternehmen, die häufig mittelständisch geprägt sind, auf ein exzellentes Management geachtet. In Banken wird nicht investiert, Unternehmen mit staatlicher Beteiligung sieht der Fondsmanager, der sich in der Tradition der Österreichischen Schule verortet, äußerst kritisch. Zu den aktuellen Top-Titeln des Portfolios zählen Wirecard, USU Software und CANCOM. Auf unterschiedlichen Zeitebenen hat der Fonds Top-Ergebnisse erzielt. Auf Sicht von drei Jahren lag die Performance bei +28%.

### Deep Value

Daniel Gehlen und Marc Bräutigam sind heuer mit einem neuen Nebenwertefonds, dem Gehlen Braeutigam Value HI (WKN:

A2JQHQ), an den Start gegangen. Die beiden Ex-Investmentbanker, die zahlreiche Erfahrungen in der Beratung von Private-Equity- und IPO-Prozessen gesammelt haben, setzen vor dem Hintergrund ihrer beruflichen Erfahrungen auf eine möglichst tiefgehende Prüfung von Unternehmen. Im Unterschied zu vielen auf Growth-Themen ausgerichtete Nebenwertefonds verfolgen sie einen eher klassischen Value-Ansatz, der sich mehr an Benjamin Graham („Deep Value“) als an Warren Buffett orientiert. Ca. 28% sind aktuell in Großbritannien allokiert, einem Land mit zahlreichen börsennotierten Nebenwerten, die aufgrund der gegenwärtigen politischen Unsicherheiten außergewöhnlich günstig sind.

### Micro-Cap-Expertise

Sébastien Lagarde, Nebenwerte-Experte bei der Pariser Boutique Mandarine Gestion, setzt im Mandarine Europe Microcap (WKN: A2AQ7L; +19% in drei Jahren) auf ein hochdiversifiziertes Portfolio von über 180 Titeln. Investiert wird in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung

Die Fondsrubrik wird Ihnen  
mit Unterstützung von **V|U|V**  
Verband unabhängiger Vermögensverwalter  
in Deutschland e.V.  
präsentiert von:

**AQLT** AQUA-  
LUTUM

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

**BANTLEON**  
Institutional Investing

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

**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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

**HEEMANN**  
VERMÖGENSVERWALTUNG

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

**LA ROUTE**  
ASSET MANAGEMENT

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

**LOYS**  
AKTIEN ALS ÜBERZEUGUNG

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

**PRÉVOIR**  
Asset Management

[www.sgprevoir.com/de](http://www.sgprevoir.com/de)

**prima**  
Fonds

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

**SCHMITZ & PARTNER AG**  
Privates Depotmanagement

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

**BB StarCapital**

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

**UNIVERSAL INVESTMENT**

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

von maximal 800 Mio. EUR. Ein Schwerpunkt des Fondsportfolios liegt mit 34,3% auf Großbritannien. Zu den am höchsten gewichteten Titeln, die alle unter 1% des Portfolios ausmachen, zählt der britische Öl- und Gasexplorer Serica Energy.

### Fokus Asien

Mit dem von Chetan Sehgal verantworteten Templeton Asian Smaller Companies Fund (WKN: A0RAKP) haben Euroanleger in den vergangenen zehn Jahren herausragende 431% erzielt. Zu den Top-Holdings zählen der indische Mischkonzern Bajaj Holdings & Investment sowie der koreanische Sportartikelhersteller Fila Korea. Das Fondsmanagement sucht schwerpunktmäßig Unternehmen, die mit Blick auf das erwartete Gewinnwachstum in den kommenden fünf Jahren günstig bewertet sind. Ins Auge sticht, dass der Fonds auch in schwierigen Phasen Verluste gut begrenzen konnte. Ein Beispiel: Von Oktober 2017 bis Oktober 2018 hat der MSCI All Country Asia ex Japan Small Cap Index ein Minus von 15,7% verbucht, der Fonds hat dagegen im selben Zeitraum nur 8% verloren.

### Nebenwerte-ETF

Der iShares STOXX Europe Small 200 (WKN: A0D8QZ) bildet die Wertentwicklung der nach Marktkapitalisierung kleinsten Unternehmen des STOXX Europe 600 ab. Die Gesamtkostenquote liegt im Vergleich zu aktiv gemanagten Nebenwertefonds bei unschlagbar günstigen 0,2% p.a. Anleger konnten mit dem ETF in den vergangenen drei Jahren 13,3% erzielen. Unter den Sektoren dominieren mit 20% Industrietitel und mit 19% Finanzunternehmen.

### Innovative Gesundheitsaktien

Mit dem Medical BioHealth (WKN: 941135), der sich auch in unserem Fondsmusterdepot (S. 37 unten) befindet, investieren Anleger schwerpunktmäßig in Nebenwerte aus dem Gesundheitssektor. Die Firmen aus der zweiten Reihe bieten hohes medizinisches Innovationspotenzial. Viele der Unternehmen sind attraktive Übernahmeobjekte größerer Pharmaunternehmen. In dem Sektor ist es mit einer Finanzanalyse der Unternehmen nicht getan, notwendig ist u.a. eine spezielle medizinische Expertise.

Bislang ist dem Management die Identifikation von Innovations-treibern aus der zweiten Reihe sehr gut gelungen. In den vergangenen fünf Jahren haben Anleger knapp 103% erzielt.

### Spezialitäten aus der zweiten Reihe

Im DO – RM Special Situations Total Return (WKN: A2H7AZ) wird in Spezialsituationen im Nebenwertesegment wie z.B. in ein missverstandenes Geschäftsmodell oder eine Restrukturierung investiert. Das Portfolio ist fokussiert, dabei werden chancenorientierte Geschäftsmodelle, die hohes Wachstumspotenzial bieten, mit eher defensiven Unternehmen kombiniert, die eine besondere Bilanzqualität aufweisen oder möglichst wenig von Konjunkturzyklen betroffen sind.

### Mit unternehmerischem Blick

Carl Schill, Fondsenker des Value Partnership Fonds (WKN: A14UV3; +8,6% in drei Jahren), hat selbst umfangreiche Erfahrung als Unternehmer – mit diesem Blick wählt er über einen Bottom-up-Ansatz die Aktien des Fonds aus. Er versteht sich als klassischer Value-Investor und investiert mit einer Margin of Safety von mindestens 30%. Durch die aktuellen Kursrückgänge hat sich die Sicherheitsmarge im Fondsportfolio im Schnitt bis auf 50% ausgeweitet. Besonders am Herzen liegen ihm Nebenwerte mit überzeugendem Geschäftsmodell, die von Megatrends profitieren und als Hidden Champions in ihren Nischen Marktführer sind. Aktuell sind STEICO und GK Software im Fonds hoch gewichtet.

### Schwaches Ergebnis

Eine deutlich unterdurchschnittliche Performance lieferte der Oddo BHF Euro Small Cap Equity (WKN: A0LED0) in den vergangenen Jahren ab. Auf Sicht von drei Jahren wurde ein schmaler Ertrag von 1,6% erzielt. Fondsmanager Jürgen Heinz legt stark diversifiziert in Nebenwerte aus der Eurozone an. Neben deutschen Titeln (22,7%) wie z.B. Aurubis und Evotec ist Italien mit 17% stark im Fonds vertreten. Mit einer Kostenbelastung von aktuell 2,16% ist der Fonds mit diesem Performance-Hintergrund deutlich zu teuer.

*Christian Bayer*

### Nebenwerte-Fonds/-ETFs

Bezeichnung	WKN	Performance		Max. Drawdown (3 Jahre) in %	Volumen in Mio. EUR
		1 Jahr	3 Jahre		
Belfius Equities Europe Small & Mid Caps	A0YD9D	-1,6	14,9	-19,8	281,9
Comgest Growth Europe Smaller Companies	631027	9,6	31,5	-18,6	284,9
DO–RM Special Situations Total Return	A2H7AZ	k. A.	k. A.	k. A.	14,2
Gehlen Braeutigam Value HI	A2JQHQ	k. A.	k. A.	k. A.	6,5
iShares STOXX Europe 200 ETF	A0D8QZ	-2,4	13,3	-20,7	419,2
Mandarine Europe Microcap	A2AQ7L	-6,9	19,0	-19,0	143,1
Medical BioHealth	941135	15,0	24,1	-29,5	221,6
Oddo BHF Euro Small Cap Equity	A0LED0	-14,7	1,6	-23,4	125,5
Prévoir Perspectives	A1XCQU	-8,2	27,9	-19,6	61,5
SPDR S&P 400 Mid Cap ETF	A1JSHV	8,4	30,0	-15,7	904,1 (USD)
Templeton Asian Smaller Companies Fund	A0RAKP	-2,1	16,6	-20,7	1.459,0 (USD)
Value Partnership Fonds	A14UV3	-13,6	8,6	-22,1	15,4

*Quellen: Fondsgesellschaften, Morningstar, onvista*

## Fondskongress

## Breite Palette

Eindrücke vom Trierer  
Fondskongress

Dirk Stöwer, Geschäftsführer der Kontor Stöwer Asset Management GmbH und Fondsmanager des Nestor Europa Fonds (WKN: 972878), hat im Oktober zum vierten Mal zum Fondskongress nach Trier eingeladen. Das frühere Augusta Treverorum war nicht nur Residenz römischer Kaiser – im 19. Jahrhundert wurde in Trier auch Karl Marx geboren. Die Vorstellung bereits bewährter und neuer Fondskonzepte stand im Jahr Marx' 200. Geburtstages unter dem Motto „Aktienfonds sind die beste Antwort auf Karl Marx!“. Statt theoretischer Anleitung zu sozialistischer Armut für alle stand die praktische Chance auf Wohlstandsmehrung für Anleger auf der Tagesordnung.

**Freizeitfonds**

Der Themenfonds Invesco Global Leisure (WKN: 974035) setzt ganz auf den Wandel des Freizeitbereichs in all seinen Facetten. Der Fondsmanager Ido Cohen sucht Top-Picks unter den Unternehmen, die von den Veränderungen bei Einkauf, Kommunikation und Freizeitangeboten in besonderer Weise profitieren. Neben Online-Shopping gehören die mobile Internetnutzung und der damit zusammenhängende Werbemarkt, Videospiele und die Datenversorgung zu den wesentlichen Wachstumstreibern. Das Portfolio besteht aus bis zu 75 Einzeltiteln, darunter aktuell Amazon und Electronic Arts. In den letzten drei Jahren haben Anleger mit dem Themenfonds 34,7% verdient. Mit der Aktienausswahl hat das Fondsmanagement Sektorenindizes und den breiten Markt deutlich outperformt.

**Anleihspezialitäten**

Nachrangsanleihen stehen im Fokus des Aramea Rendite Plus (WKN: A0NEKQ). Fondsmanager Sven Pfeil nutzt u.a. den regulatorischen Rückenwind durch Basel III und Solvency II für die Hybridanleihen der Banken und Versicherungen. In der

Zinswüste erwies sich der Fonds als Oase, Anleger konnten auf Sicht von fünf Jahren ein Plus von 17,8% erwirtschaften.

**Regelgebundene Rohstoffinvestments**

Rohstoffinvestments haben ihre eigenen Schwierigkeiten, z.B. können sogenannte Rollverluste an den Terminmärkten entstehen. Der Tresides Total Return Commodities (WKN: A2DJT1) verfolgt einen regelgebundenen Ansatz, der auch für Investoren geeignet ist, denen Long-only-Investments in Commodities zu riskant sind. Ein Bündel von Indikatoren bestimmt das Long- und Short-Exposure in zwölf Rohstoffen. Zum Anlageuniversum zählen 18 Rohstoffe, Agrar, Grundnahrungsmittel und Viehwirtschaft sind nicht dabei. Seit Auflegung des Fonds im März 2017 haben Investoren 7,5% hinzuverdient.

**Mit gutem Gewissen**

Der Mischfonds ÖkoWorld Rock 'n' Roll (WKN: A0Q8NL; +12,2% auf Sicht von drei Jahren) blickt mittlerweile auf einen zehnjährigen Track Record zurück. Investiert wird in eine breite nachhaltige Themenpalette, die u.a. Bildung, Recycling, regenerative Energien und Energieeffizienz umfasst. Zusätzlich greifen Ausschlusskriterien wie z.B. Diskriminierung, Menschenrechtsverletzungen und Kinderarbeit. In der Fundamentalanalyse werden die Qualität der Unternehmen, das Ergebniswachstum, die relative Bewertung und die Identifikation der Ergebnistreiber beurteilt. Es handelt sich hier um einen Mischfonds, der neben Aktien (25% bis 100%) auch in Renten investieren und Kasse halten kann.



Dirk Stöwer, Initiator des Trierer Fondskongresses und Geschäftsführer der KSAM GmbH

**Qualität, Value und Wachstum**

Wesentlicher Bestandteil der Investmentphilosophie des Fidecum avant-garde Stock Fund (WKN: A0B91Q) ist der Fokus auf Qualitätsaktien. Definiert wird Qualität u.a. durch Orientierung am Shareholder Value, starkes Gewinnwachstum und eine gute Marktposition des Unternehmens. Mit dem Q-GARP\*-Investmentansatz setzt Fondsmanager Anko Beldsnijder in seinem Fonds auf die Gewinner der Entwicklung zur digitalen Gesellschaft.

**RICAM-Modell**

Der Name des im September 2018 lancierten KSAM-RICAM Value<sup>2</sup> (WKN: A2JQHL) klingt nach einem mathematischen Modell. Ganz falsch liegt man damit nicht. Das RICAM-Modell wird zur Risikoanalyse in Unternehmen und zur Verbesserung unternehmensspezifischer Kennzahlen genutzt. Mithilfe des RICAM-Modells kann ein Rating erstellt werden, das über verschiedene Teilaspekte wie z.B. Finanzierungsqualität und Rentabilitätssituation einen tiefgehenden Einblick in die Unternehmen erlaubt. Fonds mit Nebenwertefokus, die ebenfalls beim Trierer Kongress vorgestellt wurden, wie der DO-RM Special Situations Total Return (WKN: A2H7AZ), der Medical BioHealth (WKN: 941135) und der Value Partnership (WKN: A14UV3), werden in der Rubrik Fonds Inside (S. 32/33) aufgegriffen.

Christian Bayer

\*) Q-GARP = Quality Growth at a Reasonable Price

## Kolumne

# Ersparnisse in akuter Gefahr

Gastbeitrag von Dr. Holger Schmitz, Vorstand der SCHMITZ & PARTNER AG – Privates Depotmanagement

Während die EZB an Niedrigzinsen festhält, liegt die Inflationsrate auf dem höchsten Stand seit Jahren. Dass die Ersparnisse der Deutschen bedroht sind, ist der Bundeskanzlerin jedoch gleichgültig. Für sie ist Inflation eine gute Möglichkeit, die hohen Bestände der Staatsschulden zu entwerten. Die Europäische Zentralbank (EZB) hält an ihrer Niedrigzinspolitik fest. Gleichzeitig liegt die Geldentwertung in Deutschland mit aktuell 2,5% auf dem höchsten Stand seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise. Für die Deutschen bedeutet das: Ihre Ersparnisse sind in akuter Gefahr.

Bundeskanzlerin Angela Merkel müsste jetzt eigentlich großes Interesse daran haben, dass die EZB endlich von ihrer Politik des billigen Geldes abrückt. Doch weit gefehlt. Merkel versagte bereits vor einigen Jahren Axel Weber ihre Unterstützung für einen Wechsel an die Spitze der Zentralbank. Damit machte sie den Weg frei für den Italiener Mario Draghi, der mit negativen Zinsen die Sparvermögen der Bürger entwertete. Und nun verzichtete die Bundeskanzlerin erneut darauf, mit Jens Weidmann einen auf Inflationsvermeidung bedachten Kandidaten als Präsidenten der EZB zu installieren. Doch warum sollte Frau Merkel auch auf Geldwertstabilität abzielen? Inflation hilft den Regierenden in Europa dabei, die turmhohen Bestände staatlicher Verbindlichkeiten zu entwerten. Da stört es wenig, wenn dadurch auch die Vermögen der Bürger angegriffen werden.

## Lebensversicherungen liegen auf dem Sterbebett

Ganz besonders gefährdet sind in diesem Szenario Kapitallebensversicherungen,

die in Deutschland gerade zur Altersvorsorge sehr häufig abgeschlossen werden. Rund 88 Mio. Lebensversicherungsverträge gibt es in Deutschland. Statistisch hat also jeder Bürger mehr als eine. Doch sie garantieren längst keine Sicherheit mehr. Im Gegenteil: Versicherten droht der Verlust ihrer eingezahlten Beiträge. Denn auf die deutschen Lebensversicherer kommen große finanzielle Schwierigkeiten zu, wenn die Leitzinsen weiterhin so niedrig bleiben.

Hierzu passt, dass der § 314 des Versicherungsaufsichtsgesetzes im Januar 2016 geändert wurde. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat nun direkten Zu- und Eingriff auf und in die Ersparnisse von Lebensversicherungskunden. In letzter Konsequenz führt dies dazu, dass Versicherte teilweise oder sogar ganz auf ihre Ansprüche verzichten müssen.

## Gold und Silber sind wieder interessant

Eine sinnvolle Alternative zu Kapitallebensversicherungen sind Edelmetalle. Gold und Silber überzeugen durch enorm hohe Wertbeständigkeit. Gerade Gold ist berühmt dafür, auch über sehr lange Zeiträume einen vollständigen Kaufkraftverlust zu gewährleisten. Seit Anfang 2018 ist der Preis für Gold zwar um rund 10% gefallen, der von Silber sogar um ca. 15%. Dieser Rückgang war jedoch maßgeblich durch eine hohe Anzahl an Short-Kontrakten bedingt, mit denen Spekulanten auf fallende Notierungen wetteten. Da keine fundamentalen Gründe für die Preisentwicklung vorliegen, könnte jetzt genau der richtige Zeitpunkt sein, in die Edelmetalle zu investieren. ■



*Dr. Schmitz ist bereits seit 1988 in der Vermögensverwaltung tätig und arbeitete mehrere Jahre bei der FIDUKA Depotverwaltung im direkten Austausch mit Börsenlegende André Kostolany zusammen, bevor er sich 1993 selbstständig machte. Neben der individuellen Beratung und dem persönlichen Depotmanagement erhalten Kunden durch die Kooperation mit der SCHMITZ & PARTNER AG – Privates Depotmanagement die Möglichkeit, in zwei sich ergänzende Vermögensverwaltungsfonds zu investieren: den Schmitz & Partner Global Offensiv sowie den Schmitz & Partner Global Defensiv. Die SCHMITZ & PARTNER AG – Privates Depotmanagement mit Sitz im Tessin, Schweiz, wurde 1997 zur individuellen Betreuung im Vermögensverwaltungsbereich gegründet. Die SCHMITZ & PARTNER AG arbeitet partnerschaftlich mit der 2005 ebenfalls von Dr. Holger Schmitz gegründeten Schmitz & Cie. GmbH – Individuelle Fondsberatung mit Sitz in München zusammen.*

## Interview

# „2018 war herausfordernd“

Smart Investor im Gespräch mit **Ufuk Boydak**, LOYS AG, über den Zeitfaktor beim Investieren und künftige Unsicherheiten an den Märkten



Ufuk Boydak, 32, ist Teilhaber und Vorstandsvorsitzender der LOYS AG. Er wurde für seine Fondsmanagementleistungen in den Fonds LOYS Aktien Europa und LOYS Global L/S schon mehrfach mit einem AAA-Rating ausgezeichnet. Boydak rangiert im Dreijahresvergleich unter den vordersten drei Plätzen innerhalb der Vergleichsgruppe von 352 europäischen Aktienfondsmanagern. Zudem managt er den Fonds LOYS Aktien Europa. Die inhabergeführte LOYS AG, gegründet 1995, ist eine Spezialistin für wertorientiertes aktives Aktienfondsmanagement mit einem Anlagevolumen von rund 1,8 Mrd. EUR. Die LOYS AG weist eine langjährige überzeugende Leistungsbilanz auf dem Gebiet internationaler Aktienfonds aus und ist mit hohen Eigeninvestments in den LOYS-Fonds investiert.

**Smart Investor: Sie verantworten drei Fonds bei der LOYS AG, darunter den LOYS Global System und den LOYS Aktien Europa. Würden Sie den Investmentansatz der beiden Fonds kurz erläutern?**

*Boydak:* Beide Fonds sind aktiv verwaltete Aktienfonds. Inhaltlich verfolgen sie den gleichen Investmentansatz, sie unterscheiden sich nur in der regionalen Ausrichtung. Der LOYS Global System wird im nächsten Jahr analog zum Europafonds den Namen LOYS Aktien Global erhalten, um für mehr Klarheit bei der Namensgebung zu sorgen und um Verwechslungen mit quantitativen Strategien vorzubeugen. Als Fondsmanager suche ich unterbewertete Titel mit Potenzial. Hinzu kommen drei weitere Prinzipien echten Investierens: Qualität der Unternehmen, Streuung und Zeit. Dabei spielt für Anleger der Zeitaspekt bedauerlicherweise eine immer geringere Rolle. Echtes Investieren setzt voraus, dass man sich mit seinem Kapital nicht schneller bewegt als das Unternehmen. Wir bewerten unsere Portfoliounternehmen anhand einer mehrjährigen Planungsvorausschau und begleiten diese mit unseren Investments zumeist über einen entsprechenden Zeitraum, bis die Unterbewertung des Titels vom Markt aufgelöst wird. Entscheidend ist für uns das Ergebnis über den gesamten Investitionszyklus unter Einberechnung aller Faktoren, wie z.B. auch der Dividendenausschüttungen. Insgesamt wollen wir über diesen Zyklus, der im Schnitt vier Jahre beträgt, eine Rendite von über 8% p.a. auf unser eingesetztes Kapital erzielen.

**Smart Investor: Welche Aktien in den Fonds haben sich im aktuellen Jahr erfreulich entwickelt, welche eher enttäuschend?**

*Boydak:* Seit Jahresbeginn lieferte der finnische Sportausrüster Amer Sports Oyj im LOYS Aktien Europa einen starken Performance-Beitrag. Die Aktie ist nahezu seit Auflegung im Fonds enthalten. Eine in diesem Jahr weniger zufriedenstellende Performance hat sich bei unserer Beteiligung an dem Druckmaschinen- und Verpackungshersteller Koenig & Bauer ergeben. Die Aktie entwickelte sich deutlich schwächer als der Markt und ist in August und September um ca. 25% gefallen. Die Position umfasst im LOYS Aktien Europa aktuell rund 2,24% (Stand: 31.10.2018). Infolge einer erneuten Analyse des Titels hat sich unsere Überzeugung bestätigt und wir haben die Korrektur bei der Aktie zum Nachkauf genutzt. Wir sind überzeugt, dass auch dieses Investment am Ende unseres Investitionszeitraumes erfolgreich abgeschlossen werden kann.

**Smart Investor: Welche wesentlichen Einflussfaktoren sehen Sie in den kommenden Monaten im Bereich der Aktienmärkte?**

*Boydak:* Das Jahr 2018 hat sich für uns als herausfordernd erwiesen. Insbesondere während der vergangenen Wochen gab es viel Gegenwind an den Börsen. Dafür verantwortlich sind viele Faktoren; schwerwiegende Veränderungen, die diese Phase als repräsentativ für zukünftige Entwicklungen kennzeichnen sollten, gibt es aus unserer Sicht nicht. Hinzu kommt, dass Aktien in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld attraktiv und geradezu alternativlos erscheinen. Auch deshalb ist zu erwarten, dass sich die Korrektur alsbald wieder ausbügeln wird. In den nächsten Monaten müssen wir weiterhin damit rechnen, dass Trends zusätzlich von passiven Geldern signifikant verschärft werden. Mit Spannung werden wir hierbei den Einfluss der Technologie-

aktien, insbesondere den der FAANG-Titel, auf die Börsenentwicklung beobachten. Weitere Unsicherheiten ergeben sich auch aus möglichen eskalierenden Handelsstreitigkeiten, daran haben auch die Midterm-Wahlen in den USA vorerst nichts geändert. Die anziehende Inflation in Europa, weitere Gewinnwarnungen globaler Unternehmen und anhaltende Währungsturbulenzen in den Schwellenländern werden die Märkte weiterhin auf Trab halten.

**Smart Investor: Long/Short-Aktienfonds wie der LOYS Global L/S waren in den vergangenen drei Jahren mit einem schwierigen Umfeld konfrontiert, das zu eher mageren Erträgen geführt hat. Welche Schwierigkeiten gab es konkret?**

*Boydak:* Die vergangenen drei Jahre waren bewegte Zeiten an den Aktienmärkten: der Brexit, die Wahl Donald Trumps, die Flüchtlingskrise und in jüngster Vergangenheit die globalen Handelskonflikte. Als überlagernd ist hierbei das Zinsumfeld zu nennen, da die Notenbanken den Versuch unternahmen, den langsamen Anstieg der Zinsen voranzutreiben. In den vergangenen drei Jahren haben wir viele Extremereignisse gesehen, die die allgemeinen Finanzmärkte doch sehr überrascht haben. Denken wir auch hier an die Talfahrt des Ölpreises Anfang 2016 mit gleichzeitig aufkommenden Wachstumssorgen in China. Man sollte diese risikoreduzierten Fonds nicht als Allerheilmittel sehen, die alle vier Wochen jedes Ereignis meistern. Betracht-

et man aber die Entwicklungen über längere Phasen, zeigt sich die risikoärmere Charakteristik des LOYS Global L/S beispielsweise deutlich, da der Fonds meist zu großen Teilen abgesichert ist. Der Netto-Investitionsgrad schwankt zwischen 20% und 40%. Aktuell ist dieser mit 19,42% (Stand: 31.10.2018) eher niedrig. Seit Auflegung am 30.12.2011 erwirtschaftet der L/S-Fonds rund 47% Zuwachs bei einem maximalen Drawdown von nur 6,5% – eine durchaus vorzeigbare Performance für vergleichsweise risikoscheue Langfristanleger.

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

*Interview: Christian Bayer*

## News, Facts & Figures

# Im Minus

## Rotes Vorzeichen

Auf Sicht von einem Monat mussten wir beim Fondsmusterdepot einen Verlust von 1,7% hinnehmen. Jeweils die Hälfte der bestehenden Positionen des Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen (WKN: A0M8HD; 60 Anteile zu 126,84 EUR; + 34,9%) und des FU – Multi Asset Fonds (WKN: A0Q5MD; 30 Anteile zu 208,47 EUR; + 24,8%) wurde veräußert. Damit rüsten wir uns für die aus unserer Sicht weiter turbulenten Aktienmärkte.

*Christian Bayer*

## Rundes Jubiläum

Einer der Big Player der deutschen Investmentbranche, die Universal-Investment, kann auf 50 Jahre erfolgreiche Geschichte zurückblicken. Zum Ende des Geschäftsjahres 2017/18 hatte die größte unabhängige Investmentgesellschaft im deutschsprachigen Raum mehr als 400 Mrd. EUR Assets under Administration. Ziel ist es, in fünf Jahren die größte Fondsservice-Plattform für alle Assetklassen in Europa zu werden und 500 Mrd. EUR zu administrieren.

Musterdepot (Start: 1.1.2009 mit 100.000 EUR)										Stichtag: 16.11.2018	
Performance seit Auflage: +93,6% (MSCI Welt: +167,4%); 2018: +1,0% (MSCI Welt: +1,8%); seit dem Vormonat: -1,7% (MSCI Welt: -0,6%)											
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kaufdatum	Kauf zu	Kurs aktuell	Wert aktuell	Depotanteil	Perf. seit Vormonat	Kauf	
DNB Technology	A0MWAN	Aktien Technologie	25	14.04.16	298,57	483,56	12.089	6,2%	1,8%	62,0%	
iShares USD Trea. Bond 1-3yr UCITS ETF (Acc)	A0X8SG	Renten USA	500	23.08.18	91,25	93,27	46.635	24,1%	1,2%	2,2%	
Alger American Asset Growth Fund	986333	Aktien USA	300	26.05.16	44,15	60,60	18.180	9,4%	-1,5%	37,3%	
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Europ. Nebenwerte	60	26.09.13	94,00	127,71	7.663	4,0%	-1,6%	35,9%	
FU Fonds – Multi Asset Fonds P*	A0Q5MD	Mischfonds	30	10.03.16	167,02	206,07	6.182	3,2%	-3,0%	23,4%	
SUNARES*	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	200	10.03.16	54,09	60,96	12.192	6,3%	-3,5%	12,7%	
Stabilitas Silber+Weissmetalle*	A0KFA1	Aktien Metalle	400	17.05.18	26,71	23,71	9.484	4,9%	-8,1%	-11,2%	
Tocqueville Gold P	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	93,19	6.523	3,4%	-9,1%	-16,0%	
FCP OP Medical BioHealth-Trends*	941135	Aktien Healthcare	30	08.12.16	204,84	457,64	13.729	7,1%	-9,1%	123,4%	
<b>Fondsbestand:</b>					132.677,20	68,5%					
<b>Liquidität:</b>					60.952,36	31,5%					
<b>Gesamtwert:</b>					193.629,56	100,0%					

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

Das große Bild

# Über kleine und große Bären

Trotz der teils deutlichen Kursverluste an den Weltbörsen ist die Stimmung der Anleger noch nicht am Boden. Die Hoffnung überwiegt. Zu Recht?

## Scheinstabiler Scheinriese

Auf eine geradezu gespenstische Weise wird die Bundesrepublik unter Angela Merkel noch immer als Garant für Kontinuität und oberflächlich sogar für Stabilität wahrgenommen. Dabei ist das angeblich so reiche Land in Sachen Wirtschaft unter ihrer Herrschaft systematisch ausgehöhlt worden. Stehengeblieben ist die Fassade eines scheinstabilen Scheinriesen, von dem dennoch weiterhin erwartet wird, dass er stets das Portemonnaie zückt, wenn irgendwo in Europa oder auf der Welt ein Problem zu lösen ist. In der EU, dazu gleich mehr, gibt es davon inzwischen reichlich, wobei erschwerend hinzukommt, dass diese praktisch führungslos ist. Der letzte, viral gewordene Auftritt von Kommissionspräsident Juncker zeigte einen desorientiert wirkenden Mann, der von der Bühne geleitet werden musste und zwei verschiedene Schuhe trug. „Diversity is our strength“? Der Mann ist fast schon ein Sinnbild für den desolaten Zustand der europäischen Idee, seit diese in die Fänge von Zentralisten, Interventionisten und Bürokraten geraten ist. Auch der „gute Europäer“ Macron, in Windeseile vom beliebtesten Kandidaten zum unbeliebtesten Präsidenten mutiert, muss erst einmal seinen eigenen Laden zusammenhalten und fällt als Fürsprecher der EU bis auf Weiteres aus. Allenfalls besteht für ihn die Option, sich mit einem großen Wurf nach vorne zu flüchten. Entsprechende Tendenzen sind zwar sichtbar, aber eine solche Initiative benötigt einen starken deutschen Partner.

## Merkels Waterloo?

Der aber ist seit Merkels begonnenem Rückzug auf Raten nicht mehr vorhanden. Im Gegenteil: Merkels Fall könnte sich sogar beschleunigen. Die erste entscheidende Klippe für den Verbleib im Kanzleramt ist schon im Dezember. Denn kurz nach dem CDU-Parteitag am 7./8. Dezember in Hamburg findet die Abstimmung über den „Global Compact for Safe, Orderly and Regular Migration“ am 10./11. Dezember in Marrakesch statt (vgl. Artikel von S. 16 bis 19). Nicht nur wachsende Teile der CDU, auch immer mehr der auserkorenen Zielländer der globalen Migration gehen auf Distanz zu einem Schriftstück, das



Merkels Handschrift trägt und tatsächlich so klingt, als sollte hier auch für Deutschland nachträglich aus Illegalität Legalität gemacht werden. Gut möglich also, dass Marrakesch zu Merkels Waterloo wird.

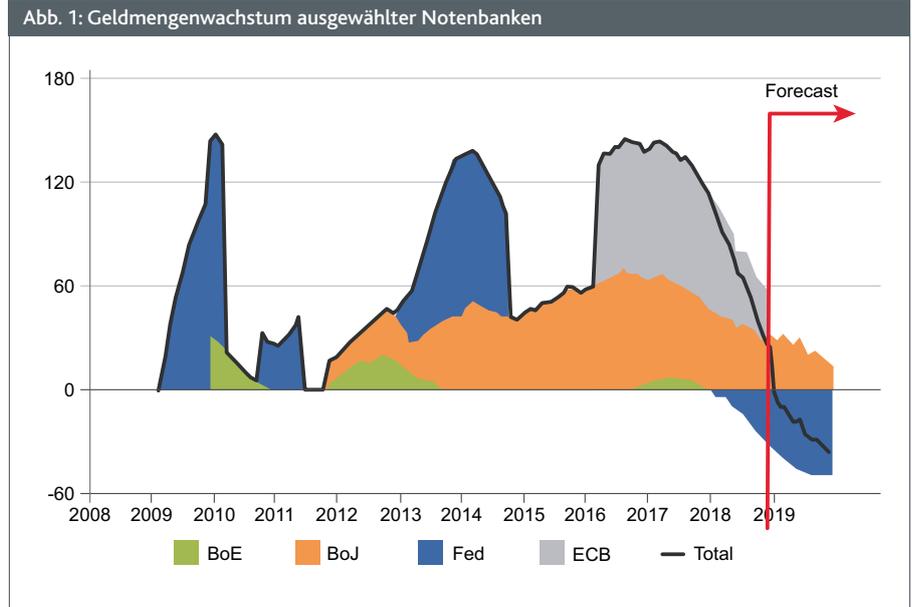
## Hauen und Stechen

Mit einer deutschen Regierungskrise, die zwar seit Anfang der Legislaturperiode schwelt, dann aber manifest würde, fehlt der EU in Zeiten größter Herausforderungen der letzte der großen „Einpeitscher“. Ziemlich offen ist beispielsweise das weitere Brexit-Verfahren. Die britische Premierministerin May hat den Austrittstermin zum 29. März 2019 bestätigt, ob es aber letztlich dazu kommt, möglicherweise auch in der Variante eines „Hard Brexit“, ist schwer zu sagen. Bei den Tories sind nach Mays Erklärung die Grabenkämpfe wieder vollends aufgebrochen. Es hagelte Statements und Rücktritte. Selbst Neuwahlen sind möglich. Derweil bemüht sich die EU weiterhin, den Briten das Leben so schwer wie möglich zu machen. Auf jeden Fall soll vermieden werden, dass der britische Weg irgendwelche Nachahmer findet, selbst auf die Gefahr hin, dass man dabei ziemlich kleinkariert wirkt.

Zwar hat man mit dem Brexit in Brüssel bereits eine Großbaustelle, die alle Kraft erfordert, aber es ist bei Weitem nicht die einzige Front, an der es derzeit knirscht. Ungelöst bleibt das Migrationsthema. Das zeigt sich auch beim erwarteten Stimmenthalten gegenüber dem UN-Migrationspakt. Der Riss geht quer durch die EU, wobei insbesondere der Osten weder auf Zuckerbrot noch auf die Peitsche reagiert. Ungarn machte mit seinem Nein den Vorreiter. Es folgte Österreich, das pikanterweise derzeit turnusmäßig die Ratspräsidentschaft innehat. Weitere Länder schlossen sich an. Brüssel, das immer großen Wert auf Einheitlichkeit legt, wird in Marrakesch in einer weitgehend aufgelösten Schlachtordnung antreten.

**Italienische Welle**

Als wäre das alles noch nicht genug, hat es sich nun auch Italien als eines der bedeutendsten EU-Länder zur Aufgabe gemacht, Brüssel mit seinem Haushaltsplan regelrecht vorzuführen. Natürlich ist der italienische Haushaltsentwurf nach EU-Recht illegal. Aber was ist schon EU-Recht, fragt die neue italienische Regierung. Für Brüssel ist damit die dritte Front eröffnet. Man kann in Richtung Rom zwar argumentieren, drohen oder flehen, die tatsächliche Handhabe ist jedoch gering. Denn mit echten Maßnahmen gegen Rom würde sich Brüssel auch selbst ins Knie schießen. Zudem entstehen gerade ganz neue Allianzen gegen die Achse Paris-Berlin. Schließlich wird Italien – im Gegensatz zur EU – von einer souveränen, demokratisch gewählten Regierung geführt, und die ist mit einem entsprechenden Selbstbewusstsein ausgestattet. Und sie ist bauernschlau genug, um zu wissen, wie wenig seetüchtig das Euroboot inzwischen ist. Wenn einer auf diesem Boot anfängt, eine Welle zu machen, so wie es die Italiener gerade tun, dann sind die anderen letztlich, wenn auch zähneknirschend, gezwungen, die Wogen wieder zu glätten, damit nicht alle kentern. Brüssel hat in dieser Situation zudem sehr viel mehr zu verlieren als Rom – nämlich alles. Der Euro bleibt im Konzert der Großen die Währung, die am ehesten von einem schwarzen Schwan getroffen werden könnte.



In Summe könnte das Geldmengenwachstum über die genannten Notenbanken im Jahr 2019 endgültig negativ werden. Dann fällt der so wichtige Treibstoff für Wirtschaft und Börsen weg. Quelle: Deutsche Bank

**Bilanzschrumpfung und „Minuswachstum“**

Daneben gibt es einen weiteren großen Unsicherheitsfaktor, und zwar die weitere Verknappung der Notenbankliquidität. Ausgehend von den USA und der Straffung der Geldpolitik durch die Fed sind nach vielen Jahren einer extrem expansiven Geldpolitik nun erstmals wieder negative Wachstumsraten bei den Notenbankbilanzen in Sicht, also eine echte Liquiditätsverknappung. Zur Erinnerung: All das Gerede von der Überwindung der Finanz-

krise und von der robusten Konjunktur ergab nur einen Sinn, wenn man gleichzeitig erwähnte – was bei den Erfolgsmeldungen gerne vergessen wurde –, dass über viele Jahre hinweg eine ultraexpansive Geldmengen- und Nullzinspolitik gefahren wurde. Ohne diese Schubkraft im Hintergrund dürfte von dem „selbsttragenden“ (Börsen-)Aufschwung perspektivisch nicht allzu viel übrig geblieben. Das deutsche BIP war mit einem Minus von 0,2% im dritten Quartal sogar erstmals seit 2015 wieder rückläufig. Aber auch ▶

Anzeige



**Mit Sicherheit glücklich. philoro.**

Wer glücklich ist, kennt keine Sorgen. Legen Sie das Fundament für eine Zukunft voller Glücksmomente: Legen Sie Ihr Geld in Gold an. philoro bietet Ihnen Sicherheit bei Transaktion und Depot-Verwahrung und das zu den besten Konditionen auf dem Goldmarkt. **Vertrauen Sie dem Testsieger.**



# Mehr als 100 Jahre Börsenerfahrung

Als sich jüngst im feinen Prunksaal des Münchner Künstlerhauses am Lenbachplatz etwa 120 Teilnehmer für die große Lunch-Roadshow mit den Fondsurgesteinen Dr. Jens Ehrhardt (DJE Kapital AG), Frank Fischer (Shareholder Value Management AG) und Dr. Hendrik Leber (ACATIS Investment KVG) einfanden, war die Stimmung prächtig. Die drei Fondsmanager, die zu den bekanntesten der deutschen Fondsszene gehören und insgesamt weit über 100 Jahre Börsenerfahrung auf die Waage bringen, versprühten ebenfalls keinen tiefen Pessimismus. Klar, es wurden in den Vorträgen die Risiken benannt, aber die ihnen beigemessenen Gewichtungen wurden nicht als sehr dramatisch dargestellt – zumal es auch viele Chancen gebe, die zu berücksichtigen seien. Allenfalls Frank Fischer, der die charttechnische und Sentimentkomponente mehr in den Vordergrund rückte, erkannte doch deutlicheres Abwärtspotenzial für 2019 (siehe auch Interview auf S. 10/11). Dr. Ehrhardt betonte eher das monetäre Umfeld, welches sich derzeit v.a. aufgrund des Fed-Taperings eintrübe, sowie Risiken wie das schwache Wachstum in China. Dagegen arbeitete Dr. Leber die Chancen neuer Technologien heraus, nach dem Motto: Am Ende wird alles gut! ■



Ralf Flierl

Dr. Jens Ehrhardt bei seinem Vortrag im großen Saal des Münchner Künstlerhauses

Anzeige

## Smart Investor

**3 MAL GEGEN  
DEN MAINSTREAM:**

**Smart Investor**  
Das Magazin für den kritischen Anleger

**SmartInvestor.de**

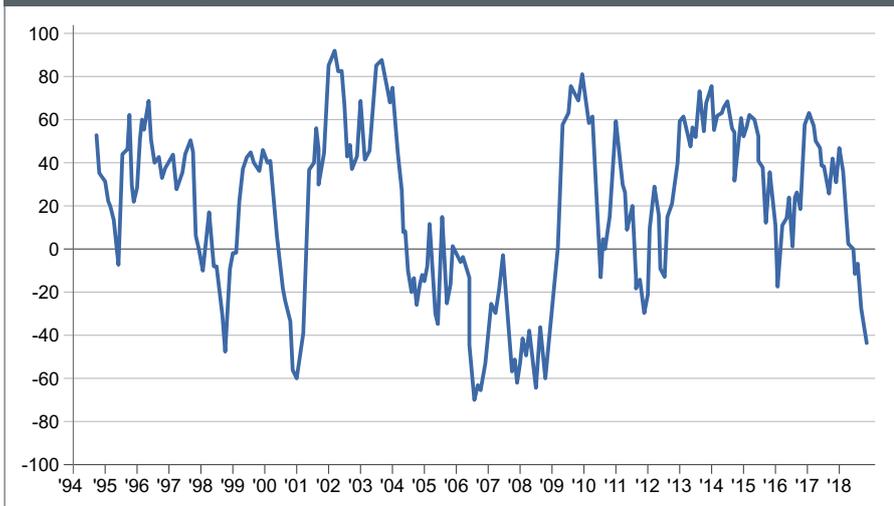
**Smart Investor**  
Weekly



\*) Kostenloses PDF-Archiv ALLER Smart Investor-Ausgaben zurück bis 2003 (Service nur für Jahres-Abonnenten)!

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

Abb. 2: Sinkende Konjunkturerwartungen



Die Kurve ist das Ergebnis einer repräsentativen Investorenfrage zur weltweiten Konjunkturerwartung. Sie gibt den Prozentsatz der positiv gestimmten abzüglich des Prozentsatzes der negativ gestimmten Investoren wieder. Unter der Nulllinie überwiegen also die negativen Einschätzungen. Der aktuelle Wert liegt bei -44%.

Quelle: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey; Stand: 13.11.2018

für die internationale Konjunktur muss mit Störeffekten gerechnet werden, wie Abb. 2 zeigt. Natürlich können die Notenbanken die Schleusen auch wieder öffnen und möglicherweise sogar ein weiteres Mal Zeit kaufen. Verlassen sollte man sich darauf angesichts der bereits erreichten Schuldenstände allerdings nicht. Mit Irritationen ist also zu rechnen.

### Stiller Absturz

Mehrfach ließen wir im Smart Investor Dr. Markus Krall (Smart Investor 5/2018, 7/2018 und 11/2018) mit seiner Kritik an der Nullzinspolitik der EZB und deren verheerenden Auswirkungen auf die Bilanzen des Banksektors zu Wort kommen. Auch hat uns Dr. Krall mit dem Jahr 2019/2020 einen vergleichsweise präzisen Zeitplan für den Ausbruch einer solchen Bankbilanzkrise an die Hand gegeben. Dass das keine Hirngespinnste sind, kann man am Kursverlauf der Deutschen Bank erahnen. Die Aktie entwickelte sich seit Jahresbeginn deutlich schlechter als der DAX-Kursindex (vgl. Abb. 3). Nebenbei bemerkt ist der Kursverlauf auch weit hinter der Kursentwicklung der US-Großbanken zurückgeblieben, was in dieser Frage sicher für die bessere Krisenbewältigungsstrategie der Amerikaner spricht. Und noch etwas erscheint bemerkenswert: Während die Autoindustrie aus den Ne-

gativschlagzeilen in den letzten Monaten nicht mehr herauskommt, sind deren Kursrückgänge, wie hier am Beispiel von Daimler dargestellt, zwar ebenfalls überproportional zum DAX, aber bei Weitem nicht so stark ausgeprägt wie der stille Absturz des größten deutschen Geldhauses.

### Jahresendrally

Nach den starken Kursverlusten der vergangenen Wochen, im Zuge derer die meisten professionellen Aktienanleger auf dem falschen Fuß erwischt wurden, macht sich nun Hoffnung auf eine Jahresendrally breit. Zu Recht? Das Phänomen, dass die Aktienkurse zum Jahresende hin stark steigen, ist in Anlegerkreisen gut bekannt und stellt im Grunde eine saisonale Anomalie dar, die statistisch sehr signifikant ist. So weit, so erfreulich. Über die Gründe, das Timing und das Ausmaß von Jahresendrallys hatten wir in der letzten Ausgabe, auf S. 56 in Heft 11/2018, einen eigenen Artikel. Demnach lässt der Effekt jedoch in den letzten Jahren nach und hat von seinem ursprünglich überzeugenden Auftreten deutlich eingebüßt.

### Was andere meinen

Unsere Gastanalysten sind inzwischen einstimmig ins Bärenlager gewechselt. Während die Quantitative Analyse stur das Verkaufssignal aus dem letzten Heft ►

# ENCAVIS

Wir machen  
Erneuerbare  
Energien  
wirtschaftlich.

renewable energy

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



# Löcher in der Matrix

## Männer sterben leise

Deutschland ist ein „reiches Land“, das versichert uns die Politik – zumindest dann, wenn sie an unser Portemonnaie will. Der Reichtum eines Landes zeigt sich in vielem: an hohen Vermögen, guten Einkommen, Bildungsniveau, Infrastruktur, Lebenserwartung, etc. Lebenserwartung? Nicht nur, dass die Finanzvermögen der Deutschen laut Eurostat die geringsten in der ganzen EU sind, nun attestiert uns die Weltgesundheitsorganisation (WHO) auch noch die niedrigste Lebenserwartung unter allen 22 untersuchten westeuropäischen Nationen. Während es Frauen dabei immerhin noch auf den drittletzten Platz schaffen, bilden deutsche Männer das Schlusslicht. Konkret sterben sie statistisch ganze 4,9 Jahre vor den Frauen. Bezeichnenderweise wurde zu diesem Gender Gap bislang noch keine hyperventilierende Gerechtigkeitsdebatte angezettelt. Männer sterben leise.

Dabei könnte der Staat hier leicht für Ausgleich sorgen, beispielsweise, indem er die Herren ein paar Jährchen früher in Rente schickt. Aber auch im europäischen Rahmen scheint dies eine kaum bekannte Ungerechtigkeit zu sein. Selbst unsere europäischen Partner, die stets auf eine Harmonisierung der Lebensverhältnisse bedacht sind, hängen offensichtlich einem überholten Deutschland-Bild an: So forderte etwa der französische Staatspräsident Emmanuel Macron jüngst in seiner „Liebeserklärung an Deutschland“ (spiegel.de) die geliebten Deutschen auf, ihren Wohlstand zu teilen. Hätte er um die tatsächlichen Verhältnisse gewusst – wir sind uns sicher, unser neuer bester Freund hätte nicht gezögert, seine Landsleute, die EU-weit mit das niedrigste Renteneintrittsalter genießen, zu einer längeren Lebensarbeitszeit anzuhalten – für Europa!

## Nur einem Herrn dienen

In den Amtsjahren von Angela Merkel hat sich Kriechen als die schnellstmögliche politische Fortbewegungsart innerhalb der CDU etabliert. Der schleswig-holsteinische Ministerpräsident Daniel Günther (CDU) war einer, der unter Merkel besonders geschmeidig vorankam und sich schon in der Gehaltsdiskussion wie eine Löwin vor ihren wahrscheinlichsten Nachfolger Friedrich Merz warf. Sachlich richtig war dies allemal, denn man kann Merz nicht im Ernst vorwerfen, dass er außerhalb der Politik mehr Geld verdient hat als die Studienabbrecher, die in anderen Parteien tonangebend sind. Allerdings ist der „konservative Hoffnungsträger“ Merz auch beim Migrationspakt voll auf Merkel-Linie, während mit Jens Spahn zumindest ein Kandidat eine Nachdenkpause fordert. Günther sekundiert Merz erneut, weiß aber als Angehöriger einer christlichen Par-



tei ganz genau, dass er nur einem Herrn dienen kann – in diesem Fall also entweder dem jeweiligen Parteivorsitzenden oder dem bereits in Scharen abtrünnigen Wahlvolk.

Günther entscheidet sich für die Parteispitze und stellt gegenüber bild.de fest: „Der Fehler ist gewesen, dass wir den Pakt noch nicht unterschrieben haben und er noch nicht in Kraft getreten ist.“ Mehr an Wählerverachtung geht eigentlich nicht. Und er setzte – den leicht beleidigten Tonfall der Noch-Chefin imitierend – nach: „Wenn die Regierung mehr Vertrauen der Bürger hätte, würden diese auch darauf vertrauen, dass die Unterzeichnung eines solchen Paktes richtig ist. [...] Ich glaube nicht, dass die Menschen bei jeder Einzelfrage eingebunden sein wollen.“ Genau: Bürger, bessert euch und vertraut der Regierung! ■

Ralph Malisch

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

*Bitte Hinweis mit Quellenangabe an:*

*info@smartinvestor.de, Stichwort „Matrix“.*

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

Abb. 3: DAX-Kursindex, Deutsche Bank, Daimler



*Daimler leidet öffentlich, aber die Deutsche Bank krümmt sich im Verborgenen vor Schmerz*

beibehält, wurde sentix im Vergleich zum letzten Monat, wo noch ein Hoffnungs-schimmer für eine Jahresendrally gesehen worden war, nun wieder etwas bearischer. Bei der Intermarketanalyse ist nach wie vor die skurrile Situation gegeben, dass das System selbst mit 3:0 ganz klar positiv positioniert ist, während der Analyst, der „Börsenpfarrer“ Uwe Lang, sich von diesem bullischen Votum distanziert und seinen „Bauch“ entscheiden lässt, der negativ für den DAX gestimmt ist. Alles zusammengekommen erhalten wir also von unseren Gastanalysten null bullische und drei bearische Statements. Schon das zweite Mal in diesem Jahr haben wir auf den Seiten 60/61 den Elliott-Wellen-Spezialisten Dietrich Denkhaus interviewt. Nachdem er bereits im Aprilheft eine seither zutreffende Prognose für die Aktienbörse abgegeben hat, hält er nun weiter an seiner Einschätzung fest: Die Baisse läuft und könnte noch etwa zwölf bis 15 Monate andauern. Zudem sind noch deutlich tiefere Kurse denkbar – so hält Denkhaus beim DAX Tiefkurse von unter 8.000 Punkten für möglich.

Der auf S. 61 abgebildete langfristige DAX-Kursverlauf zeigt zudem sehr anschaulich die inzwischen glasklare charttechnische Baissekongstellat

#### Was tun?

Aus unserer Sicht ist es sehr wichtig, sich mit der Verfassung des allgemeinen Marktes zu beschäftigen, um Vorsichtsmaßnahmen für das Depot treffen zu können. Wie in unseren Musterdepots für die Aktien (S. 56) und die Fonds (S. 37) ersichtlich, haben wir die Investquoten nach unten genommen und die Ausrichtung der Positionen defensiver gestaltet. Zum Beispiel haben wir die Berkshire-Hathaway-Aktie hereingenommen, welche aus unserer Sicht wie keine andere die beiden Themen Momentum und Value (Titelgeschichte S. 26 bis 31) miteinander verbindet.

#### Fazit

An unserem Fazit vom letzten Monat „Klarer Fall von Baisse“ hat sich nichts geändert. Eine Jahresendrally vom jetzigen Niveau aus halten wir für wahrscheinlich, wenngleich wir das Potenzial nach oben nicht für sehr groß erachten. Wir sehen eine Reihe von Gefahrenmomenten, allerdings noch bei Weitem nicht genügend Vorsicht oder gar Panik unter den Investoren, als dass diese Baisse schon zu Ende sein könnte. Wir glauben, dass Dietrich Denkhaus mit seiner Einschätzung der Börsen am ehesten gerecht wird.

*Ralf Flierl, Ralph Malisch*

## Wertanlage mit Resonanz

Streichinstrumente sind für Investoren geeignet, die besonderen Fokus auf Werterhalt Ihrer Investition legen.

Bei einem Wert von 20.000 € bis 200.000 € erzielen sie seit 1955 eine mittlere jährliche Rendite von 7%.

500 Jahre Geigenbau-Tradition. Ich berate Sie gerne.

Ihre Geigenbaumeisterin  
**Laura Germann.**

STEINWEGPASSAGE 6  
20355 HAMBURG

WWW.GERMANN-VIOLINS.DE

Charttechnik

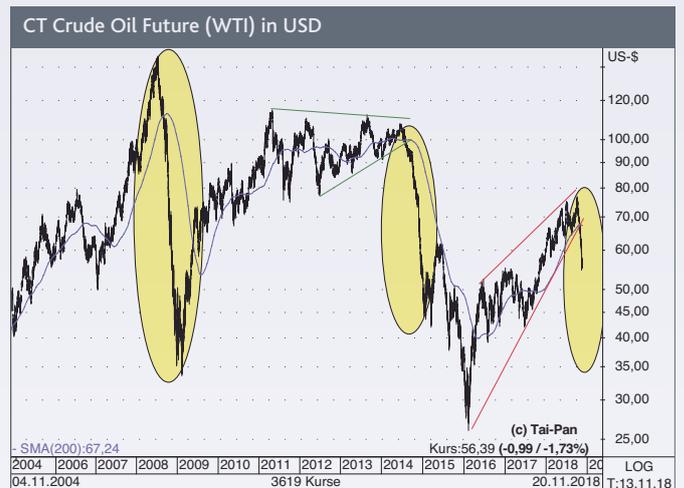
# Weiterhin Rutschgefahr

## Rohöl mit frischer Abwärtsdynamik

Die Preisbildung des Rohöls (hier: WTI-Future) weist einige Besonderheiten auf: Während die Nachfrage vor allem von der Entwicklung der Weltkonjunktur abhängt, wird die Angebotsseite stark von der OPEC beeinflusst, die allerdings ein ziemlich heterogenes Kartell ist. Daneben gibt es große unabhängige Produzenten wie die USA und Russland, wobei Letzteres sich sogar einigermaßen in den Rahmen der „OPEC+“ einbinden lässt. Auch geopolitische Themen spielen immer wieder eine Rolle, kommt das Gros des Erdöls doch nach wie vor aus dem spannungsgeladenen Mittleren Osten. Ein normaler Markt ist das also nicht.

Auffällig waren in den letzten Jahren mehrere schwere Einbrüche des Ölpreises (vgl. Abb., gelbe Markierungen). Der aktuelle Preisrückgang sorgte zwar bereits für erhebliche Unruhe, erscheint aber im Vergleich zu den beiden vorangegangenen Preisstürzen noch immer relativ moderat. Das Chartbild ist jedoch mit dem Ausbruch aus der roten Keilformation erst einmal zerstört.

Wir sehen eine vergleichbare Reaktion nach dem Bruch der grün eingezeichneten Dreiecksformation. Diesen Phasen relativer



Preisstabilität folgte jeweils eine geradezu brachiale Dynamik nach unten. Zudem bewegt sich der Ölpreis nun auch wieder deutlich unter der inzwischen fallenden 200-Tage-Linie (blau). Die Charttechnik eröffnet also durchaus weiteren Spielraum nach unten. Allerdings kann sich das Blatt beim Öl auch immer rasch wenden, beispielsweise, falls die OPEC Förderkürzungen vereinbart und (!) ihre Mitglieder auch diszipliniert genug sind, sich an diese zu halten.

Ralph Malisch

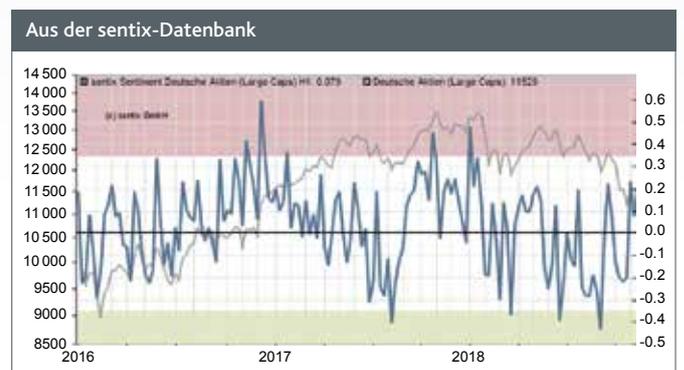
sentix Sentiment

# Keine wirklich überzeugende Grundkonstellation

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

Viele Aktienanleger sind von der Kursentwicklung der letzten Wochen enttäuscht. Zu Recht, denn der Deutsche Aktienindex hat allein seit Anfang Oktober fast 8% an Wert eingebüßt. Wer nun aber dachte, dass eine solche Kurskorrektur zu hoher Angst führen und damit die stimmungstechnischen Selbstheilungskräfte befördern würde, sieht sich getäuscht. Zwar konnten wir Ende Oktober ein moderat negatives Sentiment feststellen, von Angst oder Panik war damals jedoch nichts zu spüren. Vielmehr hat die leichte Stabilisierung, die der DAX seitdem durchlaufen hat, dieses Stimmungsbild sogar schon wieder gedreht. Die Anleger hoffen auf eine Besserung zum Jahresende.

Doch ist Hoffnung ein guter Ratgeber? Ist es sinnvoll, Aktien aus kurzfristigen, saisonalen Gründen zu kaufen, wenn gleichzeitig – wie in den sentix-Daten zu messen – die mittelfristige Grund-



sentix Sentiment Aktien Deutschland vs. DAX

überzeugung schwindet? Vernünftig ist es nicht. Und auch die statistische Analyse bekräftigt, dass eine solche Konstellation nicht wirklich attraktiv ist. Einzig die derzeit defensive Anlegerpositionierung gibt Grund zu der Erwartung, dass der Markt bis Jahresende wohl keinen großen Stress mehr erzeugen und mehr oder weniger auf dem aktuellen Niveau auspendeln wird. Für einen gelungenen Start ins Jahr 2019 braucht es aber mehr als eine technische Stabilisierung. Es braucht eine neue, positive Grundüberzeugung. Davon können wir aktuell noch nicht berichten.

## Intermarketanalyse

## Ende der Korrektur noch nicht in Sicht!

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

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

1) **Zinsstruktur: Positiv!**

Der geglättete Abstand zwischen langen und kurzen Zinsen liegt bei 0,27%. Er hat sich weiter abgeschwächt, aber eine Rezession droht trotz der Schrumpfung des deutschen Bruttosozialproduktes im dritten Quartal noch nicht.

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

Der Nasdaq Composite meldete Ende Oktober ein 26-Wochen-Tief und schuf damit die Voraussetzung für eine Trendumkehr der Indexmethode. Momentan wird sie nur noch vom DAX gehalten, der eine erste Bodenbildung hinter sich hat, die aber keineswegs stabil ist.

3) **Die übrigen fünf Indikatoren melden 4:1!**

**Anleihezinsen: Positiv!** Nur die deutsche Umlaufrendite hält dieses Signal noch im Plus – die US-Zinsen sind schon längst über 3% gestiegen und bieten damit eine ansprechende Alternative zum Aktienmarkt.

**Ölpreis: Positiv!** Der Ölpreis (Brent) ist deutlich gefallen. Positiv ist das wegen der Kostensenkung. Aber es zeigt, wie schwach die Konjunktur weltweit ist.

**CRB-Index: Negativ!** Der CRB-Index, der den Trend der Rohstoffpreise misst, liegt nur noch knapp über seinen Vorjahreswerten. Fällt er darunter, gilt das wegen der niedrigeren Inflationsrate als positives Signal.

**US-Dollar in Euro: Positiv!** Der US-Dollar bleibt im Aufwärtstrend, vor allem aufgrund der durch die italienischen Haushaltspläne bedingte Euroschwäche.

**Saisonfaktor: Positiv!** Seit Oktober sind die schwächeren Sommermonate vorbei.

**Fazit**

Zwar meldet das Gesamtsystem 3:0. Die Einzelanalyse zeigte jedoch, wie brüchig der Boden geworden ist, auf dem die positiven Signale beruhen. Sicherheitsbewusste Anleger meiden weiterhin zusätzliche Investitionen in den Aktienmarkt. Dollaranleihen sind mittlerweile eine ernst zu nehmende Alternative.

## Quantitative Analyse

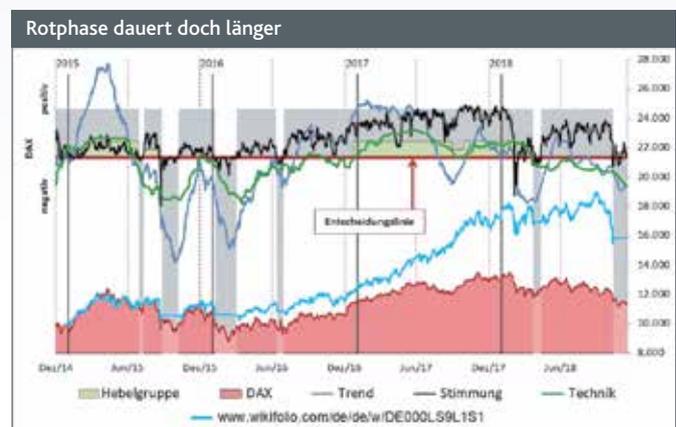
## Börsenampel steht weiterhin auf ROT

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

Bereits seit den Schlusskursen vom 12. Oktober – seit über vier Wochen also – steht unsere Börsenampel auf Rot. Damit steht nun auch fest, dass es sich bei unserer Rotphase nicht um ein kurzes Intermezzo gehandelt hat. Betrachtet man unsere einzelnen Indikatorengruppen, so ist die **Markttechnik** so weit abgeschlagen wie seit dem Frühjahr 2016 nicht mehr. Wenigstens versucht sich aber schon der **Markttrend** an einer Bodenbildung. Am ehesten könnte die **Stimmung** wieder das Ruder herumreißen; dies wird aber wohl davon abhängen, ob sich die Marktteilnehmer zunehmend mit dem Gedanken einer potenziellen Jahresendrally anfreunden können.

**Markttrend:** Der Markttrend notiert abgeschlagen im negativen Bereich, stabilisiert sich jedoch inzwischen – wenn auch auf niedrigem Niveau.

**Markttechnik:** Bereits seit Ende Juni gibt die Markttechnik sukzessive nach. Anzeichen für eine Stabilisierung gibt es bisher noch nicht.



Bereits seit den Schlusskursen vom 12. Oktober steht unsere Börsenampel auf ROT

Stand: 15.11.2018.

Quelle: [www.gfa-vermoegensverwaltung.de](http://www.gfa-vermoegensverwaltung.de)

**Marktstimmung:** Das Marktsentiment befindet sich weiterhin im negativen Bereich. Ein Stimmungsumschwung könnte diesen Indikator am schnellsten wieder über die Entscheidungslinie schieben.

Wir sind nun gespannt, ob der Stimmungsindikator schon bald im Zuge einer Jahresendrally einen Wiedereinstieg in die Aktienmärkte auslösen wird. Saisonal betrachtet könnten sich die deutschen Aktienmärkte nämlich bereits in einer Bodenbildungsphase befinden.

Relative Stärke

# Bärentanz

## Aktienmärkte weiter abwärts

### Ölschock

Das an dieser Stelle im Vormonat beschriebene Fehlsignal mit anschließender „Vollbremsung“ wirkte auch in der Berichtsperiode weiter. Alle Stabilisierungsversuche erwiesen sich bislang als mühsam und kaum tragfähig.

Wenn, so wie jetzt, nach einem heftigen Kursabschwung die Erholung derart kümmerlich ausfällt, dann ist das eine wichtige Botschaft: Offenbar sehen die Marktteilnehmer derzeit noch kein Schnäppchenniveau, das sie beherzt zugreifen ließe. Die

Hausse-Mentalität ist schwer angeschlagen. Je länger diese Situation andauert, umso wahrscheinlicher wird ein erneuter Test und möglicherweise sogar ein weiterer Ausbruch nach unten. Eine der größten Bewegungen, die wir je in unserem Uni-

versum zu verzeichnen hatten, vollführte das Rohöl. Es stürzte um 23 Ränge auf den letzten Rang ab. Nun ist Rohöl noch immer der Schmierstoff der Weltkonjunktur, sonst hätte es sich zuvor nicht auf Rang 3 befunden. Entsprechend deutet der Preiskollaps ebenfalls auf weiteres Ungemach für die globale Wirtschaft hin. Große Relativbewegungen nach oben waren beim indischen Sensex (plus 14 Ränge) und bei zwei chinesischen Indizes zu verzeichnen: Die H Shares legten zwölf Ränge zu, beim Hang Seng waren es immerhin noch sieben Ränge. Das ist insofern verwunderlich, als die chinesische Wirtschaft vor dem Hintergrund des Handelskonflikts als besonders verletzlich gilt. Allerdings dürfte auch in keinem anderen Land so hemmungslos getrickst werden, wenn es darum geht, die eigene Wirtschaft zu unterstützen.

**Gold glänzt – ein bisschen** Edelmetalle konnten in dieser Gemengelage allerdings nur bedingt profitieren. Einzig Gold legte um vier Ränge auf Rang 6 zu, während Silber und die Minenaktien des Gold BUGS Index jeweils um drei Ränge nachgaben. Für spekulative Experimente scheinen die Anleger derzeit nicht einmal im Edelmetallsektor aufgelegt zu sein.

Ralph Malisch

Relative-Stärke-Rangliste: Länderindizes und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors								Ausgewählte technische Indikatoren in Landeswährung				
Index	Land	Relative Stärke zum						Lage Kurs			GD Halbjahr	
		16.11.	19.10.	21.9.	17.8.	20.7.	22.6.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
RTX	Rus	1	1	8	18	17	19	34	56	75	-0,02	+1,0
DJIA 30	USA	2	2	1	3	6	9	45	44	85	+0,02	+0,1
SMI	CH	3	4	4	5	8	16	45	55	83	-0,01	+0,5
REXP 10 *	D	4	6	11	10	10	11	87	77	81	+0,02	+0,5
S&P 500	USA	5	5	2	2	3	4	45	28	80	+0,01	-2,4
Gold		6	10	22	20	18	14	53	18	51	-0,08	-3,3
H Shares	China	7	19	20	23	23	22	66	22	48	-0,12	-3,5
S.E.T.	Thai	8	9	7	14	21	23	12	21	65	-0,05	-3,4
Sensex	Indien	9	23	19	4	5	6	99	38	76	+0,00	-1,8
PTX	Polen	10	11	15	21	24	25	40	28	44	-0,05	-3,2
Nikkei 225	J	11	8	5	8	9	7	31	15	70	-0,04	-3,9
NASDAQ-100	USA	12	7	3	1	1	2	23	14	77	+0,00	-5,3
IBEX 35	E	13	20	16	16	15	20	63	25	39	-0,09	-4,5
All Ord.	Aus	14	14	13	7	7	5	19	8	59	-0,05	-6,3
Gold BUGS Ind.	USA	15	12	24	24	16	12	47	28	26	-0,14	-6,1
Silber		16	13	23	22	19	10	37	10	10	-0,11	-6,3
Hang Seng	HK	17	24	21	19	20	17	80	23	52	-0,13	-6,6
CAC 40	F	18	17	9	12	13	15	27	9	64	-0,09	-6,0
FTSE 100	GB	19	16	17	13	11	8	45	15	62	-0,08	-5,9
KOSPI	Korea	20	22	18	17	22	21	54	19	33	-0,12	-8,5
Merval	Arg	21	25	26	26	26	26	64	50	81	+0,03	+5,5
DAX	D	22	18	14	15	14	18	23	7	53	-0,10	-7,6
TecDAX	D	23	15	10	6	2	3	24	11	68	-0,06	-8,3
MDAX	D	24	21	12	11	12	13	24	10	61	-0,09	-8,6
Shenzhen A	China	25	26	25	25	25	24	72	28	14	-0,21	-7,6
Rohöl		26	3	6	9	4	1	10	7	58	-0,16	-17,0
grün: verbessert rot: verschlechtert schwarz: unverändert								grün: >=70		grün: >0		grün:<-15
								rot: <=30		rot: <0		rot:>15

Rangfolge absteigend nach aktuellem Halbjahresmomentum 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 zehnjähriger Anleihen

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



Der schweizerisch-schwedische Assetmanager Egon Greyerz bei seinem Vortrag vor vollem Hause

## Edelmetalle

# Fünf aktuelle Trends

## Junior-Minenunternehmen auf der Internationalen Edelmetall- & Rohstoffmesse in München

Der Silberpreis stürzte am Freitag, den 9. November, brutal um 2% ab und notierte mit 14,13 USD/Unze am Jahrestief. Die Internationale Edelmetall- & Rohstoffmesse war dennoch gut besucht wie eh und je – hauptsächlich von Stammkunden, wie eine Umfrage per Handzeichen ergab.

Bei den Vorträgen war für jeden etwas dabei. Philipp Vorndran (Flossbach von Storch) markierte den einen Eckpunkt. Er lobte die Anwesenden dafür, dass sie sich – anders als die Mehrheit der Bevölkerung – Gold als „Versicherung gegen Risiken im Finanzsystem“ ins Schließfach legen. Diese Versicherung werde jedoch akut nicht benötigt, abzulesen sei dies am niedrigen Goldpreis. Nach Vorndrans Meinung gibt es keine Spekulationsblase, Aktienkurse und Immobilienpreise könnten in den nächsten Jahren weiter steigen. Schulden? Kein Problem! Im Gegenteil: Deutschland spare sich zu Tode. Beim Urlaub in Japan habe er gesehen, wie gut das Land mit seinem vergleichsweise gigantischen Schuldenstand lebe. Schulden zu machen

sei sinnvoll, wenn Geld praktisch nichts koste – wenn damit Schulen und Straßen gebaut würden und die Infrastruktur in Ordnung gehalten werde. Der als Crashprophet bekannte Schweizer Vermögensverwalter Egon von Greyerz formulierte die radikale Gegenposition: „Als Nächstes kommt die größte Vermögensvernichtung der Geschichte!“

### Eine „schöne Braut“ für die Großen in der Branche

Im Gegensatz zu den Vorträgen waren die Stände der Minenunternehmen leider auch dieses Jahr eher schlecht besucht. Aus einem Gespräch mit Quentin Mai, Director of Shareholder Services bei dem Explorer Corvus Gold, ließen sich jedoch einige Lehren ziehen. Der Aktienkurs seines Unternehmens ist in den letzten Jahren zwar wegen guter Bohrerfolge stark gestiegen, doch ist er damit längst nicht zufrieden. Direkter Nachbar des riesigen Geländes, das Corvus Gold im goldreichen US-Bundesstaat Nevada besitzt, ist AngloGold Ashanti, mit 19,9% darüber hinaus auch ►

## DEG-Preisverleihung



Auf der diesjährigen Edelmetallmesse wurde nun bereits zum sechsten Mal der Preis der Deutschen Edelmetallgesellschaft e.V. (DEG) durch deren Vorstand David Reymann verliehen: Der diesmalige Preisträger ist Robert Hartmann, Gründer und Geschäftsführer des Edelmetallhändlers proaurum, der die aus reinem 999/1000-Feinsilber gefertigte filigrane Flügelskulptur für seine Verdienste um die Edelmetallanlage erhielt. Übrigens: Der erste DEG-Preisträger war Smart-Investor-Chefredakteur Ralf Flierl im Jahre 2013.

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios							
	Kurs				Veränderung seit		
	16.11.18	19.10.18	29.12.17	2.1.06	Vormonat	29.12.17	2.1.06
Gold in USD	1.221,23	1.226,88	1.302,80	516,88	-0,5%	-6,3%	+136,3%
Gold in EUR	1.069,55	1.065,05	1.085,21	437,30	+0,4%	-1,4%	+144,6%
Silber in USD	14,42	14,64	16,93	8,87	-1,5%	-14,8%	+62,6%
Silber in EUR	12,63	12,71	14,10	7,61	-0,6%	-10,4%	+66,0%
Platin in USD	846,00	832,50	931,00	966,50	+1,6%	-9,1%	-12,5%
Palladium in USD	1.177,00	1.083,00	1.064,00	254,00	+8,7%	+10,6%	+363,4%
HUI (Index)	146,41	155,48	193,43	298,77	-5,8%	-24,3%	-51,0%
Gold/Silber-Ratio	84,69	83,80	76,95	58,27	+1,1%	+10,1%	+45,3%
Dow Jones/Gold-Ratio	20,81	20,75	19,07	21,20	+0,3%	+9,1%	-1,8%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1419	1,1520	1,2005	1,1819	-0,9%	-4,9%	-3,4%

Corvus Golds größter Aktionär. Am Verhalten des Unternehmens, das zu den Branchengrößen zählt, lassen sich beispielhaft vier Trends ablesen.

1. Die Großen der Branche brauchen neue Erzreserven, da sie in der Baisse seit 2011 zu wenig exploriert haben (für die kleinen Explorer sehr positiv).
2. Statt mit großem Geld neue Minen zu bauen, wird lieber kleines Geld in die Optimierung und Erweiterung bereits bestehender Anlagen investiert (Geduld nötig, bis ein Deal zustande kommt).
3. Wegen wiederholter schlechter Erfah-

rungen in Ländern der Dritten Welt wird darauf geachtet, dass neue Projekte in sicheren Jurisdiktionen liegen – bevorzugt in Nevada (USA), Abitibi (Kanada) und Yukon (Kanada). AngloGold Ashanti will raus aus Südafrika, das unter den jetzigen politischen Bedingungen ein Alptraum ist, konzentriert sich derzeit aber – wie der Unternehmenspräsentation zu entnehmen ist – auf bereits vorhandene Aktivitäten in Nordamerika.

4. Um auf dem Heiratsmarkt nicht auf nur einen zahlungskräftigen Bräutigam angewiesen bzw. attraktiv für weitere In-

teressenten zu sein, heizen Junior-Minenfirmen den Wettbewerb an und geben Vollgas beim Explorieren. In diesem Fall wäre das Marktführer Barrick Gold, der in der Nähe eine Mine betreibt. Corvus Golds Projekt in Nevada hat einen theoretischen Wert von 586 Mio. USD. Bei 200 Mio. USD Börsenkapitalisierung wäre Corvus Gold denn auch nicht bereit, zum derzeitigen Börsenkurs zu verkaufen.

Hat man diese Geschichte verstanden, fällt es leicht, auch die Aktivitäten von Cartier Resources (Abitibi; IK) und White Gold (Yukon) zu verstehen. Beide explorieren für Majors attraktive Liegenschaften. Philippe Cloutier, CEO von Cartier Resources, will eines der vier Projekte, die sein Unternehmen in der Baisse billig erworben hat, bis Herbst 2019 verkaufen. Es gibt dafür ein halbes Dutzend Kandidaten. Pro Unze Gold im Boden werden – nach früheren Übernahmen zu schließen – im Abitibi-Grünsteingürtel derzeit 150 USD bezahlt.

Der Minenentwickler Harte Gold, der vor Kurzem in der Abitibi-Region die Förderung aufgenommen hat, ist ein ähnlich gelagerter Fall. In den nächsten Monaten soll die Produktion hochgefahren werden – um am Ende das Projekt mit gutem Gewinn an einen der Großen zu verkaufen.

### Warum der Silberpreis steigen muss

Bradford Cooke, der CEO von Endeavour Silver, ist auf der Münchner Messe immer ein gefragter Gesprächspartner. Er erklärte unter anderem, warum der Silberpreis 2019 zumindest leicht steigen sollte: „2018 ist das erste Mal seit 2001, dass die kommerziellen Trader (JP Morgan etc.) an der Futures-Börse COMEX bei Gold und Silber auf der Käuferseite stehen.“ Er erläuterte auch (Trend Nummer fünf), warum bei Minenunternehmen derzeit Gold beliebter als Silber ist. Bei All-in-Kosten von 900 USD/Unze wird auch beim Goldpreis von 1.200 USD/Unze noch Geld verdient. Die Förderung von Silber jedoch ist auf aktuellem Preisniveau für jeden Produzenten ein Verlustgeschäft. Sollte Silber – wie 2016 – auf über 17 USD/Unze steigen, würden aus den derzeitigen Kellerkindern strahlende Überflieger. Um der Konkurrenz überlegen zu

„Fünf aktuelle Trends“ – die Daten						
Name*	WKN	Kurs akt. (EUR)	Börsenwert Fondsvol.**	Kursgewinn/-verlust seit Dreijahreshoch	Kursgewinn/-verlust 2018	
<b>Drei Junior-Explorer</b>						
Corvus Gold [CA]	A1C4C5	1,54	163,24	-28,04%	42,59%	
White Gold [CAN]	A2DJWY	0,88	87,21	-41,33%	10,00%	
Cartier Resources [CAN] (IK)	A0M056	0,08	12,71	-66,67%	-47,71%	
<b>Ein Junior-Goldproduzent</b>						
Harte Gold [CAN]	A0J3QP	0,25	143,03	-56,14%	-16,67%	
<b>Ein mittelgroßer Silberförderer</b>						
Endeavour Silver [CAN] (IK)	A0DJ0N	1,77	225,68	-65,96%	-15,71%	
<b>Eine Beteiligungsgesellschaft</b>						
Osisko Gold Royalties [CAN] (IK)	A115K2	6,65	1044,05	-46,80%	-30,00%	
<b>Die vier Fonds von Stabilitas</b>						
Pacific Gold+Metals P	A0ML6U	100,80	65,00	-32,80%	-7,31%	
Silber+Weißmetalle P	A0KFA1	23,92	58,50	-48,56%	-15,63%	
Gold+Resourcen P	A0F6BP	30,10	11,00	-40,98%	-17,31%	
Special Situations P	A0MV8V	30,02	5,00	-11,71%	25,08%	

\*) in der Gruppe nach Börsenwert geordnet; \*\*) in Mio. EUR;

Quellen: Ariva, Finanztreff.de; Daten vom 12.11.2018

sein, arbeitet Endeavour Silver nicht nur an der Senkung der Kosten. Im vierten Quartal 2018 und im Jahr 2020 nehmen in Mexiko zwei neue Minen den Betrieb auf, die das Metall deutlich unterhalb von 14 USD/Unze fördern. Bradford Cooke: „Man muss Minen bauen, wenn der Markt am Boden liegt.“

#### Wie investieren?

Kaum ein Anleger kann auch nur in einen Bruchteil der fast 80 bei der Messe vertretenen Unternehmen investieren. Die Beteiligungsgesellschaft Osisko Gold Royalties (siehe Interview in Smart Investor Nr. 11/2018; IK) ist eine Möglichkeit, bei Junior-Unter-

nehmen diversifiziert dabei zu sein. Am Stand der Fondsgesellschaft Stabilitas war zu erfahren, dass gerade drei der Münchner Aussteller in einem von deren vier Fonds enthalten sind. Der Grund: Die meisten Unternehmen seien zu klein. Etwa 300 Mio. EUR Börsenwert sollte ein Unternehmen schon haben, denn dann ist dessen Aktie so liquide, dass ein Fondsmanager problemlos ein- und aussteigen könne. Wenn Kunden Fondsanteile zurückgeben, muss er Aktien verkaufen, um sie auszuzahlen. Da sich viele Anleger prozyklisch verhalten, besteht immer die Gefahr, dass sie das gerade dann tun, wenn die Kurse ganz unten sind. ■

*Rainer Kromarek*

Auf Stippvisite

## First Cobalt

### Kobalt vor der Haustür

Mitte November besuchte uns in den Münchner Redaktionsräumen Trent Mell, Präsident und CEO von First Cobalt. Das in dieser Form junge Unternehmen war aus der Fusion dreier Gesellschaften im Jahr 2017 hervorgegangen, die durch eine Kapitalerhöhung und den Erwerb einer Raffinerie abgerundet wurde. Wie am Firmennamen unschwer zu erkennen ist, beschäftigt sich das Unternehmen mit dem Batteriemetall Kobalt, dem aufgrund des Wachstums des Marktes für E-Mobilität über die nächsten Jahre eine deutliche Nachfrageresteigerung vorausgesagt wird.

Hauptkobaltproduzent ist nach wie vor die Demokratische Republik Kongo, die Mehrheit des raffinierten Kobalts kommt aus China. Die USA sind sich ihrer Verletzlichkeit in diesem Bereich bewusst und haben Kobalt bereits auf die Liste der kritischen strategischen Metalle gesetzt. Man geht davon aus, dass das US-Handelsministerium im vierten Quartal 2018 die Eckpunkte einer Strategie zur Verringerung der Abhängigkeit und zur Stärkung der Logistik- und Beschaffungsketten auf dem nordamerikanischen Kontinent bekannt geben wird.

An dieser Stelle kommt First Cobalt ins Spiel, deren Flaggschiffprojekt das in fortgeschrittener Exploration befindliche Iron Creek Project in Idaho ist. Die abgeleiteten Ressourcen („inferred resources“) werden mit 26,9 Mio. Tonnen 0,11%igem Kobaltäquivalent angegeben. Dabei handle es sich um das größte nicht ausgebeutete Kobaltvorkommen der Vereinigten Staaten. Die Mineralisierung verläuft in zwei parallelen Zonen und reicht bis an die Oberfläche. Beide Zonen enthalten zudem Kupfersulfid. Aus dem laufenden Bohrprogramm soll bereits früh im Jahr 2019 eine aktualisierte Ressourcenschätzung veröffentlicht werden.



*Trent Mell,  
Präsident und CEO,  
First Cobalt*

Nach einer vorläufigen Wirtschaftlichkeitsbewertung könnte noch 2019 die Abbauerlaubnis erteilt werden. Mit der First Cobalt Refinery im kanadischen Ontario besitzt das Unternehmen zudem die einzige vollständig lizenzierte Kobaltraffinerie Nordamerikas.

Damit ließe sich sowohl Kobaltsulfat für Batterien als auch Kobalt für die Luftfahrtindustrie produzieren. Die Anlage könnte bei Bedarf rasch in Produktion gehen, wobei die Kapazität im Rahmen der vorliegenden Genehmigungen sogar noch deutlich erweiterbar ist. Trent Mell geht davon aus, dass die Raffinerie – auch durch die Verarbeitung von Fremdmaterial – relativ früh einen Cashflow erzeugen könnte, der dann für die Entwicklung des Iron Creek Project einsetzbar wäre. Läuft alles glatt, könnte die Raffinerie im Jahr 2019 mit der Produktion starten.

Ebenfalls in Ontario liegt das Canadian Cobalt Camp, an dem First Cobalt zu 45% beteiligt ist. Das Areal umfasst 50 historische Minen und wurde mit dem Bohrprogramm des laufenden Jahres auf 15 aussichtsreiche Ziele getestet. Dabei zeigte sich in der Kerr Area ein Verbund von mehreren, eng beieinander liegenden Erzadern. Das Abbaumaterial aus dem Canadian Cobalt Camp könnte – nicht zuletzt aufgrund der räumlichen Nähe – eine interessante Perspektive für die Auslastung der Raffinerie eröffnen.

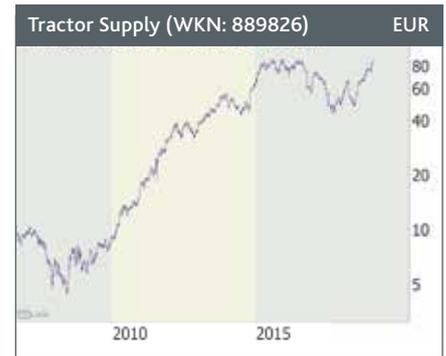
First Cobalt hat derzeit eine Marktkapitalisierung von knapp 95 Mio. CAD und ist mit einem Cashbestand von rund 10 Mio. CAD für die anstehenden Vorhaben ausfinanziert. Der eigentliche Treiber könnte in US-Vorgaben zur Stärkung der nordamerikanischen Kobaltversorgung bestehen. ■

*Ralph Malisch*

Aktien im Blickpunkt

# US-Nebenwerte mit Steherqualitäten

## Sechs werthaltige amerikanische Dauerläufer



2018 war bisher kein gutes Jahr für die meisten Weltbörsen. Selbst die seit März 2009 als Hausse-Zugpferd fungierende Wall Street erlitt in den vergangenen Wochen einen herben Rückschlag. Dadurch sind erhebliche charttechnische Schäden entstanden. Diese sind weltweit an vielen Aktienindizes und Einzeltiteln festzumachen, die inzwischen in Bärenmarktterrain abgedriftet sind. Davon ist ab Verlusten von 20% gemessen am jüngsten Zwischenhoch die Rede. Zudem büßten in den USA die FAANG- sowie die Halbleiteraktien bisher ersatzlos ihre Marktführerschaft ein, sodass es an neuen Kurslokomotiven fehlt.

### Kleine Elitegruppe

Charttechnisch orientierte Anleger werten das als Warnsignal, derzeit allgemein etwas vorsichtiger zu agieren. Wer dennoch unbedingt investieren will, sollte wie eigentlich immer auf Titel mit Relativer Stärke und weiterhin intakten Aufwärtstrends vertrauen. Damit können laut Definition die charttechnischen Dauerläufer aufwarten. Denn dabei handelt es sich um Aktien, bei denen die Kurse mindestens seit einem oder, noch besser, seit einigen Jahrzehnten vergleichsweise stetig nach oben ziehen. Wobei kontinuierlich steigende

Notierungen hier nicht nur für ein gutes Chartbild sorgen, sondern auch als Beleg für unternehmerische Qualität einzustufen sind. Ist doch die Erlangung eines charttechnischen Dauerläuferstatus ohne ein nachhaltig funktionierendes Geschäftsmodell nicht denkbar.

Dumm ist nur, dass diese ohnehin traditionell eher kleine Elitegruppe an Gewinnerwerten durch die jüngsten Einbußen zahlenmäßig aktuell noch dünner besetzt ist als üblich. Erst recht dann, wenn als weitere Kaufbedingung eine einigermaßen moderate Bewertung hinzukommt. Smart Investor hat nach einem Marathontest im US-Nebenwertesegment aber letztlich ein interessantes Sextett ausfindig gemacht, das auch aktuell für Investments geeignet erscheint. Dafür sprechen neben sechs langfristig beeindruckenden Charts viel Qualität im jeweiligen Konzernverbund sowie – gemessen an den Geschäftsaussichten – vertretbare Bewertungen.

### Zweimal Handel, einmal Chemie

Der erste Favorit heißt **Tractor Supply**. Dahinter steckt eine der größten US-Einzelhandelsketten für Produkte im landwirtschaftlichen Bereich sowie für die Tierhaltung und den Garten- und Heim-

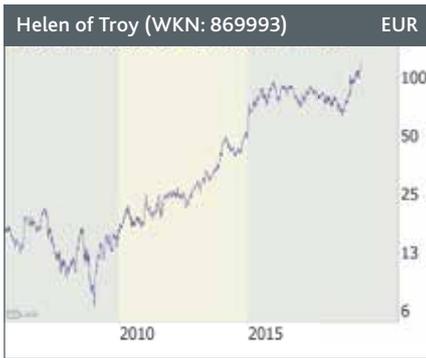
werkerbedarf. Der Titel, der im November 2000 bei 0,44 USD notierte, scheint im November mit neuen Rekorden von 97,12 USD eine mehrjährige Verschnaufpause beendet zu haben. Für eine Wiederaufnahme der Dauerläuferrolle dürften vermutlich schon lediglich erfüllte Analystenprognosen ausreichen. Denn diese sehen von 2017 bis 2022 eine Gewinnsteigerung je Aktie von 3,33 USD auf 6,67 USD vor. Ein von 2008 bis 2018 von 3,01 Mrd. auf 7,26 Mrd. USD gestiegener Umsatz zeugt von einer starken Nischenstellung.

Ebenfalls dem Konsumsektor ist als Entwickler und Vermarkter von Haushaltswaren, Haushalts- und Schönheitsprodukten der zweite Kauf Tipp **Helen of Troy** zuzuordnen. Gestützt auf ein starkes Markenportfolio (unter anderem Braun, Dr. Scholl's, Vidal Sassoon) und eine guten Marktposition, steigert diese 1968 gegründete Gesellschaft ihren Umsatz relativ stetig. Zur Belohnung ist die Notiz von November 2000 bis heute von 4,22 USD auf 134,99 USD sehr kräftig gestiegen. Ein Trend, der sich fortzusetzen verspricht, wenn es wie vom Analystenkonsens unterstellt gelingt, das Ergebnis je Aktie in den kommenden fünf Jahren im Schnitt um 9% p.a. zu steigern.

Kennzahlen der vorgestellten Aktien										
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2017*	EpS 2017e	EpS 2018e	KGV 2017e	KGV 2018e	Div. 2018	Div.-Ren. 2018
Atrion	922778	634,00	1.173	130	17,51	18,60	36,2	34,1	5,25	0,8%
Helen of Troy	869993	119,04	3.143	1.323	6,43	6,95	18,5	17,1	0,00	0,0%
Henry Schein	897961	75,51	11.511	11.067	3,20	3,66	23,6	20,6	0,00	0,0%
Stepan Company	859510	75,43	1.699	1.714	4,13	4,20	18,3	18,0	0,95	1,3%
TransDigm	A0JEP3	303,53	16.011	3.385	15,84	14,74	19,2	20,6	0,00	0,0%
Tractor Supply	889826	81,30	9.924	6.449	2,96	3,80	27,5	21,4	1,07	1,3%

\*) in Mio. EUR; alle Angaben in EUR;

Quellen: Bloomberg, Morningstar, Finanzen.net



Der nächste Wert ist der Spezialchemie-konzern **Stepan Company**. Als Anbieter von Tensiden und Polyurethan-Polyolen stuft man sich selbst als in der Branche einzigartig ein, weil es keinen vergleichbar aufgestellten Wettbewerber gebe. An dieser Selbsteinschätzung scheint durchaus etwas dran zu sein. Sonst wäre es kaum möglich gewesen, den Kurs seit Oktober 2001 mehr als zu verzehnfachen und die Dividende inzwischen schon 51 Jahre in Folge zu erhöhen. Gehen die Analystenrechnungen auf, die von 2017 bis 2012 eine Ergebnisverbesserung von 4,65 USD auf 6,23 USD je Aktie vorsehen, sollten die Kursaussichten positiv sein.

#### Einmal x Luftfahrt, zweimal x Medizintechnik

Geschäftlich sehr stetig ist auch **TransDigm** – ein Hersteller von technisch anspruchsvollen Flugzeugkomponenten. Die Aussichten für die beiden wichtigen Abnehmerbranchen Luftfahrt und Rüstung

sind intakt. Dank wertvoller immaterieller Vermögenswerte und hoher Wechselkosten verfügt der Konzern über einen breiten wirtschaftlichen Schutzgraben. Gemessen am Ausgabepreis von 21 USD beim Börsengang im März 2006, reichte es in der Spitze schon zu mehr als einer Verzehnfachung. Gelingt es nach einer kleinen Delle im laufenden Geschäftsjahr wie von uns angenommen, wieder Gewinnzuwächse von 10% p.a. einzutüten, sind noch höhere Notierungen drin.

Die Aktien von **Henry Schein** sprechen mit einem Anstieg von 2,70 USD auf 93,29 USD von Ende 1999 bis Mitte 2017 für sich. Zu verdanken war dies der seit 2004 bewiesenen Fähigkeit, das EBITDA bei stabilen operativen Margen in jedem Jahr um 5% oder mehr zu steigern. Als Anbieter von Produkten und Dienstleistungen für zahnmedizinische, tiermedizinische und ärztliche Praxen verfügt die Gesellschaft über ein sehr gutes Netzwerk. Die

inzwischen erreichte Größe ist zwar eine Bürde, Analysten halten dennoch von 2017 bis 2022 eine Gewinnerhöhung von 3,60 USD auf 5,69 USD je Aktie für möglich. Kommt es so, sollte die Börse das goutieren.

Die **Atrion Corporation** komplettiert unsere Empfehlungsliste. Dabei handelt es sich um einen absoluten Außenseiter, weil den Titel offenbar kein einziger Analyst abdeckt. Den Kurs hat das von Oktober 1998 bis heute aber nicht von einem fulminanten Anstieg von 6,25 USD auf 727,48 USD abgehalten. Geld verdient der Medizintechnikhersteller mit einem Fokus auf Produkten zur Infektionsprävention bei Bluttransfusionen sowie Ausrüstung für Onkologie und die Behandlung von Herzerkrankungen. Der Erfolg lässt sich hier unter anderem an einer schuldenfreien Bilanz sowie an einer Eigenkapitalrendite festmachen, die von 5% im Jahr 1999 kontinuierlich bis auf 20% im Jahr 2017 gestiegen ist. ■

*Jürgen Büttner*

Anzeige

## RATIONAL: Immer eine gute Investition.

### Für Kunden und Aktionäre.

8–9 % Umsatzwachstum in den letzten 10 Jahren,  
26–28 % EBIT-Marge,  
73 % Eigenkapitalquote,  
2 % Dividendenrendite.

Mehr unter: [rational-online.com](http://rational-online.com)  
unter Unternehmen/Investor Relations

**Wir bedanken uns bei unseren Kunden und Aktionären  
für ihre langjährige Treue und gute Partnerschaft.**



Buy or Goodbye

# Buy: Metro AG

Ein neuer Großaktionär und ein Geschäftsmodell, das nach vielen Jahren endlich auf Kurs kommt – das sind die Zutaten für die Metro-Story. Während die ehemaligen Eigentümer Haniel und Otto Beisheim seit den 1990ern an der Strategie herumdokterten, haben sich nun zumindest die Haniels für einen Verkauf entschieden. Wenn es blöd läuft, verabschieden sie sich dabei nahe dem Allzeittief aus der Aktie. Mit dem tschechischen Milliardär Daniel Křetínský wird es einen neuen Großaktionär geben, der spätestens im Sommer nächstes Jahr mittels Optionen die 30%-Schwelle überschreiten dürfte. Kenner von Übernahme-situationen wissen, dass damit ein Pflichtangebot für die außenstehenden Aktionäre einhergehen würde. Für Aktienbesitzer ergibt sich damit möglicherweise die Gelegenheit, mit einer Prämie auf den Kurs auszusteigen. Dies ist jedoch nur eine Möglichkeit. Denn Křetínský, der den tschechischen Energieversorger und Braunkohlkonzern EPH besitzt, ist nicht dafür bekannt, Minderheitsaktionäre in den von ihm kontrollierten Unternehmen zu schätzen. Die 30% dürften vielmehr nur der Start einer Komplettübernahme sein.

Bereits davor dürfte es bei Metro jedoch zu entscheidenden operativen Veränderungen kommen. Die Dauerbaustelle real steht bereits zum Verkauf; sollte das Cash-and-Carry-Geschäft in Russland keinen Turnaround hinbekommen, dürfte sich Metro auch hier verabschieden. Stattdessen wird sich das Unternehmen zunehmend auf das Liefergeschäft und den Großhandel für Gastronomie und Großabnehmer

# Goodbye: Daimler AG

Wer sich mal einen richtig gruseligen Chart anschauen will, wird derzeit bei der Daimler AG (WKN: 710000; IK) fündig: Seit Jahresbeginn hat der Kurs um mehr als ein Drittel nachgegeben; aktuell ist auch die Marke von 50 EUR nach unten durchbrochen. Das ist freilich nicht überraschend, denn der Weltkonzern hat sich den Luxus geleistet, dieses Jahr gleich zwei Gewinnwarnungen abzugeben. Demnach sind in wichtigen Segmenten EBITs „deutlich unter Vorjahresniveau“ zu erwarten. Im Mittel erwarten Analysten noch immer ein Ergebnis pro Aktie von 7,76 EUR (Vj.: 9,84 EUR). Sie sehen nicht zuletzt wegen der erwarteten Dividende oberhalb von 3 EUR pro Aktie zumeist Kurse um 70 EUR als fairen Preis. Doch offensichtlich goutieren die Marktteilnehmer diesen relativen Optimismus nicht und rechnen mit weiter fallenden Erträgen. Dafür gibt es gute Gründe, denn die Liste der Belastungen ist lang.

Aufwendungen für behördliche Verfahren – damit werden die Auseinandersetzungen um die Diesellabgase umschrieben –, Auslieferungsprobleme durch den WLTP-Zyklus, Nachfrageschwächen bei Vans und Bussen sowie hohe Rabatte für Neufahrzeuge in besonders belasteten Regionen knabbern am Gewinn. Das alles ließe sich noch zu einem „Halten“ schönreden, denn schließlich sind die starken Marken und das exzellente Produktionswissen zusammen mit den hohen Fertigungskapazitäten natürlich wertvoll und mehr als ein 2018er-KGV



konzentrieren – von Branchenkennern Foodservice genannt. Back to the Roots heißt es hier also für den Pionier in Deutschland. Křetínskýs Strategie ist klar: Er investiert am liebsten dort, wo kein anderer hin will. Im Fall von Metro ist es die Angst vor Amazon und der Zukunftsfähigkeit des klassischen Handels. Die Zahlen des Kerngeschäftes der Metro sind bislang nicht besonders gut, eine Katastrophe aber auch wieder nicht. Hierauf dürfte Křetínský aufbauen und stark auf Digitalisierung setzen. Damit dürfte auch der Immobilienbesitz des Unternehmens die Buchwerte in der Bilanz deutlich übersteigen. Für Aktionäre ergibt sich damit eine attraktive Margin of Safety.

*Christoph Karl*



zwischen 6,3 und neun wert. Wirklich Sorge macht aber die infrage zu stellende Zukunftsfähigkeit, denn in Sachen Elektromobilität hat Daimler aktuell nichts zu bieten, was sexy und/oder erschwinglich wäre. Der EQC kommt erst im Frühjahr 2019, mit enttäuschender Reichweite – und mit der Ankündigung einer sehr flachen Produktionskurve. Ein Angebot auf Preisniveau einer A- oder C-Klasse ist aktuell nicht abzusehen. Fazit: Daimler fährt die Zeit davon.

*Stefan Preuß*

## Mittelstandsaktien

# Debüts mit Licht und Schatten

Hinter den diesjährigen Neuzugängen im m:access liegen zum Teil recht turbulente Wochen. Dabei konnten die anfangs hohen Erwartungen nicht immer eingehalten werden.

## Erholung fällt aus

Anfang Juli, mitten in der Haupturlaubszeit, gab die Münchner Homes & Holiday ihr m:access-Debüt. Für den Anbieter von Ferienimmobilien und Maklerdiensten sollte der Börsengang ein neues Kapitel in der Unternehmensentwicklung beschreiben. Tatsächlich wurden die frischen Mittel bereits in einen strategisch durchaus spannenden Zukauf investiert. So übernahm man den Ferienhaus- und Finca-Vermieter Top Villas Mallorca, der fortan zusammen mit der eigenen Tochter Porta Holiday knapp 1.000 Objekte auf der bei deutschen Urlaubern weiterhin äußerst beliebten Insel anbieten kann. Neben Spanien konzentriert sich Homes & Holiday auf deutsche Urlaubsregionen wie Nord- und Ostsee.

Auch Süddeutschland steht im Fokus der Münchner, die im Maklergeschäft mit Franchisenehmern zusammenarbeiten und basierend auf den Verkaufsvolumina anteilig Lizenz-/Provisionsumsätze erwirtschaften. Allerdings werden Letztere in diesem Jahr voraussichtlich um 10% zurückgehen. Noch im Sommer war der Vorstand beim Netto-Provisionsumsatz von einem „deutlichen Wachstum“ im Vergleich zu 2017 ausgegangen. Als Erklärung muss die Umstrukturierung mit neuen Franchisenehmern auf Mallorca herhalten. Diese dauere länger als zunächst geplant. Zudem habe man den schwächeren Jahresstart nicht wie

erwartet im Sommer vollständig aufholen können. Auch am wichtigen Standort München kam es zu Verzögerungen. 2018 sei demnach ein Übergangsjahr. An der formulierten „Buy-and-Build-Strategie“ und den Wachstumsplänen für die nächsten Jahre halte man gleichwohl fest. Aktionäre dürften diese Aussagen nur bedingt zufriedenstellen. Gemessen am Ausgabepreis von 2,50 EUR, den das Papier praktisch nie mehr erreichte, summieren sich die Verluste inzwischen auf über 50%. Die Frage, inwieweit im Zuge des Börsengangs zu optimistische Prognosen kursierten, muss daher erlaubt sein.

## Im Einkauf liegt der Gewinn

Um einiges erfreulicher verlief bislang das Börsenleben der UniDevice AG. Im Vergleich zur Erstnotiz am 6. März konnte sich der Small Cap trotz eines widrigen Börsenumfelds behaupten und sogar leicht im Kurs zulegen. Die Berliner sind ein internationaler Großhändler von Unterhaltungs- und Kommunikationselektronik. Das Hauptgeschäft entfällt dabei auf Smartphones von bekannten Herstellern wie Samsung und Apple.

Das im Handel geschulte Einkaufsteam nutzt weltweit unterschiedliche Lagerbestände und Preisniveaus bei dem Verkauf der Geräte an den Einzelhandel. Branchentypisch ist die auf den ersten Blick geringe Profitabilität. Als Großhändler

lebt UniDevice von der Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis. Diese Brutomarge lag zuletzt stabil bei 1,29%. Insgesamt erzielte die Gesellschaft nach neun Monaten ein Nachsteuerergebnis von 0,72 Mio. EUR (Vj.: 0,52 Mio. EUR). Im selben Zeitraum stiegen die Konzernerlöse von 168 Mio. auf 221 Mio. EUR. Für das Gesamtjahr erwartet der Vorstand bislang einen Überschuss von rund 1 Mio. EUR.

Vor dem Hintergrund der erst seit September erhältlichen, neuen iPhone-Modelle und des wichtigen Weihnachtsgeschäfts erscheint diese Vorgabe eher konservativ. Überhaupt ist der Mann an UniDevices Spitze kein Unbekannter. Dr. Christian Pahl war vor seinem Wechsel sieben Jahre Vorstand der MPH Health Care. In dieser Zeit konnte sich der Börsenwert der Beteiligungsgesellschaft in etwa verdoppeln. Die kommenden Jahre werden zeigen, ob er diesen Erfolg mit UniDevice wiederholen kann.

## Fazit

Für ihren Börseneinstand haben sich die m:access-Neulinge ein keinesfalls leichtes Umfeld ausgesucht. Kommen dann noch hausgemachte Probleme hinzu, ist die Marktreaktion oftmals gnadenlos. Ein weitgehend stabiler Kurs kann daher schon als Erfolg und Bestätigung der eigenen Strategie betrachtet werden.

Marcus Wessel

## Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2018e	EpS 2017	EpS 2018e	EpS 2019e	KGV 2018	KGV 2019	Div. 2018e**	Div.-Ren. 2018
Homes & Holiday [D]	A2GS5M	1,01	12,7	2,5			-0,15	neg.	neg.	0,00	0,0%
UniDevice [D]	A11QLU	1,62	24,4	301,0	0,04	0,07	0,11	23,1	14,7	0,00	0,0%

\*) in Mio. EUR; \*\*) geschätzt; alle Angaben in EUR

## Turnaround

# Comeback-Aktien

Wenn einstige Highflyer enttäuschen, dann kennen Investoren meist keine Gnade. Wer antizyklisch denkt und geduldig ist, kann darüber nur glücklich sein.

## Megatrend Digitalisierung

Lange Zeit erfüllte die Aktie der KPS AG alle Kriterien eines echten Wachstumswertes. Parallel zum kontinuierlich steigenden Börsenkurs gelang es dem Beratungsunternehmen, seine Umsätze und Gewinne Jahr für Jahr auf eine neue Rekordmarke zu heben. Zum Ende des Geschäftsjahres 2016/17 zeigten sich dann jedoch erste Schleifspuren in der Bilanz. Vor allem der Ausblick auf das inzwischen zu Ende gegangene Geschäftsjahr 2017/18 (30.9.) enttäuschte, da man trotz eines großen Zukaufs in Spanien praktisch Nullwachstum erwartete. Tatsächlich sollte es auf der Ergebnisseite noch weitaus schlimmer kommen. Integrationsaufwendungen, steigende Personalkosten sowie eine unterplanmäßige Auslastung der Berater zwangen den KPS-Vorstand zu einer deutlichen Senkung des ursprünglichen Ergebnisziels.

Statt eines EBITs zwischen 23 Mio. und 26 Mio. EUR sah die neue Prognose nur noch einen Korridor zwischen 16 Mio. und 20 Mio. EUR vor. Damit würde KPS erstmals seit Jahren einen Gewinnrückgang ausweisen. Vorläufige Zahlen werden für Dezember erwartet. Nach einer deutlichen Verbesserung der Auslastung und damit auch der Profitabilität im dritten Quartal dürfte das Unternehmen diese Vorgabe erreichen. Der Umsatz sollte so-

gar das obere Ende der in Aussicht gestellten Spanne von 160 Mio. bis 170 Mio. EUR treffen. Inzwischen liefern die unter anderem in Spanien und Skandinavien akquirierten Projekte die erwarteten Umsatzbeiträge.

Den Schock über das vom Kunden Lidl beendete SAP-Projekt scheint KPS hingegen überwunden zu haben. Die kurzzeitig gesunkene Auslastung der rund 1.000 KPS-Berater nimmt wieder zu. Grundsätzlich bleibt die Gesellschaft als Berater bei der Digitalisierung gefragt. Die meisten Kunden stammen aus dem Handel oder der Konsumgüterbranche. Gerade in diesen Branchen schafft der technologische Wandel neue Marktchancen, auf die KPS über seine Strategie- und Technologieberatung abzielt. Derzeit lockt die Aktie mit einer verbesserten Ertragsperspektive und einer Dividendenrendite von fast 5%.

## Konjunktursorgen belasten

In den Abwärtssog der Börsen gerieten auch Papiere der Kion Group. Neben der allgemeinen Sorge um die Weltkonjunktur traten hier zugleich unternehmensspezifische Gründe hervor. Schon zum Halbjahr litt der Hersteller von Gabelstaplern und Lagertechnikgeräten unter Engpässen bei Zulieferern, höheren Material- und Personalkosten sowie vereinzelt Verzö-

gerungen bei Projektvergaben. Diese negativen Einflüsse sind zwar noch nicht gänzlich verschwunden, konnten aber im dritten Quartal zumindest teilweise zurückgedrängt werden. Erfreulich war zudem die Auftragslage in beiden großen Segmenten.

Während die Lagertechnik und die beiden Staplermarken STILL und Linde ihren Ordereingang um rund 8% verbesserten, erlebte die Konzerntochter Dematic fast schon eine Auftragsflut. So zogen die neuen Bestellungen in dieser Sparte im Jahresvergleich um über ein Fünftel an. Durch die im Jahr 2016 erfolgte Übernahme, die Kion seinerzeit fast 2 Mrd. EUR wert war, stiegen die Hessen zu einem der weltweit führenden Anbieter von Supply-Chain-Lösungen auf. Dematic optimiert und automatisiert Lieferketten in Warenhäusern und Verteilzentren. Besonders stark ist das Unternehmen bei fahrerlosen Transportsystemen.

Man partizipiert am Wachstum des Internethandels und an den hohen Investitionen vieler Unternehmen in ihre jeweiligen Lieferketten. Amazon, Zalando und Co. sind die Vorreiter, doch auch der klassische Handel muss nachziehen, will er in Zukunft noch eine nennenswerte Rolle am Markt spielen. Bereits die Bestätigung der Jahresziele (Umsatz: 7,7 Mrd.

Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2018e*	Umsatz 2019e*	EpS 2017	EpS 2018e	EpS 2019e	KGV 2018e	KGV 2019e	Div. 2018e**	Div.-Ren. 2018
Kion Group [D]	KGX888	51,34	6,1	7,9	8,2	3,72	3,80	4,24	13,5	12,1	1,10	2,1%
KPS [D]	A1A6V4	7,24	0,3	0,17	0,18	0,53	0,36	0,45	20,1	16,1	0,35	4,8%
TAKKT [D]	744600	14,14	0,9	1,2	1,3	1,47	1,25	1,35	11,3	10,5	0,55	3,9%

\*) in Mrd. EUR

bis 8,2 Mrd. EUR; bereinigtes EBIT: 770 Mio. bis 835 Mio. EUR) durch Vorstandschef Gordon Riske ließ die gebeutelte Kion-Aktie zuletzt um über 15% anspringen. Der Markt hatte fest mit einer Senkung der Prognose gerechnet. Diese blieb vorerst aus. Sollte sich die globale Konjunktur allerdings weiter eintrüben, könnte auf Kion ein schwieriges Jahr zukommen. Wir raten daher zunächst zur Vorsicht und warten auf eine Bestätigung des erfreulichen Quartals.

#### Vom Katalog ins Internet

Nach 68 Jahren endet im Dezember eine Ära. Dann erscheint der letzte gedruckte Otto-Katalog. Auf diese fundamentalen Umwälzungen im Versandhandel hat sich auch die Stuttgarter TAKKT AG frühzeitig eingestellt. Der B2B-Versandhändler für Büro- und Geschäftsbedarf investierte in den vergangenen Jahren massiv in den Ausbau seines E-Commerce-Geschäfts. Dessen Anteil am Auftragseingang lag in den vergangenen beiden Quartalen

erstmals über 50%. Seine „digitale Agenda“ verfolgt der Konzern mit Nachdruck. Akquisitionen leisten hierzu einen wichtigen Beitrag. So übernahm man zu Jahresbeginn den britischen Internethändler Office Furniture Online und einige Monate später die schwedische Runelandhs. Vor allem Großbritannien ist für Takkt von großer Bedeutung, weshalb der noch immer nicht geregelte Brexit als Risikofaktor zunächst bestehen bleibt. Gut läuft es auch auf der anderen Seite des Atlantiks.

Takkt America bleibt mit einem organischen Wachstum von 4% auf Kurs. In Europa erreichten die Schwaben im dritten Quartal sogar ein Plus von über 6%. Damit konnte der noch verhaltene Jahresstart inzwischen aufgeholt werden. Ein Problem bleiben allerdings die gestiegenen Frachtkosten, denen man mit Preiserhöhungen und Kostendisziplin begegnet. Der Anstieg der EBITDA-Marge im Quartalsvergleich (von 12,2% zum Halbjahr auf 13,2% im dritten Quartal) belegt den

Erfolg dieser Maßnahmen. Gleichwohl könnte im Gesamtjahr der für das EBITDA prognostizierte Korridor von 13% bis 14% leicht unterschritten werden. Eskaliert der weltweite Handelskonflikt weiter, ist ein solches Szenario durchaus denkbar. Nach einem Kursrückgang von über 22 EUR im Frühjahr auf rund 12 EUR Mitte Oktober scheint die Börse diese Möglichkeit weitgehend eingepreist zu haben. Überdies belegt das zeitweise einstellige KGV, wie viel Skepsis bereits im Aktienkurs steckte.

#### Fazit

Antizyklisches Denken sollte Anlegern, die nach Turnaround-Stories suchen, grundsätzlich nicht fremd sein. Eine eigene Meinung, Mut und Geduld sind weitere unverzichtbare Tugenden. Zur Absicherung seiner Engagements empfiehlt sich das Setzen von (mentalen) Stopp-Loss-Marken – insbesondere in volatilen Märkten. ■

Marcus Wessel

Anzeige

# [INDUS]

Die Mittelstandsgruppe

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

DIE ZUKUNFT  
WARTET NICHT.

[IN] *spiring*  
PROGRESS

Musterdepot

# Die Vorsicht bleibt

Es war unser Anspruch, Verluste möglichst zu vermeiden. Dies ist uns nicht ganz gelungen. Immerhin erwies sich das Depot in einem nervösen Markt als doch recht stabil.

Der leichte Rückgang unseres Depotwerts ist zwar nicht schön, angesichts des weiterhin volatilen Umfelds mit tendenziell rückläufigen Notierungen aber insgesamt noch vertretbar. In unserer skeptischen Einschätzung (siehe auch „Das große Bild“ ab S. 38) fühlen wir uns durch die Entwicklung der vergangenen Wochen einmal mehr bestätigt. Brexit, Haushalts- und Handelsstreit belasteten die Stimmung an den Aktienmärkten. Vor allem zyklische Titel, von denen wir uns zumeist frühzeitig getrennt hatten, standen unter Verkaufsdruck. Für das Depot traten wir lediglich bei dem bereits bekannten DAX-Short, der Goldcorp-Aktie und dem durchaus spekulativen Zertifikat „Gold / S&P 500 Outperformance“ auf der Käuferseite auf. Letzteres partizi-

piert mit einem dreifachen Hebel an der Outperformance des SPDR Gold Trust gegenüber dem S&P 500. Damit bildet diese Position exakt unsere Marktmeinung ab, wonach Aktien eher weiter fallen und Edelmetalle steigen dürften. Aufgrund des hochspekulativen Charakters sowie des Hebels ist unsere Position hier mit 1,60% nur recht klein.

### Hohe Liquidität bietet Sicherheit

Rechnet man die US-Staatsanleihe sowie die STADA-Anteile zu unserer Cashposition hinzu, so macht diese inzwischen mehr als ein Drittel des Gesamtdepots aus. Gleichzeitig haben wir uns über den DAX-Short und den Put auf den Euro vor weiteren Turbu-

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR)										Stichtag: 16.11.2018 (DAX: 11.341)			
Performance: -5,9% seit Jahresanfang (DAX: -11,2%); -0,9% gg. Vormonat (DAX: -1,7%); +219,6% seit Depotstart (DAX: +343,4%)													
Unternehmen/Land	WKN	Branche	SIP <sup>1</sup>	C/R <sup>2</sup>	Stück	Kaufdatum	Kauf zu	Kurs akt.	Wert akt.	Depotanteil	Performance Vormo.	Performance seit Kauf	Stopp-Loss
Solutions30 [LU]	A2APOH	IT-Services	D	7/6	1.200	17.03.16	2,44	8,83	10.596	3,3%	-10,6%	+261,9%	8,72
Anthem [US] <sup>3</sup>	A12FMV	Krankenversicherer	B	6/5	55	27.03.14	92,86	251,25	13.819	4,3%	+2,6%	+170,6%	
Put EUR/USD <sup>3</sup>	SC85NE		B	7/9	3.000	15.03.18	1,10	2,40	7.200	2,3%	+20,0%	+118,2%	
STADA [DE]	725180	Pharma	C	2/1	200	26.05.16	47,20	81,78	16.356	5,1%	+0,1%	+73,3%	
Berkshire Hath. B [US] <sup>3</sup> (IK)	A0YJQ2	Holding	B	6/3	150	26.01.17	153,64	191,49	28.724	9,0%	+4,7%	+24,6%	
Fiat Chrysler [NL] (IK)	A12CBU	Automobile	C	7/6	1.130	24.08.17	12,48	14,50	16.385	5,1%	+7,6%	+16,2%	
Short-Turbo DAX <sup>3</sup>	TR0TAW		B	9/8	1.000	12.10.18	25,91	28,22	28.220	8,8%	+5,9%	+8,9%	
Ituran [IL]	925333	Telematik	A	7/4	300	24.08.17	28,75	30,53	9.159	2,9%	+3,3%	+6,2%	
US-Staatsanleihe (Jul 2019)	A1ZMPH		A	3/1	500	23.08.18	86,35	87,17	43.585	13,6%	+1,1%	+0,9%	
Bolloré [F]	875558	Holding	C	7/5	2.500	24.08.17	3,91	3,81	9.525	3,0%	+2,4%	-2,6%	
Gold/S&P 500 Out.-Zertif.	SG6C9T		A	8/7	200	25.10.18	27,00	24,80	4.960	1,6%	-	-8,1%	
Goldcorp [CA] <sup>3</sup>	890493	Goldproduzent	B	8/6	2.500	31.08.17	10,40	8,27	20.675	6,5%	-12,9%	-20,5%	
HOMAG [DE] (IK)	529720	Maschinenbau	C	5/2	300	24.08.17	63,20	50,00	15.000	4,7%	+0,2%	-20,9%	
Endeavour Silver [CA] <sup>3</sup> (IK)	A0DJ0N	Goldproduzent	B	7/6	8.000	22.04.16	2,66	1,77	14.160	4,4%	-12,8%	-33,5%	
amaysim Australia [AU]	A14VZA	Telekom	C	7/6	15.000	13.07.17	1,09	0,66	9.900	3,1%	+3,1%	-39,6%	
Silvercorp [CA] <sup>3</sup>	AOEAS0	Silberproduzent	C	8/7	10.000	16.02.17	3,04	1,79	17.900	5,6%	-14,8%	-41,1%	
IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 65!									<b>Aktienbestand</b>	266.163	83,3%		
									<b>Liquidität</b>	53.482	16,7%		
									<b>Gesamtwert</b>	319.645	100,0%		

1) **SIP:** Das SI-Potenzialometer zeigt an, in welcher Phase einer Kursbewegung sich eine Aktie befindet (von A=„Einstieg jederzeit ratsam“ bis E=„Aktie wirkt angeschlagen“ bzw. F=„Verkauf“) und welche Handlungsprämissen wir hieraus ableiten.

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

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

3) Durchschnittskurs 4) Tatsächlich liegt der Stopp-Loss bei 12.830 DAX-Punkten, was einem Short-Turbo-Kurs von 14,90 EUR entspricht.

lenzen sowohl auf der Aktien- als auch auf der Währungsseite abgesichert. Mit der Entwicklung unserer Edelmetallpositionen können wir dagegen weiterhin gar nicht zufrieden sein. Noch ist nicht absehbar, wann sich die schlechte Stimmung im Sektor grundlegend verbessern könnte. Wir sind aber bereit, dieses Geldspiel anzunehmen. Einen Verkauf auf den aktuellen Niveaus

schließen wir jedenfalls aus. Bei der HOCHDORF-Aktie wurde derweil der von uns gesetzte Stopp-Loss ausgelöst – zugegebenermaßen viel zu spät. Hier hatten wir den Ausstieg zu deutlich höheren Kursen ganz einfach verpasst. Mit einem ordentlichen Gewinn hatten wir zuvor bereits unser Engagement bei GRENKE beendet. Die recht hohe Bewertung der Aktie machte diese anfällig für weitere Kursverluste, die wenig später so auch eingetreten sind.

#### Solutions30 mit Zahlen und Split

Manch ein Solutions30-Aktionär mag zuletzt eine Schrecksekunde erlebt haben. Plötzlich waren seine Anteile weniger als 10 EUR wert. Tatsächlich lag der Grund dafür nur in einem Aktiensplit im Verhältnis vier zu eins. Operativ besteht bei dem französischen IT-Dienstleister weiterhin kein Grund zur Sorge – ganz im Gegenteil. So erreichte das Umsatzwachstum im dritten Quartal mit fast 60% den höchsten Wert seit zwei Jahren. Organisch lag der Zuwachs mit rund 17% ebenfalls auf einem sehr robusten Niveau. Als Treiber erwies sich einmal mehr der beschleunigte Ausbau des Glasfasernetzes – eine Grundbedingung für die Versorgung mit schnellem Breitbandinternet. Dazu erschließt der Vorstand fortlaufend neue Bereiche mit großem Wachstumspotenzial. Ein Beispiel ist das sogenannte „Smart Metering“. Dahinter stecken die Installation und anschließende Wartung von intelligenten Energiezählern, die in immer mehr Haushalten Einzug halten. In der Zukunft will Solutions30 auch die Wartung von Elektroladestationen übernehmen und in weitere Länder expandieren. Nachdem wir im April zu Kursen von umgerechnet knapp 8 EUR einen Teil unserer Solutions30-Aktien zum Verkauf gestellt hatten, galt für die restlichen Anteile ein Stopp-Loss von 8,72 EUR auf Basis des Frankfurter Schlusskurses. Dieser Stopp-Loss-Kurs wurde nach dem Split entsprechend angepasst.

#### Buffett auf Einkaufstour

Konträr zur Vorsicht und Nervosität vieler Anleger tätigte Investorenlegende Warren Buffett im dritten Quartal zahlreiche Multi-Milliarden-Investments. Insbesondere US-Bankaktien scheinen aus seiner Sicht attraktiv bewertet zu sein. Erstmals kaufte Buffetts Berkshire Hathaway für knapp 4 Mrd. USD Anteile an JP Morgan. 5,5 Mrd. USD flossen in den Ausbau der eigenen Bank-of-America-Position. Sogar am Börsengang des Fintechs Stone Co. beteiligte sich Buffett. Ebenfalls neu im Depot ist Oracle, auf die eine Investmentsumme von 4 Mrd.

Durchgeführte Käufe / Verkäufe						
Käufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Kaufwert	Datum	
Gold / S&P 500 Outperformance-Zertifikat	SG6C9T	27,00	200	5.400	25.10.18	
Goldcorp	890493	7,81	600	4.686	01.11.18	
Short-Turbo DAX	TR0TAW	25,92	200	5.184	02.11.18	
Verkäufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Verkaufswert	Perfor.	Datum
GRENKE	A161N3	81,80	100	8.180	32,0%	25.10.18
HOCHDORF	A0MYT7	137,20	75	10.290	-26,4%	30.10.18

USD entfällt. Darüber hinaus sehen Buffett und sein Kompagnon Charlie Munger auch die eigene Aktie weiterhin als zu günstig an. Zumindest legt der Rückkauf von Berkshire-Hathaway-Anteilen im Wert von knapp 1 Mrd. USD diese Sichtweise nahe. In einem insgesamt nervösen Markt kratzte Berkshire Hathaway bis zuletzt an ihrem Allzeithoch. Für Euroanleger ergab sich überdies ein positiver Währungseffekt aufgrund der neuerlichen Euroschwäche. Die Aktie bleibt mehr denn je ein Basisinvestment.

#### Fazit

Die von prognostizierte Baisse dürfte die Börse noch auf absehbare Zeit beschäftigen. Für das Musterdepot ergibt sich hieraus eine defensive Aufteilung mit einem großen Cashpolster. ■

Marcus Wessel

Anzeige

## BULLIONART

### Silberkunst



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

BullionArt | Silberkunst | Frauke Deutsch

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

## Anleihen

# RWEs Werk und E.ONs Beitrag

Die Neuordnung der deutschen Energiewirtschaft bietet auch Anlegern Chancen. So ist die Aktie der RWE-Tochter innogy zu attraktivem Anleiheersatz mit eingebautem Optionsschein geworden.

Nicht ohne Grund gelten Fusionen und Übernahmen als komplexe Themen. Schließlich bedarf es meist vieler teurer Anwälte, Heerscharen von „beratendem Volk“ und Investmentbankern, um eine größere Transaktion juristisch korrekt über die Bühne zu bekommen. Angesichts vieler dicker Verträge kommt es dabei gelegentlich vor, dass die Börsianer die entscheidende Passage einfach überlesen. Solch ein Fall könnte die Übernahme von innogy durch den Konzern E.ON sein, mit der die völlige Neuordnung der deutschen Energiewirtschaft eingeleitet werden soll. Der Deal ist derart komplex, dass lediglich eingefleischte Übernahmespezialisten aus den Angebotsunterlagen herauslesen können, was die bereits eingereichten Aktien von innogy im nächsten Jahr tatsächlich wert sein könnten.

## Sichere Rendite durch Übernahmeangebot

Doch der Reihe nach: Zunächst einmal handelt es sich bei der Übernahme von innogy um ein klassisches öffentliches Übernahmeangebot. E.ON hat hierfür zunächst RWEs 76,8%-Beteiligung an innogy übernommen und anschließend im Sommer ein freiwilliges Übernahmeangebot zu 36,76 EUR an den Free Float unterbreitet. Dieses wurde für insgesamt 9,4% der innogy-Aktien angenommen, die seitdem unter einer separaten WKN (A2LQ2L) als „zum Umtausch eingereichte Aktien“ notieren. Dadurch hat E.ON Zugriff auf 86,2% der innogy-Aktien. Bei

Vollzug der Transaktion, der nicht vor Mitte 2019 stattfinden soll, werden die eingereichten Aktien gegen eine Barzahlung des Übernahmepreises aus den Depots der Anleger ausgebucht. Dazu kommt noch die im Jahr 2019 zu zahlende Dividende von geplanten 1,64 EUR. In Summe fließen den abgebenden Aktionären also 38,40 EUR zu. Bezogen auf den heutigen Kurs entspricht dies einer quasi sicheren Rendite von 3,3%. Nicht berauschend, aber in Zeiten von Nullzinsen dennoch eine Ansage.

## Verschiebepark der Energiewirtschaft

Dies ist jedoch nur die halbe Miete. Denn E.ON muss noch einige weitere Schritte gehen, um zum Ziel zu kommen. So verkauft das Unternehmen sein verbleibendes Kernenergiegeschäft sowie seinen Geschäftsbereich Erneuerbare Energie an RWE. Zugleich gibt innogy ebenfalls seinen Geschäftsbereich Erneuerbare Energie sowie sein Gasspeichergeschäft und die Beteiligung an einem österreichischen Stromversorger an RWE ab. Daneben erhält RWE E.ON-Aktien, die zum Stichtag der Vereinbarung der Transaktion 3,7 Mrd. EUR wert gewesen sind, RWE muss dagegen einen verbleibenden Saldo von 1,5 Mrd. EUR in bar ausgleichen. Während es E.ON relativ leicht fallen dürfte, seine eigenen Assets an RWE zu verkaufen, stellt sich dies in innogys Fall etwas schwieriger dar. Schließlich kann innogys Vorstand nicht einfach eine Maßnahme durchführen, die der Vorstand des Großaktionärs beschlossen hat.

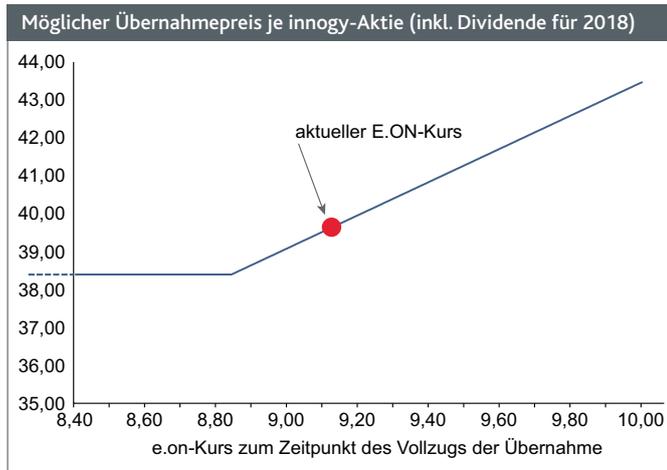
## Geplante Strukturmaßnahme

In E.ONs Angebotsunterlagen wird daher korrekterweise geschrieben, dass dieser Verkauf gegebenenfalls von der Durchführung von Strukturmaßnahmen abhängt. Angesichts der aktuellen Beteiligungshöhe von 86,2% kann es sich dabei eigentlich nur um einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag handeln. Genau hier wird es spannend: Sollte E.ON bis Ende 2019 (eine laut den Angebotsunterlagen speziell verlängerte Frist) weitere innogy-Aktien zu einem höheren Preis erwerben oder deren Kauf vereinbaren, wäre ein Nachschlag für die angedienten Aktien fällig. Damit ist es jedoch nicht getan. Schließlich wird E.ON einen Teil der Aktien gegen neu ausgegebene E.ON-Papiere erwerben. Laut einem Gutachten entspricht diese Gegenleistung bei einem E.ON-Kurs von 8,41 EUR exakt den gebotenen 36,76 EUR. Zum „Zeitpunkt der Gewährung“ ist dies jedoch erneut zu überprüfen.



Bild: © innogy SE

Information ist der beste Anlegerschutz. Deshalb setzt die Börse München im Mittelstandssegment m:access auf besondere Transparenz. Regelmäßige Analystenkonferenzen ermöglichen den persönlichen Austausch zwischen Investoren, Analysten und Unternehmen. Auf der m:access-Website finden Sie alle Informationen der dort gelisteten Unternehmen unter Folgepflichten/Anlegerinformationen.



## Eine kostenlose Option

E.ONs Anwälte dürften dieser Tatsache bereits Rechnung getragen haben: Unter Ziffer 4.2 (ii) des Angebots verpflichtet sich der Energieriese, einen Nachschlag zu bezahlen, falls man bis zum 31.12.2019 weitere Aktien außerhalb der Börse erwirbt und hierfür einen höheren Preis als den Übernahmepreis bezahlt.

Daraus ergibt sich Folgendes:

- RWE erhält für jeweils eine innogy-Aktie 4,37098692 E.ON-Aktien;
- da RWE keine Dividende für 2018 erhalten wird, ist der Kurs um die geschätzte Dividende von 0,43 EUR zu korrigieren, und
- sollte der E.ON-Kurs zum Zeitpunkt des Vollzugs bei mehr als 8,93 EUR stehen, ergibt sich damit für innogys Aktionäre ein Übernahmepreis oberhalb des heutigen Kurses (siehe Grafik).

Sollte die Aktie wie bereits im Juli 2018 bei knapp unter 10 EUR stehen, ergäbe sich daraus ein Übernahmepreis je innogy-Aktie von knapp 41,83 EUR. In der Zwischenzeit dürfte es dazu noch 1,63 EUR Dividende (brutto) geben, sodass Anleger auf bis zu 43,46 EUR kommen könnten. Bezogen auf den heutigen Kurs entspräche dies knapp 17% Rendite. Nun ist dieser Kursanstieg der E.ON-Aktie alles andere als sicher. Für Inhaber der zum Verkauf eingereichten innogy-Aktien ergibt sich dadurch jedoch ein eingebauter „Gratis-Optionsschein“. Mit etwas Glück wird aus einem sicheren Dreiprozenter binnen einer guten Jahresfrist dadurch eine höhere zweistellige Rendite.

## Fazit

Die eingereichten Aktien von innogy bieten auf den zweiten Blick deutlich mehr als einen sicheren Übernahmepreis. Mit etwas Glück beschert die Performance der E.ON-Aktie Anlegern einen satten Aufpreis. Scheitern kann diese Transaktion nur noch an der fehlenden Freigabe durch die relevanten Aufsichtsbehörden. Aus der Politik ist jedoch bislang größtenteils Unterstützung zu hören, auch die Kartellämter dürften dem Deal kaum Steine in den Weg legen. ■

*Christoph Karl*



UNTERBRAND

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

183059  
0751091  
0421891  
308007  
börse  
münchen

Perspektiven für den Mittelstand.  
**m:access**

## Interview

# „Im extremeren Fall unter 8.000“

Elliott-Wellen-Analyst **Dietrich Denkhaus** in einem zweiten Gespräch über seine zutreffende Prognose aus dem Frühjahr und seine weitere Sicht auf die Märkte



Der 51-jährige Diplomökonom gibt seit Beginn der VTAD-Frühjahrskonferenz dort seine Prognose über internationale Aktienindizes zum Besten. Der Elliott-Wellen-Spezialist kombiniert seit Jahren zyklische Kurs- und Zeitmuster aus Sicht der Elliott-Wellen-Theorie mit klassischer Charttechnik und dem zugrunde liegenden strategischen Kursmomentum. Der in einer Versicherungs-Kapitalanlagegesellschaft tätige Portfolio- und Fondsmanager besitzt den Abschluss des CEFA-Investment-analysten / DVFA sowie des CFTe II.

**Smart Investor:** Herr Denkhaus, wir haben Sie erst vor einem halben Jahr interviewt. Sie haben im März mit großer Überzeugung von einer damals schon intakten Baisse im DAX gesprochen, die noch sehr viel länger dauern und auch noch viel weiter nach unten führen dürfte. Bislang liegen Sie richtig. Warum waren bzw. sind Sie sich so sicher?

*Denkhaus:* Wer nochmals auf meinen DAX-Chart schaut (siehe Interview in Smart Investor 4/2018 auf S. 58/59), erkennt die eingezeichneten achtjährigen Aufwärtszyklen. Im Grunde genommen bekommt man vom Index eine Vorlage aus der Vergangenheit geliefert. Der Grundsatz der Chartanalyse ist ja, dass sich Formationen ableiten lassen, die sich wiederholen. Dieser Zyklus neigte sich dem Ende. Außerdem war es die Struktur der Elliott-Wellen im Aufwärtszyklus, deren Interpretation sich als richtig erwiesen hat. Weltweit stehen die Indizes unter dem Einfluss dieser Struktur. Die letzte Aufwärtswelle 5 wies eine ideale Zeit- und Kursstruktur auf.

**Smart Investor:** Die meisten unserer Leser werden sich unter Elliott-Wellen nichts vorstellen können ...

*Denkhaus:* Trotzdem ein sehr spannendes Thema! [lacht] Wichtig in der Analyse der Charttechnik sind für mich Muster, die es in der Natur nun einmal gibt. Ganzheitliche Auswertungen von Messwerten der Naturwissenschaften sind sehr oft nicht zufällig oder normal verteilt. Aus Auswertungen beispielsweise quantenphysikalischer oder astronomischer Datenreihen gehen vorherrschend Strukturen mit bestimmten Häufigkeitsverteilungen hervor. Bei logarithmischer Skalierung stehen

diese Häufigkeitsbereiche in bestimmter Relation zu sich selbst. Man nennt dies skaleninvariante Verteilung. Hieraus lassen sich Häufigkeitsbereiche für die zukünftige Entwicklung ableiten.

**Smart Investor:** Was bedeutet dies für die technische Analyse?

*Denkhaus:* In der Charttechnik leisten Fibonacci-Proportionen, Kanäle, Top-Formationen und daraus abgeleitete Spiegelziele für Kursentwicklungen im logarithmischen Chart enorme Hilfestellung für Prognosen. Gerade die Symmetrieeigenschaft ist Grundprinzip der Geometrie in der Natur und eben auch in der Charttechnik. Elliott-Wellen zerlegen Kurs-Zeitbewegungen auf unterschiedlichen Zeitebenen in auf- und abwärts gerichtete Preisstrukturen. Wellen 1 und 5 entsprechen sich dabei in Sachen Dauer verblüffend oft, was eine Symmetrieeigenschaft ist. Im abgebildeten DAX-Chart weisen die in Grün eingezeichneten Fibonacci-Zeitzone auf das Top des DAX im Januar 2018 hin. Gleichzeitig zeigen die rot eingezeichneten Vierecke die zeitlichen Spiegelziele der Korrektur an, wenn die letzte Aufwärtswelle 5 nach Elliott zeitlich als Maß der folgenden Korrektur genommen wird.

**Smart Investor:** Bei unserem ersten Interview war die US-Börse aus Ihrer Sicht noch nicht in der Baisse. Hat sich daran inzwischen etwas geändert?

*Denkhaus:* Die Steuererleichterung von US-Präsident Trump hatte das Niveau der Kurse angehoben, die bearische Struktur nach Elliott aber nicht aufgelöst. Im Frühjahr gab es ja eine erste, heftige Abwärtsbewegung. Die eindrucksvolle Er-

Abb.: Die Elliott-Wellen-Zählung für den DAX – mit Kurszielprognose



holung lässt sich als überschießende Korrektur interpretieren. Mittlerweile liegt eine Doppeltop-Formation vieler US-Indizes vor. Der Kampf beispielsweise des S&P 500 um seine 200-Tage-Linie wurde zuletzt verloren, was ein weiteres negatives Signal ist.

#### Smart Investor: Die Hightechwerte empfanden Sie damals als auffällig stark. Wie sieht es heute aus?

Denkhaus: Der technische Schaden des Rückschlages der FAANG-Aktien ist erheblich. Für eine gewisse Zeit muss umgedacht werden. Der Nasdaq-100 oder der Dow Jones Internet Index waren die eigentlichen Zugpferde des weltweiten Börsenaufschwungs. Meiner Ansicht nach ist die Elliott-Wellen-Struktur in diesen Indizes genau so ablesbar. Steigende US-Zinsen machen den hohen Bewertungen dieser Titel jetzt Konkurrenz. Perspektivisch ist keine Akzeleration des Gewinnwachstums zu erwarten. Liquidität wird über die Zentralbanken aus dem Markt genommen. 2019 wird für diese Aktienkategorie schwierig.

#### Smart Investor: Wie kein anderer unserer Gesprächspartner konnten Sie für die Zukunft einen guten Verlauf prognostizieren. Wie wird es Ihrer Meinung nach mit dem DAX weitergehen?

Denkhaus: Die Technik bietet zwei Anhaltspunkte dafür, dass die Baisse in klassischer Weise begonnen hat. Beim Rutsch unter die 11.800er-Marke wurde eine Schulter-Kopf-Schulter-Formation nach unten aufgelöst und der Bruch des neun Jahre alten Aufwärtstrends eingeleitet. Bedauerlich ist, dass Abwärtsbewegungen deutlich unstrukturierter ablaufen als Bullenmärkte. Im Chart stelle ich den Verlauf dar, den ich für wahrscheinlich halte. Der eigentliche Tiefpunkt sollte erst im Oktober 2019 oder vielleicht auch erst im März 2020 liegen.

#### Smart Investor: Wie weit kann eine solche Baisse im Tief führen?

Denkhaus: In einem „netten“ Szenario mindestens unter 10.000 DAX-Punkte, im extremeren Fall könnte auch die 8.000-Punkte-Marke kurz unterschritten werden. Dort verläuft übrigens der ganz langfristige Aufwärtstrend beim DAX.

#### Smart Investor: Das ist ein Wort. So weit lehnt sich derzeit kaum jemand mit seiner Prognose aus dem Fenster hinaus.

Denkhaus: Ja, aber glauben Sie mir: Diese Prognose macht mir kaum Freude. Timingprobleme und Angst werden während der Baisse die vorherrschenden Themen sein. Ich hoffe sehr, dass ab dem Jahr 2020 der Beginn des nächsten Bullenmarktes

eingeläutet wird. Wenn es wirklich so kommt, nehme ich Hammer und Meißel für den nächsten Elliott-Wellen-Aufwärtstrendimpuls.

#### Smart Investor: Danke, dass Sie sich nochmals Zeit genommen haben.

Interview: Ralf Flierl

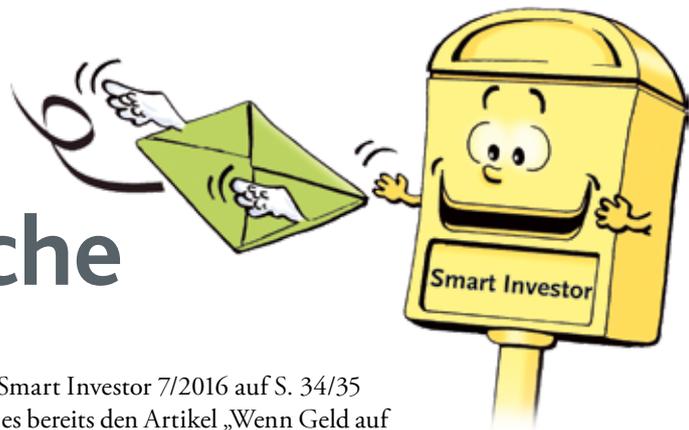
Mehr zum Thema Elliott-Wellen finden Sie im Heft 5/2008. Abonnenten können dieses Heft auch in unserem Online-Archiv abrufen. Sollten Sie Ihr Passwort vergessen haben, können Sie dies unter [abo@smartinvestor.de](mailto:abo@smartinvestor.de) anfordern.



Im Heft Smart Investor 5/2008 hatten wir uns bereits mit den Elliott-Wellen beschäftigt

## Leserbriefe

# Über gute und schlechte Vergleiche



## ? Kapitalschutz, aber wie?

Ich habe eine Frage zu Ihrem Kapitalschutzreport in SI 11/2018. Im Interview mit Dr. Krall erwähnt dieser die Zufluchtsländer USA, Norwegen, Schweiz usw. Ist es so gemeint, vor Ort direkt Konten einzurichten, oder deren kurzlaufende Anleihen, Aktien und Währungen hier in Deutschland zu erwerben?

*Andreas Henner*

**SI** Im Prinzip sehen wir in diesen Zeiten drei Gefahren für das Kapital.

Erstens: Kaufkraftschwund des Geldes (Inflation). Diese Gefahr ist in einem Fiat-Money-System per se gegeben, hierzu haben wir schon viel geschrieben. Gegenmaßnahmen: Investments in Sachwerten, wie Aktien, Immobilien usw.

Zweitens: Verfall des Eurokurses. Smart Investor geht davon aus, dass der Euro gegenüber anderen Währungen in den kommenden Jahren massiv verfallen wird. Folglich werden alle im Euroland fixierten Assets wie Anleihen von Eurostaaten oder Immobilien aus einer internationalen Sicht im Wert fallen. Gegenmaßnahmen: Investments in nicht-euronominierten Assets, wie z.B. in anderen Währungen (USD, CHF oder GBP), Immobilien im Ausland, Edelmetallen, Kryptowährungen usw.

Drittens: Wir gehen davon aus, dass es in den kommenden Jahren in der EU zu massiven Eingriffen des Staates in das Privatvermögen kommen wird. Gegenmaßnahmen: Investments in

alternativen Sachwerten „unter dem Radar“ des Staates (z.B. Whisky oder Violinen, siehe Artikel S. 24 und 38 im Heft 11/2018), Geldkonten im Ausland (natürlich nicht in Euro), Edelmetallen; Immobilien oder anderen Assets in einem Ausland, welches nicht durch Konfiszierung gefährdet ist. Welche Länder dies sind, kann mit Bestimmtheit nicht gesagt werden, aber mit Singapur, Liechtenstein oder den USA könnte man richtig liegen.



*Smart Investor 11/2018*

Im Smart Investor 7/2016 auf S. 34/35 gab es bereits den Artikel „Wenn Geld auf Reisen geht“, der auf mögliche Alternativen im Ausland hinweist. Je nachdem, welche Gefahren Sie von den genannten drei selbst sehen, können Sie Handlungen ergreifen.

## ? Zutreffender Nordkorea-Vergleich

Je mehr ich mich außerhalb des Mainstreams mit den Zuständen in diesem Lande beschäftige – jüngst z.B. in Sachen Globaler Pakt für Migration –, umso richtiger erscheint mir die vor einiger Zeit getätigte plakative Aussage eines nahen Bekannten: „Wenn man ausländische Zeitungen lesen muss, um zu erfahren, was im eigenen Land los ist, dann lebt man entweder in Nordkorea oder in Deutschland.“

*Stefan Arnheim*

**SI** Wie von Ihnen beschrieben: Das ist sehr plakativ. Aber es ist schon was dran, Ihr genanntes Beispiel „Globaler Migrationspakt“ (siehe auch S. 16 bis 19 in diesem Heft) könnte nicht besser gewählt sein.

## ? Himmelschreiender DDR-Vergleich

Als ich den Leserbrief von Frau Bergmann gelesen habe (in Smart Investor 11/2018, S. 78), bin ich fast vom Glauben abgefallen. Wer so einen himmelschreienden Unsinn schreibt, dem ist nun wahrlich nicht mehr zu helfen. Die Zeit in der DDR mit den jetzigen Zuständen bei uns hier vergleichen kann nur jemand, der eine gestörte Wahrnehmung der Realität hat. Meine politische Einstellung ist stockkonservativ, nicht rechts und schon gar nicht links verblendet. Dass die Medien oder genauer die Mehrzahl der Journalisten links orientiert sind, ist nun mal leider eine Tatsache. Aber daraus eine Gleichheit zur DDR abzuleiten? Diese Frau genießt mein vollstes Bedauern.

*Martin Grundner*

**SI** Die von Ihnen angesprochene Leserbriefautorin hat ihren subjektiven Eindruck aus dem Erleben von mehreren Jahrzehnten DDR-Wirklichkeit wiedergegeben. Sie hat die DDR und die Bundesrepublik dabei nicht gleichgesetzt, wohl aber von „viele[n] Parallelen“ gesprochen – „wenn auch erst in den Anfängen“. Tatsächlich können aber auch wir aus dem Westen – durch den Vergleich mit der Bundesrepublik alt – nicht umhin, hier zunehmend autoritäre Tendenzen wahrzunehmen, sichtbar vor allem anhand folgender Beispiele:

- das Überfahren bzw. komplette Übergehen des Bundestages bei Schicksalsentscheidungen der Nation (ESM, Grenzöffnung);

- eine zahnlose Höchstgerichtsbarkeit, die es nicht einmal da wagt, der Regierung in die Parade zu fahren, wo es zum Schutz der Verfassung unabdingbar wäre;
- das eklatante Versagen deutscher Leitmedien bei der kritischen (!) Begleitung der Regierung – stattdessen werden dort kritische Bürger gescholten und „rechts verortet“;
- eine „Bürgergesellschaft“, die im Wesentlichen von oben organisiert und nach politischem Wohlverhalten finanziert wird: Großdemonstrationen und plakatives Engagement für die Ziele der Regierung;
- eine Politisierung des Alltags, die nicht einmal vor dem Lehrangebot in Schulen und Universitäten Halt macht;
- die Stigmatisierung einer Oppositionspartei, die in den fließenden Graubereichen bis zur Duldung von Übergriffen gegen deren Angehörige reicht;
- die Zunahme lenkungswirtschaftlicher Eingriffe und das Zurückdrängen von Marktkräften und Vertragsfreiheit.

Dass diese Tendenzen wenig mit Demokratie und sozialer Marktwirtschaft zu tun haben, fällt inzwischen nicht nur der genannten Leserin auf. Der Paradeunternehmer und Eigentümer der Knorr-Bremse AG, Heinz Hermann Thiele, rief dieser Tage gar zum „Widerstand gegen Merkel“ auf: „Sie ist von Anfang an – wie sie es in der DDR gelernt hat – eine Autokratin.“ Dem wollen wir nichts mehr hinzufügen.

### **?** Verquere Wirtschaftstheorie in der SZ

Kürzlich las ich in der Süddeutschen Zeitung (SZ) die Behauptung, dass der Haushaltsüberschuss der BRD, der sich meinen Informationen nach in den Jahren 2014

bis 2017 auf insgesamt 90 Mrd. EUR belief, den Markt für Staatsanleihen so austrocknen soll, dass wir in eine Weltwirtschaftskrise stürzen. Das ist meiner Ansicht nach sehr weit hergeholt – um es vorsichtig auszudrücken. Wenn ich mir vorstelle, dass sehr viele Menschen in Deutschland kein übermäßiges Interesse an wirtschaftlichen Themen haben, erschreckt mich die Vorstellung, dass derartige Artikel tatsächlich die Meinung eines viel zu großen Teils der Bevölkerung beeinflussen können.

*Roland Brauning*

**SI** Was in der Süddeutschen Zeitung regelmäßig in Sachen Wirtschaftspolitik zu lesen ist, ist unserer Ansicht nach einer Indoktrinierung mit den falschen Ideen geschuldet.

In deren Wirtschaftsredaktion denkt man, dass Staatsinterventionismus und erzwungene Umverteilung eine bessere Welt schaffen würden. Das Gegenteil ist unserer Ansicht nach der Fall (Stichwort Österreichische Schule), konkret: Wenn Staatsinterventionismus gut wäre, dann müssten wir doch jetzt, in Zeiten mit einer offiziellen Staatsquote von 50% (inoffiziell dürfte sie eher bei 60% oder gar 70% liegen), doch im Paradies leben. Tatsächlich steht das Geld- und Wirtschaftssystem aber kurz vorm Kippen.

Um auf diesen unsäglichen Artikel in der SZ zurückzukommen: Nicht die Haushaltsüberschüsse der letzten Jahre sind schuld am Austrocknen der Rentenmärkte, sondern die ungeheuerlichen und ständigen Anleihenkäufe der EZB (QE-Programm), was ja interventionistische Maßnahmen sind (siehe oben). ■

Kinder  
brauchen  
Perspektiven

Bettler  
Drogendealer  
Kfz-Mechaniker  
Zuhälter  
Koch  
Informatiker



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

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

**MOPANI**

Familie Jäger Stiftung

IBAN: DE89 7009 0500 0004 2586 81

BIC: GENODEF1S04 (Sparda-Bank München eG)

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

Diese Spendenaktion wird unterstützt von

**Smart Investor**

*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.*

## Buchbesprechung

## „Game Over“

Weder der Titel noch der Inhalt des neuen Werks von Hans-Peter Martin bieten berechtigten Grund zum Optimismus. Die Bestandaufnahme fällt desaströs aus: Probleme, so weit das Auge reicht – Zukunftssorgen, Wirtschaftsabschwung, Überwachungsstaat, Kriegsängste oder Hyperglobalisierung sind nur einige Punkte auf der ellenlangen Liste. Der Sturm zieht nicht unmittelbar auf, wir befinden uns vielmehr bereits mittendrin. Da ein schmerzfreier Ausweg nicht mehr möglich ist, bedarf es Ideen und Konzepte, die zumindest einen Neustart (im Idealfall mit fließendem Übergang) möglich machen. Der besondere Verdienst dieses Buches liegt in der nachvollziehbaren Darstellung der gegenwärtigen Situation. Der Fokus wird bewusst auf Ursache und Wirkung gesetzt, sodass viele diffuse Sachverhalte in ein Gesamtbild eingeordnet und damit bewertet werden können. Denn erst dann ist eine echte, lösungsorientierte Diskussion und Aufarbeitung möglich. „Der Ausweg kann nur in einem glaubwürdigen Teilen bestehen – sozial, digital, ökonomisch und politisch.“ Werden alte Denkmus-

ter und -schemata nicht abgelegt, sind eine Annäherung und ein konsensschaffender Dialog von vornherein zum Scheitern verurteilt.

**Fazit:** Der europäische Kontinent ist mit „sieben Zwickmühlen“ (u.a. Robotik-Export-Dilemma, Dollar-Euro-Dilemma, China-USA-Dilemma oder dem Sicherheit-Überwachung-Dilemma) konfrontiert, wobei jede einzelne für sich schon weitreichende Folgen bei der Bewältigung implizieren würde. Im Schlusskapitel nennt der Autor „20 Ideen für das »New Game«, mit Aufgaben wie: China die Stirn bieten, starke Interessenvertretungen, Datenhoheit zurückgewinnen und der Kriegspirale entkommen. Sollte die Umsetzung scheitern, wird sich wohl wieder einmal bewahrheiten, dass große gesellschaftliche Ungleichheiten nur durch Katastrophen, Krankheiten oder Kriege abgebaut werden. Ob Hans-Peter Martins Schlussappell „Alles kann doch noch gut werden. Politisiert Euch.“ wohl fruchtet? ■

Bastian Behle



„Game Over: Wohlstand für wenige, Demokratie für niemand, Nationalismus für alle – und dann?“

von Hans-Peter Martin;  
Penguin Verlag; 384  
Seiten; 24,00 EUR

## Buchbesprechung

## „Dexit“

Am 23. April 1998 erklärte Helmut Kohl in einer Rede vor dem Bundestag zur Einführung des Euro: „Von der heutigen Entscheidung [...] hängt es wesentlich ab, ob künftige Generationen in Frieden und Freiheit, in sozialer Stabilität und auch in Wohlstand leben können.“ In den letzten Jahren hat sich mehr und mehr abgezeichnet, wie recht er damit haben sollte. Heute steht das Eurosystem vor dem Scheideweg: Schrecken ohne Ende oder ein Ende mit Schrecken? Weder noch: Der kontrollierte Ausstieg aus der verkorksten Währungsunion wäre machbar, die Kosten für den deutschen Staatshaushalt könnten sich im Rahmen halten und für die ehemaligen Weichwährungsländer wäre der Dexit ohnehin ein Befreiungsschlag, so der Autor des gleichnamigen Buchs. Bruno Bandulet ist ausgewiesener Kenner der Materie. Der Politologe, Historiker und Volkswirt gehört zu den frühesten und profiliertesten Kritikern der Einheitswährung. Deren Werdegang zeichnet er in den wesentlichen Zügen nach, das Buch liest sich mit der zeitlichen Distanz wie ein Politkrimi. Angefangen vom „Super-Ver-

sailles“, dem übereilten und unnötigen Tausch der D-Mark gegen die Wiedervereinigung über den Finanzsektor, der sich an der politischen Zinskonvergenz risikolos mästen konnte, bis hin zu den mannigfaltigen Rechtsbrüchen und der quasireligiösen Überhöhung des Euro spannt Bandulet einen 30 Jahre umfassenden Bogen.

Dabei gewann er seine Erkenntnisse aus zum Teil erst in jüngerer Zeit verfügbaren Primärquellen. Heute stehen Bundesbank und Sparer mit Milliardenverlusten, gigantischen ungedeckten Krediten (Stichwort: TARGET2), einer Immobilienblase sowie einer aufgrund des billigen Geldes exportlastigen und damit rezessionsanfälligen Unternehmenslandschaft da. Für das durchdeklinierte Austrittsszenario hat sich Bandulet historischer Vorbilder bedient. Wohl um die äußerst geringe Wahrscheinlichkeit des Dexit wissend, empfiehlt er zumindest die Einführung und Zulassung von Parallelwährungen, wie sie zuletzt in Italien angedacht wurden. ■

Luis Pazos



„Dexit – Warum der Ausstieg Deutschlands aus dem Euro zwar schwierig, aber dennoch machbar und notwendig ist“

von Bruno Bandulet; Kopp  
Verlag 2018; 189 Seiten,  
19,99 EUR

## Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
AcadeMedia	A2ALUM	7	Homes & Holiday	A2G55M	53
amaysim Australia	A14VZA	56	ISRA	548810	12
Anthem	A12FMV	56	ITURAN	925333	56
ATOSS	510440	13	IVU (IK)	744850	12
Atrion	922778	50	JOST Werke	JST400	12
Aurelius	A0JK2A	6	Kion Group	KGX888	54
BB Biotech	A0NFN3	56	KPS	A1A6V4	54
Berkshire Hathaway B (IK)	A0YJQ2	56	MBB (IK)	A0ETBQ	12
bet-at-home.com	A0DNAY	7	Medios	A1MMCC	14
Blue Cap	A0JM2M	7	Metro St.	BFB001	52
Bolloré	875558	56	MorphoSys	663200	8
Cartier Resources (IK)	A0M056	48	Nynomic	A0MSN1	14
Corvus Gold	A1C4C5	48	Osisko Gold Royalties (IK)	A115K2	48
Daimler	710000	52	PANTAFILIX	A12UPJ	6
DATAGROUP	A0JC8S	14	publity	697250	6
Elbstein	A1YDGT	8	Silvercorp	A0EAS0	56
Encavis	609500	8	Sixt	723132	13
Endeavour Silver	A0DJ0N	48, 56	Solutions30	A14T2W	56
Fabasoft (IK)	922985	13	STADA Arzneimittel	725180	56
Fiat Chrysler (IK)	A12CBU	56	Stepan Co.	859510	50
Goldcorp	890493	56	TAKKT	744600	54
GRENKE	A161N3	8, 56	technotrans	A0XYGA	14
Harte Gold	A0J3QP	48	Tractor Supply	889826	50
Helen of Troy	869993	50	TransDigm	A0JEP3	50
Henry Schein	897961	50	UniDevice	A11QLU	53
HOCHDORF Holding	A0MYT7	56	White Gold	A2DJWY	48
HOMAG (IK)	529720	56			

## Themenvorschau bis Smart Investor 3/2019

Nordstream 2: Worum geht es da eigentlich?

Gutes Geld: Was man dazu wissen muss

Kapitalmarktausblick 2019: Fakten und Trends

Kryptowährungen: Nach dem Absturz

Börsenpsychologie: Informationsparadoxon

Bedingungsloses Grundeinkommen: Sinnvoll?

Neues aus der Meyerei: Die SI-Talkrunde

Emerging Markets: Trump-Schock verdaut?

Anleihen &amp; Zinsen: Wohin geht die Reise?

Russland: Machtvoller Buhmann

Börsenweisheiten: Was stimmt, was nicht?

Lebensart &amp; Kapital: Neueste Trends

Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden

## Smart Investor

16. Jahrgang 2018, Nr. 12 (Dezember)

## 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, Jürgen Büttner, David Burns,  
Benjamin Eder, Rainer Kromarek, Marc Moschettini,  
Luis Pazos, Stefan Preuß, Marcus Wessel

## Gastautoren:

Manfred Hübner, Dr. Werner Koch, Werner Krieger,  
Uwe Lang, Dr. Holger Schmitz

## Interviewpartner:

Ufuk Boydak, Dietrich Denkhau, Frank Fischer, Dr.  
Siegfried von Hohenhau, Prof. Dr. Thorsten Polleit

## Gestaltung:

David Burns  
Rudolf Schuppler (Cartoons)  
Titelbild: © happyvector071-fotolia.com

## Bilder:

stock.adobe.com  
bzw. jeweiliger Bildnachweis

## Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3  
vom 1. Dezember 2007; Ansprechpartner:  
Karin Hofelich; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-54;  
Fax: -38

## Erscheinungstermine 2018:

23.12.17 (1/18), 27.1.18 (2/18), 24.2.18 (3/18),  
31.3.18 (4/18), 28.4.18 (5/18), 26.5.18 (6/18),  
30.6.18 (7/18), 28.7.18 (8/18), 25.8.18 (9/18),  
29.9.18 (10/18), 27.10.18 (11/18), 24.11.18 (12/18),  
22.12.18 (1/19)

## Redaktionsschluss:

16.11.2018

## 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:

Smart Investor ist Börsenpflichtblatt  
der Börsen Düsseldorf und München.

## Nachdruck:

© 2018 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 offenzulegen. Alle mit der Erstellung  
von Aktienanalysen und -empfehlungen betrauten  
Parteien haben sich verpflichtet, jeweils fünf Börsen-  
tage vor und fünf Börsentage nach dem Erscheinen  
dieser Publikation keine Transaktionen in der betref-  
fenden Aktie durchzuführen. Eine 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

# „Mutti Machiavelli“

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor



Die Täuschung ist besser als ihr Ruf. Oder schlechter. In jedem Fall ist sie Teil des politischen Geschäfts. Heute werkeln sogenannte Spindoktoren daran, auch den unmöglichsten Kandidaten ein Image zu verpassen, das diese halbwegs wählbar erscheinen lässt. Die einstige Verlegenheitskandidatin Angela Merkel war in dieser Hinsicht geradezu ideales Ausgangsmaterial. Trotz ihrer FDJ-Vergangenheit wies sie die entscheidenden Qualifikationen dafür auf, die CDU nach Helmut Kohl zu modernisieren: Sie war eine Frau und kam aus dem Osten. Damit erfüllte Merkel sogar bereits Quoten, als es diese noch gar nicht gab. Praktischerweise stand sie auch inhaltlich für nichts – oder, wie sich später herausstellen sollte, für fast alles. Es ist jedenfalls schwer, eine Position zu finden, die „Kohls Mädchen“ noch nicht vertreten hat.

Dieses Spinning klappte so gut, dass man es in der Folge ein wenig übertrieb: Die kinderlose Frau wurde dem Volk als „Mutti“ verkauft. Und weil auch das klaglos hingenommen wurde, schrieb man sie schließlich bis zur „mächtigsten Frau der Welt“ und „Königin von Deutschland“ empor. Danach wäre nur noch Gott gekommen. All das war völlig absurd. Denn Merkel beherrscht bis heute nicht einmal das kleine Einmaleins der Staatskunst. Die mächtigste Mutti der freien Welt war – ein einmaliger

Vorgang in Friedenszeiten – noch nicht einmal in der Lage, die eigenen Landesgrenzen zu schützen. Ihre diplomatischen „Erfolge“ waren fast sämtlich mit Steuerzahlergeld teuer erkaufte, was Merkel aber nicht weiter störte. Kein Wunder, dass sie von jenen besonders geherzt wurde, denen es wieder einmal gelungen war, sie über den Tisch zu ziehen. Küsschen links, Küsschen rechts. Händchen halten. Der Staatsbesuch als Groschenroman.

Merkels größter Vorteil war allerdings schon immer, dass sie von Freund und Feind gleichermaßen unterschätzt wurde. Ihre ostentative Harmlosigkeit wirkte wie ein Schutzwall. Hielt man es bei Helmut Kohl noch für einigermaßen dreist, wie er einfach in seinem Sessel kleben blieb, schien es bei „Mutti“ lange Zeit eher so, als wüsste sie einfach nicht so recht, wo sie sonst hin sollte. Und zog einmal ein Sturm auf, tauchte sie ab. Das alles geschah so geräuschlos, dass man sich oft erst nach Tagen fragte, was sie selbst wohl zu einem Thema zu sagen hätte. Wenn sich dann alle

Beteiligten aneinander abgearbeitet hatten und die Wolken sich verzogen, erschien sie wieder: „Wir [...] blabla [...] gemeinsam [...] blabla [...]“ – auf jeden Fall nicht ohne „Mutti“.

Erst jetzt, da ihr Machtgefüge endgültig ins Rutschen gekommen ist, wird immer deutlicher, wie routiniert sie die Menschen an der Nase herumgeführt hat: So belegen frisch aufgetauchte „Non-Papers“, dass die deutsche Grenze im Jahr 2015 – und wohl auch in jedem Jahr danach – sehr wohl hätte geschützt werden können. Oder die bilateralen Vereinbarungen über Rückführungen, deren Abschluss sie bereits verkündet hatte, die aber nichts als Schall und Rauch waren. „Hetzjagden“ in Chemnitz, die sich als bloße Hirngespinnste herausstellten, und zuletzt ein Migrationsvertrag, der angeblich nur die anderen verpflichtet, etc. Ausgerechnet diese „Königin der Fake News“ (Henryk Broder) drohte all jenen Parteien mit Sanktionen, die ebenfalls Fake News verbreiten. Zumindest hier dürfen wir Merkel in Schutz nehmen, denn für eine Königin fehlt es ihr schlicht an Eleganz. Einen bauernschlaun, geradezu machiavellistischen Machtinstinkt wollen wir ihr aber dennoch nicht absprechen. ■





**PNE**  
pure new energy

**Der Partner für Ihr Projekt.**

**Lösungen für saubere Energie**

- | Windenergie
- | Photovoltaik
- | Speicherlösungen

Peter-Henlein-Straße 2-4 • 27472 Cuxhaven  
Tel.: 04721/718-06 • Fax: 04721/718-200  
info@pne-ag.com • [www.pne-ag.com](http://www.pne-ag.com)



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