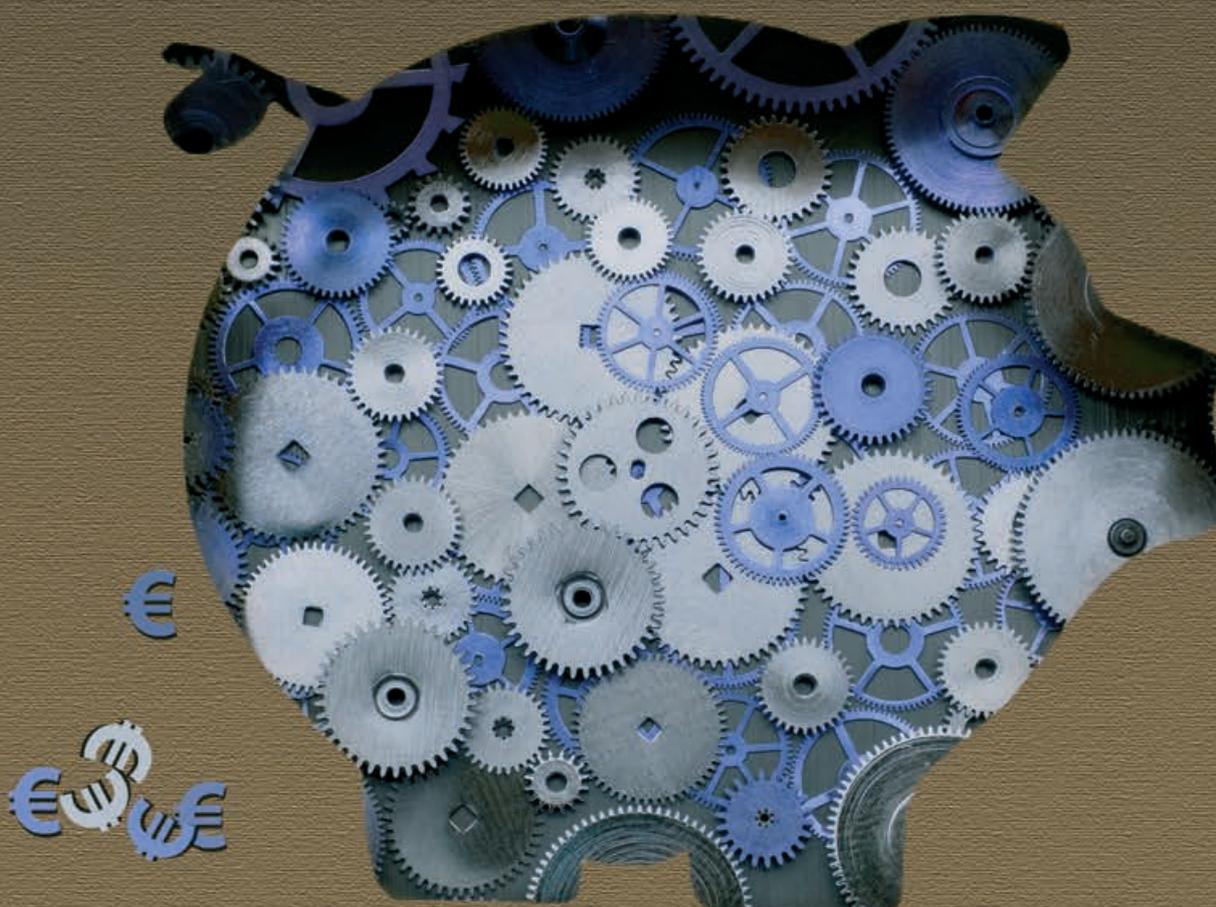


Smart Investor

www.smartinvestor.de

Value Investing

Die Mechanik des Börsenerfolgs



Anleihen:
Gute Renditen mit
Fremdwährungen

Norwegen:
Auswanderziel für
Naturverbundene

Interviews:
u.a. mit Mario Gabelli
und Gunnar Heinsohn





Wir freuen uns, die

Ludwig von Mises Institut Deutschland Konferenz 2017

anzukündigen:

„Small is beautiful - vom Vorteil kleiner politischer Einheiten“

Samstag, 21. Oktober 2017

10 Uhr bis 18 Uhr

im Hotel „Bayerischer Hof“, München

Mit Beiträgen von:

S.D. Fürst Hans-Adam II.
von und zu Liechtenstein

Der Staat im dritten Jahrtausend

Dr. Titus Gebel
Free Private Cities Ltd

Freie Privatstädte - die Zukunft gehört politikfreien Gemeinwesen

Andreas Marquart
Ludwig von Mises Institut Deutschland

Small is beautiful - und friedlicher

Professor Dr. David Dürr
Universität Zürich

Die viel zu große Schweiz - und was dagegen zu tun wäre

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

Großer Staat entsteht - großer Staat vergeht

Wir würden uns freuen, Sie zur 5. Konferenz des „Ludwig von Mises Institut Deutschland“
begrüßen zu können.



Thorsten Polleit
Präsident

Andreas Marquart
Vorstand

Ludwig von Mises Institut Deutschland e. V.

Infos und Anmeldungen: www.misesde.org/konferenz2017



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Mit oder ohne Badehose?

„Man sieht erst, wenn die Ebbe kommt, wer die ganze Zeit über ohne Badehose geschwommen ist.“ Dieses legendäre Statement des Börsenaltmeisters Warren Buffett trifft den Nagel auf den Kopf. Denn Aktienpreise können sich, bedingt durch verschiedene Faktoren wie z.B. Modeerscheinungen oder zu viel anlage-suchendes Kapital, durchaus für einige Zeit deutlich von ihren wahren Werten nach oben entfernen. Wenn dann aber die Baisse kommt (Ebbe), wird die heiße Luft aus den Aktienkursen sehr schnell entweichen. Wer sich davor schützen will, kommt um die Methode des Value Investing kaum umhin.

Vereinfacht gesagt geht es dabei darum, einen Euro für 70 Cent zu erstehen. Das ist allerdings einfacher gesagt als getan. Wir haben diesmal einen Großteil des vorliegenden Heftes auf das Thema Value verwendet. So finden Sie ab S. 6 eine prägnante Hinführung zum Thema und von S. 16-19 eine wissenschaftliche Ab-handlung mit den neuesten Studienergebnissen. Daneben finden Sie übers ganze Heft verteilt Artikel mit Aktien-besprechungen und Interviews mit namhaften und kompetenten Value-Investoren. Nach der Lektüre dieser Ausgabe sollten Sie mit der Materie gut vertraut sein und jede Menge Anregungen zum Anlegen bekommen haben.

Das US-Investmenthaus Goldman Sachs publizierte kürzlich eine Studie, in der quasi der Niedergang des Value-Investierens beschrieben wird: Denn Value, so

die Goldmänner, wurde in den letzten zehn Jahren von Growth übertrumpft. Das ist auch ganz logisch! Denn in einer Zeit permanenten Gelddrucks ist ständig neues Geld unterwegs, welches ver-zweifelt nach Investmentmöglichkeiten sucht. Diese Geldflut hebt dann alle Boote respektive Aktien mit nach oben. Die Unternehmensqualität ist dabei im Zweifel gar nicht so entscheidend. Aber wehe, wenn die Ebbe kommt!

Das, was Buffett mit seinem Badehosen-Statement für die Aktienanlage ausdrücken wollte, lässt sich leider nahezu problemlos auf ganze Volkswirtschaften übertragen. Wenn Staaten ständig über ihre Verhältnisse leben, finanziert durch heiße Luft in Form von Schulden bzw. Fiat Money, sind sie sozusagen nackig untenrum, und in der nächsten Krise wird das dann für alle Umherstehenden klar zu sehen sein. Der Tag X, an welchem der Wasserpegel rapide sinkt, ist vielleicht nicht mehr allzu weit entfernt. Allein deshalb sollte ein gehöriger Bestandteil eines Aktiendepots aus Value-Titeln bestehen.

Viele neue Erkenntnisse und Ideen wünscht Ihnen

Ralf Flierl

STABILITAS FONDS

Investieren in Edelmetalle.
Mit den Experten.



Setzen Sie auf stabile Erfolgsgrößen. Die Edelmetalle Gold und Silber versprechen das größte Potential und bilden somit das Kerninvestment der Stabilitas Fonds. Ergänzt werden die Fonds durch Anlagen in den Sektoren Platin, Palladium, Basismetalle und Energie.

Unsere erfolgreichen Stabilitas-Fonds

Das Basisinvestment:
Stabilitas Gold+Ressourcen
(WKN ADF6BP)

Das Potential von Silber nutzen:
Stabilitas Silber+Weissmetalle
(WKN AOKFA1)

Goldminen in Australien:
Stabilitas Pacific Gold+Metals
(WKN AOMLBU)

Von Spezialsituationen profitieren:
Stabilitas G+R Special Situations
(WKN ADMVBV)

www.stabilitas-fonds.de

Stabilitas GmbH
Wittenbreite 1
32107 Bad Salzuffeln

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

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

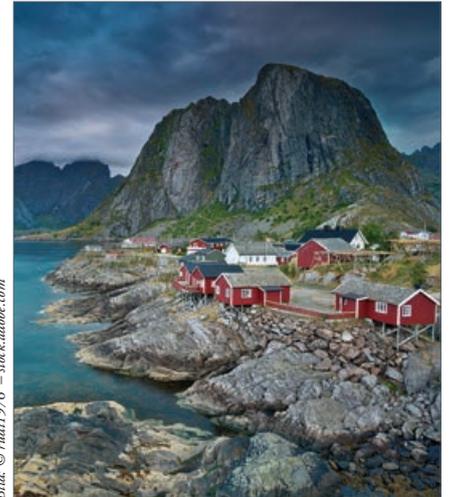


Bild © IfRAM

Bild © rudi1976 - stock.adobe.com

22

26

Märkte

- 6 Value Investing: Die Liquiditätsflut überdeckt alles...
- 8 Sentiment Value
- 10 Value-Nebenwerte: Jenseits der Nebenwertelblase
- 13 „Nutze den Tag, aber tue es geduldig“ Gespräch mit Chip Rewey
- 14 Value-Standardwerte: Große Namen zu kleinen Preisen

Hintergrund

- 16 Phänomene des Marktes: Der Value Effekt
- 20 Politik & Gesellschaft: „Die den Karren ziehen“; Gespräch mit Gunnar Heinsohn
- 22 Österreichische Schule: Konferenzfrühling
- 26 Lebensart & Kapital – International: Norwegen

Fonds

- 28 **Inside:** Value-Fonds
- 30 **News, Facts & Figures:** Im Gleichklang
- 32 **Interview:** „Wer keine Aktien hat, ist auch ein Spekulant“; Gespräch mit Gerd Häcker und Markus Steinbeis
- 34 **Analyse:** StarCapital Priamos; Gastbeitrag von Patrick Wittek, Fonds Laden Gesellschaft für Anleger mbH
- 35 **Kolumne:** Vom globalen Strukturwandel profitieren; Gastbeitrag von Dr. Harald Preißler, Bantleon Bank AG

Konferenzrückblick

Im Mai besuchten wir zwei wichtige Veranstaltungen, die sich mit Grundsätzlichem und Aktuellem beschäftigten. Die 13. Gottfried von Haberler Konferenz in Vaduz stand unter dem Motto „Wenn Bürokraten Unternehmer spielen“. Auf der 8. Hamburger Mark Banco Anlegertagung ging es um Anlegerschutz im Zeichen des „Euro-Endspiels“. Mehr ab S. 22.

Norwegen

Im OECD Better Life Index rangiert Norwegen auf dem ersten Platz. Dies liegt u.a. an der unberührten Natur sowie an hohen Bildungs- und Gesundheitsstandards. Bevor man seine Zelte in Deutschland abbricht, sollte man allerdings einige Fallstricke beachten – welche dies konkret sind, erläutert die deutsche Auswanderin Karin Mikosch ab S. 26.

Value Investing

6, 8, 10, 13, 14, 16, 50

Innere Werte zum Discountpreis, auf diese Formel wird die Value-Denke immer wieder verkürzt. Doch auch wiederkehrende Erlöse, hohe Cashflows und eine gute Kapitalallokation stehen ganz oben auf der Wunschliste der Value-Fans. Da auch dies jedoch noch lange nicht die ganze Philosophie von Benjamin Graham und Warren Buffett ist, stellen wir Ihnen ab S. 16 ausführlich die Mechanik dieses Ansatzes vor. Ab S. 10 und S. 14 finden Sie eine Reihe interessanter Einzeltitel, die nicht nur durch eine günstige Bewertung auffallen. Ab S. 50 finden Sie zudem die Analyse eines australischen Unternehmens, das auf ideale Weise eine günstige Bewertung und eine attraktive Wachstumsperspektive miteinander verbindet.



Illustration: © Rudolf Schuppeler



Bild: © vvgg – stock.adobe.com

58

Fremdwährungsanleihen

Anleihen in südafrikanischem Rand, türkischer Lira oder brasilianischem Real? Viele Anleger scheuen Investitionen mit exotisch anmutenden Währungen. Wenn man Streuung, Bonität und Währungsschwankungen berücksichtigt, lassen sich allerdings attraktive Renditen erzielen. Weitere Informationen und konkrete Titel stellen wir ab S. 58 vor.



13, 20, 32, 60

Interviews

Chip Rewey von Third Avenue Management beleuchtet auf S. 13 den US-Markt. Was in naher Zukunft weltweit auf Gesellschaften zukommt, beschreibt Wirtschaftswissenschaftler und Soziologe Gunnar Heinsohn ab S. 20. Zudem erläutern die Vermögensverwalter Gerd Häcker und Markus Steinbeis (nicht abgebildet) ihren Investmentansatz ab S. 32. Als krönender Abschluss kommt Investorenlegende Mario Gabelli ab S. 60 zu Wort.

Research – Märkte

- 36 Das große Bild: Bemerkenswerte Entwicklungen
- 40 wikifolio: Konsolidierung auf hohem Niveau
- 42 Löcher in der Matrix
- 45 Charttechnik: Wenn die Linie bricht
- 45 sentix Sentiment
- 46 Intermarketanalyse
- 46 Quantitative Analyse
- 47 Relative Stärke: Erste Börsianerpflcht
- 48 Edelmetalle: Rasend schnell und heimlich

Research – Aktien

- 50 Aktie im Blickpunkt: Amaysim Australia Ltd.
- 52 Buy or Goodbye: National Oilwell Varco und Staramba
- 53 Mittelstandsaktien: Betongold in Small-Cap-Verpackung
- 54 Value-Aktien: Value-Paradies Europa
- 56 Musterdepot: Mit angezogener Handbremse
- 58 Anleihen: Fremdgehen einmal anders

Potpourri

- 60 Interview: Mario Gabelli
- 62 Leserbrief: Russische Gerüchteküche
- 63 Smart Investor beim Hilton Talk
- 64 Buchbesprechung: „Geheimakte NGOs“
- 66 Zu guter Letzt: Wert und Preis
- 65 Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 10/2017

**JETZT GEMEINSAM
MIT MARC FRIEDRICH
& MATTHIAS WEIK
INVESTIEREN**



**ZEIT FÜR
WERTE.**

WWW.FW-FONDS.DE

Value Investing

Die Liquiditätsflut überdeckt alles...

„Wenn die Ebbe kommt, wird man sehen, wer ohne Badehose schwimmen ist“, sagt Warren Buffett. Noch lässt diese Ebbe aber auf sich warten. Ist Value deswegen eine überkommene Strategie?

Wenn Goldman Sachs spricht, horcht die Börse normalerweise auf. So auch vor zwei Wochen, als die Investmentbanker auf Überbewertungen bei den US-Technologieiteln hingewiesen haben. Die Folge waren massive Kursrückgänge bei Alphabet, Amazon und Facebook. Mit einer weiteren Studie machen die Goldmänner nun abermals auf sich aufmerksam. So gäben die Zahlen der letzten Jahre kaum mehr Belege für eine Überlegenheit der Value-Strategie her. Hatte der sogenannte Value-Faktor der beiden Forscher Fama & French zwischen 1940 und 2007 noch eine Überrendite von 5% p.a. erklärt, hat sich dies in den Jahren zwischen 2008 und

heute umgekehrt. Statistisch brachte Value in diesen Jahren sogar eine um 2% unter dem Markt liegende Performance ein. Was zumindest die Fragen aufwirft, ob der Value-Ansatz damit tot ist oder ob es sich um eine temporäre Anomalie handelt. Für immer begraben möchte jedoch auch Goldman die Strategie Buffetts und Grahams nicht.

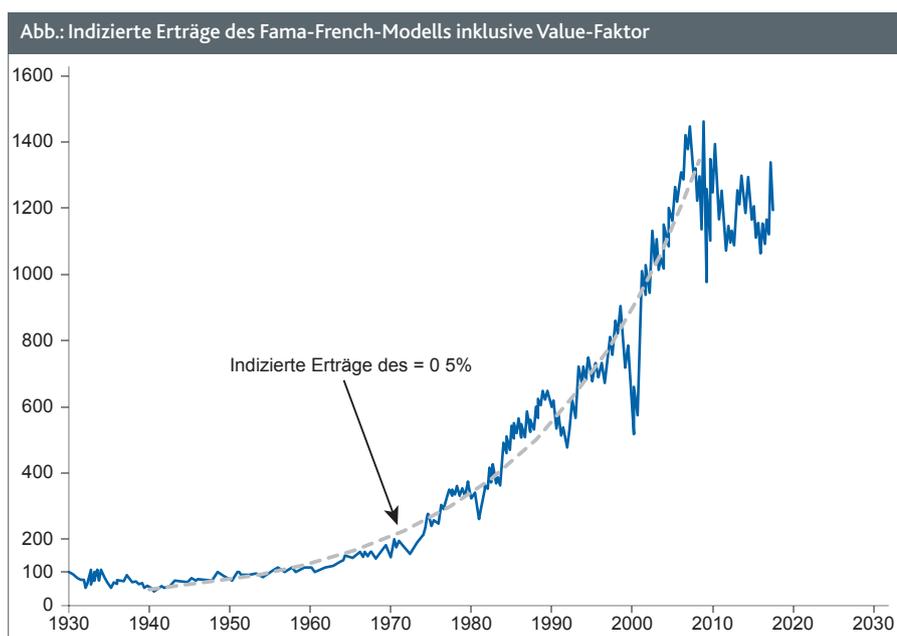
Solange es menschtelt...

Denn typischerweise bringe Value in Phasen eines beginnenden Wirtschaftsaufschwungs seine besten Ergebnisse. Derzeit sei global jedoch eher eine Wachstumschwäche zu beobachten. Es sei daher zu

befürchten, dass Value in der näheren Zukunft weiterhin unterdurchschnittliche Ergebnisse abliefern wird. Daneben habe vor allem die Geldpolitik dafür gesorgt, dass sich Multiples generell annähern. Für klassische Value-Fans böten sich damit immer weniger Möglichkeiten, unterbewertete Aktien zu identifizieren. Die temporäre Underperformance der Value-Strategie sei damit vermutlich mit der Makroökonomie zu begründen. Sollten die Notenbanken ihre Geldpolitik normalisieren, würden sich dagegen wieder deutlich mehr Chancen für klassische Value-Stockpicker bieten. Zwar dürften das steigende Volumen in Smart-Beta-Strategien und passiven Fonds sowie die künstliche Intelligenz dies erschweren. In Einzelfällen werde es aber auch in Zukunft Unterbewertungen geben, solange Menschen Fehlentscheidungen treffen.

Das Value-Paradoxon

Auch laut US-Asset-Manager Michael Keppler von Keppler Asset Management ist das häufig ausgerufen Comeback der Value-Aktien noch keine ausgemachte Sache. Nach seinen Auswertungen haben zwar 2016 die Value-Titel sowohl global gesehen als auch in den USA, in Europa und den Emerging Markets die Wachstumsaktien outperformt. Bereits 2017 scheint sich dies nun jedoch wieder umgekehrt zu haben. Denn in allen Regionen hatten in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres die Growth-Aktien wieder leicht die Nase vorn. Langfristig bleibt jedoch auch Keppler von der Überlegenheit des Value-Ansatzes überzeugt. Er hat die



Der langfristige Trend der Value-Outperformance scheint seit 2007 gebrochen zu sein

Quelle: Kenneth R. French Data Library

Bewertung bestimmter Märkte nach Kurs/Buchwert, Kurs/Cashflow, KGV und Kurs/Dividende zwischen 1970 und 2016 analysiert. Paradoxe Weise wären in diesem Zeitraum die günstigsten Märkte genau jene gewesen, die betreffend Eigenkapital, Cashflow, Gewinnen und Dividende am stärksten wachsen. Kein Wunder, dass sich daher über die letzten 47 Jahre mit diesen Titeln ca. 13,7% p.a. erzielen ließen, während es der MSCI World-Index lediglich auf 8% p.a. brachte.

Die richtigen Aktien für die Ebbe und die Flut

Die Frage ist also, wie Anleger mit dieser Situation umgehen. Die beste Taktik dürfte nach wie vor klassisches Stock Picking sein. Denn so sehr die Märkte auch durch die Liquiditätsflut nach oben geschwemmt wurden, es wird am Ende umso mehr entscheidend sein, wie sich das eigene Portfolio in der Ebbe verhält. Statt mechanisch auf bestimmte Kennzahlen zu setzen, sollten sich Investoren die Unternehmen gründlich ansehen. In dieser Ausgabe versuchen wir Ihnen daher das dafür passende Rüstzeug an die Hand zu geben. So beschäftigen wir uns in der Rubrik „Phänomene des Marktes“ auf S. 16 noch einmal mit den Grundlagen der Value-Philosophie. Ab S. 10 stellen wir interessante Nebenwerte vor, die Qualität, Wachstum und eine günstige Bewertung vorweisen. Ab S. 14 geben wir Ihnen einen Überblick über einige Standardwerte, die die Augen von Value-Anlegern leuchten lassen.

Unterschiedliche Renditen bei den MSCI World-Indizes			
	MSCI World Value Index	MSCI World Growth Index	Value - Growth
2016	15,69%	5,87%	9,82%
Seit Jahresanfang 2017	1,52%	7,78%	-6,26%

Quelle: *Kepler Asset Management Inc.*

Mit der Value-Legende Mario Gabelli haben wir uns unterhalten und präsentieren Ihnen dieses Gespräch ab S. 60. Auch er stellt einige Aktien aus seiner aktuellen Lieblingsbranche vor. Unser Gespräch mit Chip Rewey von Third Avenue Capital finden Sie auf S. 13. Das makroökonomische Gesamtbild lassen auch die Vermögensverwalter Gerd Häcker und Markus Steinbeis nicht aus den Augen, obwohl sie bei ihren Investments streng wertorientiert vorgehen. Sie finden unser Gespräch mit den beiden ab S. 32. Ab S. 50 analysieren wir ein australisches Unternehmen, das auf ideale Weise günstige Bewertung und eine attraktive Wachstumsperspektive miteinander verbindet. Und in unserer im Dreimonatsturnus erscheinenden Rubrik „Value-Aktien“ auf S. 54 werden drei hochspannende Titel aus dem europäischen Ausland behandelt.

Christoph Karl

Anzeige

SURTECO
SOCIETAS EUROPAEA

Menschen kommen mit unseren Produkten täglich in Berührung. Unsere Vision ist, das Leben der Menschen mit Design und Funktionalität zu bereichern.

VISION



Bild: © jupitichoy - stock.adobe.com

Sentiment Value

Pfiffiger Indikator für Contrarians

Warum Behavioral Finance?

Märkte werden von Menschen gemacht, Emotionen spielen eine große Rolle bei Investitionsentscheidungen. „Die Psychologie der Marktteilnehmer erklärt einen Großteil der Marktschwankungen“, so Patrick Hussy, Geschäftsführer der sentix Asset Management GmbH. Mittels Kapitalmarktumfragen zu Märkten und Konjunktur bei über 5.000 Marktteilnehmern betreibt sentix seit 2001 Research, um das Anlegerverhalten in Echtzeit zu messen. Dadurch sollen Marktanomalien aufgedeckt und zukunftsgerichtete Aussagen abgeleitet werden. Mit diesem Ansatz werden Investmentopportunitäten durch wiederkehrende Verhaltensmuster identifiziert.

Sentiment Value

Auf der Suche nach günstigen Investments analysieren Value-Anhänger Bilanzen und Unternehmen. Eine weitere Art, solche werthaltigen Gelegenheiten zu identifizieren, verspricht ein alternativer Ansatz: Durch die Beobachtung des Anlegerverhaltens können immer wieder Value-Gelegenheiten identifiziert werden. Die Rede ist von Sentiment Value, einer Investmentlogik, die den Mut antizyklischen Vorgehens belohnt. Die Sentimentanalyse steht dabei im Mittelpunkt. Investoren neigen

beispielsweise in Ausverkaufssituationen dazu, ihre Papiere weit unter Wert zu verkaufen. Es herrscht Panik an den Märkten, und diese springt auf den Einzelnen über. Das ist die Zeit für einen Contrarian, antizyklisch zu handeln. Die Risikoprämien sind hoch, das Investment lohnt sich. Dieses Vorgehen verlangt jedoch eine ordentliche Portion Mut, denn man muss sich gegen die Masse stellen. Was einfach klingt, ist in der Praxis schwierig, denn die eigenen Ängste können blockieren.

Für den idealen Einstieg werden bei sentix unterschiedliche Indikatoren kombiniert. Dazu hat das Unternehmen eigene Modelle entwickelt. Jede Situation wird analysiert und unter einzelnen Aspekten bewertet: In einer Abwärtsbewegung, in der sich Anleger noch schwertun, sich von ihren Papieren zu trennen, deutet ein zwischenzeitliches Stimmungstief eher auf eine Zwischenerholung hin als auf einen finalen Ausverkauf. „Ein besonders ertragreicher Kaufzeitpunkt zeichnet sich vielmehr dadurch aus, dass nach Panikverkäufen und negativen Stimmungswerten ein technisches Signal hinzukommt, wie z.B. eine Trendumkehrformation“, erläutert Hussy. Auf der anderen Seite würde ein starker Run auf eine Anlageklasse Absi-

cherungen notwendig machen, weil entsprechendes Rückschlagpotenzial besteht. Sentiment Value lässt sich nicht nur bei Aktien identifizieren. Auch bei Renten, Währungen und Rohstoffen sind regelmäßig Investmentgelegenheiten über ein einseitiges Anlegerverhalten feststellbar. Die einzelnen Signale werden je nach Zielfunktion in unterschiedlich ausgerichteten sentix-Portfolios umgesetzt. Für echte Contrarians und überzeugte Value-Anleger kann „Sentiment-Value“ als Ertragsquelle eine lohnenswerte Alternative darstellen.

Risiken nicht ausreichend bezahlt

Die sentix-Indikatoren weisen aktuell auf ein angeschlagenes Anlegervertrauen für Aktien hin, der Markt wird als teuer empfunden. Der Vertrauensentzug hat allerdings noch nicht dazu geführt, dass sich Anleger von ihren Positionen getrennt haben. Hussy plädiert für Mut zum Risiko, aber nur in den Fällen, in denen das Risiko auch entsprechend bezahlt wird. Momentan beurteilt er diese Phase an den Aktienmärkten als nicht gegeben: „Die aktuelle Situation spricht vielmehr dafür, eine vorsichtige Gangart bei Aktien zu wählen“, erklärt Hussy. ■

Christian Bayer

Bevor Ihnen das **Zins-Tief** genüsslich die Haare vom Kopf frisst...



...vertrauen Sie unseren unabhängigen Fondsmanagern für Nischenmärkte.



Florian Weidinger
NESTOR Fernost
& NESTOR China



Dirk Stöwer
NESTOR Europa



Walther Wehrli
NESTOR Gold



Michael Kohlhase
NESTOR Afrika



Ahmed Helmy
NESTOR Afrika



Erich Beat Meier
NESTOR Gold



Péter Elek
NESTOR Osteuropa



Wilhelm Schröder
NESTOR Australien

Profitieren Sie von:

- **Aktiven, unabhängigen Fondsmanagern, die sich an keinem Index orientieren müssen**
- **Dem Wachtumspotenzial von Investment-Themen, bevor sie zum Trend werden**
- **Jahrzehntelanger Expertise der Fondsmanager mit exzellenten Marktkenntnissen vor Ort, die für ihre Leistungen mehrfach ausgezeichnet wurden**

Weitere Informationen unter:

Tel. +49 (0)89 / 54 59 03 80

www.nestor-fonds.com



NESTOR
FONDS

Die hier bereitgestellten Informationen stellen kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Fondsanteilen bzw. Finanzinstrumenten oder ein Angebot für Finanzdienstleistungen dar. Ein Kauf von Fondsanteilen erfolgt ausschließlich auf Basis des jeweils gültigen Verkaufsprospektes und den darin enthaltenen Informationen. Die Verkaufsprospekte, wesentliche Anlegerinformationen (KIID) sowie Jahres- und Halbjahresberichte erhalten Sie kostenlos bei der Verwaltungsgesellschaft (NESTOR Investment Management S.A., 2 Place François-Joseph Dargent, L-1413 Luxembourg) sowie bei den Zahl- und Informationsstellen (M.M.Warburg Bank Luxembourg S.A., 2, Place François-Joseph Dargent in L-1413 Luxembourg, M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Ferdinandstr. 75 in D-20095 Hamburg, Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21 in A-1010 Wien oder Dr. Kohlhase Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, Ottostraße 5 in D-80333 München).

Value-Nebenwerte

Jenseits der Nebenwerteklase

Hochqualitative Geschäftsmodelle zu einem akzeptablen Preis – das gibt es auch heute noch. Anleger müssen dafür aber fernab der ausgetretenen Pfade suchen gehen.

Besser als Stehlen

Gerade die besten Geschäftsmodelle sind meistens nicht an der Börse zu finden. Denn solche Unternehmen benötigen häufig schlicht und ergreifend keinerlei externes Kapital. An sich würde dies auch für die israelische **ITURAN** gelten, die jedoch seit einigen Jahren an der US-Börse NASDAQ notiert ist. Das Unternehmen ist ein Dienstleister für die Versicherungsbranche mit einem eher ungewöhnlichen Geschäftsmodell – der Wiederbeschaffung gestohlener Autos. Was aus einer deutschen Perspektive vielleicht absurd klingt, macht auf den Hauptmärkten des Unternehmens in Brasilien, Argentinien und Israel durchaus Sinn. Denn insbesondere Modelle der Luxusklasse sind dort im hohen Maße diebstahlsgefährdet.

Daher verwundert es kaum, dass mehrere Versicherungen die Buchung des ITURAN-Services zur Bedingung für einen Versicherungsschutz machen. Die Autos der Kunden werden in diesem Fall mit einer ausgefeilten Ortungstechnik ausgerüstet und diese mit der Steuerungselektronik verbunden. Wird ein Auto

aufgebrochen, weiß ITURAN dies damit meist bereits, bevor der Eigentümer den Verlust bemerkt. Durch eine sofort losgeschickte Einsatztruppe lassen sich der Dieb und das Auto gerade in Ballungsgebieten häufig binnen weniger als einer halben Stunde lokalisieren. Durch ein externes Abschalten des Motors lässt sich der Dieb z.B. an einer roten Ampel relativ leicht in die Flucht schlagen. Der Wagen wird von den Männern von ITURAN übernommen und wieder an seinen Eigentümer übergeben.

Die Erfolgsquote bei der Wiederbeschaffung liegt im größten Markt Brasilien bei mehr als 85% binnen durchschnittlich 20 Minuten. Insgesamt konnte ITURAN den Versicherungen damit bereits Schäden von mehr als 2 Mrd. USD ersparen. Mit etwas mehr als 1 Mio. Kunden erzielt ITURAN aktuell rund 200 Mio. Umsatz und ein EBIT von rund 50 Mio. USD. Der operative Cashflow des schuldenfreien Unternehmens lag im vergangenen Jahr bei ca. 33 Mio. USD. Die Zahl der Abonnenten konnte in den letzten 16 Jahren um ca. 14% p.a. gesteigert werden. Aufgrund der wiederkehrenden Erlösstruktur und des

starken Wachstums erscheint die aktuelle Bewertung mit einem KGV von 16 noch deutlich ausbaufähig zu sein. Denn ITURAN ist auf seinen Märkten mit Abstand Marktführer, besitzt eine gute eingeführte Marke und beste Beziehungen zu den lokalen Behörden und zur Polizei. Das Geschäft ist hochgradig skalierbar. Statt zahlender Kunden besitzt ITURAN eingefleischte „Fans“ seines Services. Rund 20% der Anteile sind in den Händen der Gründerfamilie, die auch nach wie vor im Management aktiv ist. Es gibt also alles in allem keinerlei Grund, warum dieses Unternehmen an der Börse ist. Da dies trotzdem der Fall ist, sollten Anleger diese Chance nutzen.

Sachbearbeitung ist sexy

Aus einem langweiligen Thema ein attraktives Geschäft zu basteln ist aus Value-Sicht häufig ideal. Denn Hand aufs Herz: Outsourcing von Personalverwaltung und Gehaltsabrechnungen klingt auf den ersten Blick für die Börse wenig interessant. Die norwegische **Zalaris** hat sich jedoch genau in dieser Nische in Nordeuropa eine führende Marktposition erarbeitet. Für Großkonzerne wie Siemens, Exxon Mobil



Mit einer intelligenten Ortungstechnik kann ITURAN gestohlene Autos in Rekordzeit zurückholen.





Dabei übernimmt ein externer Financier einen Teil der Kosten, wird dafür üblicherweise aber bevorrechtigt an den Erlösen der Klage beteiligt. Das Unternehmen **Burford Capital** ist mit Abstand Marktführer in diesem Geschäft. Mit der Übernahme des Konkurrenten Gerchen Keller konnte 2016 zudem die Nummer zwei der Branche übernommen werden. Aktuell hat Burford damit ca. 1 Mrd. USD eigenes Kapital zur Finanzierung von Rechtsstreitigkeiten zur Verfügung, dazu kommen ca. 1,3 Mrd. USD in mehreren Fonds für Investoren. Wie profitabel dieses Geschäft ist, zeigen die Zahlen der letzten Jahre: So konnte Burford 2016 einen Ertrag von 60% auf das investierte Kapital und eine annualisierte Rendite von 27% erzielen.

Auch in den Jahren zuvor lagen die Erträge auf einem vergleichbaren Niveau. Angesichts von ca. 80 Mrd. USD Umsatz, die allein die größten 100 Anwaltskanzleien in den USA erzielen, scheinen dem Wachstum derzeit keine Grenzen gesetzt zu sein. Bereits 2016 fiel unterm Strich ein Jahresüberschuss von 115 Mio. USD an. Auch wenn der Blick auf den Chart dies nicht vermuten lassen würde, ist die Aktie noch immer fair gepreist. Burford Capital

ist quasi die „Goldman Sachs des Gerichtssaals“ – in einem Stadium, bevor Investment Banking populär wurde...

Der TÜV der Software Branche

Obwohl das Unternehmen **SQS Software Quality Systems** in Köln sitzt und 2016 beachtliche 330 Mio. EUR Umsatz erzielte, dürfte es in Deutschland lediglich wenigen Anlegern ein Begriff sein. Der Grund dafür liegt vermutlich in der Notiz am Londoner AIM-Segment. SQS ist sozusagen der TÜV der Softwarebranche und einer der letzten unabhängigen Dienstleister in diesem ca. 16 Mrd. USD umfassenden Markt. Die Mehrzahl der Kunden des Unternehmens sind Banken, Versicherungen und Finanzdienstleister. Zwar besitzen die großen IT-Dienstleister wie IBM, Accenture oder Cognizant jeweils eine eigene Testing-Abteilung, die es auf ein Vielfaches des Umsatzes von SQS bringt. Für Kunden ist dies jedoch keine ideale Konstellation. Denn es gibt einen massiven Interessenkonflikt, da die IT-Riesen im Zweifelsfall die Erstellung und Implementierung der Software lieber selbst übernehmen würden. Auch in Zukunft sollte es daher einen Markt für unabhängige „Tester“ geben.

Neben dem einmaligen Testen und der langfristigen Begleitung komplexer Softwareprojekte hat SQS in den letzten Jahren das Geschäft mit fortlaufender Sys-

temkontrolle (Managed Services) massiv ausgebaut. Diese Säule steht heute für rund 45% des Konzernumsatzes. Der Bereich ist vor allem aufgrund der wiederkehrenden Erlöse hochattraktiv. Allerdings enttäuschte SQS 2016 ausgerechnet mit den Zahlen aus diesem Geschäft. Seit dem Börsengang 2005 konnte das Unternehmen allerdings langfristig einen soliden Wachstumskurs zeigen (Umsatzwachstum von 15% p.a. über zehn Jahre).

Zwar wurde die Zahl der Aktien durch mehrere Akquisitionen und Kapitalerhöhungen etwa verdoppelt, gleichzeitig konnte jedoch auch das Ergebnis je Aktie um 100% zulegen. Ein kleiner Wermutstropfen ist die fehlende Beteiligung des Managements am eigenen Unternehmen. Knapp 25% der Anteile werden von den Unternehmensgründern gehalten, die jedoch nicht mehr operativ tätig sind. Die Aktie notiert mit einem 2017er-KGV von elf gleichzeitig zum absoluten Schnäppchenniveau.

Fazit

Blasenniveau an den Nebenwertbörsen, war da was? Bei so manchem Small Caps gibt es nach wie vor hohe Qualität zum attraktiven Preis. Gerade in vermeintlich langweiligen Branchen oder noch unterentwickelten Märkten lassen sich solche Kandidaten finden.

Christoph Karl

Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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

Kennzahlen der vorgestellten Value-Nebenwerte												
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2016*	EpS 2016	EpS 2017e	EpS 2018e	KGV 2016	KGV 2017e	KGV 2018e	Div. 2016**	Div.-Ren. 2016
ITURAN [IL]	925333	27,33	573	179	1,41	1,80	1,82	19,4	15,2	15,0	0,00	0,0%
Burford Capital [GG]	A0YC5B	9,99	2.080	147	0,73	0,51	0,54	13,6	19,6	18,5	0,10	1,0%
Zalaris [NO]	A116WU	5,28	105	42	0,16	0,13	0,19	33,8	39,4	27,3	0,09	1,7%
SQS [DE]	549351	5,31	168	327	0,32	0,44	0,46	16,6	12,1	11,5	0,16	3,0%

*) in Mio. EUR; **) für 2015 bezahlt in 2016; alle Angaben in EUR

Quelle: OnVista

„Nutze den Tag, aber tue es geduldig“

Smart Investor sprach mit dem Value-Investor Chip Rewey von Third Avenue Management über die Tugend der Geduld und die aktuelle Rally der Technologieaktien

Smart Investor: Mr. Rewey, die Wahl von Donald Trump war vermutlich eines der einschneidenden Ereignisse für die US-Börsen im letzten Jahr, insbesondere bei den Nebenwerten. Wie nachhaltig ist die Trump-Rally, die wir seit November gesehen haben?

Rewey: Für die Märkte war das eine absolute Überraschung. Wegen seiner möglichen Steuerreform, der Vereinfachung der Regulierung und seines Infrastrukturprogramms gilt er als sehr wirtschaftsfreundlich. Aber wir glauben, dass er nicht alles umsetzen können wird, was er versprochen hat. Es ist nicht sein Kongress, denn er ist eher ein Moderatliberaler, der auf dem Ticket der Republikaner ins Weiße Haus gekommen ist. Bereits bei der Gesundheitsreform war dies offenkundig. Am Ende wird er froh sein, wenn er nur einen Teil seiner Versprechen realisieren kann. Die Märkte haben aber schon mindestens 50% dessen eingepreist, was Trump erreichen könnte. Bei einigen Nebenwerten haben wir daher in den letzten Monaten auch Gewinne mitgenommen.

Smart Investor: In Ihrem letzten Brief an die Investoren haben Sie die Worte „Carpe diem“ benutzt und über die Tugend der Geduld gesprochen. Wie viel Toleranz beweisen Sie gleichzeitig bei Investments, die zunächst im Minus liegen?

Rewey: Es war ein kleines Wortspiel. Wir haben geschrieben: „Nutze den Tag, aber tue es geduldig.“ Was wir damit ausdrücken wollten, ist Folgendes: Beim Aufspüren von Chancen und Treffen von Entscheidungen sollten Investoren geduldig sein. Wenn eine Aktie aber einen anvisierten Einstiegskurs erreicht, sollte man den Tag nutzen und mit Überzeugung zugreifen. Wir haben ständig gute Ideen, die wir gerne kaufen würden, aber nur zu einem deutlich tieferen Preis. Andersherum haben wir zu jeder



Chip Rewey ist der Nachfolger des legendären Value-Investors Marty Whitman bei Third Avenue Management. Er ist u.a. der verantwortliche Portfoliomanager für den weltweit anlegenden Flaggschifffonds des Unternehmens, den Third Avenue Value Fund (ca. 1,6 Mrd. USD Assets under Management). Der New Yorker Asset-Manager ist bekannt für seine Deep-Value-Strategie, die ganz in der Tradition von Whitman vor allem auf die Bilanzanalyse setzt. Für europäische Anleger hat Third Avenue Management einen UCITS-konformen Fonds mit der ISIN IE00B57HH412 sowie eine währungsgesicherte Variante in Euro mit der ISIN IE00B57HH636 aufgelegt.

Aktie im Portfolio einen schriftlich festgehalten Investment Case, den wir laufend überprüfen. Wenn die Thesen darin nicht mehr erfüllt sind, verkaufen wir und verbuchen dieses Engagement als Fehler. Was uns dagegen weniger stört, ist, wenn die aktuellen Quartalszahlen vom Markt nicht positiv aufgenommen werden. In solchen Fällen stocken wir eine bestehende Position eher auf.

Smart Investor: Was sind aktuell Ihre interessantesten Portfoliositionen?

Rewey: Wir sind ein großer Fan von Beteiligungsgesellschaften, insbesondere aus Europa. Die Schweizer Pargesa und die schwedische Investor AB haben im letzten Jahr einen hervorragenden Job gemacht. Das lag bei Pargesa vor allem an der Beteiligung an Adidas, bei Investor vor allem am nicht notierten Healthcare-Portfolio. In den USA finde ich aktuell z.B. die Barnes Group interessant, einen Zulieferer und Serviceunternehmen in der Luftfahrtbranche. Barnes hat die exklusive Lizenz für Ersatzteile für das CFM56-Triebwerk, das in jeder Boeing 737 eingesetzt wird. Unter den Blue Chips finden wir Johnson Controls interessant. Nach der Übernahme von Tyco ist das Unternehmen ein Hersteller von Autobatterien und Gebäudetechnik. Fälschlicherweise wird das Unternehmen von vielen Marktteilnehmern als reiner Autozulieferer wahrgenommen, was es heute definitiv nicht mehr ist. Noch sind sie nicht so weit wie Danaher oder Roper Technologies, aber mittelfristig könnten sie sich in diese Richtung entwickeln.

Smart Investor: 2016 war geprägt durch das Comeback der klassischen Value-Aktien, wird 2017 ein ähnlich gutes Jahr werden?

Rewey: Ich kann leider keinen Makroausblick abgeben, weil ich davon keine Ahnung habe. Ich finde es aber interessant, dass auf der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway vor allem über Technologieaktien wie Amazon oder Google gesprochen wurde. Die Leute haben offensichtlich das Gefühl, dass sie etwas verpasst haben. Wird diesmal alles anders sein? Ich glaube das nicht. Trotzdem könnte diese Rally – wie 1999 – noch eine Zeit lang weitergehen.

Smart Investor: Mr. Rewey, besten Dank für das Gespräch.

Interview: Christoph Karl

Value-Standardwerte

Große Namen zu kleinen Preisen

Auch unter den Standardwerten finden Value-Fans noch Perlen. Denn häufig ist die Börse lediglich gut darin, die kommenden Quartale einzupreisen. Das große Bild wird dabei übersehen.

Mexikanisch für Anfänger

Ein aktueller Favorit vieler US-Value-Anleger ist die Casual-Dining-Kette **Chipotle Mexican Grill**. Kern des Konzeptes ist mexikanisches Essen aus hochwertigen Zutaten, das jedoch in Fast-Food-Geschwindigkeit zubereitet wird. Die Läden sind in einem einheitlichen, kostengünstigen, aber dennoch ansprechenden Design gestaltet und amortisieren sich in einer Rekordzeit von zwei bis drei Jahren. Nach der Aufarbeitung eines Skandals um Kolibakterien in einem Salat hat sich das Unternehmen nun wieder auf seine Kernkompetenz verlegt: die Expansion des Filialnetzes auf zuletzt mehr als 2.100 Standorte.

Chipotle kann dieses Wachstum vollständig aus den bestehenden Cashflows finanzieren. Angesichts der Struktur der Läden kann das Konzept kaum von anderen etablierten Ketten kopiert werden. Bei einer Rückkehr zu normalisierten Umsatzzahlen je Filiale und den üblichen Margen besitzt die Aktie in den nächsten Jahren

signifikantes Kurspotenzial. Eine Abschwächung der Konjunktur sollte das Unternehmen dagegen wenig tangieren. Kommt es in den USA zu einer massiven Steuer senkung, dürfte Chipotle mit einem effektiven Steuersatz von 40% zu den größten Profiteuren zählen.

Das Prinzip „Zellteilung“

Die kanadische **Constellation Software** ist quasi die Berkshire Hathaway der Softwarebranche. Das Unternehmen hat Akquisitionen von Nischenanbietern für Unternehmenssoftware aus dem freien Cashflow der bestehenden Töchter zur erklärten Unternehmensstrategie gemacht. Typischerweise schlägt Constellation dabei in einer Größenklasse zu, die weder für strategische Investoren noch für Private-Equity-Häuser attraktiv ist. Auf den ersten Blick klingt dies nach einer relativ simplen Strategie. Bei genauerer Betrachtung ist jedoch die von Constellation entwickelte Unternehmenskultur der Schlüssel zum Erfolg. So setzt das Unternehmen auf Autonomie sowie dezentrale Organisation

und erklärt die effiziente Kapitalallokation zu einer Kernkompetenz auf allen Führungsebenen. Wird eine Einheit zu groß, wird diese wie bei einer „Zellteilung“ aufgespalten. Das erklärte mittelfristige Ziel von CEO Mark Leonhard ist die Akquisition von bis zu 100 Unternehmen pro Jahr durch die einzelnen operativen Einheiten. Bereits heute identifiziert das Unternehmen ca. 30.000 Unternehmen weltweit, die sich für eine Übernahme eignen könnten.

Monetarisierung der Flexibilität

Der Name **IWG** dürfte kaum einem Anleger ein Begriff sein. Deren Marke Regus ist in der Geschäftswelt jedoch ein eingeführter Name. Wer temporär ein Büro in Innenstadtlage inklusive Dienstleistungen wie Empfang, Telefonservice oder Konferenzraum benötigt, kommt an Regus kaum vorbei. Mit rund 3.000 Bürostandorten deckt das Unternehmen eine Vielzahl von Ländern ab. Durch die kurzfristige Anmietung von Regus' Büros können die Kunden Fixkosten in variable Kosten ver-

Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2016*	EpS 2016	EpS 2017e	EpS 2018e	KGV 2016	KGV 2017e	KGV 2018e	Div. 2016**	Div.-Ren. 2016
Chipotle Mexican Grill [US]	A0ESP5	402,65	11.541	3.483	1,38	7,56	10,94	292,6	53,3	36,8	0,00	0,0%
Constellation Software [CA]	A0JM27	471,95	10.001	1.497	16,47	20,24	23,35	28,7	23,3	20,2	3,63	0,8%
Huhtamaki [FI]	870740	36,45	3.928	2.865	1,83	1,98	2,21	19,9	18,4	16,5	0,82	2,2%
IWG [UK]	A2DGJL	4,14	3.785	1.952	0,16	0,20	0,23	25,9	20,7	18,0	0,06	1,4%
K+S [DE]	KSAG88	23,67	4.530	3.457	0,68	1,00	1,62	34,8	23,7	14,6	0,45	1,9%
Microsoft [US]	870747	62,48	482.378	85.320	1,94	2,78	3,04	32,2	22,5	20,6	1,41	2,3%

*) in Mio. EUR; **) für 2015 bezahlt in 2016; alle Angaben in EUR

Quelle: OnVista

wandeln. Dies ist sowohl für junge Start-ups als auch für aggressiv expandierende Konzerne interessant, die sich in neuen Märkten erst im zweiten Schritt um geeignete Bürostandorte kümmern wollen. IWG selbst erschließt sich Märkte antizyklisch und expandiert derzeit z.B. in China. Die Vermieter neuer Standorte sind aufgrund von Leerständen daher häufig zu Zugeständnissen beim Preis bereit. Teilweise schließt Regus sogar Verträge („Partner Deals“), bei denen keinerlei fixe Miete zu bezahlen ist. Da jeder neue Standort in einer eigenen Gesellschaft organisiert ist, bestehen keine Garantien für bestehende Mietverträge. Mit einer zunehmenden Auslastung der Neueröffnungen der letzten Jahre dürfte sich das Ertragsniveau in den nächsten Jahren sehr dynamisch entwickeln.

Cloud as Cloud can

Schon oft wurde Warren Buffett gefragt, warum er denn die Aktie seines besten Freundes Bill Gates, **Microsoft**, nicht im Portfolio habe. Er wolle dies alleine aufgrund möglicher Interessenskonflikte nicht, so Buffett. Eine Haltung, die ihm jedoch eine Value-Perle entgehen lässt. Denn der Softwarekonzern hat in den letzten Jahren eine interessante Wandlung durchgemacht. Aus einem vertriebsgesteuerten Monopolisten ist ein innovativer Technologiekonzern entstanden, der durch die Verlagerung seiner Services in die Cloud eine zunehmende Verstetigung seiner Erlöse erreicht. Der sogenannte Customer-Lifetime-Value der bestehenden Kunden wird durch dieses Abomodell signifikant gesteigert. Bereits 2018 dürften mehr als 50% der Erlöse der Office-Produkte durch

„Software as a Service“ erzielt werden. Gleichzeitig besitzt das Unternehmen einen unfassbar weiten „Moat“ um sein Geschäftsmodell. Mit strategischen Akquisitionen wie der von LinkedIn versucht Microsoft, seinen Fußabdruck in der Onlinewelt deutlich zu vergrößern. Durch Dividende (akt. rund 2,2%), Aktienrückkäufe (ca. 1,8% des Kurswertes p.a.) und ein voraussichtliches Wachstum von 11% p.a. in den nächsten Jahren erzielen Aktionäre aktuell eine Anfangsrendite (IRR) von mehr als 15%.

Megatrend oder Überangebot?

Eine Aktie, an der sich in den letzten Jahren viele Value-Fans die Zähne ausgebeissen haben, ist das Rohstoffunternehmen **K+S**. Denn die Argumente für die Produkte des Unternehmens leuchten bereits auf den ersten Blick ein: Die stetig wachsende Weltbevölkerung wird immer wohlhabender und verändert ihre Ernährungsgewohnheiten. Angesichts eines Mangels an Ackerflächen ist daher eine intensivere Düngung für eine Ausweitung der Nahrungsmittelproduktion unausweichlich. Was bislang allerdings lediglich eine Zukunftsvision ist. Denn auf dem Spotmarkt für Kaliumprodukte herrscht ein notorisches Überangebot. Bis 2013 sorgte ein Kartell von Uralkali und Belaruskali für Stabilität.

Seit dessen Aufkündigung befinden sich die Preise für den Rohstoff jedoch im Sinkflug. Mit einer entsprechenden Auswirkung auf die bestehenden Minen von K+S, vor allem aber auch auf deren neues Projekt in Kanada. Seit dem geplatzten Übernahmeangebot durch die kanadische PotashCorp hat sich der Kurs von K+S in der Spitze mehr als halbiert. Eine Wiederbelebung des Kalimarktes; der Produktionsstart in Kanada und mehrere Programme zur Kostenreduktion könnten nun jedoch dafür sorgen, dass der Konzern seine Ziele für 2020 erreicht. Geplant ist dann ein EBITDA von 1,6 Mrd. EUR bei einer akzeptablen Verschuldung und einem signifikanten freien Cashflow. Bereits basierend auf den geplanten Erträgen von 2018 notiert die Aktie zu einem attraktiven KGV von 14.

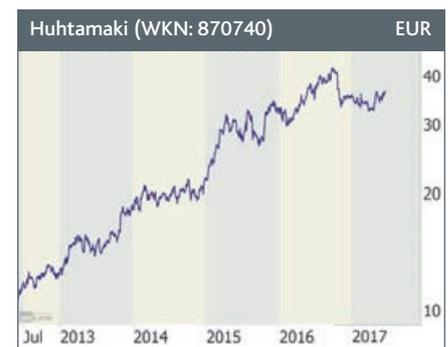
Auf den Becher gekommen

Vom Megatrend der sich verändernden Essgewohnheiten dürfte auch die finnische **Huhtamaki** profitieren. Das Unternehmen ist Weltmarktführer bei Verpackungen von Lebensmitteln, Fast-Food-Produkten sowie von Einwegbechern für den berühmten „Coffee to go“. Zu den Kunden zählen u.a. McDonalds, Costa Coffee, Ben & Jerry's oder auch die oben vorgestellte Chipotle Mexican Grill. Daneben ist Huhtamaki auch im Geschäft mit Eiverpackungen die weltweite Nummer eins. Das Unternehmen wächst im Windschatten der großen Marken, die ihr Geschäft zunehmend global ausrollen. Mit 76 Werken in 36 verschiedenen Ländern ist Huhtamaki selbst weltweit präsent und kann seine Kunden vor Ort beliefern. Zu einem organischen Wachstum von ca. 5% p.a. kommen in der Planung weitere 5% aus Akquisitionen. Allein seit 2011 konnten elf zusätzliche Unternehmen mit einem Umsatz von knapp 600 Mio. EUR übernommen werden. Neben einer EBIT-Marge von mehr als 10% (aktuell 9,4%) zielt das Management mittelfristig einen Return on Investment von 15% p.a. (aktuell 14,7%) an. Diese klare Orientierung der Unternehmensführung an der Kapitalrendite dürfte vielen Value-Fans ein Lächeln ins Gesicht zaubern.

Fazit

Zwar lässt sich von den meisten Blue Chips nicht behaupten, dass der Markt sie übersieht. Die klaren Wettbewerbsvorteile und die Substanz so manches Standardwertes übersieht die Börse dennoch häufig großzügig. ■

Christoph Karl



Phänomene des Marktes

Der Value-Effekt

Price Is What You Pay, Value Is What You Get (Der Preis ist, was man zahlt, der Wert ist, was man bekommt)

Schon im Jahr 1934 wurde Value Investing erstmals umfangreich dokumentiert. Damals, in den düsteren Zeiten nach der Weltwirtschaftskrise, schrieben Benjamin Graham und David Dodd – die späteren Lehrer und Vorbilder von Warren Buffett – ihr mehr als 700 Seiten umfassendes Werk „Security Analysis“. Dort charakterisieren sie gute Value-Investments als unterbewertete, aber profitable Unternehmen. Seitdem beschäftigen sich Theoretiker und Praktiker gleichermaßen mit der Frage, wie der erwiesenermaßen erfolgreiche Value-Ansatz funktioniert und welche Methoden geeignet sind, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Doch wie so oft am Finanzmarkt gibt es keine abschließende Erklärung für die Anomalie und keinen einheitlichen Weg, wie eine Value-Strategie zu konstruieren ist.

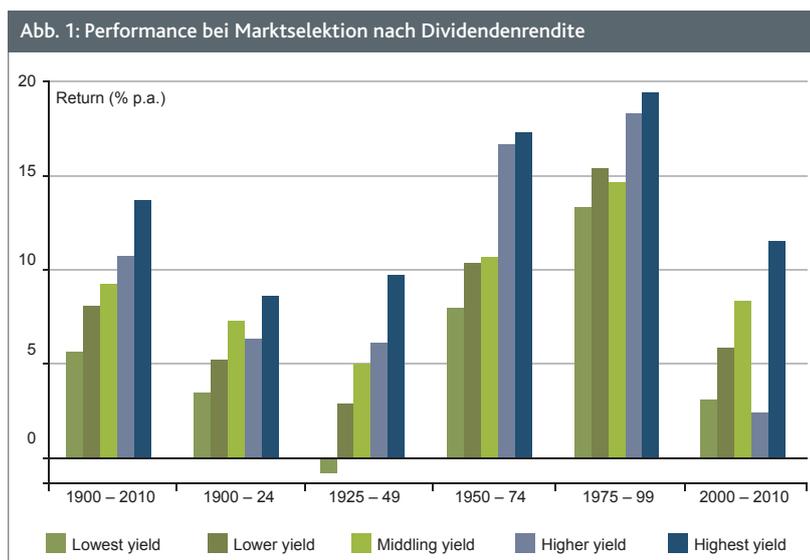
Was ist Value?

Die Grundidee des Value-Ansatzes ist es, eine Aktie unter ihrem eigentlichen Wert zu kaufen. Dies ist häufig dann der Fall, wenn

die Kurse über längere Zeit gefallen sind. Auf den ersten Blick könnte man glauben, dass der Value-Effekt damit im Widerspruch zu Momentum steht, bei dem umgekehrt die stärksten Aktien gekauft werden. Doch die beiden Anomalien basieren auf verschiedenen Zeithorizonten: Während sich Momentum überwiegend auf Sicht von 1-12 Monaten abspielt, erstreckt sich der Value-Effekt über mehrere Jahre. Dies führt zu dem erstaunlichen Umstand, dass sich die beiden Ansätze sogar kombinieren lassen, indem langfristige Verliereraktien – also Value-Titel – gekauft werden, die kurz- bis mittelfristig ein hohes positives Momentum aufweisen. Dies vermeidet den bei Value klassischen, verfrühten Einstieg in Zeiten fallender Kurse (Value Trap).

In der 2015er-Studie „Dissecting Investment Strategies in the Cross-Section and Time-Series“ wird Value als Differenz zwischen fundamentalem Wert und aktuellem Marktpreis definiert. Die Autoren argumentieren, dass Value vor allem in der Querschnittsbetrachtung über verschiedene Werte gut funktioniert, aber weniger gut in der Zeitreihenbetrachtung ein- und desselben Werts gegenüber seiner Kurshistorie. Zudem stellen die Forscher die Frage, ob es so etwas wie den „fundamentalen Wert“ eines Assets überhaupt gibt, und falls ja, welche Mechanismen dazu führen, dass die Marktpreise davon abweichen und sich später wieder angleichen – darauf kommen wir bei den Erklärungsansätzen noch zu sprechen. Asness weist in seinem 2015er-Paper „Fact, Fiction, and Value Investing“ außerdem darauf hin, dass der Value-Effekt bei Large Caps deutlich geringer ausfällt.

Wichtig für den Value-Ansatz ist zudem die Frage, ob die Gewinnmargen der Unternehmen nachhaltig sein können. In der Regel ist hier eher eine Mean Reversion zu beobachten. Daraus ergibt sich potenziell ein Doppelleffekt. Wenn die Earnings drehen, tun dies in der Regel auch die Bewertungen. Dies scheint eine charakteristische Voraussetzung für den Value-Effekt zu sein. Empirische Befunde zeigen außerdem, dass nicht nur die Aktienkurse selbst, sondern auch die Value-Prämien im Durchschnitt einer Mean Reversion unterliegen.



Ganz links ist die Auswertung für den Gesamtzeitraum von 1900 bis 2010 dargestellt. Investierte man per Jahresanfang in die 20% der Länder mit der höchsten Dividendenrendite (Top 20%), ergab sich in der Rückrechnung gegenüber den unteren 20% eine um 7,9% höhere durchschnittliche Jahresrendite – langfristig ein enormer Unterschied.

Quelle: Dimson, E. / Marsh, P. / Staunton, M. (2011), *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2011*, S. 21

Value nicht nur am Aktienmarkt

Klassisch bezieht sich Value auf die Bewertungen am Aktienmarkt, es ist aber heute keineswegs darauf beschränkt. Seit Entdeckung der Anomalie haben sich umfangreiche Untersuchungen auch mit der Anwendung auf andere Märkte befasst. In ihrer prominenten Studie „Value and Momentum Everywhere“ haben Clifford Asness, Tobias Moskowitz und Lasse Pedersen im Jahr 2012 gezeigt, dass Value überdurchschnittliche Renditen in verschiedenen Märkten erzielt – unter anderem bei Aktien, Staatsanleihen und Rohstoffen. Bei Letzteren gibt es gute Gründe für eine langfristige Mean-Reversion-Tendenz, wie die Studie „Dissecting Investment Strategies in the Cross-Section and Time-Series“ erklärt.

Zum einen den sogenannten „Schweinezyklus“, bei dem Produzenten bei hohen (niedrigen) Preisen ihre Kapazitäten ausweiten (reduzieren), was später zu einem entsprechenden Preisdruck über die Angebotsmenge führt. Zum anderen bewegen sich die Preise bei gegebenem Wettbewerb auf Dauer hin zu den jeweiligen Produktionskosten. Auch bei Währungen spielt Value eine Rolle, was sich insbesondere durch die Kaufkraftparität erklären lässt.

Empirisch ist der Value-Effekt abseits des Aktienmarktes durch Studien bestens belegt. So schreibt Asness in „Fact, Fiction, and Value Investing“, dass sich die Anomalie nicht nur in 87 Jahren US-Aktiendaten zeigt, sondern auch in 40 weiteren Ländern und praktisch allen Anlageklassen.

Value-Kennzahlen

Typischerweise sind Value-Aktien keine Werte, die sofort ins Auge stechen. Meist handelt es sich um eher unscheinbare Titel, bei denen schlagkräftige Headlines fehlen. Der typische Weg, solche Aktien zu finden, sind Kennzahlen wie das Kurs/Buchwert- und das Kurs/Gewinn-Verhältnis. Während Benjamin Graham vorrangig auf das KGV setzte, beschrieb später eine einflussreiche Untersuchung von Eugene Fama und Kenneth French („The Cross-Section of Expected Stock Returns“, 1992) das KBV als die fundamentalere Kennzahl. Im Jahr 2015 zeigten Untersuchungen der Aperio Group im Paper „Optimizing Value“, dass die Wahl der „besseren“ Kennzahl stark vom Betrachtungszeitraum abhängt. Das Fazit der Autoren: Ein Mix der beiden Kennzahlen ist ideal, sowie zusätzliche Limits für einzelne Sektorengewichtungen im Zeitablauf. Die Studie „Risky Value“ von Atif Ellahie, Michael Katz und Scott Richardson zeigt darüber hinaus, dass KGVs ein geeignetes Kriterium sind, wenn die Erträge stabil verlaufen. Ist dies nicht der Fall, sind KBVs die bessere Wahl.

Einen weiteren guten Value-Indikator stellen hohe Dividendenrenditen dar. Untersuchungen von Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton im Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2011 zeigten, dass Aktien mit hohen Di-

videndenrenditen überdurchschnittlich hohe Renditen erzielen. Der gleiche Effekt gilt global auf Länderebene, wie die Forscher anhand von 19 Ländern über einen Zeitraum von 111 Jahren zeigten (Abb. 1). Darüber hinaus sind hohe Dividendenrenditen ein Zeichen dafür, dass Aktien gegenüber Anleihen günstig bewertet sind.

Interessant ist eine Untersuchung der American Association of Individual Investors (AAII) zu insgesamt 14 verschiedenen Value-Strategien im Zeitraum von 1963 bis 2013. In der zugehörigen Studie „Does Complexity Imply Value?“ kommen die Autoren Wesley Gray, Jack Vogel und Yang Xu zu dem Ergebnis, dass sehr einfache Ansätze auf Basis einzelner Multiples ebenso gut oder gar besser performen als komplizierte Ranking-Modelle mit vielen Einflussfaktoren.

Value-Anleger können und sollten sich also tatsächlich auf einfache Kennzahlen verlassen. Neben KGV, KBV und Dividendenrenditen zählen dazu auch das Kurs/Cashflow-Verhältnis (KCV) und ein Ranking anhand negativer Fünfjahresrenditen. Asness weist in seiner Studie darauf hin, dass im Zweifel KGV, KBV und KCV aufgrund ihres fundamentalen Bezugs zu bevorzugen sind und in Untersuchungen tendenziell bessere Ergebnisse erzielen. Eine robuste Kombination von zwei oder drei Kriterien kann für Anleger bereits ideal sein. ►

Anzeige

Realistisch und marktorientiert zum sicheren Verkaufserfolg!

Kostenlose Wertermittlung und Beratung



Wir suchen ältere Häuser und
Grundstücke im Raum München

HAUS & BODEN
IMMOBILIEN GMBH

Haus & Boden Immobilien GmbH
Engelhardstraße 10
81369 München

Tel: 089 - 54 21 51 21
Fax: 089 - 54 21 51 26
info@hausundboden.info

Doch es gibt auch kritische Stimmen zu Value-Kennzahlen. U-Wen Kok, Jason Ribando und Richard Sloan schreiben in der Studie „Facts about Formulaic Value Investing“, dass Kennzahlen wie KBV und KGV genau solche Aktien selektieren, die vorübergehend hohe Buchwerte oder Erträge haben, welche aber nicht nachhaltig sind. Das ist zum Beispiel der Fall, wenn es zuletzt schlechte Nachrichten gab, die sich bereits im Aktienkurs niederschlagen, noch nicht aber in den Fundamentaldaten. Die Autoren argumentieren, dass erfahrene Marktteilnehmer dies bereits erkannt und die Preise entsprechend gesetzt haben. Sie zitieren eine Untersuchung, nach der das KBV im Zeitraum von 1963 bis 1995 für Large-Cap-Renditen keinen signifikanten Erklärungsgehalt aufwies. Die Autoren plädieren für ein stärker qualitatives Value Investing, wie es einst Graham und Dodd in ihrem Buch beschrieben.

Erklärungen für Value

Ein Aspekt ist auch in der heutigen Forschung nicht abschließend geklärt: die Frage nach der genauen Renditequelle der Value-Prämie und wieso sie trotz jahrzehntelanger Bekanntheit weiterhin besteht. Wie bei den meisten Renditeanomalien gibt es zwei wesentliche, teils konkurrierende Ansätze, um Erklärungen zu finden:

- **Kompensation für Risiken:** Neben den bekannten Risikofaktoren könnte es zusätzliche Faktoren wie beispielsweise ein erhöhtes Insolvenzrisiko geben, was Value-Aktien riskanter macht und im Erfolgsfall eine entsprechend höhere Rendite rechtfertigt.
- **Verhaltenswissenschaftliche Effekte:** Nicht vollständig rationales Verhalten großer Akteursgruppen (beispielsweise eine starke Benchmark-Orientierung zur Minimierung des Karriererisikos von Fondsmanagern) kann zu Fehlpreisungen am Markt führen, die sich auf Dauer wieder umkehren und so eine Überrendite ermöglichen.

Als Quintessenz vieler Studien mit Erklärungsversuchen zum Value-Effekt lässt sich vermuten, dass letztlich beide Punkte gemeinsam zur Existenz der Anomalie beitragen.

Margin of Safety

Value Investing ist keine exakte Wissenschaft. Um die Risiken soweit es geht zu minimieren, kaufen viele Value-Investoren unterbewertete Aktien erst dann, wenn sie (deutlich) billiger zu haben sind als zum anhand von Kennzahlen kalkulierten, fairen Wert. Dieses Konzept nennt sich „Margin of Safety“. Je höher der Puffer, desto „sicherer“ ist es, dass die jeweilige Aktie tatsächlich unterbewertet ist. Das ist vor allem dann wichtig, wenn die Kalkulation des fairen Werts ungenau ist, was in der Praxis oft der Fall ist. Wählt man die Margin of Safety aber zu hoch, sind insbesondere in Bullenmärkten kaum noch Kaufkandidaten übrig und dem Value-Investor gehen die Anlagemöglich-

Abb. 2: Langfrist-Chart CAPE



Dargestellt sind der Verlauf des 10-Jahres-CAPE sowie der langfristigen Zinsen seit dem Jahr 1881.

Quelle: Online Data Robert Shiller, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

keiten aus. In einer starken Hausse sind daher zunehmend Geduld und beharrliches Festhalten an den Value-Richtlinien entscheidend, wie Warren Buffett zu Zeiten der Internetblase durch hartnäckigen Investitionsverzicht bewies. Man muss also unglaubliche Geduld haben und die Strategie konsequent durchziehen – in Bullen- wie Bärenmärkten, und während aller Euphorie und Panik auch entgegen starken Marktstimmungen. Das ist allerdings leichter gesagt als getan.

Globales Value Investing mit dem CAPE

Im Jahr 2014 veröffentlichte Mebane Faber, Mitgründer und CIO von Cambria Investment Management, ein Buch mit dem vielversprechenden Titel „Global Value: How to Spot Bubbles, Avoid Market Crashes, and Earn Big Returns in the Stock Market“. Zunächst stellt er die Grundidee von Benjamin Graham und David Dodd aus deren im Jahr 1934 erschienenen Buch „Security Analysis“ vor. Dort werden die Kurse erstmals mit über mehrere Jahre geglätteten Earnings verglichen. Populär wurde die Methode durch Robert Shiller unter dem Begriff des Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio (CAPE), das den Kurs ins Verhältnis zu den mittleren, inflationsbereinigten Earnings der letzten zehn Jahre setzt. Das Buch weist allerdings darauf hin, dass auf Basis anderer Untersuchungen ein Glättungszeitraum von sieben Jahren ideal erscheint.

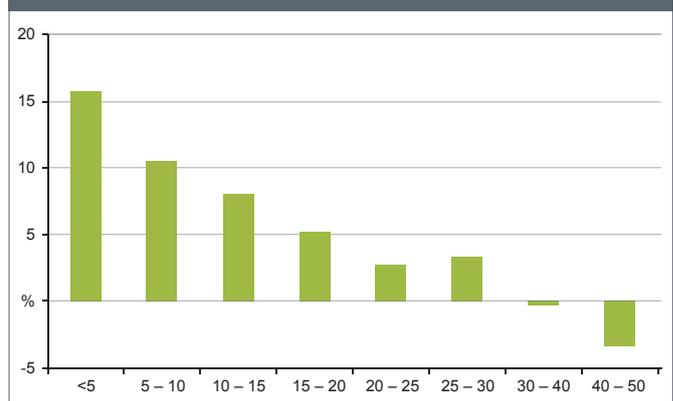
Mebane Faber untersucht die Märkte weltweit anhand des CAPE. Historisch betrachtet wurden Investoren für das Risiko belohnt, in Länder mit extrem niedriger Bewertung zu investieren. Im Jahr 2014 waren dies beispielsweise Griechenland, Argentinien und Russland. Umgekehrt ist das Investieren in Märkte mit sehr hoher Bewertung keine gute Idee. Mebane Faber selektiert entsprechend die 25% der Länder mit den niedrigsten CAPE-Werten. Wichtig ist, nicht nur selektiv einzelne niedrig bewertete Länder auszuwählen, da der Ansatz nur

im Portfolioeffekt funktioniert. Im Einzelfall kann ein billiger Markt nämlich auch noch (deutlich) billiger werden. Zusätzlich wendet er einen Filter an: Es wird nur in Länder investiert, die zwischenzeitlich bereits unter einen Wert von 18 gefallen waren. Dies signalisiert ihm in global überbewerteten Märkten wie zur Jahrtausendwende, dass der Markt wieder auf ein vernünftiges Niveau gefallen ist und erneut ansteigen kann. Ein Problem dieses Ansatzes könnte bei fortlaufender Anwendung der Value-Kriterien im Rahmen von Portfolio-Anpassungen entstehen: Werden immer nur die günstig bewerteten Märkte gehalten, ist eine Partizipation an den großen Kurssteigerungen, die entsprechend auch höhere Bewertungen hervorrufen, nicht möglich.

Fazit

Dass Value-Investing funktioniert, haben unzählige Studien in der Theorie gezeigt und Investoren in der Praxis bewiesen. Dennoch gibt es an den Märkten nichts geschenkt. Value Investing ist ein Geduldsspiel, bei dem sich der Erfolg eher über Jahre als über Nacht einstellt. Nur so lässt sich die Value-Überrendite langfristig realisieren. Um bessere Ausstiege zu erzielen und gleichzeitig weiterhin schwächelnde Titel zu vermeiden, lässt sich Value mit einer längerfristigen, trendfolgenden (Momentum-)Strategie koppeln. Dies kann das typische Muster eines Value-Anlegers optimieren, der tendenziell zu früh einsteigt (vor den Tiefs) und zu früh wieder verkauft (mitunter weit vor den Hochs). Zusätzliche Profitabilitätsanforderungen, wie bereits

Abb. 3: Historische Renditen nach CAPE-Bereichen



Die Grafik zeigt die realen durchschnittlichen Jahresrenditen für verschiedene CAPE-Wertebereiche in den jeweils folgenden zehn Jahren. Untersucht wurden US-Daten im Zeitraum von 1881 bis 2011. Es wird deutlich, dass niedrigere Bewertungen mit höheren Renditen einhergehen.

Quelle: Faber, M. (2012), *Global Value: Building Trading Models with the 10-Year CAPE*, Cambria Quantitative Research, No. 5

ursprünglich von Graham und Dodd vorgeschlagen, könnten als weiterer Filter für die besten Kandidaten dienen.

Dr. Marko Gränitz

Anzeige



**Deutsches
Rotes
Kreuz**

HUNGERSNOT STOPPEN!

**WIR BRAUCHEN SIE, UM MENSCHEN IN AFRIKA ZU HELFEN.
JETZT SPENDEN!**

IBAN: DE63370205000005023307 BIC: BFSWDE33XXX STICHWORT: HUNGERSNOT www.DRK.de/HUNGERSNOT

„Die den Karren ziehen“

Smart Investor im Gespräch mit dem Wirtschaftswissenschaftler und Soziologen **Gunnar Heinsohn** über die aktuellen Wanderungsbewegungen und die Zukunftsfähigkeit von Gesellschaften*



Der Wirtschaftswissenschaftler und Soziologe Gunnar Heinsohn (Jahrgang 1943) ist emeritierter Professor für Sozialpädagogik an der Universität Bremen. In rund 1.000 Veröffentlichungen beschäftigte er sich u.a. mit Ökonomie, Genozidforschung und Geschichtswissenschaft. Einer breiteren Öffentlichkeit ist er vor allem durch seine Thesen zu Bevölkerungspolitik und Demografie bekannt geworden. Heinsohn lehrt heute am Management Zentrum St. Gallen und am NATO Defense College in Rom.

Smart Investor: Herr Professor Heinsohn, welche Fragen treiben Sie aktuell um?

Heinsohn: Was mich umtreibt, ist die ökonomisch-demografische Weltlage. Ich versuche einen Blick auf die gesamte Erde unter bestimmten Kategorien, der es erlaubt, künftige Konflikte und Entwicklungen abzuschätzen. Dazu teile ich die Welt in drei Blöcke: Ostasien mit ca. 1,7 Mrd. Menschen, 60% der in den USA angemeldeten internationalen Patente, den besten Schülern der Welt, aber zu wenig Geburten. Die europäisierte Welt mit 1,1 Mrd. Menschen, 36% der internationalen Patente, mittelguten Schülern und ebenfalls zu wenig Geburten. Schließlich der Rest mit 4,7 Mrd. Menschen, keinerlei Möglichkeit, in den Zukunftsindustrien oder aktuellen Spitzenindustrien mitzuspielen, nur 4% der internationalen Patente, den schlechtesten Schülern, aber dem stärksten Bevölkerungswachstum.

Smart Investor: Wie verhält es sich mit den Wanderungsbewegungen zwischen diesen Blöcken?

Heinsohn: Ostasien lässt praktisch überhaupt keine Flüchtlinge herein. Die europäisierte Welt ist in zwei Gruppen gespalten. Der eine Block, führend dabei Deutschland und Frankreich, lässt praktisch jeden rein. In die andere Gruppe, „Kompetenzfestungen“, wie Kanada, finden nur Könner Zutritt. Das erzeugt eine Konkurrenz, an der sich die Bürger dieser Länder orientieren. In Deutschland sind etwa 8 Mio. der 42 Mio. Arbeitskräfte global mobil. Das sind die, die den Karren ziehen, am Weltmarkt in Konkurrenz stehen, nicht vom Staat abhängen, als Nettosteuerzahler mehr geben, als sie empfan-

gen und unter 44 Jahre alt sind. Diese 10% der Einwohnerschaft werden zwar niemals eine Wahl gewinnen, aber sie können jederzeit gehen, weil für sie in 30-40 Ländern der rote Teppich ausgerollt ist. Momentan verschwinden ca. 70.000 Menschen pro Jahr, dann sind das „nur“ 10% eines Jahrgangs. Aber die meisten stammen aus der kleinen Gruppe der Hochkompetenten.

Smart Investor: Aber wird uns nicht gesagt, dass das deutsche Bildungssystem kontinuierlich neue Hochkompetente auswirft?

Heinsohn: Seit den TIMSS-Tests von 2015 – der weltweiten Schülerolympiade für Naturwissenschaften und Mathematik – wissen wir es besser. Hier wurde ermittelt, welcher Anteil der Schüler „Mathe-Asse“ sind. In Singapur sind das 500 von 1.000. In Deutschland gerade einmal 50 von 1.000, die dann auch noch verstärkt abwandern. Zwar lieben sie ihre Heimat, aber die ist eben auch das Land, das zusammen mit Österreich und Belgien die höchsten Einkommensteuersätze der Welt hat.

Smart Investor: Sind die hohen Steuern also der Hauptgrund für die Abwanderung der Hochkompetenten?

Heinsohn: Als Haupttriebfeder werden wenig konkret „die Zustände in Deutschland“ angegeben. Diese Menschengruppe weiß, dass man mit seinen Worten sehr vorsichtig sein muss. Sie wollen nicht für den Rest ihres Lebens mit einer Äußerung im Internet stehen, die vielleicht gegen sie verwendet werden kann. Rufmord ist ein stark unterschätzter Mechanismus, und das Internet vergisst nichts. Stattdessen studieren diese Hochkompetenten die Welt

wie eine Speisekarte und suchen sich die Angebote aus, die zu ihrem Profil passen. Rein demografisch fällt die gestiegene Abwanderung wegen der enormen Zuwanderung nicht auf. Entscheidend aber ist die qualitative Betrachtung: Nehmen wir das Thema Nicht-EU-Ausländer: Da hatten wir im Jahr 2010 rund 130.000 auf Hartz-IV-Niveau Versorgte, jetzt sind das 970.000. Dem stehen 280.000 unbesetzte MINT-Stellen gegenüber – 36% mehr als im Jahr 2015. Die neuen Menschen verjüngen zwar das Durchschnittsalter und erhöhen die Bevölkerung, aber sie passen offensichtlich nicht zum Bedarf der deutschen Industrie, die immer noch Spitzenindustrie ist, und müssen daher versorgt werden. Die abwandernden Hochkompetenten verstehen, wer das bezahlen soll. In Ostasien weiß man dagegen sehr genau, dass man aus Ländern mit niedrigerem Bildungsniveau nur die allerbesten nehmen darf, um den hohen eigenen Durchschnitt nicht zu senken.

Smart Investor: Warum geht Westeuropa dann diesen Weg?

Heinsohn: Wir haben eine optimistische pädagogische Grundannahme, die besagt, dass jeder Mensch alles lernen kann, wenn er von klein auf kostenfrei durch unser Bildungssystem geht. Nun wissen wir seit den PISA-Tests des Jahres 2012, dass sich diese Erwartung bei den Migrantinnen der zweiten Generation nicht erfüllt hat. Zwar gibt es Ausnahmen, die uns gerne präsentiert werden, aber insgesamt zeigt sich ein ungeheures Fiasko. Auch die Kanadier haben übrigens die Grundidee, dass jeder alles lernen kann. Aber sie gehen pragmatisch auf Nummer sicher und wollen die Leistungsfähigkeit bereits vor der Grenze sehen.

Smart Investor: Zeichnet sich aufgrund dieser Erkenntnisse ein Gegensteuern ab?

Heinsohn: Nein. Ich sehe, dass sogar mit mehr Entschlossenheit in die gleiche Richtung weitermarschiert wird – der Ausbau des Krippensystems für die Zweijährigen ist das letzte Ass im Ärmel. Wenn man die Kinder nur früh genug ins Kollektiv hole, dann passiert die Transformation eines

vagen Potenzials in eine wirkliche Leistungsfähigkeit, so die Überlegung. Dafür gibt es nur keinerlei pädagogische Beweise. Im Gegenteil: Kinder, die sehr früh in die Krippe kommen, erleiden einen Stress, der sie ein Leben lang leichter irritierbar macht.

Smart Investor: Es ist ja nicht nur die Zuwanderung, uns beschleicht schon seit „Euro-Rettung“ und Energiewende das Gefühl, dass sich unsere Regierung beängstigend zuverlässig für die jeweils schlechteste Alternative entscheidet. Wie sehen Sie das?

Heinsohn: Das pädagogische Menschenbild „Jeder kann alles lernen“ hat ja auch einen großen Charme und eine Liebenswürdigkeit. Aber es ist genau wie das Klimathema und der Euro ideologiegesteuert – nicht nur in Deutschland. Schon in den 1990ern war beim Klima mit Fakten nicht mehr durchzukommen. Da zeigt sich eine religiöse Abschirmung, der nur sehr schwer beizukommen ist. Wenn es so sein sollte, dass Religiosität an sich ein Grundbedürfnis ist und sich dieses Bedürfnis nicht mehr an Himmelsgötterheiten, sondern an Irdisches heftet, dann wird es sehr schwer, solche Ideologien wieder aufzubrechen.

Smart Investor: Noch einmal zu der Wanderungsbewegung, die die Gemüter im Lande erhitzt. Bringen die Wandernden ihre Probleme nicht einfach mit, Stichwort „Kriegsindex“?

Heinsohn: Wir haben zurzeit 81 Nationen mit 1,7 Mrd. Einwohnern, die einen Kriegsindex über 2,5 aufweisen. Dieser Index misst das Verhältnis von Jünglingen im Alter von 15 bis 19 Jahren, die den Lebenskampf aufnehmen, zu Männern im Alter zwischen 49 und 59 Jahren, die sich der Rente nähern. In Uganda kämpfen acht junge Männer um eine freigewordene Position – ein Kriegsindex von acht. Bei einem hohen Kriegsindex ist der erste Wunsch immer die Auswanderung. Unter den Zurückbleibenden versuchen die Intelligenzen, die bestehende Ordnung als illegitim anzugreifen. Sobald es dort kriegerisch wird, kann man niemanden mehr zurückschicken. Frankreich und Deutschland schaf-

fen durch ihre Sozialhilfesysteme aber auch einen „internen Kriegsindex“: Die Mädchen können dadurch, dass sie Mütter werden, staatliche Versorgung beanspruchen, ihre Brüder nicht.

Die Garantie, dass jede Frau das Menschenrecht auf Familie hat und die Gemeinschaft dafür bezahlen muss, beinhaltet auch, dass jedes zweite dieser Kinder männlich sein wird und selbst den Weg der Mädchen nicht gehen kann. Damit erzeugen wir auch unsere eigenen Terrorismusrekruten. Es würde die Abschaffung des Sozialhilfesystems erfordern, um es nicht noch schlimmer werden zu lassen. Das ist aber nicht zu sehen.

Smart Investor: Wie kommt es eigentlich, dass wir erst im Jahr 2015 die Tore geöffnet haben? Das Leid gab es doch auch schon vorher.

Heinsohn: Ich habe in Europa das erste Institut für vergleichende Völkermordforschung aufgebaut und errechnet, dass seit dem Abzug der europäischen Kolonialmächte in Afrika etwa 18 Mio. Kriegs- und Völkermordtote zu beklagen sind. Diese Toten haben aber kein Mitleid erregt. Es ist mir nicht gelungen, dafür irgendein Interesse zu wecken. Viele halten sich für sehr gute Menschen, haben davon aber noch nie gehört.

Smart Investor: Was halten sie von der These der US-Autorin Kelly M. Greenhill, die von einer „Migrationswaffe“ gegen Europa spricht?

Heinsohn: Ich verstehe das Argument. Aber es hieß auch bei der Wiedervereinigung, sie sei eine Verschwörung, um die westdeutsche Konkurrenz auszuschalten. Ich sehe da eher Torheit, Verbohrtheit und Naivität als Absicht. Beim einzelnen Politiker kann Tücke aber schon eine Rolle spielen.

Smart Investor: Vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen.

Interview: Ralf Flierl, Ralph Malisch

** Das Gespräch wurde am Rande der Münchner Wirtschaftsgespräche am 13.5.2017 geführt.*

Österreichische Schule

Konferenzfrühling

Berichte von der 13. Gottfried von Haberler Konferenz in Vaduz/Liechtenstein und der 8. Hamburger Mark Banco Anlegertagung

„Wenn Bürokraten Unternehmer spielen“

Zum mittlerweile 13. Mal fand auf Einladung der European Center of Austrian Economics Foundation (ECAEF) am 19. Mai in der Universität Liechtenstein die Gottfried von Haberler Konferenz statt. Unter dem Motto „Wenn Bürokraten Unternehmer spielen. Die Politik des Interventionismus“ diskutierten hochkarätige Referenten vor mehr als 140 geladenen Gästen. In seiner Eröffnungsrede warnte S. D. Prinz Michael von und zu Liechtenstein, Präsident der ECAEF und zugleich Gastgeber der Konferenz, vor den Gefahren von Staatseingriffen: „Staatliche Interventionen bergen die Gefahr, den Wettbewerb zu verzerren und dieses wichtige Korrektiv auszuschalten.“



S. D. Prinz Michael von und zu Liechtenstein eröffnet die 13. Gottfried von Haberler Konferenz

„Zombifizierung“ der Wirtschaft

Ein Feld, auf dem sich die missbräuchliche staatliche Intervention im Prinzip bereits seit Jahrzehnten deutlich zeigt, ist die Geldpolitik. Der emeritierte Professor für Volkswirtschaftslehre, mehrfache „Euro-Kläger“ und heutige Europa-Abgeordnete Joachim Starbatty beleuchtete in seinem Referat die fatalen Wirkungen einer Geldpolitik, die immer häufiger in den Dienst anderer

politischer Ziele gestellt wurde und wird. So wolle die EZB sogar die Eurozone retten. Zwar sei Geldpolitik immer politisch, eine politisierte Geldpolitik aber sei etwas vollkommen anderes. Weil „der Zins seine Steuerungs- und Signalfunktion verloren“ habe, werde diese Politik Blasen, finanzielle Instabilitäten und neue Marktexzesse hervorrufen. Diese Zentralbankpolitik werde Teil des Problems. Weil notwendige strukturelle Reformen unter dem Regime der Nullzinspolitik unterblieben, drohe letztlich eine „Zombifizierung“ der Wirtschaft.



Joachim Starbatty referiert über den Missbrauch der Geldpolitik

Politisierung des Rechts

Die Tendenz zur Politisierung ist allerdings nicht nur in der Geldpolitik zu beobachten. Sie zeigt sich inzwischen auch im Alltag und sogar in der Gesetzgebung. Das führe zu einem Widerstreit zwischen gewachsenem Recht und politisierten Gesetzen, wie der bekannte Düsseldorfer Rechtsanwalt und Publizist Carlos A. Gebauer in seinem Vortrag „Plurimae leges, summa iniuria – Die Gesetzesflut erzeugt größtes Unrecht“ ausführte. Am Beispiel des Haustürwiderrufgesetzes veranschaulichte er, wie die teilweise Aussetzung des bewährten Rechtsgrundsatzes „pacta sunt servanda – Verträge sind einzuhalten“ zu einem

Wust neuer Vorschriften und letztlich in chaotische Regelungszusammenhänge führt. Dahinter stecke ein hyperaktiver, „moderner“ Gesetzgeber, der beständig neue, regelungsbedürftige Missstände in der Welt zu entdecken meine, mit den ihm probat erscheinenden neuen Gesetzen jedoch neue Missstände hervorrufe. Mit seinen Nachbesserungsversuchen verschlimmere er das Chaos. Gebauer bietet drei Lösungsvorschläge an, um dieser Spirale zu entkommen: Erstens das unveräußerliche Menschenrecht zur gezielten Individualsecession, also der individuelle Verzicht auf die Geltung jener Normen, die nur zum eigenen Schutz erlassen worden sind. Zweitens Pflicht zur „quasi-notariellen“ Beurkundung, die beinhaltet, dass eine Norm in vollem Wortlaut bei gleichzeitiger Anwesenheit aller Abgeordneten vorgelesen werden muss. Drittens die persönliche Verantwortlichkeit der parlamentarischen Volksvertreter.



Johan Norberg mit interessanten Einsichten zum Wesen von Subventionen

Hohe Kosten, schädliche Wirkungen

Der angesehene schwedische Dokumentarfilmer, Buchautor und Wissenschaftler Johan Norberg demaskierte in seinem Beitrag „Subventionen: Wenn ‚umsonst‘ mit hohen Kosten verbunden ist“ das Wesen staatlicher Hilfen. Dass die „Geschen-

ke“ des Staates entweder über Steuern oder durch Staatsverschuldung finanziert werden müssen, wird von den Bedachten gerne übersehen. Noch wesentlicher aber sei, dass Subventionen zu Fehlsteuerungen führten, weil sie „die Signalwirkung des Preissystems unterbrechen“ – die effizientesten Firmen würden bestraft, die ineffizientesten unterstützt. Daran passen sich die Marktteilnehmer an. Für Norberg sind daher nicht die direkten Kosten das größte Problem, sondern die Wirkungen – eine Veränderung von Verhalten, Investitionen und Konsum.

Markt und Natur als ähnliche Prozesse

Dass der Markt auch in einem Bereich bessere Lösungen anbieten kann, wo es der Laie nicht vermuten würde, demonstrierte der vielfache Buchautor und bekannte US-Wirtschaftswissenschaftler Professor Terry L. Anderson in seinem Beitrag „Über Umweltschutz, Privateigentum und freie Märkte“. Die allgemeine Wahrnehmung sei falsch, wonach Menschen/Unternehmen die Umwelt zerstören

und Regierungen mit Vorschriften, Steuern und Subventionen intervenieren müssten, um solches „Marktversagen“ zu korrigieren.

Die oft missglückten Umweltschutzvorschriften in den USA würfen vielmehr die Frage auf, ob das Regierungsversagen nicht größer sei als das Marktversagen. Anderson führte aus, wie man Markt- und Preismechanismen auch für den Umweltschutz nutzbar machen könne. Sowohl die Natur als auch die Märkte seien „Prozesse, die sich kontinuierlich den spezifischen Umständen von Zeit und Umfeld anpassen und die diese Verhältnisse kontinuierlich verändern“.

Verstaatlichung des Menschen

Angesichts einer allgegenwärtigen „Gerechtigkeitsdebatte“ stellte der renommierte Soziologe, Psychologe und Politikwissenschaftler Erich Weede die Frage: „Wie viel Umverteilung verträgt die Demokratie?“ Das heutige Ausmaß der Umverteilung erklärt Weede damit, dass Wahlen

nicht von Politikern gewonnen werden, die Partikularinteressen bedienen. Da aber alle Bevölkerungsschichten solche Sonderinteressen haben, führe das zu einer willkürlichen und beliebigen Umverteilung.

Diese „arbiträre Umverteilung“ habe Staatschulden, Steuerlast-, Staatsausgaben- und Sozialtransferquoten immer weiter nach oben getrieben. Die Folge dieses „Raubes mit dem Stimmzettel“ seien permanenter Verteilungskampf, erlahmende Wachstumsimpulse und eine geringere Achtung der Eigentumsrechte – eine „Verstaatlichung des Menschen“. Damit greife die Demokratie ihre wirtschaftliche Basis an. Auf lange Sicht hänge daher die Überlebensfähigkeit der Demokratie davon ab, ob sie ihre Umverteilungsneigung zügeln könne.

„Riesiges Wirtshaus“

Im abschließenden Referat beschäftigte sich Karl-Peter Schwarz von der FAZ mit dem Thema „Lügenpresse? Über Journalismus, Zensur und Political Correct- ▶

Anzeige

Handverlesen investieren.



Scherzer & Co. AG

www.scherzer-ag.de

Dagmar Metzger, stellte Euro-Risiko-Uhr vor (www.risiko-uhr.eu)



Veranstalter Steffen Krug



Kristof Berking, sprach über die Geschichte der Hamburger Bank



Steffen Krug, Rahim Taghizadegan (erhielt die diesjährige Roland Baader-Auszeichnung) und dessen Laudator Robert Nef

Bild: © IfAAM (4)

ness“. Das Ansehen von Journalisten habe sich dramatisch verschlechtert. Freier Journalismus sei nicht „per se“ ein Korrektiv politischer Fehlentwicklungen, aber diejenigen, die ihr Handwerk gelernt haben, könnten sich durch Intelligenz, Charakter und Courage politischer Gängelung und Meinungsdruck entziehen, freilich um den Preis beruflicher und auch persönlicher Risiken. Inzwischen habe sich mit Twitter und Facebook eine digitale Gegenöffentlichkeit etabliert, die einem riesigen Wirtschaftshaus mit unzähligen Stammtischen gleiche. Kritisch sieht Schwarz die sich abzeichnende drastische Einschränkung dieser neuen Meinungsfreiheit. Die Nutzer seien schließlich keine hilflosen Opfer, sondern müssten weiter selbst entscheiden dürfen, was sie „lesen, hören oder sehen“ wollen.

Zwischenfazit

Die Konferenzteilnehmer waren sich im Grundsatz über die schädlichen Auswirkungen staatlicher Interventionen auf die Freiheit des Einzelnen einig, auch wenn die Schwerpunkte ihrer Analysen unterschiedlich gesetzt wurden – Geld, Recht, Eigentum, Meinungsfreiheit. Erschwerend kommt hinzu, dass sich die Regierungen

auf all diesen Gebieten immer tiefer in regelrechte Interventionsspiralen verstrickt haben.

Euro-Endspiel

Bereits zum achten Mal fand dieses Jahr die Hamburger Mark Banco Anlegertagung des Instituts für Austrian Asset Management statt, diesmal unter dem Titel „Euro-Endspiel“. Für die meisten Vortragenden und Teilnehmer ist die entscheidende Frage auch nicht ob, sondern lediglich wann sich die europäische Gemeinschaftswährung erledigt haben wird. Aus Anlegersicht ist es daher durchaus an der Zeit, sich mit einer passenden Strategie für diese Umbruchszeit zu beschäftigen. Gleichzeitig lohnt auch der Blick auf die Geschichte, die aus österreichischer Perspektive durchaus Alternativen zu unserem heutigen Fiat-Money-System anbietet.

„Dat Sülver möt do wesen!“

Der Euro ist für Kristof Berking daher auch nur die Spitze des Eisbergs, dessen tieferes Problem die generelle Fehlgestaltung des weltweit herrschenden Schuldgeldsystems sei. Wie dagegen gutes Geld

funktioniert, könne man an der Erfolgsgeschichte der Hamburger Bank studieren. Sie wurde 1619 nach dem Vorbild der Giro- und Depositenbanken in Amsterdam und in Venedig von Kaufleuten gegründet und bestand bis zur Einführung des Goldstandards in Deutschland 1873. Primärer Zweck war die Abwicklung der Handelsgeschäfte der Kaufleute untereinander in einer stabilen Währung, und nicht etwa die Finanzierung von Fürsten und Kompanien durch Kredite.

Einlagen bei der Bank mussten daher zu 100% gedeckt sein. Um ein Konto zu eröffnen, mussten die Kaufleute vollwertige Reichstaler (25,98 Gramm Silber) einlegen und bekamen dann pro Reichstaler drei Mark Banco gutgeschrieben, eine Recheninheit, die also 8,66 Gramm Silber entsprach. Um die 100%ige Deckung der Mark Banco mit einer genau definierten Menge Silber unabhängig von Münzverschlechterungen sicherzustellen, ging man 1770 zu einem Silberbarrenstandard über. Durchgesetzt hatte diese Bankreform von 1770 vor allem der Senator Nicolaus Gottlieb Lütkens, der bei jeder Gelegenheit wiederholte: „Dat Sülver möt do wesen!“ (zu Hochdeutsch: Das Silber muss da sein!), das heißt in voller Höhe der Depositen der Kunden im Tresor der Bank liegen.

Für „Österreicher“ eventuell gewöhnungsbedürftig: Die Hamburger Bank war keine private Institution, sondern eine öffentliche Einrichtung der Kaufmannsrepublik, operierte also ohne Gewinnerzielungsabsicht. Die damals üblichen „Zettelbanken“, aus denen das fatale Teilreservebankwesen hervorging, waren dagegen private Aktiengesellschaften, die mit Krediten Geld verdienen wollten und so zur Kreditgeld-

schöpfung aus dem Nichts verleitet waren. Eine besonders wichtige Lehre aus der Erfolgsgeschichte der Hamburger Bank zog Berking auch aus dem Monopol, das sie, wie alle Giro- und Depositenbanken, auf die Abwicklung von Wechseln hatte.

Die Bank fungierte damit als Verrechnungsstelle wie die „Wechselmessen“ im Mittelalter. Dabei hat die Hamburger Bank niemals selbst Wechsel angekauft, denn sie hatte ja kein eigenes Geld, sondern verwaltete nur die täglich fälligen Einlagen ihrer Kunden, die allein das Ausfallrisiko von Wechseln trugen. Das richtige Verständnis von der Bedeutung des Wechsels und des Wechselmarktes stellte Berking als den „missing link“ in der heutigen Geldreformdebatte heraus, sowohl zwischen den Austrians und den Anhängern etwa der „Vollgeld-Initiative“ oder der Freiwirtschaftsschule als auch innerhalb der Österreicherischen Schule selbst.

Völlig normale Instabilität

Ganz praktische Hinweise im Hinblick auf das „Euro-Endspiel“ gab der Vermögensverwalter Dr. Markus Elsässer von der Aqualutum GmbH in seinem launigen Vortrag. Denn seiner Meinung nach leben wir nicht in außergewöhnlichen Zeiten, sondern sind lediglich die vollkommen normale „Instabilität“ der wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse nicht mehr gewohnt. Der einzige Weg zu wirklicher Freiheit ist laut Elsässer angesichts dieser Umstände der des „Kapitalisten“. Denn nur Vermögen bringe die nötige Unabhängigkeit, um damit gelassen umzugehen.

Als kleinen Tipp am Rande empfiehlt er zusätzlich den Aufbau mehrerer Wohnsitze an verschiedenen Orten. In Zeiten politischer Umbrüche lasse sich damit der Lebensmittelpunkt schnell verlagern, ohne sich am neuen Ort erst alles aufbauen zu müssen. Gleichzeitig sei es aus Anlegersicht wichtig, nicht zu ängstlich zu sein. Denn es gebe global mehr als genug Chancen. Der alles dominierende Megatrend sei die Kopie des westlichen Lebensmodells durch die gesamte Welt. Als Investor müsse man deswegen nicht zwingend in die Ferne schweifen, sondern lediglich Aktien der dominanten westlichen Marken kaufen. Auch hierbei sei es wichtig, geografisch zu

streuen, um im Krisenfall auf die Vermögenswerte zugreifen zu können.

Die Frage nach Draghis Pension...

Zum Radikalschlag gegen die Politik holte schließlich Godfrey Bloom aus, ein ehemaliger Fondsmanager und EU-Parlamentarier der europakritischen Partei UKIP. Bloom ist vor allem durch YouTube-Videos seiner Reden in Brüssel und Straßburg bekannt geworden. Und auch in Hamburg zog der gewitzte Brite kräftig vom Leder: Statt einer Demokratie, die „Skin in the Game“ (zu Deutsch: „seine eigene Haut zu Markte tragen“) erfordere, machen wir das pure Erreichen des Alters von 18 Jahren zur entscheidenden Hürde, an Entscheidungen mitzuwirken. Gleichzeitig hätten wir aber Sozialhilfeempfänger in der dritten Generation, die kaum gegen die bestehenden Umverteilungssysteme stimmen würden.



Der ehemalige EU-Abgeordnete der UKIP-Partei Godfrey Bloom

Vermögensverwalter Dr. Markus Elsässer (Aqualutum GmbH)



Dr. Marco Krohn und Tobias Ebel (Logos Fund)

Ohne eine Reform des Wahlsystems gebe es aus diesem Dilemma keinen Ausweg. Für die effizienteste staatliche Organisationsform hält Bloom daher auch kleine Stadtstaaten. Dort hätten die Bürger eine entsprechende Identifikation mit „ihrem“ Staat. Der zwischenzeitlich aus der von ihm mitbegründeten Partei UKIP getretene Bloom sieht die Konsequenzen des Brexits weitaus negativer, als man vermuten könnte. Denn er hält sowohl Teresa May als auch deren Herausforderer Jeremy Corbyn für Sozialisten. Statt mit dem Brexit eine radikale Vereinfachung der Gesetze und Vorschriften zu verbinden, würde May die bestehende Regulierung schlichtweg durch eine neue nationale Regulierung ersetzen wollen.

Aufhorchen lässt vor allem die Meinung Blooms zum deutschen Kanzlerkandidaten Martin Schulz. Schulz sei ein „Euro-Nationalsozialist“, so Bloom. Passend zum Thema „Euro-Endspiel“ erzählte Bloom, der im EU-Parlament unter anderem im Ausschuss für Wirtschaft und Währung saß, wie er dort Mario Draghi einmal fragte, ob dieser seine Pension in Euro oder in Gold oder einer anderen Währung erhalten werde. Er bekam keine Antwort...

Roland Baader-Auszeichnung

Die traditionelle Roland Baader-Auszeichnung ging in diesem Jahr an den Wirtschaftsphilosophen und Gründer der privaten Bildungseinrichtung scholarium, Rahim Taghizadegan. Letztjähriger Preisträger war der Schweizer Publizist und Autor Robert Nef. Mit Verweis auf die von unterschiedlichen Denkern und Philosophen definierten Bedürfnispyramiden leitete er das Wesen des Lernenden und Lehrenden als eine der höchsten Stufen ab. Dies erfülle Rahim Taghizadegan als Privatgelehrter, als „Homo Universalis“ im Sinne der Renaissance. Und zitierte dazu Hayek, der gesagt hatte, dass ein schlechter Ökonom nur Ökonom sei. Auf Rahim Taghizadegan trifft dies mit Sicherheit nicht zu, denn der studierte Physiker und Soziologe kam erst durch seinen Mentor Roland Baader zur Ökonomie. Umso mehr freute es ihn nun, den nach Baader benannten Preis entgegenzunehmen.

Christoph Karl, Ralph Malisch

Norwegen

Friluftsliv oder vom Leben im Freien

Bei den gängigen Ranglisten zur weltweiten Lebensqualität haben die skandinavischen Länder so etwas wie ein Abo auf die Spitzenplätze inne. Norwegen macht da keine Ausnahme. Vielmehr nimmt das im westlichen Teil Skandinaviens gelegene Königreich sogar eine Vorreiterrolle ein. Als Beleg dafür dient der OECD Better Life Index, bei dem Norwegen auf dem ersten Platz rangiert. Zur Begründung heißt es, das Land sei in den Themenbereichen Umwelt, Sicherheit und subjektives Wohlbefinden führend. Zudem schneide es bei den Punkten Zivilengagement, Wohnen, soziale Bindungen, Gesundheit, Beschäftigung und Bildung überdurchschnittlich ab.

Norwegen hat somit als Lebensmittelpunkt einiges zu bieten, und das lockt auch viele Ausländer an. Deren Anteil an der Gesamtbevölkerung von 5,26 Mio. ist in den vergangenen Jahren stetig auf derzeit 13,4% gestiegen. Im Zuge der Flüchtlingskrise befinden sich darunter auch immer mehr Afrikaner, insbesondere Somalier. Den Großteil der Zuwanderer machen aber

nach wie vor Europäer aus. Den Spitzenplatz nehmen dabei die Polen ein. Laut dem Statistikamt machen sich auch 27.770 Deutsche die Option zunutze, dass Norwegen zwar kein EU-Mitglied ist, Bewohner aus dem Europäischen Wirtschaftsraum unter Beachtung leicht einzuhaltender Regeln aber ein Recht auf Aufenthalt und Arbeitsaufnahme haben.

Paradies für naturverbundene Menschen

Zu den Deutschen, die den Sprung in den hohen Norden gewagt haben, zählt Karin Mikosch. Sie hat die Fusion eines deutschen Unternehmens mit einem norwegischen Wettbewerber zumindest temporär zum Umzug bewogen. Obwohl erst seit Mai 2016 im Land, kann sie bereits sehr viel Wissenswertes über ihre neue Heimat berichten. Zumindest was die Eckpfeiler der norwegischen Gesellschaft angeht, sind diese wegen ihrer sehr prägenden gesellschaftlichen Bedeutung aber auch leicht zu identifizieren. Von zentraler Bedeutung ist dabei der Wunsch, das Leben möglichst im Freien zu verbringen. In der norwegi-

schen Sprache steht dafür der Begriff „Friluftsliv“ (zu Deutsch etwa: Leben an der frischen Luft). Der Drang in die Natur kommt auch darin zum Ausdruck, dass fast jede Familie zumindest eine Hütte in den Bergen oder am Wasser besitzt. Mikosch beschreibt die damit verbundene Lebenseinstellung wie folgt: „Alle Ferien und (fast) alle Wochenenden werden auf der Hütte verbracht – das ist der Ort, wo Norweger sich wirklich wohl fühlen. Die meisten Norweger leben zwar inzwischen in Städten oder um Städte herum. Das aber macht sie noch lange nicht zu Städtern. Ihrem Selbstbild nach sind sie einfache Naturburschen – und diesem Ideal kommen sie in der Hütte näher als zuhause.“

Die Liebe zur Natur ist wegen der unvergleichlichen Landschaft leicht nachzuvollziehen. Zumal auch das Wetter längst nicht so schlecht ist, wie das die geografische Lage zunächst vermuten lässt. Denn zumindest im stark besiedelten Süden sorgt der Golfstrom für ein durchaus mit dem Norden Deutschlands vergleichbares Klima. Ihre Schlussfolgerungen zu dem The-

menkomplex fasst die mit dem Kajak zur Arbeit paddelnde Mikosch so zusammen: „Der Menschenschlag, der sich hier wohl fühlt, sollte zumindest eine gewisse Affinität zum Friluftsliv haben. Wenn man Spaß am sportlichen Outdoorleben hat, dann ist Norwegen bei der Lebensqualität wirklich führend. Und ich habe noch keinen Norweger getroffen, der darauf nicht Wert legen würde.“

Egalitäres Denken

Große Bedeutung hat für den Durchschnittsnorweger zudem eine Lebenseinstellung, die hinter dem Begriff „Janteloven“ steckt. Das ist letztlich so etwas wie ein Verhaltenskodex, der die politische und soziale Gleichheit aller Menschen sowie Harmonie anstrebt. Das öffentliche Leben zeichnet sich in Norwegen durch starken Gemeinsinn und hohes zivilgesellschaftliches Engagement aus, heißt es passend dazu von Seiten der OECD. Ein positiver Nebeneffekt dieser Denkweise sind im weltweiten Vergleich relativ geringe Einkommensunterschiede. Kennzeichnend ist ansonsten der ausgesprochen hohe Stellenwert, den nach wie vor die Familie einnimmt.

Was für die Gesellschaft als Ganzes wegen des damit verbundenen Stabilisierungseffekts positiv zu sehen ist, kann für zugewanderte Singles aber zum Problem werden. „Nach Feierabend sieht jeder zu, schnell heim zur Familie zu kommen. Alles Leben findet in der Kernfamilie statt. Gegebenfalls noch ein paar alte Schulfreunde, aber dass man mal etwas mit Kollegen oder im Bekanntenkreis unternimmt, ist so gut wie ausgeschlossen. Das ist eigentlich der größte Nachteil dabei, nach Norwegen zu gehen – man vereinsamt“, berichtet Mikosch. Auch Gourmets dürften nicht un-

bedingt auf ihre Kosten kommen, denn kulinarisch ist Norwegen nicht gerade erste Wahl. Dafür ist das kulturelle Angebot zumindest in den Großstädten sehr gut. Finanziell lässt sich bei einem an der Weltspitze liegenden Pro-Kopf-Einkommen (hoch ist allerdings auch die Privatverschuldung) trotz relativ hoher Lebenshaltungskosten und Steuern ebenfalls gut leben.

Nicht zuletzt der vorhandene Rohstoffreichtum (insbesondere große Öl- und Fischbestände) hat Norwegen zu einem der reichsten Länder weltweit gemacht. In den Vorjahren hat der deutlich gesunkene Ölpreis das Wirtschaftswachstum zwar fast zum Erliegen gebracht. Die Zahl der Jobangebote ist dadurch geringer als in den Boomzeiten des Ölpreises. Außerhalb des Energiesektors gibt es aber speziell in den Branchen Kfz-Industrie und Maschinenbau, Baugewerbe und Handwerk, im Gesundheitswesen/Pflegebereich sowie in der Fischindustrie weitere Anstellungschancen.

Fazit

Der Öl-Reichtum, der Kreuzfahrttourismus und die Zuwanderung verändern zwar auch die norwegische Gesellschaft. Doch den meisten seiner Wurzeln ist das Land bis heute treu geblieben. Zum Glück, taugt Norwegen doch als Modell dafür, wie eine Gesellschaft funktionieren sollte. Ein Standpunkt, dem auch Mikosch zustimmen dürfte. Zumindest kommt sie basierend auf ihren bisherigen Erfahrungen zu diesem Schluss: „Wer einen passenden Job findet, eine Familie hat, die mitkommt und Natur mag, der kann in Norwegen sowohl in der Stadt als auch auf dem Land einen Traum verwirklichen.“

Jürgen Büttner

Freiheit und Selbstbestimmung durch Eigeninitiative –



Ihr Land in Kanada

www.FE-PropertySales.com

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

Weitere Informationen unter:

www.fe-propertysales.com



Nova Scotia ist eine Reise wert

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

info@smartinvestor.de, Betreff „Nova Scotia“



F.E. Property Sales CANADA

Smart Investor

Wirtschaftliche Eckdaten			
Indikator	2014	2015	Vergleichsdaten Deutschland 2015
BIP (nominal, Mrd. EUR)	375,9	348,3	3.033
BIP pro Kopf (EUR)	73.168	67.109	37.100
Bevölkerung (Mio.)	5,2	5,2	81

Quellen: Germany Trade & Invest, auf Grundlage von Angaben von SSB, Statistisches Bundesamt, Bundesbank

Inside

Value-Fonds

Wo werden Werte gehoben?

Ein weites Feld

Die Idee werthaltigen Investierens ist alles andere als statisch. Seit Benjamin Grahams und David Dodds Deep-Value-Ansatz hat sich dieser Investmentstil beständig weiterentwickelt. Grahams Nachfolger Warren Buffett war beispielsweise bereit, für qualitätvolle Unternehmen tiefer in die Tasche zu greifen. Er rückte das Wachstum zu einem vernünftigen Preis (GARP: growth at a reasonable price) in den Fokus seiner Strategie. Neuere Ansätze kombinieren Value mit anderen Faktoren wie beispielsweise dem Momentum. Eines ist allerdings allen gemeinsam: niemals über Wert bezahlen.

Auf Erholungskurs

Der Mandarin Valeur (WKN: A0RF7M) wird von Marc Renaud, einem ausgewiesenen Contrarian-Investor, verantwortet. Nach den im Ergebnis schwachen Jahren 2014 und 2015 konnte der Fonds 2016 deutlich Boden gutmachen. Ursache dafür waren Aktienpositionen aus dem Grundstoffsektor wie ArcelorMittal und Anglo American. Antizyklische Chancen findet das Fondsmanagement aktuell beispielsweise bei Aktien aus Großbritannien, europäischen Unternehmen mit Exposure in Schwellenländern sowie bei Öltiteln. Auf Sicht von drei Jahren liegt der Ertrag des Fonds bei knapp 3%.

Ungeliebtes Uran

David Iben sieht sich als Investor mit unabhängigem Denken und guten Nerven. Er greift unerschrocken dort zu, wo die Masse ihr Heil in der Flucht sucht und er aufgrund seiner Analysen zu anderen Ergebnissen kommt. Das gilt nicht nur für einzelne Aktien, sondern auch für Branchen. In dem von ihm gemanagten Heptagon Kopernik Global All-Cap Equity (WKN: A1XEJ0) findet sich daher der kanadische Uranförderer Cameco (IK) im Portfolio. Deutsche Anleger, die in ihrem Heimatland vor allem mit einer ideologisch geprägten Energiepolitik konfrontiert sind, dürften sich die Augen reiben. Doch Iben hält dagegen, dass zwar in Deutschland Kernkraftwerke geschlossen würden, aber vor allem in den Emerging Markets eine Vielzahl neuer Kernkraftwerke entstehe. 2016 hat der Fonds von seinen Rohstoffaktieninvestments überdurchschnittlich profitiert. Seit Jahresbeginn liegen Euro-Anleger beim Fonds mit 8,6% im Minus.

Die Fondsrubrik wird Ihnen mit Unterstützung von **V|U|V** präsentiert von:

AQLT AQUA-LUTUM

www.aqualutum.de

BANTLEON
Institutional Investing

www.bantleon.com

CONCEPT
VERMÖGENSMANAGEMENT

www.c-vm.com

HEEMANN
VERMÖGENSVERWALTUNG

www.heemann.org

hwb CAPITAL MANAGEMENT

www.hwbcm.de

NESTOR FONDS

www.nestor-fonds.com

PRÉVOIR
Asset Management

www.sgprevoir.com/de

prima
Fonds

www.primafonds.de

SCHMITZ & PARTNER AG
Privates Depotmanagement

www.schmitzundpartner.ch

sentix
Investment Funds

www.sentix-am.de

StarCapital

www.starcapital.de

UNIVERSAL INVESTMENT
Administration • Insourcing • Risk Management

www.universal-investment.de

Contrarian

Der Fondslenker des Fidecum Contrarian Value Euroland (WKN: A0Q4S6), Hans Peter Schupp, steht seit Auflegung des Fonds 2008 am Ruder. Ein quantitatives Screening mittels Kennziffern wie KBV und KGV steht am Anfang des Aktienauswahlprozesses. In einem weiteren Schritt wird in persönlichen Kontakten die Qualität des Unternehmensmanagements unter die Lupe genommen. Aus Liquiditätsgründen werden mindestens 30% des Portfolios in Titeln gehalten, die rasch verkauft werden können. In den vergangenen drei Jahren konnten Anleger mit dem Fonds 21,7% verdienen.

Milliarden im Mischfonds

Mittlerweile liegen 1,4 Mrd. EUR Anlegelder im ACATIS – Gané Value Event UI (WKN: A0X754). Die Wertpapierauswahl des Mischfonds treffen Henrik Muhle und Uwe Rathausky. Neben einer niedrigen Bewertung zählen nachhaltig wettbewerbsfähige Geschäftsmodelle der Unternehmen und hohe Margen zu den Auswahlkriterien. Zudem sollen die Kurse durch positive Ereignisse („Events“)

getrieben werden. Zu den Top-Titeln zählt Buffetts Aktie Berkshire Hathaway. In einem aktuellen Marktkommentar verweist das Fondsmanagement darauf, dass die Aktie derzeit ca. 52.000 USD unter dem inneren Wert notiert (Value-Aspekt). Durch das Einsetzen eines Rückkaufprogramms bei ca. 214.000 USD (aktueller Kurs: 256.500 USD) ist der Kursrückgang begrenzt (Event-Aspekt).

Value-Intelligenz

Stefan Rehder von Value Intelligence Advisors sammelt und veröffentlicht in regelmäßigen Abständen Trends der Value-Intelligenz. Der Investmentstil seines Value Intelligence Fonds AMI (WKN: A12BRE) lässt sich mit einem GARP-Ansatz umschreiben. Rehder agiert unter dem Motto „Stay away from trouble“ sehr risikoavers. Vor diesem Hintergrund ist die hohe Cash-Quote (aktuell über 50%) zu verstehen. Die Retailranche ist seit Juli 2015 erhältlich. Der Wertzuwachs lag bislang bei ca. 11%.

Modern Value Quality

Der ME Fonds – Special Values (WKN: 663307) von Markus Elsässer setzt mittels

eines Modern-Value-Quality-Ansatzes nicht nur auf eine Analyse von Kennzahlen. Wichtige Faktoren bei der Aktienauswahl sind ebenso weiche Faktoren wie die Qualität des Managements. Es kommen auch Titel ins Portfolio, die nach einem klassisch-traditionellen Value-Verständnis als zu teuer gelten, wie z.B. Beiersdorf, die sich unter den Top-5-Holdings befindet. Deutlichen Rückenwind für die Performance des Fonds gab es zuletzt u.a. von der Schweizer SFS AG, einem Spezialisten für mechanische Befestigungssysteme. Der Wertzuwachs des Fonds seit Jahresbeginn liegt bei 10,2%.

Fokus Deutschland

Das Investmentuniversum des Value Holdings Deutschland Fund (WKN: A0B63E), der von der Value-Holdings Capital Partners AG verantwortet wird, sind deutsche Unternehmen aller Marktkapitalisierungen. Banken oder stark regulierte Branchen wie die Versorger bleiben außen vor. Im Fonds sind aktuell schwerpunktmäßig attraktive Titel aus dem produzierenden Sektor allokiert. Der Investmentprozess, der sich am Deep-Value-Ansatz mit Sicherheitsmargen von mindestens 30% orientiert, umfasst auch intensive Gespräche mit den Firmenlenkern. In den vergangenen drei Jahren lag der Wertzuwachs des Fonds bei 27%.

Value-Fischer

Der von Frank Fischer gelenkte Fonds PRIMA – Globale Werte (WKN: A0D9KC) ist kein reiner Aktienfonds, sondern ein Mischfonds. Die Aktienquote kann in turbulenten Phasen reduziert werden, auch Anleihen als Cash-Ersatz finden sich im Portfolio. Zudem werden auch Absicherungen genutzt. Aktuell liegt die Aktienquote bei 84,3%. Im Unterschied zum mittlerweile geschlossenen Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen mit Nebenwertefokus enthält der PRIMA – Globale Werte tendenziell auch Werte mit höherer Marktkapitalisierung. Bei der Auswahl der Titel setzt

Value-orientierte Fonds im Überblick

Bezeichnung	WKN	Performance		Max. Drawdown (3 Jahre) in %	Volumen in Mio. EUR
		1 Jahr	3 Jahre		
ACATIS – Gané Value Event Fonds UI	A0X754	12,5	19,7	-10,4	1.460,3
Apus Capital Revalue Fonds	A1H44E	47,0	74,3	-17,5	92,4
Classic Value Equity Fund	A2AC98	13,7	k.A.	-13,9 (1 J.)	159,2 (CHF)
DJE – Dividende & Substanz	164325	18,3	32,0	-19,0	1.297,3
Fidecum Contrarian Value Euroland	A0Q4S6	30,8	21,7	-31,2	501,8
First Eagle Amundi International Fund	635297	11,7	32,6	-14,5	9.526,2 (USD)
Heptagon Kopernik Global All-Cap Eq.	A1XEJ0	12,5	k.A.	k.A.	331,8 (USD)
LaPlace European Equity	A0Q8MQ	22,6	32,9	-19,2	58,7
LOYS Global	926229	20,6	24,9	-22,3	406,0
Lyxor SG Global Value Beta ETF	LYX0SH	34,9	k.A.	k.A.	409,9 (USD)
Managed Profit Plus	A0MZM2	9,19	3,7	-16,1	10,8
Mandarine Valeur	A0RF7M	27,6	2,9	-16,4	830,1
ME Fonds – Special Values	663307	14,6	37,0	-14,5	120,3
MMT Global Value	HAFX19	19,4	24,6	-33,2	24,1
Peacock European Best Value Fonds AMI	A12BRQ	40,8 (s. 7/16)	k.A.	k.A.	19,9
P & R – Real Value Fonds	A1J8CF	18,1	69,7	-20,2	24,6
PRIMA – Globale Werte	A0D9KC	22,3	22,0	-15,4	54,8
sentix Risk Return -A-	A2AMPE	0,8 (s. 10/16)	k.A.	k.A.	5,5
StarCapital Priamos	805784	26,2	14,6	-26,6	77,1
Value-Holdings Deutschland Fund	A0B63E	32,1	27,1	-16,6	28,1
Value Intelligence Fonds AMI	A12BRE	13,3	k.A.	-3,7 (1 J.)	146,0
ValueInvest Lux Global	A0BLT7	12,5	51,0	-12,5	941,0

Quellen: Fondsgesellschaften, Morningstar, OnVista

Fischer prinzipientreu auf klassische Value-Kriterien wie die Sicherheits-Marge und den ökonomischen Burggraben eines Unternehmens.

Sentiment Value

Bei sentix Asset Management wird ein auf der Behavioral Finance basierender Value-Ansatz genutzt, der sogenannte Sentiment Value (Näheres dazu auf S. 8). Die Ausrichtung des Fonds sentix Risk Return -A-(WKN: A2AMPE), der von Patrick Hussy verantwortet wird, ist nicht mit herkömmlichen an Value orientierten Aktien- oder Mischfonds vergleichbar. Ziel ist die Generierung aktienähnlicher Erträge, ohne dass sich der Anleger permanent dem Aktienrisiko aussetzt. Investiert wird flexi-

bel u.a. in Aktien und Indizes, die Steuerung des Investitionsgrades erfolgt über Derivate. Auch Short-Positionen sind möglich. Seit Auflegung im Oktober 2016 liegt der Kursgewinn bei 0,78%.

Quantitativer Value-Ansatz

Der StarCapital Priamos (WKN: 805784) ist ein quantitativ gemanagter Fonds, der den Value-Aspekt mit einem Momentumfaktor kombiniert. Der Investmentansatz berücksichtigt nicht nur die Bewertung einzelner Aktien, sondern auch von Sektoren und Ländern. Einen detaillierten Einblick in das Produkt bietet die Fondsanalyse (s. S. 34).

Christian Bayer

News, Facts & Figures

Im Gleichklang

Im Vergleich zum Vormonat hat das Fondsmusterdepot 1,7% verloren, während der MSCI World EUR 1,8% abgegeben hat

Verstärkte Beobachtung

Die brasilianische Börse kam in den vergangenen Tagen stark unter Druck. Auslöser waren Spekulationen über Verwicklungen des Präsidenten Temer in einen

Korruptionsskandal. Das Oberste Gericht des Landes hatte Ermittlungen gegen das Staatsoberhaupt wegen Billigung von Schweigegeldzahlungen zugelassen. Vor dem Hintergrund verwundert es nicht,

dass der db X-trackers MSCI Brazil (WKN: DBX1MR) auf Monatsstichtag gut 11% abgegeben hat. Unklar ist, ob Temer sich halten kann bzw. wer ihm gegebenenfalls nachfolgt. Daher beobachten wir die Situation genau und trennen uns möglicherweise von der Brasilien-Position.

Ausblick

Der Stopp-Loss für die 300 Anteile des db X-trackers MSCI Japan ETF (WKN: DBX1MJ) wurde vorerst gelöscht. Wir sind hier zwar noch investiert, in den kommenden Wochen könnten aber Gewinnmitnahmen möglich werden. Details dazu erfahren Sie im SI Weekly (jeden Mittwochabend).

Christian Bayer

Musterdepot (Start: 01.01.2009 mit 100.000 EUR)										
Performance: seit Auflage: +83,7% (MSCI Welt: +157,5%); 2017: +5,2% (MSCI Welt:+3,4%); seit dem Vormonat: +0,5% (MSCI Welt: +1,5%)										Stichtag:
										16.06.2017
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs aktuell	Wert aktuell	Depot-anteil	Perf. seit Vormonat	Perf. seit Kauf
FCP OP Medical BioHealth-Trends*	941135	Aktien Health Care	50	08.12.16	204,84	372,35	18.618	10,1%	-2,6%	81,8%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Europ. Nebenwerte	120	26.09.13	94,00	136,25	16.350	8,9%	0,9%	44,9%
DNB Technology	A0MWAN	Aktien Technologie	50	14.04.16	298,57	390,52	19.526	10,6%	0,3%	30,8%
db X-trackers MSCI Brazil*	DBX1MR	Aktien Brasilien	500	30.06.16	26,56	34,10	17.050	9,3%	1,9%	28,4%
AB Global Core Equity Portfolio RX	A1JJJ5	Aktien Welt	65	17.03.16	187,70	227,59	14.793	8,1%	2,0%	21,3%
FU Fonds - Multi Asset Fonds P*	A0Q5MD	Mischfonds	120	10.03.16	167,02	202,01	24.241	13,2%	4,0%	20,9%
Alger American Asset Growth Fund	986333	Aktien USA	300	26.05.16	44,15	52,00	15.600	8,5%	1,4%	17,8%
db X-trackers MSCI Japan Index ETF*	DBX1MJ	Aktien Japan	300	30.06.16	42,06	49,34	14.802	8,1%	2,2%	17,3%
Stabilitas Silber+Weissmetalle	A0KFA1	Aktien Metalle	300	14.04.16	26,34	30,64	9.192	5,0%	-6,2%	16,3%
Tocqueville Gold P	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	128,87	9.021	4,9%	-2,0%	16,2%
Mandarine Unique Small & Mid Caps Europe*	A1CW BQ	Aktien Nebenwerte	8	30.06.16	1.109,20	1.278,63	10.229	5,6%	0,5%	15,3%
Sunares*	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	200	10.03.16	54,09	60,83	12.166	6,6%	-0,4%	12,5%
Fondsbestand:					181.587,99	98,9%				
Liquidität**:					2.100,14	1,1%				
Gesamtwert:					183.688,13	100%				

* Der Kaufkurs ist ein Mischkurs, das Datum bezieht sich auf den letzten Kauf ** Eine Ausschüttung des FCP-Fonds wurde der Liquidität zugeschlagen

HWB Convertibles Plus

Internationale Wandelanleihen

WKN: A0EQ1B
ISIN: LU0219189544



Stand: 12.05.2017 ²	lfd. Jahr 2017	1 Jahr	3 Jahre (p.a.)	5 Jahre (p.a.)
HWB Convertibles Plus	+3,73%	+7,40%	+4,74%	+4,78%
Vergleichsgruppe (Bloomberg)	+3,78%	+7,67%	+2,69%	+5,40%

Blick in das Portfolio:



Diese Anzeige richtet sich an professionelle Anleger und ist nicht für Endkunden zu verwenden oder an diese weiterzuleiten. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit wird nicht übernommen. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Diese erhalten Sie kostenlos unter der unten aufgeführten Adresse. Die Angaben dienen ausschließlich der Information und stellen keine Anlageempfehlung dar. ¹Quelle: Wesentliche Anlegerinformationen (KIID v. 31.12.2016) - Dieser Fonds ist in Kategorie 4 eingestuft, weil sein Anteilspreis schwankt und deshalb sowohl Verlustrisiko wie Ertragschancen mittelhoch sein können. Der Risikoindikator beruht auf historischen Daten; eine Vorhersage künftiger Entwicklungen ist damit nicht möglich. Die Einstufung des Fonds kann sich künftig ändern und kann deshalb nicht garantiert werden. ²Quelle: Bloomberg, LRI Invest S.A. & eigene Berechnungen - Bei den Angaben handelt es sich um Vergangenheitsdaten, die keine Garantie für zukünftige Entwicklungen darstellen. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Sämtliche Kosten (auch performanceabhängige Vergütung, jedoch ohne Ausgabeaufschlag) sind in der Wertentwicklungsberechnung nach BVI-Methode enthalten.



Interview

„Wer keine Aktien hat, ist auch ein Spekulant“

Smart Investor sprach mit den Vermögensverwaltern **Gerd Häcker** und **Markus Steinbeis** über André Kostolany, volkswirtschaftliche Strukturbrüche und eine wertorientierte Anlagestrategie



Die inhabergeführte Vermögensverwaltung Steinbeis & Häcker setzt zum Erhalt des Vermögens ihrer Kunden vor allem auf Sachwerte – am liebsten in der Form von Aktien. Bei deren Selektion folgt Gerd Häcker (unten) vor allem einem wertorientierten Value-Ansatz, während sich Markus Steinbeis vor allem um die globale Makrostrategie kümmert. Das Top-down-Szenario der beiden orientiert sich vor allem an der monetären Entwicklung. Mit dem im April neu aufgelegten S&H Income and Opportunities Fonds (WKN: A12BRG) setzten die beiden ihre Defensivstrategie auch in einem Publikumsfonds um.

Smart Investor: Herr Häcker, Sie zählen zu den wenigen Personen, die den Börsen-Altmeister André Kostolany persönlich kannten. Wie kam es dazu?

Häcker: Das ist eine lustige Geschichte. Ich war Ende der 80er-Jahre in einer Vermögensverwaltung tätig und hatte dort einen Kunden, der durch sein Know-how aus der restlichen Mandantschaft herausstach. Als er nach zwei Jahren merkte, dass ich ein riesiges Interesse an seinem Wissen hatte, nahm er mich zum ersten Mal zu seinem Börsenstammtisch mit. Das war der berühmte Börsenstammtisch von André Kostolany in der Bar des Münchner Hotels Bayerischer Hof. Jeden Samstag gab es parallel dazu noch einen zweiten Treffpunkt im Café Luitpold. Was mir sofort auffiel: Ich war dort der einzige Banker. Aber diese Leute hatten ein sehr gutes Gespür für die Börse und ihre Zyklen.

Smart Investor: Kostolany galt damals als der Inbegriff des Börsengurus. Ein Value-Anleger war er aber nicht, oder?

Häcker: Nein, er war ein reiner Antizyklischer, der in Krisen breit gestreut große Unternehmen kaufte und diese Aktien dann über lange Zeiträume hielt. Nur, um einmal ein Beispiel zu geben: Die Ölbohrindustrie hatte Mitte der 90er-Jahre eine 15-jährige Baisse hinter sich. Niemand wollte diese Aktien haben. Es war aber klar, dass die großen Ölkonzerne neue Bohrungen brauchten, um keine Probleme zu bekommen. Die Leute rund um Kostolany kauften in dieser Phase Global Marine, Halliburton und andere Branchenvertreter. Es gab dann noch einmal

eine Welle von Verkaufsempfehlungen, hinter denen vermutlich George Soros steckte. Denn kurz darauf meldete dieser bei einigen der Konzerne größere Aktienpakete. In den Jahren darauf haben sich diese Titel dann teilweise vervielfacht.

Smart Investor: Für Ihre Kunden und mit Ihrem neuen Fonds versuchen Sie, einen Value-Stil mit einer globalen Makrostrategie zu verbinden. Wie darf man sich das im Alltag vorstellen?

Steinbeis: Wir sind zunächst einmal kein reines Aktienhaus, sondern haben überwiegend Multi-Asset-Mandate. Mit einer reinen Value-Denke kommen wir deswegen nicht weiter. Daher blicken wir auch auf makroökonomische, politische und vor allem monetäre Entwicklungen. So haben wir beispielsweise seit vielen Jahren keinerlei Bankaktien in unseren Portfolien, obwohl hier vielleicht die puren Kennzahlen auf eine enorme Unterbewertung hindeuten würden. Da wir grundsätzlich alle Assetklassen betrachten, ist für uns die relative Bewertung wichtig. Und relativ betrachtet gibt es am Aktienmarkt noch immer hochattraktive Investments zu finden. Auch bei soliden Unternehmen sehen wir noch immer Dividendenrenditen von 3 bis 3,5%. In der Vergangenheit gab es häufig Phasen mit Dividendenrenditen zwischen 2 und 2,5%. Davon sind wir noch weit entfernt.

Smart Investor: Am Ende ist also der Zins der alles bestimmende Faktor?

Häcker: Nicht nur, wir sehen auch eine hohe Qualität bei den Unternehmen. Auf

der Aktienseite finden wir bei vergleichbarem Ertrag deutlich bessere Unternehmen als auf der Anleienseite. Wir sind aber auch in allen anderen Assetklassen absolut wertorientiert. Neben Aktien haben wir daher auch im Fonds eine Edelmetallposition, Immobilien oder Rohstoffe, wenn die Zyklen es zulassen. Die deutschen Anleger sind es dagegen seit Jahrzehnten gewohnt, ihr Geld zu verleihen. Sollte es zu einem größeren Strukturbruch kommen, sind sie damit denkbar schlecht aufgestellt.

Steinbeis: Um noch einmal auf die Geldpolitik zurückzukommen – unsere Grundannahme ist folgende: Seit Ende der Finanzkrise 2008 gibt es einen Strukturbruch. In den letzten Jahren und Jahrzehnten hat es eine enorme Kreditausweitung gegeben. Dieser Tatsache wird man irgendwann Rechnung tragen müssen. Für uns steht fest, dass die Realzinsen nicht mehr nachhaltig steigen können. Die Nominalzinsen können dies durchaus tun, aber nur, wenn wir eine entsprechende Inflation sehen. Solange dieses Szenario nicht im Risiko steht, darf man unserer Meinung nach als Anleger an den Märkten nicht zu vorsichtig agieren.

Smart Investor: Was macht Sie so sicher, dass es nicht doch anders kommt?

Steinbeis: Nun ja, die Zentralbanken haben seit zehn Jahren für eine höhere Inflation gekämpft. Mit Mitteln, die wir uns früher gar nicht vorstellen hätten können. Die werden den Teufel tun und diese ersten zarten Pflänzchen von Inflation, die wir aktuell sehen, durch vorschnelle Zinsschritte kaputt machen.

Häcker: Im Aktienbereich ist für uns daher interessant, wer Pricing Power hat. Ist dies der Fall, lässt sich dadurch eventuell eine etwas höhere Bewertung rechtfertigen. Andererseits sollten Anleger eben auch politische Risiken im Hinterkopf behalten. Macht es zum Beispiel derzeit Sinn, ein großes Exposure in Italien aufzubauen? Wir vermeiden diese Region eher.

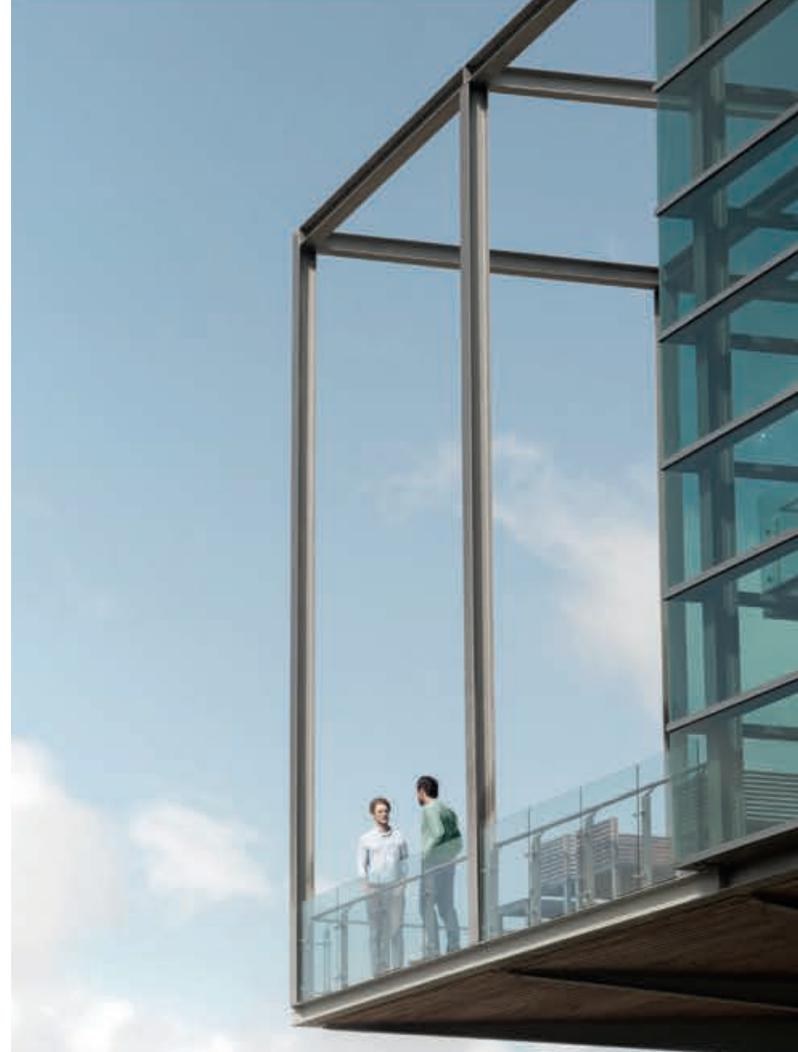
Smart Investor: Anderweitig lässt sich die Verschuldungsproblematik nicht in den Griff bekommen?

Steinbeis: Grundsätzlich gibt es vier Möglichkeiten, die Schuldenproblematik in den Griff zu bekommen. Sie können aus den Schulden herauswachsen oder Kosten einsparen, beides ist volkswirtschaftlich und politisch kaum vorstellbar. Damit bleiben nur die Möglichkeiten der Inflationierung oder des Schuldenschnitts. Die beiden letzteren Szenarien sollte ein Anleger stets im Kopf haben und versuchen, sein Portfolio so auszurichten, dass es beides überstehen kann.

Häcker: Das Schöne daran ist, dass Sie automatisch bei Qualitäts- und Value-Aktien landen, wenn Sie sich darauf einstellen. Und das ist ja auch dann keine schlechte Alternative, falls es eben doch nicht sofort zu Problemen kommt. Ich sage immer: Wer keine Aktien hat, ist auch ein Spekulant.

Smart Investor: Herr Häcker, Herr Steinbeis, vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Christoph Karl



Visionen gestalten.
Mit dem richtigen
Partner.



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



In Deutschland und Luxemburg:
+49 69 71043-114
www.universal-investment.com

Analyse

StarCapital Priamos

Gastbeitrag von Patrick Wittek, Fonds Laden Gesellschaft für Anleger mbH

FONDS-SNAPSHOT

WKN: 805784

Fondsberater: StarCapital AG

Volumen: 77,0 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 5.12.2001

Typ: Globaler Value-Aktien-Fonds



Patrick Wittek ist seit vielen Jahren im Finanzgeschäft tätig. Nach unterschiedlichen Stationen in der Vermögensberatung kam er 2002 zum Fonds Laden (www.fonds-laden.de). Der zertifizierte Fondsberater (EAFP) und Hedgefonds-Advisor (EBS/BAI) ist Geschäftsstellenleiter mit den Schwerpunkten Fondsanalyse und Kundenberatung.

Quantitativer Ansatz

Der StarCapital Priamos steht für einen quantitativen, prognosefreien Value-Ansatz. Per Definition bedeuten keine Prognosen, dass Investoren dadurch auch gegen falsche Prognosen immunisiert sind. Die Basis der Portfoliozusammensetzung bildet das von Norbert Keimling geleitete Research der StarCapital AG. Keimling verantwortet auch den StarCapital Priamos. Die Strategie besteht aus zwei wesentlichen Komponenten: Zum einen wird ein Bewertungsmodell mit unterschiedlichen Indikatoren (u.a. klassische Kennziffern wie Kurs-Buchwert-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis, Dividendenrendite und Shiller-KGV) genutzt, das weitere Standbein bildet eine Momentumstrategie.

Value trifft Momentum

Durch die Kombination des Value-Ansatzes mit der Momentumkomponente wird das Rendite-Risiko-Profil des Fonds deutlich verbessert. Gerade die Momentumstrategie trägt dazu bei, nicht in „value traps“ zu stolpern. Der Fonds wurde bereits 2001 aufgelegt, im Juni 2013 erfolgte die Umstellung der Strategie auf den aktuellen Ansatz. Das Anlageuniversum besteht aus 7.000 Aktien aus 62 Ländern, inklusive Schwellenländern. Der benchmarkfreie Ansatz verdient also in der Tat den Namen „global“. Der Auswahlprozess bezieht sich nicht nur auf Einzelaktien, sondern auch auf Branchen und einzelne Länder. Ein Beispiel: In Amerika wurden hohe Bewertungen festgestellt.

Zudem lässt das Momentum nach, das über die Relative Stärke gemessen wird. Als Folge liegt die Gewichtung von US-Aktien aktuell im Fonds bei 2%. In den Emerging Markets und Europa werden deutlich höhere Chancen ausgemacht, was

konsequenterweise zu einer höheren Gewichtung führt. Zur Vermeidung von Klumpenrisiken sind einzelne Länder auf maximal 20% begrenzt, d.h., eine Allokation von etwa 60% US-Titeln wie im MSCI World wäre im StarCapital Priamos nicht denkbar. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der ca. 80 Aktien, die den Weg in den Fonds finden, liegt bei 9 Mrd. EUR. Aus Liquiditätsgründen ist in der Regel eine Mindestmarktkapitalisierung von 1 Mrd. EUR vorgesehen. Als Ergebnis entsteht ein Portfolio, das im Stand vom 31.5.17 gegenüber dem Weltaktienindex eine Unterbewertung von ca. 40% aufweist.

Risiken im Blick

Wie es sich für einen originären Value-Ansatz gehört, werden Risiken vor allem in überhöhten Bewertungsniveaus ausgemacht. Der Weltaktienmarkt notiert aktuell laut StarCapital ca. 17% über dem fairen Wert. Das Risiko wird unter diesem Gesichtspunkt noch als neutral angesehen. Die Absicherung im Fonds wird mithilfe einer Kombination eines Fair-Value-Modells mit einem technischen Trendfolgemodell umgesetzt. Der Trendfolger deckt speziell irrationale Phasen an der Börse ab und bestimmt die Absicherungshöhe zwischen 0 und maximal 50%.

Fazit

Aufgrund einer längeren Phase der Underperformance von Value-Titeln gegenüber Growth-Aktien in der letzten Dekade war bei den Anlegern des Fonds Geduld gefragt. Seit Mitte 2016 erleben werthaltige Aktien allerdings wieder ein Comeback. Vor diesem Hintergrund eines hohen Potenzials spricht vieles dafür, dass der StarCapital Priamos nun wieder von einem anstehenden Comeback werthaltigen Investierens profitiert. ■

Kolumne

Vom globalen Strukturwandel profitieren

Gastbeitrag von Dr. Harald Preißler, Bantleon Bank AG

Die langfristige fundamentale Kapitalmarktprognose von BANTLEON verweist seit Langem auf den strukturell bedingten Trend zu einem schwächeren globalen Wirtschaftswachstum. Die wesentlichen Treiber sind die ungünstige demografische Entwicklung, die rückläufige Globalisierungsdynamik und sinkende Produktivitätssteigerungen. In der Eurozone schrumpft die Erwerbsbevölkerung bereits seit mehreren Jahren. Pro Jahr gehen hierdurch rund 0,5% an Wirtschaftswachstum verloren. Ursachen sind zu tiefe Geburtenraten und damit einhergehend der wachsende Anteil von Rentenbeziehern. In den USA ist der demografische Trend wegen der starken Zuwanderung zwar weniger brisant, hat sich aber ebenfalls deutlich verschlechtert.

Fallender Produktivitätszuwachs

Auch bei der Produktivität ist die Ausgangslage in allen Industrieländern ernüchternd. Seit den 1970er-Jahren fällt der Produktivitätszuwachs übergeordnet und bewegt sich inzwischen nur noch knapp über der Nulllinie. Ursachen sind Sättigungseffekte und ein Strukturwandel zugunsten von Sektoren mit geringer Produktivität, vor allem in den Dienstleistungsbranchen. Pessimisten wie der Ökonom R. J. Gordon gehen davon aus, dass sich an dieser Situation in den nächsten 20 Jahren wenig ändern wird, weil die digitale Revolution kaum noch Wachstumspotenziale bietet und Innovationen fast nur noch bei Freizeitgütern stattfinden. Optimisten hingegen meinen, dass die 4. Industrielle Revolution vollkommen unterschätzt wird und dass der rasante technologische Wandel einen Produktivitätsschub nach sich zieht, wie wir ihn seit 20 Jahren nicht mehr gesehen haben. Wir

teilen diese Zuversicht, weil die Unternehmen in den zurückliegenden Jahren mit enormen Investitionen die Grundlage für effizientere Produktionsstrukturen gelegt haben. Erfahrungsgemäß werden diese Fortschritte aber erst nach mehreren Jahren statistisch fassbar. Unser positiver Ausblick gilt jedoch nur für Unternehmen, die vom Megatrend Industrie 4.0 profitieren können. Alle anderen Sektoren, vor allem im Dienstleistungsbereich, müssen hingegen mit deutlich tieferen Wachstumsraten rechnen.

Rückgang der Aktienmarktrenditen

Dies zusammen mit der ungünstigen demografischen Perspektive impliziert für Anleger einen Rückgang der durchschnittlichen Aktienmarktrenditen von 7% p.a. auf nur noch 3-5% p.a. Wer sich damit nicht zufrieden geben möchte, kann auf die Chancen der 4. Industriellen Revolution setzen. Nachhaltig produktivitätssteigernde Technologien wie Robotik, Sensorik, Big Data und Kommunikationstechnik begünstigen in Verbindung mit einem erheblichen Überschuss an Investitionskapital schnelle, entscheidungsfähige Unternehmen. Gleichzeitig verstärkt das Internet der Dinge den Trend zu arbeits teiligen Prozessen mit Spezialistenwissen und eröffnet damit Potenzial für kleine und mittlere Unternehmen, zulasten etablierter Konzerne. Mittel- und langfristig werden sich nur jene Unternehmen am Markt behaupten können, die auf zukunftsfähige Technologien setzen und diese in ihren Produkten und Herstellungsprozessen nutzen. Technologischer Fortschritt ist der Schlüssel im globalen Strukturwandel und damit in den nächsten Jahren der zentrale Performancetreiber für die Finanzmärkte. ■



Nach dem Studium der Volkswirtschaftslehre an der Universität Würzburg arbeitete Harald Preißler zunächst als wissenschaftlicher Mitarbeiter an den Universitäten Würzburg und Ulm. Noch während seiner Promotion zum Dr. rer. pol. begann er 1999 als Senior Analyst bei der Bantleon Bank AG in Zug. Im Jahr 2001 wurde er zum Leiter der Kapitalmarktanalyse, 2005 zum Chefvolkswirt der Bantleon Bank AG ernannt.

Das große Bild

Bemerkenswerte Entwicklungen

Über böse deutsche Exporte, Zukunftstechnologien, das Klima und die Konjunktur

EU aktuell

Das europäische Superwahljahr verlief bislang weitestgehend unspektakulär. Keine der befürchteten Katastrophen ist eingetreten, und auch bei der Bundestagswahl sind nach heutigem Stand keine Überraschungen mehr zu erwarten. Dem früh mit viel Vorschusslorbeeren gestarteten Kanzlerkandidaten Martin Schulz ist auf der Strecke die Puste ausgegangen. Er flüchtet sich in sozialistische Romantik vom Kaliber „Soli nur für Reiche“ – ganz so, als ob nicht bereits genug Reiche das Land verlassen würden. Dumm ist, wer Dummes tut, hieß es schon bei Forrest Gump. In Frankreich ist dagegen mit Emmanuel Macron auch nach dem zweiten Durchgang der Parlamentswahl ein mit absoluter Mehrheit ausgestatteter strahlender Sieger hervorgegangen, während es um die einstige Angstgegnerin Le Pen still geworden ist. Für Deutschland hätte eine Wahl Le Pens vor allem eine Schärfung der durchaus unterschiedlichen Interessensprofile zwischen beiden Ländern bedeutet – ein wenig vergleichbar mit dem verschlechterten, aber wesentlich ehrlicher gewordenen Verhältnis zwischen Deutschland und den USA

unter Trump. Mit Macron läuft es dagegen auf eine inszenierte deutsch-französische „Love Story“ hinaus, für die die deutsche Braut die Aussteuer mitbringen wird. In Großbritannien ist Theresa Mays Pokerspiel nicht aufgegangen. Sie geht deutlich geschwächt aus den Parlamentswahlen hervor. Wer nun aber glaubt, dass das automatisch einen weicheren Brexit-Kurs bedeutet, könnte sich getäuscht sehen. Mitunter wird nämlich aus einer verschlechterten Position besonders viel Stärke demonstriert.

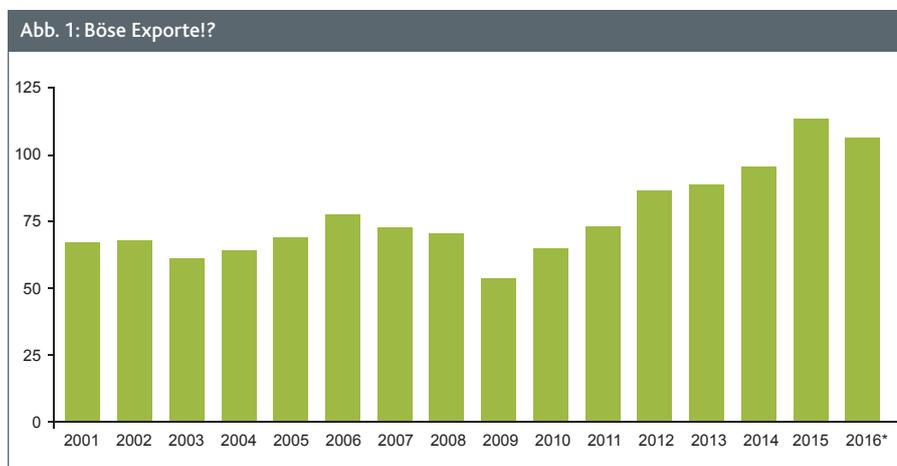
Exportweltmeister im Fadenkreuz

Nun haben wir es quasi amtlich. US-Präsident Trump beschwerte sich bei der EU-Kommission über die deutschen Exporte: „bad, very bad“. Was darauf folgte, war ein Sturm im Wasserglas, der zum Teil auch auf eine bewusst dramatisierende und skandalisierende Übersetzung zurückzuführen war, die in dem Satz „Die Deutschen sind böse, sehr böse“ gipfelte. Eigentlich die übliche Vorgehensweise des deutschen Mainstreams im Umgang mit Trumps Äußerungen. In der Folge aber sah sich sogar EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker bemü-

ßigt, die Wogen zu glätten. „Bad“ heiße nicht unbedingt „böse“. Tatsache ist allerdings auch, dass Trump schon mehrfach sein Missfallen über die deutschen Exportüberschüsse im Handel mit den USA geäußert hat und dass diese Überschüsse jüngst auch noch angestiegen sind. Das muss nicht das Ergebnis unfairer Wechselkurse sein, sondern kann auch von den begehrteren deutschen Produkten herrühren. Ganz abgesehen davon darf man sich schon die Frage stellen, inwiefern der US-Käufer eines BMW benachteiligt ist, wenn er ein Spitzenprodukt zu einem guten Preis erwerben kann. Vom Grundsatz her lehnt Smart Investor Marktinterventionen wie Strafzölle ab. Auf Sicht würden von einer solchen Behinderung des Welthandels nicht einmal die USA selbst profitieren. Inwieweit Eingriffe in die Wechselkursrelationen legitim sein können, steht jedoch auf einem anderen Blatt, denn bereits heute sind die Austauschverhältnisse wesentlich durch die Politik der Notenbanken beeinflusst, um nicht zu sagen manipuliert.

Klimakirche mit Mitgliederschwund

Einen weiteren Paukenschlag lieferte die Trump-Regierung mit der Aufkündigung des Pariser Klimaabkommens. Dieses Abkommen bzw. Übereinkommen wurde im Jahr 2015 so windelweich ausformuliert, dass man am Ende der damaligen Pariser Konferenz medienwirksam einen „Erfolg“ feiern konnte. Praktische Bedeutung hatte das weniger, außer bei den „Musterknaben“ der bundesdeutschen Politik. Beim SPIEGEL spielte sich Trump damit erneut auf das Cover, diesmal nicht als Kopfschneider der Freiheitsstatue, sondern als Golfer, der die brennende Erde mit einem ordentlichen Abschlag ins Nirwana befördert: „You're fired!“ hieß es da doppeldeutig und in Anspielung auf seine frühere TV-Show „The Apprentice“.



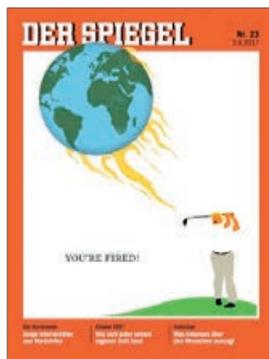
Die deutschen Exporte in die USA (in Mrd. EUR) steigen in der Tat langfristig an. Aber ist das böse oder einfach nur Ausdruck unterschiedlicher Käuferpräferenzen?

Unser Gesprächspartner Gunnar Heinsohn (vgl. S. 20) macht darauf aufmerksam, dass in der Klimadebatte bereits in den 1990er-Jahren mit Sachargumenten nicht mehr durchzudringen war. Das Thema wurde zur Glaubenssache. Möglicherweise gibt es ein Grundbedürfnis nach Religiosität, das sich nun vermehrt auf irdische Dinge richtet. Werden aber die irdischen Angelegenheiten auf der Basis von Glaubenssätzen geregelt, dann kann dadurch weitaus größerer Schaden angerichtet werden als mit Gebeten an himmlische Instanzen. Entwicklungshilfeminister Gerd Müller hat mit dem Thema „Klimaflüchtling“ jenen Faden aufgenommen, an dem NGOs bereits seit Jahren spinnen. Bei den Vereinten Nationen ist der „Klimaflüchtling“ bislang noch unbekannt, aber die NGO-Netzwerke arbeiten bereits auf Hochtouren an dessen Anerkennung. Müller jedenfalls erwartet, wie DER SPIEGEL berichtet, bis zu 100 Mio. „Klimaflüchtlinge“ aus Afrika, was durchaus als Reaktion auf Trump zu werten ist. Im Jahr 2014 prophezeite der gleiche Müller auch schon mal 200 Mio. „Klimaflüchtlinge“, was genau der Zahl entspricht, die von Greenpeace schon Jahre zuvor herumgereicht wurde. Die Grenzen zwischen Lobby-Organisationen und Bundesregierung blei-

ben fließend. Ein aktuell erschienen Buch des von uns geschätzten Autors William Engdahl können wir zu dieser Thematik sehr empfehlen (s. Buchbesprechung auf S. 64).

Pulverfass Naher Osten

Anfang Juni kam es zu einer politischen 180-Grad-Wende im arabischen Raum. Der Wüstenstaat und Fußball-WM-Austragungsort 2022 Katar fiel beim befreundeten Saudi-Arabien plötzlich in Ungnade. Kuwait, Bahrain, Jemen, Ägypten und weitere Länder schlossen sich den Saudis an und froren ihre diplomatischen Beziehungen zu dem kleinen Wüstenstaat ein. Was war geschehen? Katar soll, so der Vorwurf, finanziell und auch medial (über den dort beheimateten Sender Al Jazeera) die in erster Linie in Syrien und Irak wütenden Terroristen unterstützen – also namentlich den IS, die Al-Nusra-Front usw. Wer sich abseits



DER SPIEGEL 23/2017
vom 3.6.2017



Sollte es in der Golfregion um Katar einen heißen Konflikt geben, dürfte der Ölpreis (in USD/Barrel) wohl sehr schnell anziehen
Quelle: TaiPan

des Mainstreams mit den Vorkommnissen im Nahen Osten beschäftigt, dem wird dieser Vorwurf auch nicht fremd vorkommen: Zwar gehört Katar zu den Förderern des dortigen Terrors, allerdings dürfte dem Saudi-Arabien in Sachen Terror-Unterstützung kaum nachstehen. Insofern erscheint der Vorwurf zwar formal richtig, aber dennoch pharisäerhaft.

Was könnte also dahinter stecken? Zum einen hatte sich Katar schon seit einigen Monaten diplomatisch zusehends dem Iran und Russland zugewandt, wohl wegen der Befürchtung, dass die „andere Seite“ unter der Führung der USA an Einfluss im Nahen Osten verlieren wird. Zudem ist zu be- ▶

Anzeige



Commodity-TV

Holen Sie sich die Welt der Rohstoffe in einer App!



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

GRATIS!

Einfach im Appstore
für iPhone oder Android
herunterladen.

SRC resource
capital ag

Financial Repression revisited

Über die stille Einschränkung des Eigentums in Deutschland

Neue Grausamkeiten

Nur weil das Thema „Finanzielle Repression“ aus den Schlagzeilen der Wirtschaftspresse verschwunden ist – in andere Publikationen schaffte es dieses Phänomen ohnehin nicht –, sollte man nicht dem Trugschluss unterliegen, dass es sich in der Zwischenzeit erledigt habe. Vor allem an der Null- und Negativzinsfront ist die schleichende Enteignung der Vermögensbesitzer in vollem Gang. Vermehrt wird aber auch jenseits von Sparkonten und Anleihen ein- und zugegriffen. Zusammen ergeben die Maßnahmen ein erschreckendes Bild über die Missachtung des Privateigentums und von bewährten Rechtsgrundsätzen durch die aktuelle Politik.

Beweislastumkehr

Bereits im Mai 2016 machte die SPD deutlich, dass man die Axt gegebenenfalls auch an elementare Prinzipien des Rechtsstaates legen will. So wurde kurzerhand eine Beweislastumkehr bei Vermögen unklarer Herkunft oder Auslandsvermögen gefordert. Natürlich wird das mit der Bekämpfung von Steuerhinterziehung oder organisierter Kriminalität/Terror begründet. Aber wer im Privatsektor, für den historisch keine Aufzeichnungspflichten bestanden, kann schon lückenlos nachweisen, wie sein Vermögen genau entstanden ist? Unklare Herkunft eben. Erwarten Sie nicht, dass derartige Vorhaben noch vor der Bundestagswahl an die große Glocke gehängt werden.

„War on Cash“

Eine direkte Grenze für Bargeldzahlungen gibt es in der Bundesrepublik – im Gegensatz zu anderen EU-Ländern – derzeit nicht. Allerdings gibt es eine Meldepflicht für Bargeldgeschäfte ab 15.000 EUR. Diese wird in Umsetzung der Vierten EU-Geldwäscherichtlinie Richtlinie auf 10.000 EUR herabgesetzt. In der

EU-Richtlinie ist eine Umsetzung bis zum 27.6.2017 gefordert. Nach den Erfahrungen der letzten Jahre wird dies allerdings nur ein Zwischenschritt sein. Denn die herrschende „Diversity“ bei der Bargeldnutzung wird mit Sicherheit nicht als schützenswert angesehen. Über kurz oder lang ist daher eine Vereinheitlichung der Regeln zu erwarten („Harmonisierung“). Und die wird sich sicher nicht an bloßen deutschen Meldepflichten, sondern an den harten Obergrenzen anderer EU-Länder orientieren (z.B. 1.000 EUR in Frankreich). Ein Zeichen gegen solche Tendenzen kann man weiter durch Mitzeichnung der Petition „Stop Bargeldverbot“ (stop-bargeldverbot.de) setzen. In der Zwischenzeit werden die Anreize kein Bargeld zu nutzen zunehmen, teils durch bloße Schikanen. So forderte jüngst ein Elektromarkt für Barzahlung als „abweichende Zahlungsart“ satte 25 EUR extra – rechtswidrig, zumindest im Moment noch.

Kulturgutschutz

Bereits in Kraft getreten ist – von einer breiteren Öffentlichkeit wenig beachtet – die Novellierung des Gesetzes zum Schutz von Kulturgut (KGSG – „Kulturgutschutzgesetz“) – mit weitreichenden Folgen. Dass

Künstler, Sammler, Kunsthändler und sogar Hobbypaläontologen dagegen Sturm liefen, interessierte die Politik nicht. Neben höchst umstrittenen Definitionen und Abgrenzungen, etwa der Begriffe Kulturgut bzw. „national wertvolles Kulturgut“, sind auch die „Sorgfaltspflichten“ für das „Inverkehrbringen“ von Kulturgütern nun so weit gefasst, dass damit ein empfindlicher Schlag gegen privates Sammeln und private Naturforschung verbunden ist. Etliche bekannte Exponate, die als Leihgaben im Ausland unterwegs waren, sind schon im Vorfeld nicht mehr nach Deutschland zurückgekehrt. Viele private Sammlungen werden wohl auf Dauer in Kellern verschwinden. Privates Sammeln wird an den Rand zur Illegalität gedrängt. Durch die rückwirkende Beweislastumkehr können auch hier kaum die geforderten Nachweise über die Herkunft erbracht werden. Durch diese völlig überzogene Gesetzgebung wurde das Gegenteil von Kulturgutschutz bewirkt. Die inländische Kunstszene ist nicht nur wirtschaftlich ärmer geworden. Dass sich Kirchen und öffentliche Körperschaften erfolgreich Ausnahmetatbestände geschaffen haben, sei nur am Rande erwähnt.

„Erfinderisch“ gegen Wohnungsnot

Auch in anderen Bereichen ist der Respekt des „Rechtsstaates“ vor Privateigentum stark rückläufig. So wurde unter dem Titel „Wohnungsnot macht erfinderisch“ berichtet, dass die Freie und Hansestadt Hamburg sechs Wohnungen nach jahrelangem Leerstand kurzerhand „vorübergehend“ enteignet habe. Nach Sanierung – auf Kosten des bisherigen Eigentümers – und Vermietung durch die Behörde (!) soll der Eigentümer die Wohnungen dann inklusive der neuen Mieter zurückerhalten.

Ralph Malisch



500, 200 und 100 EUR – alles Auslaufmodelle?

Forum

Financials & Real Estate 2017

Discover Value & Growth

Forum Financials & Real Estate

Die große Investorenkonferenz für Investment Professionals
mit Fokus auf dynamische Finanz- und Immobilienaktien
am 7. September 2017, Hilton, Frankfurt am Main

9:00 – 18:15 Uhr: Unternehmenspräsentationen, Group Meetings, Einzelgespräche mit den Vorständen

13:00 Uhr: Lunch

ab 18:15 Uhr: Get-Together Cocktailparty

Kostenfreie Anmeldung und weitere Informationen unter www.src-research.de/ffs oder www.kirchhoff.de

Es präsentieren u. a.

- | | | | |
|----------------------------|------------------------|----------------|---------------|
| > AROUNDTOWN | > EYEMAXX Real Estate | > S IMMO | > Warimpex |
| > Deutsche Beteiligungs AG | > Peach Property Group | > UBM | > Lloyd Fonds |
| > Deutsche Fachmarkt AG | > PORR | > VIB Vermögen | |

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

Premium Sponsor



Gastgeber



Der Spezialist für Finanzaktien

Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien

Premium Partner



Die Nummer 1 in der Finanzkommunikation



merken, dass US-Präsident Donald Trump nur wenige Tage vor dem Eklat dem saudischen Königshaus seinen vielbeachteten ersten Besuch abgestattet hatte. Es scheint fast, als ob dabei inoffiziell das anschließende rabiate Vorgehen gegen Katar besprochen wurde. Allerdings muss man dazu wissen, dass die USA in Katar ihre größte Militärbasis im gesamten Nahen Osten betreiben. Und weiterhin ist erwähnenswert, dass Katar der größte Gasförderer der Welt ist. Fazit: Die Lage im Nahen Osten erscheint uns bislang noch zu undurchsichtig, um eine abschließende Bewertung abgeben zu können. Eines aber dürfte sicher sein: Die Situation vor Ort spitzt sich zu und reiht sich nahtlos in die auch ansonsten geopolitisch labile Konstellation ein, welche z.B. in der Ukraine, im Baltikum, in Syrien oder aber in Nordkorea zu beobachten ist. Für die Wirtschaft respektive die Börsen könnte der Fall Katar insbesondere dann von Bedeutung werden, wenn es zu einem heißen Konflikt kommen sollte. Dann wäre unter Umständen der Öl- und Gastransport aus dieser Region eingeschränkt – mit dementsprechenden Folgen für die weltweite Energieversorgung und dann natürlich auch für die Energiepreise. In diesem Zusammenhang sei auch auf den „Buy“ National Oilwell Varco auf S. 52 verwiesen.

Bitcoin, Ethereum & Co.

Totgesagte leben länger. Viele Experten trauten dem rein virtuellen Privatgeld keine große Zukunft zu. Und tatsächlich liegt die Verbreitung des Bitcoin in den meisten Realwirtschaften bei nahezu null. Ja, es gibt Pioniere, bei denen man sein Bier direkt aus dem „Wallet“ bezahlen kann. Das jedoch ist sicher nicht die Triebfeder für den kometenhaften Aufstieg dieses Kryptogeldes. Vom Grundsatz her handelt es sich dabei um eine Fluchtbewegung aus den Fiat-Money-Systemen dieser Welt, die es sich – wie die fortwährende Null- und Negativzinspolitik erahnen lässt – langsam auf dem Sterbebett bequem machen.

Meint man es mit der Bekämpfung von Fluchtursachen ernst, dann müsste hier an vorderster Stelle eine unverantwortliche Notenbankpolitik bekämpft werden. Dass die reichliche Liquidität punktuell zu Blasen führt, ist nicht weiter verwunderlich. Ist der Markt hinreichend eng und das Thema „en vogue“, kann es zu erstaunlichen Aufwärtsbewegungen wie jetzt bei Bitcoin und Ethereum kommen. Letzteres Kryptogeld gilt unter Kennern als die technologisch klar vorzuziehende Variante. Zwischen den zig

wikifolio

Konsolidierung auf hohem Niveau

Cash als schnelle Eingreifreserve

Engere Stopps

Unser wikifolio „Smart Investor – Momentum“ (WKN des zugehörigen Zertifikats: LS9CFN) konsolidierte in der Berichtsperiode auf hohem Niveau. Vor dem Hintergrund des zuvor erfolgten Kurs-

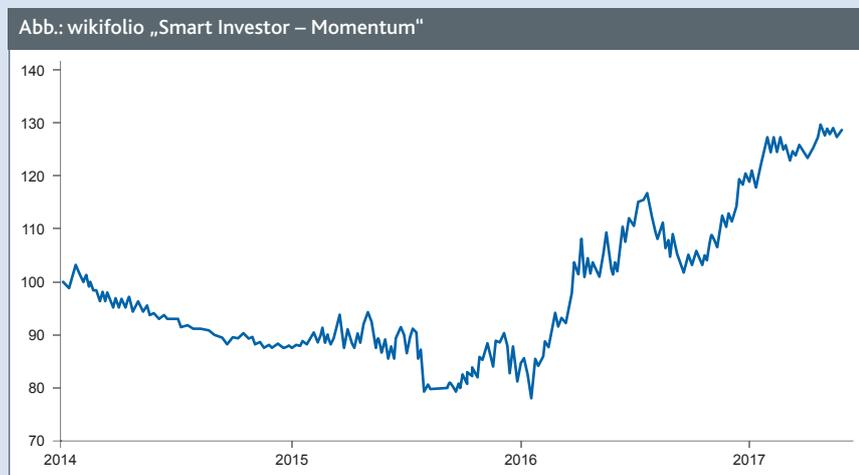
anstiegs – sowohl in den Märkten als auch beim wikifolio selbst – und der ungünstiger werdenden Saisonfigur haben wir unser Pulver tendenziell trocken gehalten. Praktisch sieht das so aus, dass wir Engagements auf diesem hohen Niveau tenden-

ziell mit engeren Stopps als bisher eingehen. Sollten Titel ihr Momentum nicht halten, denn werden sie nun in der Regel etwas zügiger verkauft. Während es auf der Verkaufsseite also eine bewusste Entscheidung gibt, dünnt sich die Kaufseite momentan vom Markt her etwas aus. Es gibt weniger attraktive Kaufsignale.

Weniger Käufe

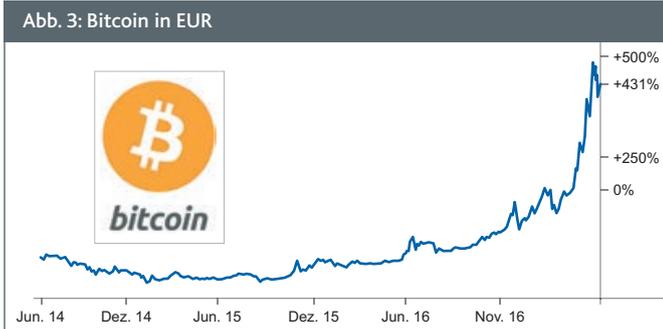
Im Ergebnis liegt unsere Barquote zum Redaktionsschluss bei gut 40%. Wie in der letzten Ausgabe kommuniziert, handelt es sich dabei aber um keine Zielgröße, die wir bewusst angesteuert haben, sondern lediglich um das Resultat marktbezogener Entscheidungen. Dennoch fühlen wir uns in der aktuellen Situation mit etwas mehr Cash durchaus wohl, denn die Kursniveaus bleiben weiter hoch, während das Momentum sogar in einigen der bislang führenden Titel geschwunden ist.

Ralph Malisch



Quelle: wikifolio

FÜR DIE BESTEN WERTANLAGEN NUR DIE BESTEN ADRESSEN



... und die Bäume wachsen doch in den Himmel – vorübergehend

Alt-Coins, also alternativen Kryptowährungen, kann man schön studieren, wie Geldwettbewerb in der Praxis ablaufen könnte. Auf dem inzwischen erreichten Niveau sollte man sich den Hype allerdings erst einmal nur noch von außen ansehen.

Auf einen Knopfdruck

Eines der großen Themen, mit denen sich Warren Buffett und Charlie Munger im Mai auf der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway beschäftigt haben, war die künstliche Intelligenz. Denn Buffett erwartet hier dramatische Veränderungen, die auch eine unmittelbare Auswirkung auf das Geschäft seiner Holding haben könnten. So sieht das „Orakel von Omaha“ selbstfahrende Autos als eine wunderbare Entwicklung an – nur eben nicht für die Versicherungsbranche. Mit einer signifikanten Reduktion der Schadenswahrscheinlichkeit würden nämlich auch sinkende Versicherungsprämien einhergehen. Die noch viel größere Gefahr für Berkshire sieht Buffett jedoch in selbstfahrenden LKWs, die seiner Eisenbahnlinie Burlington North massiv Konkurrenz machen könnten. Buffett und Munger nehmen dieses Thema aber auch zum Anlass, philosophisch über die Auswirkungen der Automatisierung nachzudenken. Es sei vollkommen klar, dass eine immer weiter automatisierte Wirtschaft weniger menschliche Arbeitskraft benötige. Buffett wagt dazu folgendes Gedankenspiel: „Was wäre, wenn sich sämtliche wirtschaftliche Aktivität der USA mit einem Knopfdruck erledigen lassen würde?“ Dies hätte enorme Auswirkungen auf die Gesellschaft und würde ungeahnte politische Konsequenzen nach sich ziehen. Für Charlie Munger ist es bis dahin allerdings noch ein weiter Weg. Deswegen modifiziert Buffett schließlich sein Beispiel: „Wenn wir die Hälfte der Leute feuern und der Rest weiterarbeitet, dann hätte auch dies schon unvorhersehbare Konsequenzen.“ Und dies sei keine Utopie, sondern eine Entwicklung, die innerhalb der nächsten 20 Jahre oder sogar schneller Realität werden könne. „Dies würde eine enorme Veränderung für die Beziehungen der Menschen untereinander bedeuten, was sie von ihrer Regierung erwarten und all diese Dinge“, so Buffett. „Ich denke, dass die künstliche Intelligenz einen positiven gesellschaftlichen Effekt haben kann, aber auch sehr unvorhersehbare politische Konsequenzen, falls diese Veränderung sehr schnell passieren sollte.“

Abflauende Konjunktur

Die führenden Aktienbörsen des Westens (DJIA, S&P 500, NASDAQ, FTSE, DAX usw.) hangeln sich von einem Hoch zum ►



143 Jahre Edelmetallerfahrung.

ROBBE & BERKING

SEIT 1874

www.wertanlagen.robbeberking.de

Oder in:

Berlin, Kurfürstendamm 54 · Bremen, Katharinenklosterhof
Düsseldorf, Königsallee 60a · Flensburg, Rote Straße 14
Frankfurt, Steinweg 8 · Hamburg, Jungfernstieg 22
Hannover, Luisenstraße 10/11 · Kiel, Holtenauer Straße 33
München, Theatinerstraße 32 · Wien, Am Graben 26

Löcher in der Matrix

Der große Manipulator

Kritik an der EZB galt außerhalb des Medienmainstreams lange Zeit als „krude Verschwörungstheorie“. Wer die Marktmanipulation und schleichende Enteignung deutscher Sparer durch Null- und Negativzinspolitik thematisierte, fand sich schnell in der Ecke „uneuropäischer“ Nestbeschmutzer wieder, galt als kleingeistig oder Schlimmeres. Dennoch war und ist es die EZB unter Draghi, die sich routiniert über Regeln und Statuten hinwegsetzt, um das offizielle Ende der totgeborenen EU-Kunstwährung noch ein paar Jahre hinauszuzögern. Nun hat Markus Krall mit „Der Draghi-Crash“ ein Buch vorgelegt, in dem er gnadenlos mit dem EZB-Präsidenten und dessen Politik abrechnet. Deutschlands oberste Literaturkritikerin im Kanzleramt würde ein solches Werk – wie jedes, das den zahlreichen Lebenslügen der Republik zu dicht auf den Leib rückt – wohl als „nicht hilfreich“ bezeichnen. Nicht so bei Focus-Money, wo die Analyse unter der Überschrift „Wie die EZB unser Geld manipuliert“ äußerst freundlich aufgenommen wurde. Geradezu genüsslich und mit beißendem Spott wird da etwa gleich zu Beginn mit der Vorstellung aufgeräumt, dass die Preisbildung unter der Regie der EZB noch irgendetwas mit Marktwirtschaft oder den eigenen Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen zu tun hätte: „Vergessen Sie's einfach! [...] Das können andere viel besser. Zumindest tun sie so, als ob. Diejenigen nämlich, die [...] glauben, schlauer zu sein als der Markt: die Zauberlehrlinge in den Fluren staatlicher Macht und ihre Schergen in den Glastürmen der Notenbanken. Allen voran: der Meister aller Geldpressen, Mario Draghi. [...] Die Anmaßung, es besser zu können als der Markt, endete in der jüngeren Geschichte der Menschheit immer gleich – im Desaster.“ Ja, Sie haben richtig gelesen: „Zauberlehrlinge“, „Schergen“, „Desaster“. Bravo, Focus-Money!

Die Lücken der anderen

Regelrecht echauffieren mussten sich die Autoren des Artikels „Das große Schweigen“ in der SPIEGEL-Ausgabe 23/2017. Dort



geht es um Cristiano Ronaldo, genauer gesagt um die so wahrgenommene Unantastbarkeit des „größten Fußballhelden der Welt“, über die mit dieser typisch deutschen Mischung aus Neid und zähneknirschender Bewunderung berichtet wird. Das „Grundrauschen“ um die Person Ronaldo umfasse alles, was belanglos ist – neue Frisur, Bilder in Unterwäsche etc. Das Wichtige aber, vor allem, falls das Gesamtkunstwerk Ronaldo dadurch Kratzer bekäme, finde kaum statt. Etwa die „Vorwürfe einer Vergewaltigung und des massiven Steuerbetrugs“, die am portugiesischen Ballzauberer vollkommen abzuperlen scheinen. Nun hat man beim SPIEGEL versucht, die Affäre um die mutmaßliche Vergewaltigung der „Susan K.“ aus dem Jahr 2009 wiederzubeleben. Anfragen an Ronaldos Sponsoren – Nike, Herbalife und TAG Heuer – blieben jedoch unbeantwortet. Dort roch man wohl den Braten, dass es weniger um Aufklärung als um Stimmungsmache ging. Was auch hätten Sponsoren zur Erhellung des Geschehens beitragen können?

Allerdings sind Unternehmen, die sich mit einem Spitzensportler schmücken, an dessen Image als Sieger interessiert, nicht jedoch an Affären, Lug und Trug. Einen möglichen Rückzug von Sponsoren hätte man womöglich sogar als Erfolg der eigenen „Aufklärungsarbeit“ bewertet. Unabhängig von den Motiven ist die Frustration der Redakteure allerdings gut nachvollziehbar: „Alle machen einfach weiter, als wäre nichts geschehen“, wird insbesondere die lückenhafte Berichterstattung in spanischen und

portugiesischen Medien beklagt. Das erinnert stark an die „Lückenpresse-Vorwürfe“, die hierzulande immer wieder gegen den Medienmainstream, auch den SPIEGEL selbst, erhoben werden. Da ging es freilich um bedeutsamere Themen wie „Euro-Rettung“, Klimapolitik, Ukraine, Syrien, Putin, Trump, Grenzöffnung etc., bei denen sich eine wachsende Zahl von Medienkonsumenten nur noch einseitig und lückenhaft informiert fühlte. Immerhin gibt DER SPIEGEL mit diesem Beitrag indirekt zu, dass auch die freie Presse demokratischer Länder bei bestimmten Themen nicht nur auf einem, sondern auf beiden Augen kollektiv blind sein kann.

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@martinvestor.de, Stichwort „Matrix“.

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



Thomas Struppek klärt in diesem Buch gängige **Grundbegriffe** und **Vorgehensweisen** bei aktivem Börsenhandel und erläutert Ihnen, wie Sie **als Einsteiger erfolgreich durchstarten!**

Jetzt bestellen!

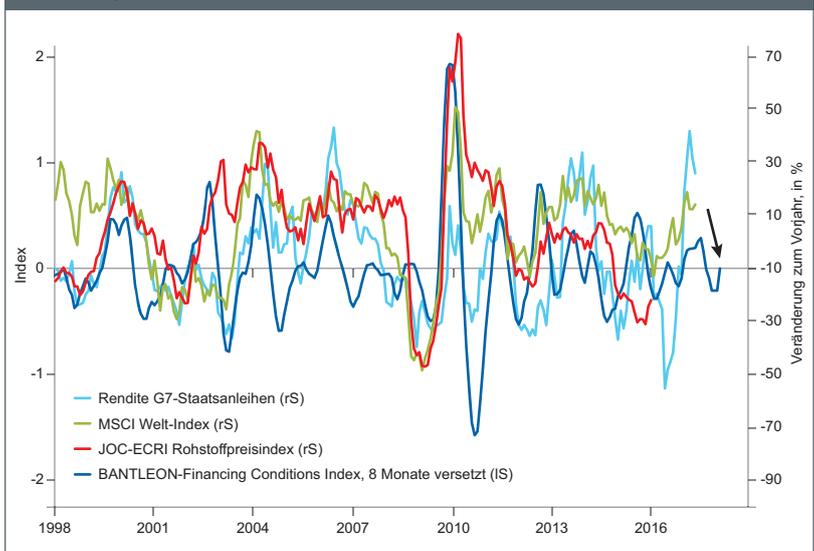
www.kursplus.de

nächsten – alles aber recht unspektakulär und annähernd schon in Zeitlupe. Fast macht es den Eindruck, dass es an den Börsen nur noch eine Richtung gibt, aber irgendwie die Kraft fehlt, diesen Weg auch richtig mit Schmackes zu beschreiten. Dr. Harald Preißler vom Investmenthaus Bantleon sieht diese beinahe schon „gespenstische Ruhe an den Aktienmärkten“ auch nicht mehr lange anhalten. Denn geht es nach seinen bewährten Frühindikatoren, so wird sich die Weltwirtschaft im in Kürze beginnenden zweiten Halbjahr, aber spätestens nach der Sommerpause in schwierigeres Fahrwasser begeben. Die größte Gefahr sieht er aufgrund der sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen und der zuletzt stark gestiegenen Zinsen dabei vor allem für China, aber auch für Europa (s. Abb. 4). Preißler prognostiziert zwar keine Rezession, aber zumindest eine Abkühlung der Konjunktur.

Die Börsen

Unser Jahresausblick deutet für die Zeit ab dem Sommer schwächere Börsen an. Die konjunkturelle Entwicklung, so wie sie vom Hause Bantleon prognostiziert wird, scheint dies zu unterstreichen. Einige Börsen wie die NASDAQ sind inzwischen heißgelaufen und vielfach sind charttechnische Widerstände auf dem Weg nach oben auszumachen, wie nebenstehend am Beispiel des deutschen MDAX gezeigt wird. Unsere Gastanalysten, deren Resultate Sie auf den S. 45 und 46 finden, erkennen zwar den Schwung an den Märkten in positiver Weise an. Allerdings warnen sie auch davor, dass ein Stocken der Hausse sofort zu einer scharfen Korrektur führen könnte. Potenzielle Störfaktoren hatten wir bereits in den letzten Monaten ausführlich beschrieben. Hinzu gekommen ist noch die Lage in der Golfregion/Katar, welche unserer Ansicht nach das Potenzial hat, in naher Zukunft zu eskalieren. Aber auch der jüngste Abschied einer syrischen Militärmaschine durch eine US-Rakete zeigt, dass es in Sachen Syrien nicht zur Ruhe kommen wird. Dabei ist die Situation in Katar natürlich nicht von derjenigen in Syrien zu trennen.

Abb. 4: Konjunkturwolken ziehen auf!



Sowohl die sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen als auch die anziehenden Zinsen deuten laut Analysten von Bantleon auf eine Abschwächung der Konjunktur hin
Quelle: Bantleon

Investorendilemma

Das Dilemma des heutigen Anlegers besteht unserer Ansicht nach darin, dass nahezu alle potenziellen Gefahren für die Börsen (z.B. Konjunkturabschwung, Eurokrise, Bankenkrise, Großterror, mögliche Ölkrise usw.) insbesondere für die Emerging Markets und Europa einen negativen Einfluss haben dürften, wohingegen die USA eher unterdurchschnittlich betroffen wären. Die Analysten des Investmenthauses StarCapital haben errechnet, dass ausgerechnet US-Aktien – gemessen am langfristig aussagekräftigen Shiller-KGV – gegenüber europäischen Aktien um etwa 60% höher bewertet sind. Gegenüber allen entwickelten Märkten beträgt die Überwertung immerhin noch 20% (s. Abb. 5). Aus diesem Dilemma gibt es keinen einfachen Ausweg. Unseres Erachtens kann er darin bestehen, unabhängig vom Land nach unterbewerteten Value-Titeln zu suchen. In unserer diesmaligen Titelgeschichte ab S. 6 präsentieren wir zu diesem Thema sowohl die Theorie als auch konkrete Investmentideen.

Abb. 5: Überbewertete US-Aktien



Gemäß dem Shiller-KGV (CAPE) sind US-Aktien gegenüber den europäischen um über 60% teurer (rote Linie), gegenüber Aktien der entwickelten Welt um rund 20% (blaue Linie)
Quelle: StarCapital

Fazit

Die Märkte sind teuer, die Volatilität gespenstisch niedrig, die Saisonfigur verschlechtert sich weiter. Eigentlich ist diese Kombination eine Steilvorlage für Kurseinbrüche. Dennoch kriechen die Aktien bislang weiter nach oben, obwohl es sogar konkrete Auslöser in Form mehrerer Konfliktherde gibt - Katar, Nordkorea, wachsende Spannungen in Syrien. Aber mehr als eine kurze Schrecksekunde an den Märkten löste nichts davon aus. Danach wurde zur Tagesordnung übergegangen und gekauft. Ob aus Mangel an liquiden Alternativen oder weil die unsichtbare Hand der Notenbanken wirkt, ist da fast schon egal. Eines erscheint jedoch sicher, wenn ein großer Einbruch kommt, wird alles sehr schnell gehen.

Ralf Flierl, Christoph Karl, Ralph Malisch

Charttechnik

Wenn die Linie bricht

Der MDAX im Megakeil

Wenn Börsenindizes von Hoch zu Hoch huschen, dann lässt sich daraus charttechnisch nur wenig Bedenkliches herausziehen. Allerdings kann man selbst bei steigenden Kursen Umstände ausmachen, die auch in einer intakten Hausse Bremseffekte verursachen könnten. Nehmen wir als Beispiel den MDAX, der die 50 größten deutschen Titel nach den DAX-Werten umfasst. Unter allen deutschen Indizes hat er sich in den letzten Jahren am besten entwickelt. Seit seinem zehn Jahre zurückliegenden Hoch im Jahre 2007 ist er um satte 126% gestiegen, was einer jährlichen Anstiegsrate von 8,5% entspricht. Nun ist der MDAX wieder exakt an dieser oberen Begrenzung des Aufwärtstrends (rot) angekommen, die aufgrund der logarithmischen Skalierung an jeder Stelle exakt diesem Steigungswinkel von 8,5% p.a. entspricht. Die grüne Linie, die als untere Begrenzung wirkt, hat übrigens einen konstanten Steigungswinkel von ca. 16% pro Jahr.

Beide Linien implizieren noch eine weitere Aussage: In diesem Aufwärtstrend war von den Tiefs eine jährliche Rendite zu erzielen, die mehr als doppelt so hoch war wie diejenige der Hochs. Zudem war die Rendite durch die Tiefs eine Mindestrendite, die phasenweise deutlich übertroffen wurde, während die Rendite durch die Hochs eine Maximalrendite darstellte, die teils massiv unterboten wurde. In den ersten fünf Jahren nach dem Hoch



war sie sogar negativ. Nun bilden beide eine Art gigantischen Keil. Sicher ist, dass eine der Linien nicht halten wird, da sich beide im Jahr 2018 schneiden.

Dabei wäre umso mehr Dynamik zu erwarten, je eher das passiert. Bricht die rote Widerstandslinie, eröffnet sich ein über die 8,5% p.a. hinausgehendes Aufwärtspotenzial. Fällt allerdings die grüne Unterstützung, dürfte es erst einmal ziemlich dynamisch nach unten gehen. Im Moment ist diese Entscheidung offen.

Ralf Flierl

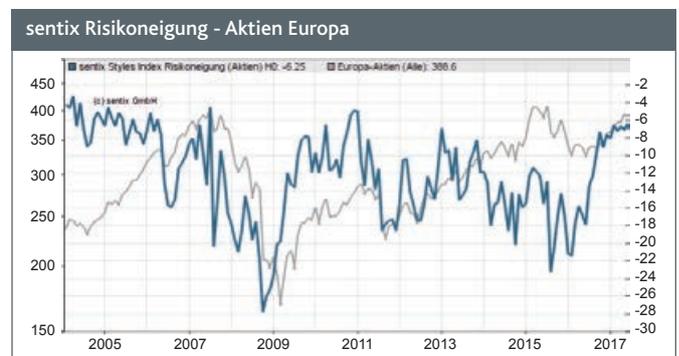
sentix Sentiment

Erhöhte Risikobereitschaft

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

Der sentix Index zur Risikoneigung bewertet das Anlegerverhalten am Aktienmarkt in Bezug auf die Bereitschaft, Risiken einzugehen. Anleger können Risiken nicht nur durch das Ausmaß ihres Aktien-Engagements eingehen, sondern auch durch die Struktur. Die aktuelle Umfrage zeigt, dass die Risikoneigung erneut auch im Juni leicht gestiegen ist. Ursächlich dafür ist, dass mit dem Ende der Dividendensaison in Europa das Motiv „Kursgewinne“ stärker in den Vordergrund rückt.

Daneben geben die Anleger an, zunehmend prozyklischer – also in Richtung des vorherrschenden Trends – agieren zu wollen. Unverändert hoch bleibt das Interesse der Anleger an Aktien kleinerer Firmen. Diese Fokussierung auf „Small Caps“ ist auch ein Zeichen der Risikofreude. In der Vergangenheit war eine hohe Risikofreude oftmals ein Vorbote für nahende Korrektu-



Quelle: sentix

ren. Dieses Mal könnte sich die Reaktion verzögert einstellen, da Investoren absolut betrachtet nur „durchschnittlich“ investiert sind und angesichts des Nullzinsumfeldes vielen Anleger die Alternativen fehlen.

Intermarketanalyse

In der Sommerflaute abwarten!

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

Das GESAMTSYSTEM: **Positiv 2:1!**

1) Zinsstruktur: **Positiv!**

Der geglättete Abstand zwischen den lang- und den kurzfristigen Zinsen in den USA und Deutschland ist zwar noch deutlich über der Nulllinie, hat sich aber seit zwei Monaten abgeschwächt. Das zeigt, dass die Konjunkturaussichten weltweit nicht so gut sind, wie derzeit offiziell angenommen wird.

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

Die Aktienindizes bewegen sich momentan seitwärts; eine Trendwende nach unten ist noch nicht erkennbar.

3) Die übrigen 5 Indikatoren melden 2:3!

Anleihezinsen: Negativ! Der Zinsanstieg bei den Anleihen geht

weiter zurück, vermutlich konjunkturbedingt. Dennoch liegen die Anleihezinsen höher als vor einem Jahr.

Ölpreis: Positiv! Der Ölpreis bleibt auf tiefem Niveau, Mitte Juni unter 50 USD. Einerseits ist das positiv wegen der geringeren Kosten. Aber es ist auch Zeichen einer Konjunkturschwäche.

CRB-Index: Positiv! Zwar werten wir die jetzt deutlich fallenden Rohstoffpreise positiv, weil die Unternehmen geringere Aufwendungen bei ihren Einkäufen haben. Aber im Grunde ist es ein Deflationssignal, wenn die Rohstoffpreise unter dem Stand des Vorjahres liegen.

US-Dollar in Euro: Negativ! Der US-Dollar bleibt schwach. Stärker werden könnte er dann, wenn die US-Zentralbank ihre Leitzinsen weiter anhebt.

Saisonfaktor: Negativ! Dieser Indikator gibt seit 28. April 2017 bis mindestens Ende September ein negatives Signal.

Fazit

Noch ist unser Gesamtsystem mit 2:1 im Plus. Alle Signale zeigen, dass keine Inflation droht. Aber es gilt, gegenüber Deflationsgefahren wachsam zu sein. Solange aber die Zinsstruktur und die Indextrends nicht deutlich fallen, kann man in Aktien engagiert bleiben. ■

Quantitative Analyse

Es braut sich was zusammen

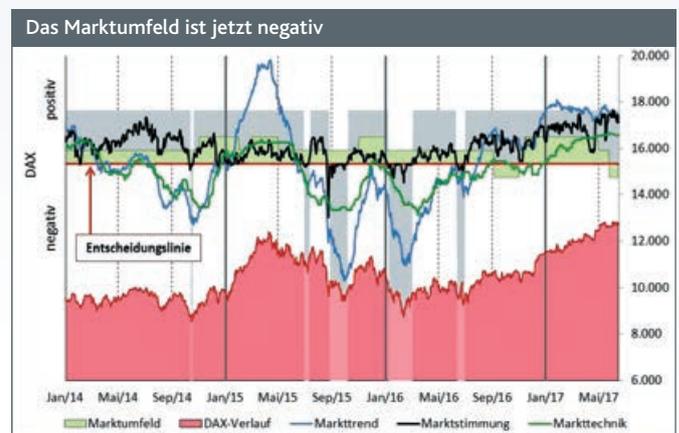
Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch (gfa-vermoegensverwaltung.de)

Seit rund einem Jahr, nämlich seit dem 30. Juni 2016, votiert unsere GFA-Börsenampel ununterbrochen für ein Engagement in deutschen Aktien. Nun aber hat die erste Indikatorengruppe, nämlich das Marktumfeld, die Entscheidungslinie nach unten hin durchbrochen. Als Timing-Indikator ist das aus eher makroökonomischen Daten bestehende Marktumfeld zwar nicht geeignet; senden jedoch die anderen drei Indikatorenblöcke (Trend, Stimmung und Technik) ebenfalls Verkaufssignale aus, verstärkt ein gleichzeitig negatives Marktumfeld das Ausmaß einer Korrektur.

Markttrend: Auch wenn der Aufwärtstrend weiterhin in Takt ist, so hat bereits eine allerdings bisher nur leicht abwärts gerichtete Konsolidierung begonnen.

Marktstimmung: Übergeordnet zeigt die Marktstimmung weiterhin eine zu große Sorglosigkeit der Marktteilnehmer an. Sentimenttechnisch besteht daher weiterer Korrekturbedarf, um die Märkte zu bereinigen.

Markttechnik: Die Markttechnik beginnt nun ebenfalls, leicht zu korrigieren.



Weiterhin votiert unsere Börsenampel für ein Engagement am deutschen Aktienmarkt. Als erster Indikator befindet sich nun das Marktumfeld in negativem Terrain. Die Stimmung ist zu ausgelassen, und der überhitzte Markttrend konsolidiert seit einigen Wochen leicht abwärts. Damit werden durch den Sommer hindurch größere Rücksetzer immer wahrscheinlicher. Stand: 15.6.2017.

Quellen: Bloomberg, www.gfa-vermoegensverwaltung.de

Marktumfeld: Das Marktumfeld – als untergeordneter Indikator des Aggregats – befindet sich jetzt als erster Indikator in negativem Terrain.

Die aggregierte Indikatorenkonstellation behält vorerst ihr positives Gesamtvotum bei. ■

Relative Stärke

Erste Börsianerpflcht

Aus Ruhe wird Langeweile

Wo bleibt der Sturm?

Nachdem wir diese Rubrik im Vormonat noch mit der Aussage „Erst die Ruhe, dann der Sturm?“ überschrieben hatten, ist diese Ruhe tatsächlich einer geradezu

gähnenden Langeweile gewichen. Noch nie gab es in unserem Universum derart geringe Relativbewegungen. Das betrifft insbesondere die Spitzengruppe. Die größten Positionsveränderungen

auf den ersten vier Plätzen lagen bei plus/minus einem Rang. Die meiste Bewegung gab es mit Verschiebungen von plus/minus drei bis vier Rängen im Mittelbereich des Universums. Das entspricht

auch der Erwartung, weil das Mittelfeld tendenziell dichter zusammenliegt und von daher selbst bei gleichen prozentualen Kursänderungen regelmäßig mehr Ränge überwunden werden. Spektakulär waren aber auch diese Bewegungen nicht. Es scheint, als sei Ruhe derzeit erste Börsianerpflcht. Wollte man einzelne Relativbewegungen hervorheben, dann bestünde die Gefahr, statistischen Zufallsbefunden eine Bedeutung zuzuschreiben. Ein Verhaltensmuster, das unter Börsianern gar nicht so selten zu beobachten ist.

Leichte Abschwächung

Für das gesamte Universum lässt sich allerdings eine Verlangsamung der Aufwärtsbewegung feststellen, die sich am deutlichsten in der Spalte „Lage Kurs 4 Wo.“ zeigt. Hier sind die Werte insgesamt etwas schwächer geworden. Die Kombination aus einer sich abschwächenden Dynamik und geringer Volatilität deutet weiter auf ein gewisses Gefährdungspotenzial. Allerdings reagierten die Märkte sogar auf die Spannungen rund um das Emirat Katar inmitten des Pulverfasses Golfregion per Saldo gelassen. Rohöl gehörte mit einem Minus von drei Rängen sogar zu den größeren Verlierern und landete auf dem letzten Platz. Das muss nicht so bleiben.

Ralph Malisch

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indizes und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors								Ausgewählte technische Indikatoren in Landeswährung				
Index	Land	Relative Stärke zum						Lage Kurs			GD Halbjahr	
		16.06.	19.05.	21.04.	17.03.	17.02.	20.01.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
TecDAX	D	1	2	4	4	15	15	48	90	94	+0,20	+14,2
PTX	Polen	2	1	1	1	1	4	13	80	70	+0,19	+7,6
MDAX	D	3	4	6	10	10	10	43	86	92	+0,12	+6,8
IBEX 35	E	4	3	3	2	21	11	13	75	72	+0,12	+6,8
KOSPI	Korea	5	8	7	7	22	20	63	91	91	+0,12	+9,6
DAX	D	6	7	11	8	11	5	38	88	92	+0,10	+5,9
Sensex	Indien	7	9	5	3	14	21	73	95	92	+0,12	+7,2
SMI	CH	8	6	9	11	17	18	47	85	89	+0,12	+6,2
CAC 40	F	9	5	10	13	20	8	24	73	83	+0,08	+4,4
Hang Seng	HK	10	13	19	16	12	19	46	88	71	+0,09	+7,2
NASDAQ 100	USA	11	12	8	6	3	7	17	78	90	+0,12	+6,0
Nikkei 225	J	12	14	21	17	16	14	47	80	85	+0,07	+3,4
Merval	Arg	13	10	2	5	2	3	11	79	89	+0,16	+7,0
FTSE 100	GB	14	11	20	18	19	16	20	79	92	+0,06	+2,4
REXP 10 *	D	15	15	23	24	25	22	64	57	79	+0,01	+0,3
DJIA 30	USA	16	19	16	9	4	6	86	93	95	+0,07	+4,1
S&P 500	USA	17	16	18	15	9	9	72	91	95	+0,06	+3,8
S.E.T.	Thai	18	20	13	19	13	13	78	74	88	+0,04	+1,0
H Shares	China	19	18	22	12	8	17	24	75	39	+0,04	+2,8
Gold		20	17	12	21	24	23	8	77	65	+0,06	+2,4
All Ord.	Aus	21	22	15	14	7	12	52	61	81	+0,05	+0,3
Shenzhen A	China	22	26	26	22	26	26	78	27	40	-0,08	-3,9
Gold Bugs Ind.	USA	23	21	14	25	18	24	0	36	46	+0,03	-5,2
Silber		24	24	17	23	23	25	0	2	6	+0,00	-5,2
RTX	Rus	25	25	24	20	6	1	0	0	44	-0,06	-11,3
Rohöl		26	23	25	26	5	2	6	4	21	-0,10	-12,0
grün: verbessert rot: verschlechtert schwarz: unverändert								grün: >=70		grün: >0 grün:<-15		
								rot: <=30		rot: <0		rot:>15

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

* REXP 10: Index 10-jähriger Anleihen

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

Edelmetalle

Rasend schnell und heimlich

Stephen Leeb erklärt, wie China Gold als geopolitische Waffe benutzt

China kauft 2.000 Tonnen Gold pro Jahr...

Auf dem Schreibtisch des amerikanischen Börsenbriefherausgebers und Autors Stephen Leeb stapeln sich derzeit 25 neue Bücher über die Weltmacht China. Verwundert stellte er beim Lesen fest, dass in keinem über Gold geschrieben wird – und schließt daraus, dass die Volksrepublik, in Übereinstimmung mit Sun Tsuns „Die Kunst des Krieges“, ihre Absichten gut zu verbergen weiß.

...doch der Preis des Edelmetalls fällt

Seit dem Jahr 2013 akkumuliert China pro Jahr mehr als 2.000 Tonnen des Edelmetalls. Das sind zwei Drittel der weltweiten Jahresförderung. Zusammen ergibt das 11.000 Tonnen bis Ende 2017. Dabei ist noch nicht einmal berücksichtigt, dass die

chinesische Notenbank in beliebiger Menge Gold importieren kann, ohne darüber berichten zu müssen. Trotz dieser immensen Nachfrage ist der Goldpreis gefallen und nicht gestiegen.

Eine „außergewöhnliche“ Zahl

Stephen Leeb stolperte über einen weiteren merkwürdigen Sachverhalt: In Chinas Bergen lagern Goldvorräte von etwa 2.000 Tonnen. Letztes Jahr wurden davon „außergewöhnliche“ 23% gefördert, also 455 Tonnen. Das Reich der Mitte wurde zum achten Mal hintereinander zum größten Goldförderer der Welt. 23% – „das ist der größte Prozentsatz von Reserven eines Rohstoffs oder Metalls, der jemals von irgendeiner Nation in der Geschichte abgebaut wurde“. Zum Vergleich: Letztes Jahr hoben alle goldproduzierenden Län-

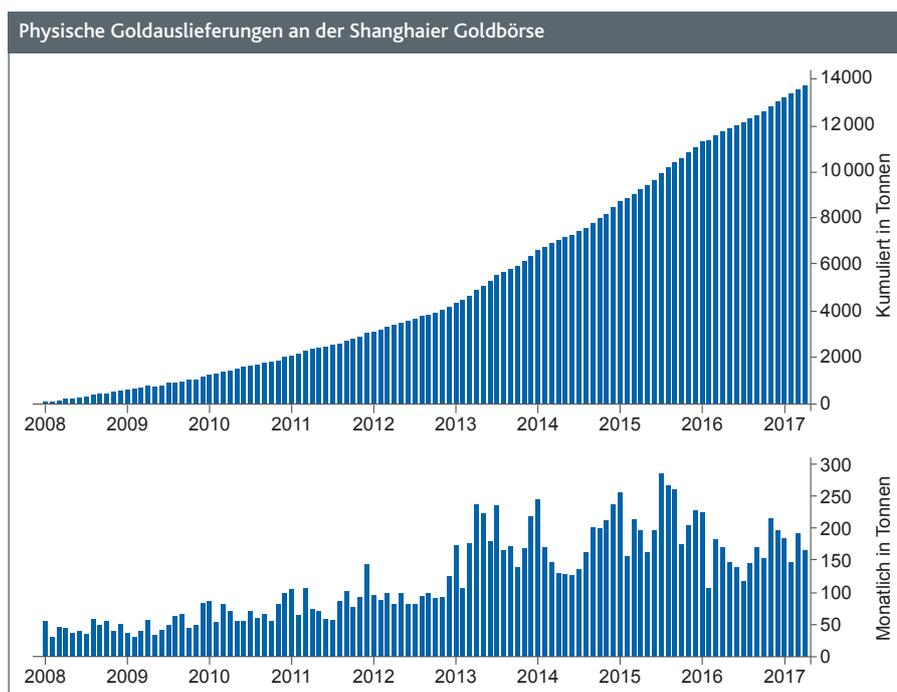
der zusammen etwa 5% ihrer Reserven. Barrick Gold, das Minenunternehmen mit den größten Goldvorräten, brachte es immerhin auf 7% – „ohne Frage das Maximum, ohne zukünftiges Wachstum zu kannibalisieren“.

Kein von privaten Aktionären kontrolliertes Minenunternehmen würde fast ein Viertel seiner Erzvorräte in nur einem Jahr fördern, erklärt Stephen Leeb in seinem auf King World News (KWN) veröffentlichten Artikel. Es würde dabei in großem Umfang Geld verlieren. Wegen der hohen Kapitalaufwendungen und der Kostenexplosion ginge es vermutlich sogar pleite. Ganz anders die Situation, wenn die Goldförderer Staatsfirmen sind oder zumindest vom Staat kontrollierte Unternehmen.

Stephen Leeb schlussfolgert: „China saugt jede Unze Gold auf, die es bekommen kann. Wenn das Land sein eigenes Gold in einer Geschwindigkeit fördert, die auf kurze Sicht ökonomisch unsinnig ist, wäre es wenig plausibel anzunehmen, dass es nicht auch zu niedrigeren Kosten alles verfügbare Gold aus dem Ausland akkumuliert, von Minenunternehmen, die – im Gegensatz zu China – nicht wissen, wie wertvoll Gold werden wird.“

Kampf um Hegemonie in Asien

Fakt ist: Die Volksrepublik China hat allein über die Shanghai Gold Exchange von 2008 bis April 2017 präzise dokumentierte 13.719 Tonnen Gold importiert; es ist indes kaum bekannt, wo das Gold im Land verblieben ist. Seit den 1980er-Jahren sollen bis zu 30.000 Tonnen des Metalls aus dem Westen in chinesische Tresore gewandert sein. China baut derzeit in Konkurrenz zur New Yorker COMEX einen Futures-Handel für wichtige Rohstoffe (inklusive Gold) auf, um Einfluss auf die Preisgestaltung zu nehmen. China treibt mit Hoch-



Steigende Goldauslieferungen (oben: kumuliert; unten: Menge pro Monat) deuten auf eine gewachsene Präferenz chinesischer Investoren für physisches Metall.

Quelle: www.goldchartsrus.com

druck das Eurasien-Projekt „Neue Seidenstraße“ (siehe SI X/2016) voran. Zum Schutz von für China wichtigen Wasserstraßen wird die Marine aufgerüstet. Warum diese Flut von Aktivitäten und in dieser Geschwindigkeit?

Die Financial Times stellte in ihrer Ausgabe vom 1./2. April 2017 auf einer ganzen Seite fünf der China-Neuerscheinungen vor (leider wurde keines der Bücher bislang ins Deutsche übersetzt). Dabei wird klar, warum es China nicht nur beim Anhäufen von Gold so eilig hat. In allen fünf Büchern wird die Wahrscheinlichkeit eines militärischen Konflikts zwischen China und den USA im Pazifik diskutiert.

China hat das Ziel, in Asien wieder die dominierende Rolle zu spielen, die es über Jahrhunderte hatte. Die USA werden alles versuchen, das zu verhindern. Folgt man „Destined for War: Can America and China Escape the Thucydides's Trap?“ von Harvard-Professor Graham Allison, führt – nach dem Vorbild Sparta und Athen – die Rivalität zwischen einer aufsteigenden und einer etablierten Supermacht mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem offenen Konflikt. Dem chinesischen Staatspräsidenten Xi Jinping ist die Arbeit von Professor Allison wohlbekannt. Er äußerte bereits gegenüber westlichen Besuchern, man müsse alles tun, um die „Thucydides-Falle“ zu vermeiden. „China und die Vereinigten Staaten sind aktuell auf Kollisionskurs in Richtung Krieg – sofern beide Parteien nicht schwierige und schmerzhaftes Aktionen unternehmen, das zu verhindern“, so Allison gegenüber der Financial Times.

Xi Jinpings Strategie erscheint nachvollziehbar: die geopolitische Situation Chinas stärken, ohne die USA allzu sehr zu provozieren. Bei einer Neuordnung des Weltfinanzsystems möchte China vorne mit dabei sein. Führende chinesische Notenbanker ließen keinen Zweifel daran: Ein mit Gold gedeckter oder zumindest teilweise gedeckter Yuan wäre eine attraktive Alternative zum ungeliebten US-Dollar. Für Stephen Leeb wäre ein solcher Yuan sogar „die sicherste Währung der Welt“.

Goldpreis 10.000 USD pro Unze

Es ist letztlich egal, ob China heimlich vorgeht (wie von Stephen Leeb behauptet) oder in Absprache mit dem Westen diese riesigen Mengen Gold anhäuft (siehe James Rickards, SI 7/2016). Eine wie auch immer gestaltete Golddeckung des Yuan wäre nur bei einem Goldpreis von etwa 10.000 USD pro Unze möglich. Mit Blick auf diese Zukunft erscheint es auf einmal doch sinnvoll, zu heute unwirtschaftlichen Konditionen Gold zu fördern.

Stephen Leeb: „Wir kennen sicher nicht die volle Wahrheit über Chinas Pläne, es kann einige Jahre dauern, bis Gold einen fünf-

	Edelmetallpreise, -indizes und -ratios				Veränderung seit		
	16.06.17	19.05.17	30.12.16	2.01.06	Vormonat	30.12.16	2.01.06
Gold in USD	1.253,63	1.255,55	1.141,25	516,88	-0,2%	+9,8%	+142,5%
Gold in EUR	1.119,51	1.120,23	1.084,32	437,30	-0,1%	+3,2%	+156,0%
Silber in USD	16,62	16,87	16,48	8,87	-1,5%	+0,8%	+87,4%
Silber in EUR	14,84	15,05	15,66	7,61	-1,4%	-5,2%	+95,0%
Platin in USD	929,50	943,50	902,50	966,50	-1,5%	+3,0%	-3,8%
Palladium in USD	867,00	762,00	681,50	254,00	+13,8%	+27,2%	+241,3%
HUI (Index)	187,10	194,86	190,59	298,77	-4,0%	-1,8%	-37,4%
Gold/Silber-Ratio	75,43	74,43	69,25	58,27	+1,3%	+8,9%	+29,4%
Dow Jones/Gold-Ratio	17,06	16,57	17,38	21,20	+3,0%	-1,8%	-19,5%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1198	1,1208	1,0525	1,1819	-0,1%	+6,4%	-5,3%

stelligen Preis erreicht. Gut für den Anleger, um noch günstig einzusteigen. Und wenn einmal ein wichtiges Signal aufleuchtet – wie eine Öl-Standardsorte gehandelt in Yuan –, ist es Zeit, jeden Lastwagen, den Sie bekommen können, mit Gold zu füllen.“

Rainer Kromarek

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

Aktie im Blickpunkt

Amaysim Australia

Virtuelles Netz, reale Erträge!

Für Warren Buffett ist völlig klar: Eine Sache eint die fünf größten Unternehmen der Welt. Sie alle kommen weitestgehend ohne große Investitionen in Sachanlagevermögen wie Fabriken oder Hardware aus, sondern agieren entweder ausschließlich digital oder lassen Zulieferer die tatsächliche Arbeit machen. Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon oder Facebook würden damit theoretisch sogar ohne Eigenkapital funktionieren. Aufgrund der geringen Kapitalintensität seien solche Geschäftsmodelle gleichzeitig auch das ideale Investment. Denn bereits die laufenden Cashflows reichen aus, um die Expansion zu finanzieren.

Die Krux an der Geschichte? So gut solche Geschäftsmodelle auch sind, so selten sind sie an der Börse zu finden. Vor allem in einer Größenordnung, die sich auch für ein Investment von Buffett eignet. Zum Glück sind jedoch die meisten Investoren kein Warren Buffett, zumindest nicht, was das verwaltete Vermögen betrifft. Die Auswahl an möglichen Asset-light-Unternehmen ist daher deutlich umfangreicher. Selbst dann, wenn die typischen Value-Kriterien an ein solches Investment angesetzt werden.

Virtueller geht's nicht

Fast schon idealtypisch für ein Asset-light-Modell steht die australische Amaysim Australia. Als sogenannter MVNO (Mobile Virtual Network Operator) ist das Unternehmen ein Marketing- und Distributionsunternehmen für Mobilfunkverträge, Internetanschlüsse, Strom und Gas. Statt diese Leistungen selbst zu erbringen, kauft Amaysim Telefonminuten, Anschlüsse und

Kilowattstunden lediglich zu und bündelt diese Dienste in übersichtlichen und jederzeit kündbaren Verträgen. Dafür gibt es keine subventionierten Handys wie bei der Konkurrenz. Wesentliches Verkaufsargument sind damit der Preis, aber auch die Benutzerfreundlichkeit und die Übersichtlichkeit. Über mehrere Online-Shops verkauft Amaysim zwar auch Endgeräte, aber lediglich auf Rechnung eines Zulieferers, und finanziert von einem Drittanbieter für Konsumentenkredite.

Die Gründer des Unternehmens hatten zuvor in Deutschland den Mobilfunk-Discounter simyo gestartet und diesen später an E-Plus verkauft. Aktuell größtes Segment der 2010 gestarteten Amaysim ist ebenfalls der Mobilfunk, wo rund 1,1 Mio. Kunden die Dienste des Unternehmens nutzen (Nummer vier im australischen Mobilfunkmarkt). Neben der Kernmarke Amaysim bietet das Unternehmen unter der Marke Vaya ein separates Discount-Angebot an, bei dem vor allem der Preis im Vordergrund steht. Sämtliche Mobilfunkdienste werden über den Marktführer Optus angeboten, mit dem es einen Exklusivvertrag gibt. Zwar ist der exakte Inhalt dieses Vertrags auch im Emissionsprospekt zum IPO nicht genannt worden. Angesichts der hinter dem Unternehmen stehenden Leute ist jedoch davon auszugehen, dass Amaysim damit auch bei Preissenkungen der Konkurrenz kompetitive Preise anbieten können wird.

Neue Energie für das Land

Mit der Akquisition des Energieanbieters Click Energy im Mai gibt es zudem eine dritte Marke, die aktuell knapp 165.000 Haushalte bedient. In Zukunft sollen auch unter diesem Brand Telefon- und Internetangebote lanciert werden, aber gleichzeitig auch unter den bestehenden Marken Angebote für Strom und Gas. Eine Besonderheit des australischen Marktes dürfte der Markt für Breitband-Internetanschlüsse sein. Mit dem sogenannten NBN (National Broadband Network) gibt es dort seit diesem Jahr ein staatlich betriebenes Netzwerk, das selbst jedoch keine Endkunden betreut, sondern dies verschiedenen Resellern überlässt.

Mit einem transparenten und günstigen Angebot versucht Amaysim hier, von Beginn an mit bestehenden, aber auch mit neuen Kunden einen größeren Marktanteil zu besetzen. Während aktuell der durchschnittliche Umsatz je Kunde (ARPU, Average Revenue per User) im Mobilfunk bei ca. 22,50 AUD im Monat liegt, geht Amaysim davon aus, im Breitbandgeschäft rund 62 AUD im Monat zu erreichen. Erklärtes Ziel der Gruppe ist es, binnen drei Jahren ca. 300.000 Haushalte mit dem Komplettpaket aus Mobilfunk, Internet und Energie zu versorgen und dabei

Amaysim Australia Ltd.			
Branche	Telekommunikation		
WKN	A14VZA	Aktienzahl (in Mio.)	208,0
GJ-Ende	30.6.	Kurs am 16.06.17	1,29
Mitarbeiter	152	MCap (in Mio. EUR)	268,3
	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Umsatz (Mio. EUR)	217,8	402,7	457,8
in % ggü. Vj.	27,4%	84,9%	13,7%
EPS	0,078	0,107	0,139
in % ggü. Vj.	2,7%	37,1%	29,6%
KGV	16,5	12,0	9,3
Dividende	0,09	0,12	0,15
% ggü. Vj.	8,4%	32,2%	26,1%

Quellen: OnVista, Goldman Sachs

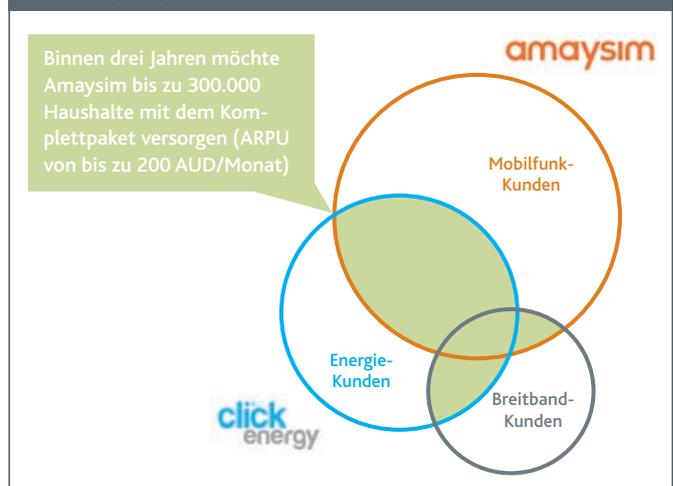
ein monatliches ARPU von ca. 200 AUD zu erzielen. Allein dies würde einen Umsatz von mehr als 700 Mio. AUD bedeuten.

Zweistellige Free-Cashflow-Margen absehbar

Für 2016/17 (das Geschäftsjahr endet zum 30.6.) erwartet das Management einen Umsatz von rund 320 Mio. AUD, einen Rohertrag von ca. 100 Mio. AUD und ein EBITDA von 42-43 Mio. AUD (ca. 13% Marge). Der operative Cashflow soll laut Analystenschätzungen bei ca. 45 Mio. AUD liegen. Korrigiert um Akquisitionen ergibt sich eine Free-Cashflow-Rendite (FCF) von ca. 8%. Die Übernahme von Click Energy hat mit 120 Mio. AUD zu Buche geschlagen und wurde zum Großteil über Fremdkapital finanziert. Deutlich höhere operative Cashflows sollten es Amaysim jedoch ermöglichen, diese Verschuldung binnen zwei oder drei Jahren zurückzuführen. Aktuell ergeben sich für 2017/18 ein EV/EBIT von lediglich neun und ein KGV von 11,9 (!). Im selben Jahr dürfte die FCF-Rendite bereits bei mehr als 16% (!) liegen.

Beim aktuellen Kurs von 1,90 AUD notiert die Aktie dennoch lediglich knapp über dem Emissionspreis beim IPO vor knapp zwei Jahren. Einer der Gründe dafür dürfte die Angst des Marktes vor dem Start eines vierten Mobilfunknetzbetreibers in Australien sein. Der Konkurrent TPG hatte erst im diesem Jahr ein Spektrum an Frequenzen ersteigert. In vielen Märkten ist dies mit einem signifikanten Verfall des Preisniveaus verbunden gewesen. Allerdings dürfte TPG erst in ca. zwei Jahren startklar sein. Durch die clevere Ausgestaltung des Vertrags mit Optus sollten auch dann die Margen von Amaysim kaum in Mitleidenschaft gezogen werden können. Lediglich das absolute ARPU im Mobilfunkgeschäft dürfte leicht rückläufig sein. Andererseits ergeben sich durch „Upselling“ von bestehenden Verträgen (Breitband und Energie) genug Möglichkeiten, dies mehr als zu kompensieren.

Abb.: Dreijahresplan des Unternehmens



Durch Bündelung von Mobilfunkangeboten mit Breitbandanschlüssen und Energieversorgung dürften die Umsätze je Kunde (ARPU) zunehmen, gleichzeitig aber die sogenannte Churn-Rate (Absprungrate bei bestehenden Kunden) zurückgehen

Fazit

Es braucht keine Raketenwissenschaften, um das Geschäftsmodell von Amaysim zu analysieren. Anhaltendes Kundenwachstum und die Möglichkeiten zum Cross-Selling dürften die Umsätze in den kommenden Jahren deutlich anschieben – völlig egal, ob sich der Konkurrent TPG mit seinem eigenen Netz verhebt oder nicht. Mit einem transparenten Preismodell, einer attraktiven IT-Infrastruktur und der Möglichkeit, flexibel auf Marktveränderungen zu reagieren, wird Amaysim auch langfristig in allen Geschäftsbereichen Kunden hinzugewinnen. Ganz ohne eigene kostspielige Infrastruktur.

Christoph Karl

Anzeige



Obwohl immer wieder brandaktuell, ist das Phänomen »Steuerflucht« alles andere als neu. Bereits Ende des Ersten Weltkriegs begann die Schweiz, ein Modell zu etablieren, das fast 100 Jahre erfolgreich funktionieren sollte. Inzwischen gibt es unzählige Nachahmer, die »Kundschaft« mit Niedrigststeuern anlocken – darunter nicht nur die Cayman Islands, sondern auch Bundesstaaten der USA. Und so wechselhaft die Geschichte der Steueroasen auch ist – ihre Macher hinter den glitzernden Bank und Kanzleifassaden sind ihren Jägern immer eine Spur voraus. Keiner kennt das Katz-und-Maus-Spiel zwischen Fahndungsbehörden und Finanzberatern besser als Hans-Lothar Merten.

Hans-Lothar Merten
Vertreibung aus dem Paradies
 100 Jahre Steueroasen zwischen Nummernkonten, Briefkastenfirmen und Karibikinseln
 ISBN 978-3-95972-027-4
 272 Seiten | 24,99 €
 Auch als E-Book erhältlich



FinanzBuch Verlag

www.finanzbuchverlag.de

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

Buy or Goodbye

Buy: National Oilwell Varco

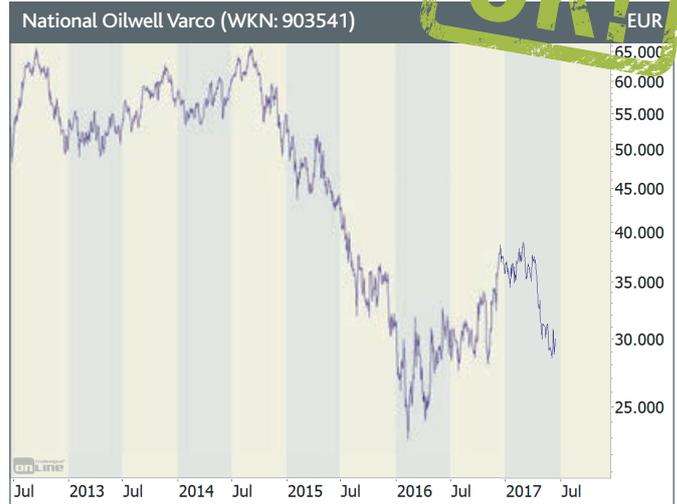
Der Ölpreisverfall hat in den letzten Jahren nicht nur bei den bekannten Namen wie Exxon Mobil, Shell oder BP seine Spuren hinterlassen, sondern auch bei deren Dienstleistern. Im Fall von National Oilwell Varco (NOV) kommt der anhaltende Boom der Fracking-Branche dazu, der teure Offshore-Bohrungen unattraktiv macht. Andererseits hat NOV eine absolut dominierende Marktstellung beim Equipment für solche Hochseebohrungen. Der Marktanteil dürfte bei mehr als 50% liegen, in einzelnen Segmenten gibt es keinerlei nennenswerte Konkurrenz. Mehr als 80% der Hochseebohrschiffe sind zudem mehr als 30 Jahre alt. Alleine mit dem Ersatzteilgeschäft sollte NOV damit über ein genügend großes Grundrauschen verfügen (ca. 20% des Umsatzes). Richtig ins Laufen könnten die Geschäfte jedoch kommen, wenn die Branchengrößen wieder im großen Stile aufrüsten und neue Tiefseebohrungen durchführen.

Trotz der Zyklik der Branche verfügt das Unternehmen über eine stabile Bilanz und erwirtschaftet auch in den letzten Jahren stets positive freie Cashflows. Die Aktie ist daher keine ausschließliche Wette auf einen höheren Ölpreis. Vielmehr ist NOV ein Value-Titel, der sich aktuell exakt zum Buchwert kaufen lässt. Sollte aus den aktuellen

Goodbye: Staramba SE

Ein Börsenwert von 110 Mio. EUR bei einem Umsatz von lediglich 2,1 Mio. EUR – das erinnert an die Zeiten des früheren Neuen Marktes. Bei der Aktie von Staramba ist dies allerdings auch im Jahr 2017 der Fall. Der Hintergrund ist eine Wachstumsstory, die auf nicht weniger als den Weltmarkt abzielt, bei genauerer Betrachtung aber alles andere als ein Selbstläufer ist. Kern des Unternehmens ist eine 3D-Scanner-Technik, mit der sich digitale Ganzkörperaufnahmen erstellen lassen. Diese wiederum sind die Basis von kleinen Plastikfiguren aus dem 3D-Drucker oder digitaler Avatare, die sich anschließend in Computerspielen und virtuellen Welten verwenden lassen. Bislang wurden vor allem Sportstars und VIPs gescannt, mit denen Kooperationsvereinbarungen bestehen. Ein Wachstumsmarkt ohne Zweifel, so weit, so gut. Nun beginnt aber das klassische Spiel des Aufbaus einer großen Börsenstory mit Kaufempfehlungen in diversen Börsenbriefen.

Und dies, obwohl Staramba 2016 seine selbst gesteckten Ziele mehr als deutlich verfehlt (2 Mio. EUR statt 5 Mio. EUR Umsatz aus dem operativen Geschäft). Da passt es wunderbar, dass die Prognose für 2017 bereits locker von 10,0 Mio. EUR auf 15,9 Mio. EUR angehoben werden konnte. Neben dem Verkauf von 3D-Figuren im eigenen Shop soll vor allem der Absatz der 3D-Scanner durch die Decke gehen, die von einem Partner in den USA in verschiede-



Spannungen in Katar ein langwieriger Konflikt entstehen (siehe „Das große Bild“), könnten Tiefseebohrungen relativ schnell wieder auf der Tagesordnung stehen. Diese „Option“ gibt es aktuell für Anleger gratis dazu. Anleger, die dieses Thema etwas offensiver spielen wollen, sollten einen Blick auf Transocean (WKN: A0REAY) werfen. Zwar ist dieses Tiefseebohrunternehmen meilenweit von der Stabilität einer NOV entfernt, zuletzt räumt jedoch auch hier das Management die Bilanz auf. Allerdings zeigt die Auslastung der teuren Bohrrinseln und Bohrschiffe weiterhin nach unten. Die Aktie ist damit kurzfristig wie ein Optionsschein auf eine Ölpreiserholung zu sehen.

Christoph Karl



nen Einkaufszentren aufgestellt werden. Ab 2018 soll dann schließlich auch in Europa mit dem Aufbau eines Scanner-Netzwerks begonnen werden. Damit sollen zukünftig nicht nur Prominente ihre Körper digitalisieren, sondern auch Otto Normalverbraucher. Bereits eine kurze Google-Recherche zeigt dagegen, dass Staramba bei Weitem nicht der einzige ist, der in diesem Feld einen Fuß in die Türe bekommen möchte. Zur aktuellen Bewertung ist daher eindeutig zu viel Fantasie mit eingepreist.

Christoph Karl

Mittelstandsaktien

Betongold in Small-Cap-Verpackung

Real Estate Day der Börse München! Sechs reinrassige Immobilienunternehmen präsentierten ihre Strategie und ihre Zahlen bei der m:access-Analystenkonferenz im Juni.

Gefüllte Pipeline

Die Münchener **GIEAG** beschäftigt sich seit der Gründung 1999 mit der Entwicklung von Gewerbeimmobilien in den Segmenten Büro, Einzelhandel und Logistik. Die typischen Objektgrößen liegen bei Gewerbeimmobilien bei 5-65 Mio. EUR. Bisher wurde insgesamt ein Projektvolumen von über 300 Mio. EUR mit neuen Greenfield- und Revitalisierungsprojekten realisiert. Die Haltedauer der Immobilien ist recht unterschiedlich. Bieten sich Chancen für kurzfristige Desinvestments, werden diese genutzt. Der regionale Fokus liegt mit wenigen Ausnahmen primär auf Süddeutschland: Bayern, Baden-Württemberg, Rheinland-Pfalz, Thüringen, Sachsen, insbesondere in den sogenannten B- und C-Städten. In den vergangenen Jahren wurden zudem auch einzelne Wohnimmobilienprojekte realisiert. Aktuell befinden sich 722 Wohneinheiten im Eigenbestand. Die grundsätzlichen Wachstums- und Ertragspotenziale realisiert GIEAG nach Aussage des Managements insbesondere durch Mietsteigerungen, Nachverdichtungen und im Rahmen von Privatisierungen.

Die Jahresnettomietterträge aus dem Eigenbestand lagen 2015 bei rund 3,5 Mio. EUR. Die präsentierten Geschäftszahlen für 2015 zeigen einen starken Umsatzzuwachs auf 65,7 Mio. EUR (Vj.: 14,7 Mio. EUR), was auf einen erfolgreichen Verkauf einer Wohnimmobilie in Stuttgart zurückzuführen ist. Mit einem EBIT von 51,4 Mio. EUR (Vj.: 6,2 Mio. EUR) und einem Jahresüberschuss von 10,6 Mio. EUR (Vj.: 2,1 Mio. EUR) weist das Unternehmen ein Ergebnis pro

Aktie von 2,56 EUR aus. Das Ergebnis für 2016 wird voraussichtlich wieder das Niveau von 2014 erreichen. Neue Entwicklungsprojekte mit einem Gesamtvolumen von über 500 Mio. EUR befinden sich jedoch in der Akquisitions-Pipeline. Im laufenden Geschäftsjahr kann zudem wieder mit lukrativen Verkäufen gerechnet werden. Die seit 2010 gelistete GIEAG ist aufgrund der geringen Börsenumsätze bislang noch nicht sonderlich in Erscheinung getreten. Den Äußerungen des Managements zufolge plant das Unternehmen für 2017 jedoch die Umsetzung von Kapitalmaßnahmen. Die positive Aktienkursentwicklung und die gefüllte Pipeline sprechen dafür.

Nahversorgung als Nischenmarkt

Die **DEFAMA Deutsche Fachmarkt AG** aus Berlin fokussiert sich seit 2014 auf den Kauf von etablierten Fachmarkt- und Einkaufszentren und den langfristigen Aufbau eines Portfolios. Die Objektgrößen liegen in der Regel bei einem Kaufpreis zwischen 1 und 6 Mio. EUR. Der regionale Fokus liegt auf kleinen und mittelgroßen Städten in Nord- und Ostdeutschland. Die erworbenen Nahversorgungszentren sind meist die einzigen Anbieter in der Region. Zu

den größten Mietern gehören die großen deutschen Discounterketten. DEFAMA verfolgt damit eine klar definierte Nischenstrategie, da größere, auch internationale Investoren nicht in diesem kleinteiligen Geschäft aktiv sind.

Mit rund 6.000 Objekten – allein in Deutschland – bieten sich in diesem Marktsegment allerdings weiterhin attraktive Wachstumspotenziale. Bislang konnte DEFAMA 18 Fachmärkte im Wert von insgesamt rund 47 Mio. EUR erwerben, sechs bis acht Objekte sollen jährlich neu hinzukommen. Die Gesellschaft konnte 2016 bei Umsätzen von 3,4 Mio. EUR einen Jahresüberschuss von 0,9 Mio. EUR ausweisen. Die Funds From Operations (FFO) lagen bei 1,6 Mio. EUR. Zum ersten Quartal 2017 waren über 4 Mio. EUR an liquiden Mitteln verfügbar. Das Management rechnet für 2017 mit einer Erhöhung der Ertragsstärke (annualisierte Jahresnettomietterträge 5,5 Mio. EUR; annualisierte Funds From Operations 2,9 Mio. EUR). Die bislang im Freiverkehr München gehandelte Aktie wird wohl bald den Weg an das m:access-Segment suchen. ■

Marcus Krefi

Zahlen zu den vorgestellten Mittelstandsunternehmen

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2016*	EpS 2016	EpS 2017e	KGV 2016	KGV 2017e
DEFAMA	A13SUL	8,95	31,7	3,4	0,25	0,40	35,3	22,4
GIEAG	549227	8,30	34,9	15,0	0,50	0,70	16,6	11,9

*) in Mio. EUR; alle Angaben in EUR

Quellen: OnVista, Geschäftsberichte, eigene Schätzungen

Value-Aktien

Value-Paradies Europa

Gerade bei der Suche nach unterbewerteten Titeln lohnt ein Blick über den eigenen Tellerrand. Bei unseren Nachbarn im Norden, Westen und Süden wurden wir dieses Mal fündig.

Kampf den Keimen

Pro Jahr sterben in Europa Schätzungen zufolge mehr als 90.000 Menschen an den Folgen von Krankenhauskeimen. Seriöse Studien gehen zudem von 2,6 Mio. Neuinfektionen pro Jahr aus. Diese Zahlen verdeutlichen die Größe des Problems. Hygiene ist das Geschäft von **Servizi Italia**, die als Outsourcing-Dienstleister von Krankenhäusern die Reinigung der Bettwäsche, OP-Instrumente und Arbeitskleidung der Angestellten übernehmen. Hinzu kommen weitere Dienstleistungen rund um die Wäsche und Sterilisierung von Textilien und medizinischem Equipment.

In ihrer Heimat Italien verfügt Servizi Italia über eine besonders starke Marktposition. Darüber hinaus expandierte das Unternehmen in den vergangenen Jahren nach Brasilien sowie auf den Balkan. In Albanien schloss das Unternehmen Ende 2015 einen Zehnjahresvertrag mit allen öffentlichen Krankenhäusern ab, für die seitdem die fachgerechte Reinigung der Textilien und des OP-Equipments übernommen werden. Auch in der Türkei ist Servizi Italia vor allem im privaten Krankensektor aktiv.

Neben geplanten Zukäufen auf dem Heimatmarkt strebt der Vorstand eine weitere geografische Expansion in Ländern wie Brasilien, der Türkei, Marokko und Indien an. Erklärtes Ziel ist es, das Angebot um neue Outsourcing-Dienste aus dem Reinigungs- und Hygienebereich zu erweitern. Ein Spezialist wie Servizi Italia kann vieles effizienter abwickeln als die Krankenhäuser selber. Deren Budget-

und Sparzwänge sind hinlänglich bekannt, was dem Unternehmen zusätzlich in die Karten spielt. Im Jahr 2016 erwirtschaftete Servizi Italia einen Umsatz von 237 Mio. EUR (Vj.: 230 Mio. EUR) sowie einen Überschuss von 10,5 Mio. EUR (Vj: 12,5 Mio. EUR).

Der Rückgang im Ergebnis erklärt sich zum Teil mit Wechselkurseffekten. Value-Anleger dürften sich vor allem für die Stabilität des Geschäftsmodells in konjunkturellen Schwächephasen interessieren. Dazu bezahlt die Gesellschaft eine attraktive Dividende (zuletzt 0,15 EUR je Aktie). Das derzeitige KGV von 12,5 erscheint im Branchenvergleich ebenfalls moderat.

Konglomerat auf Erfolgskurs

Der Zeitgeist zwang viele Firmenchefs in den letzten Jahren zu Desinvestments und zum Verkauf von vermeintlichen Randaktivitäten. Dabei fielen die Vorteile einer Diversifikation oftmals unter den Tisch. Die französische **Bouygues** mag manch einer vielleicht als „Gemischtwarenladen“ bezeichnen. Immerhin ist der Konzern

in den Bereichen Bau, Immobilien, Infrastruktur, Medien und Telekommunikation unterwegs. Der Start in das neue Geschäftsjahr zeigte jedoch in allen Segmenten eine erfreuliche operative Entwicklung. Während das Baugeschäft dank mehrerer Großaufträge einen Rekordauftragsbestand von 31 Mrd. EUR aufwies (+4%), konnte die Mediensparte mit ihren fünf TV-Sendern – darunter TF1 – das Ergebnis deutlich verbessern.

Dort zeigten die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen Wirkung. Ziel bleibt es, in diesem Segment im Jahr 2019 eine zweistellige Marge zu erwirtschaften. Bei Bouygues Telecom liegt die EBITDA-Messlatte bereits für dieses Jahr bei 25%. Auch dank 364.000 Neukunden im ersten Quartal gelang es, die Erlöse um 8% auf 1,2 Mrd. EUR zu verbessern.

In der gesamten Bouygues-Gruppe lag der Q1-Umsatz 5% über dem Vorjahr 2016 erzielten die Franzosen noch Konzernerlöse von 31,8 Mrd. EUR sowie ein EBIT von 950 Mio. EUR. Bestens aufgestellt zeigt sich Bouygues über seine Tochter Colas auch im lukrativen Verkehrsinfrastrukturgeschäft. 55.000 Mitarbeiter planen, bauen und betreiben nach Fertigstellung weltweit Infrastrukturvorhaben wie Autobahnen, Straßen, Brücken, Logistikzentren, Tunnel und Häfen. In diese Strategie passt auch die Minderheitsbeteiligung am Bahntechnikkonzern Alstom.

Dieser blickt dank voller Auftragsbücher ebenfalls positiv in die Zukunft. Bis 2020 will Alstom seine operative Marge auf



Kennzahlen der vorgestellten Value-Aktien													
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2016e*	EpS 2016	EpS 2017e	EpS 2018e	KGV 2016e	KGV 2017e	KGV 2018e	Div. 2016**	Div.-Ren. 2016	Div.-Ren. 2016
Bouygues [FR]	858821	38,53	13,7	31,8	2,11	2,22	2,50	18,3	17,4	15,4	1,60	4,2%	1,1%
Husqvarna [SWE]	A0J2R3	8,72	4,0	3,7	0,37	0,47	0,54	23,6	18,6	16,1	0,20	2,3%	3,3%
Servizi Italia [IT]	A0MNXR	4,72	0,15	0,24	0,34	0,38	0,45	13,9	12,4	10,5	0,15	3,2%	2,1%

*) in Mrd. EUR; **) für 2016 bezahlt in 2017; alle Angaben in EUR

ein Niveau von 7% heben. Der Umsatz soll jährlich organisch um mindestens 5% wachsen. Erwähnenswert sind nicht zuletzt Bouygues' Fortschritte beim Schuldenabbau und die überdurchschnittliche Ausschüttungsquote. So liegt die Dividende seit vielen Jahren stabil bei 1,60 EUR (aktuelle Rendite: 4,1%). Sollte das Papier demnächst die Widerstände zwischen 39 und 40 EUR nehmen, dürfte sich der Aufwärtstrend beschleunigen.

Wohlfühloase Garten

Die Schweden sind ein glückliches Volk. Vielleicht weil sie sich vor allem an den langen Sommertagen so oft in der wunderschönen Natur aufhalten. Die Frage sei also erlaubt, ob es Zufall ist, dass ausgerechnet in Skandinavien einer der weltweit größten Hersteller von Pflege- und Bewässerungsprodukten für den heimischen Garten zuhause ist. **Husqvarna** produziert Motorsägen, Laubsauger, Rasenmäher und Gartentraktoren. 2006 wurde die deutsche Gardena übernommen, der europäischen Marktführer in der Bewässerung und Rasenpflege.

Seitdem haben sich das Wachstumstempo und die Profitabilität im Konzern weiter erhöht. Im vergangenen Geschäftsjahr erzielte Husqvarna bei Erlösen von umgerechnet 3,7 Mrd. EUR eine für die Branche bereits überdurchschnittliche operative Marge von knapp 9%. Größenvorteile sollen schon mittelfristig eine zweistellige Rendite ermöglichen. Organisch strebt der Vorstand zudem ein währungsbereinigtes Umsatzplus zwischen 3 und 5% an.

Tatsächlich wächst der für Husqvarna relevante Markt jährlich um knapp 3%, wobei die Dynamik in den Emerging Markets noch einmal deutlich höher ist. Hier entdecken die Menschen erst allmählich den eigenen Garten als Wohlfühloase und Rückzugsort. Komplettiert wird das Portfolio von Schneidgeräten und Diamantwerkzeugen für die Bau- und Steinindustrie. Trotz einer klugen Akquisitionstrategie konnte die Verschuldung dank sprudelnder Cashflows sukzessive reduziert werden.

Auch die Ausschüttungen an die Aktionäre stiegen im Einklang mit dem wirtschaftlichen Erfolg in den letzten Jahren weiter an (2016: 1,95 SEK). Value-Investoren schätzen nicht zuletzt die Innovationsfreude des Konzerns. Produktneheiten wie Rasenroboter und kabellose Motorsägen mit immer leistungsfähigeren Akkus sorgen dafür, dass die Konkurrenz

auf Abstand gehalten wird. Das vom Management ausgegebene Ziel eines profitablen Wachstums bietet eine gesunde Grundlage für steigende Börsenkurse. Gegenüber 2016 sollte sich das Ergebnis je Aktie bis Ende nächsten Jahres um über 40% verbessern, woraus sich für 2018 ein KGV von rund 16 errechnet.

Fazit

Europäische Unternehmen liegen in ihrer Bewertung weiterhin deutlich unter ihren amerikanischen Pendanten. Bei durchaus vertretbaren Multiples bieten sie stabile Wachstumsperspektiven im operativen Geschäft. Exakt solche Kandidaten stellen wir Ihnen an dieser Stelle in unserer Value-Kategorie alle drei Monate vor. In den beiden dazwischen liegenden Monaten behandeln wir in dieser Rubrik Turnaround- und CANSLIM-Titel – jeweils im Turnus.

Marcus Wessel

Anzeige

Immobilien zum ½ Preis*! Bei Kauf mit *Nießbrauch



Sie erwerben bspw. eine DHH mit ca. 418m² Grund in Randlage München mit einem Marktwert von ca. € 720.000 nach Abzug des Nießbrauchs für lediglich ca. € 355.000. Kapitalschutz mit Grundbuchsicherung.

SACHWERTPARK München
TEL. 089 / 55 26 42 90
Geschäftsführer: Robert Riedl

Musterdepot

Mit angezogener Handbremse

Musterdepot mit signifikantem Cash-Anteil

Mit einer Performance von 10,6% seit Jahresbeginn liegen wir leicht hinter dem DAX. Allerdings haben wir den Rückstand in den vergangenen Wochen fast aufgeholt. Zudem hatten wir über weite Teile des ersten Halbjahres einen signifikanten Cash-Bestand. Dies soll keine Entschuldigung sein, hat sich aber tatsächlich in der niedrigen Volatilität des Depots bemerkbar gemacht.

Mit den jüngsten Zukäufen bei Tahoe Resources, Silvercorp und Endeavour Mining haben wir die Cashquote im Juni jedoch signifikant reduziert. Aktuell liegen wir „nur“ noch bei knapp 20%. Die bisherige Performance dieser drei Minen-Engagements lässt zwar zu wünschen übrig, in den kommenden Monaten

könnten wir uns aber einen Schub bei den Edelmetallen vorstellen. Derzeit sind rund 14% des Depotvolumens im Edelmetallsektor allokiert. Wir sehen diese Position auch als einen Hedge gegen einen Crash am Aktienmarkt an. Mit einer Stopp-Buy-Order für einen Turbo-Short auf den DAX versuchen wir, dieses Risiko gleichzeitig für das restliche Depot abzufedern. Lesen Sie dazu mehr in unserer wöchentlichen Onlinerubrik „Musterdepot“.

Kein Ende der Fantasie

Unter dem Radar der meisten Anleger hat sich Solutions 30 zum Highflyer unseres Depots entwickelt. Wir liegen mit der Aktie nun bereits 144% im Plus. Das IT-Serviceunternehmen

Musterdepot (Start: 24.03.2003 mit 100.000 Euro)													Stichtag: 16.06.2017 (DAX: 12.753)	
Performance: +10,6% seit Jahresanfang (DAX: +11,1%); +2,3% gg. Vormonat (DAX: +0,9%); +239,5% seit Depotstart (DAX: +398,6%)														
Unternehmen/Land	WKN	Branche	SIP ¹	C/R ²	Stück	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs akt.	Wert akt.	Depot-Anteil	Performance Vormo.	Performance seit Kauf	Stopp-Loss	
Solutions 30 [LU]	A2APOH	IT-Services	B	7/5	1.300	17.03.16	9,75	23,83	30.979	9,1%	+11,5%	+144,4%	19,20	
bet-at-home.com [DE/AT]	A0DNAY	Online-Sportwetten	B	6/5	200	17.03.16	58,22	139,60	27.920	8,2%	+4,6%	+139,8%	122,00	
Visa [US]	A0NC7B	Kreditkarten	C	6/5	100	19.12.13	39,63	84,15	8.415	2,5%	+2,2%	+112,4%	81,00	
Hochdorf [CH]	A0MYT7	Michprodukte	B	7/4	45	17.12.15	152,00	292,74	13.173	3,9%	+0,6%	+92,6%		
Anthem [US] ³	A12FMV	Krankenversicherer	C	6/5	150	27.03.14	92,86	169,21	25.382	7,5%	+7,0%	+82,2%		
Stada [DE]	725180	Pharma	C	4/3	200	26.05.16	47,20	64,35	12.870	3,8%	-3,0%	+36,3%		
Grenke [DE] ³	A161N3	Leasing	B	5/4	130	08.12.16	152,45	194,80	25.324	7,5%	+3,6%	+27,8%	180,00	
Bolloré [FR]	875558	Holding	A	8/4	5.000	27.04.17	3,70	4,14	20.700	6,1%	+4,5%	+11,9%		
Reckitt Benckiser [UK] ³	A0M1W6	Konsumgüter	A	7/4	200	20.10.16	84,61	91,17	18.234	5,4%	+1,3%	+7,8%	86,80	
BB Biotech [CH]	A0NFN3	Biotech-Holding	B	6/5	180	01.12.16	50,55	51,59	9.286	2,7%	+2,9%	+2,1%	47,80	
Bijou Brigitte [DE]	522950	Modeschmuck	A	6/4	150	15.06.17	64,46	65,20	9.780	2,9%		+1,1%		
Berkshire Hath..S] ³ (IK)	A0YJQ2	Holding	A	7/3	150	26.01.17	153,64	152,60	22.890	6,7%	+4,6%	-0,7%		
Tahoe Resources [CA] ³	A1CORA	Silberproduzent	A	9/6	1.700	18.05.17	8,14	7,51	12.767	3,8%	-11,2%	-7,8%		
Silvercorp [CA] ³	A0EAS0	Silberproduzent	B	8/7	7.000	16.02.17	3,42	2,68	18.760	5,5%	-3,6%	-21,5%		
Endeavour Silver [CA] ³	A0DJON	Goldproduzent	B	7/6	6.000	22.04.16	3,52	2,64	15.840	4,7%	-6,0%	-25,1%		
IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 65!									Aktienbestand	272.320	80,2%			
									Liquidität	67.172	19,8%			
									Gesamtwert	339.492	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 Handlungsprämisse 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



Durchgeführte Käufe					
Käufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Kaufwert	Datum
Bijou Brigitte	522950	64,46	150	9.669	15.06.17
Tahoe Resources	A1CORA	7,55	700	5.285	15.06.17
Silvercorp	AOEASO	2,68	2.000	5.360	15.06.17
Endeavour Silver	A0DJ0N	2,67	2.000	5.340	15.06.17

konnte zuletzt eine Partnerschaft mit Fujitsu in Frankreich bekanntgeben, aus der das Unternehmen ca. 10 Mio. EUR zusätzliches Umsatzvolumen für 2017 erwartet. Zukünftig wird Solutions 30 den Service für sämtliche Hardwareprodukte von Fujitsu Frankreich übernehmen. Über die fünfjährige Vertragslaufzeit gibt es einen Garantieumsatz von 51,2 Mio. EUR.

Zusammen mit dem organischen Wachstum sollte diese Transaktion laut Analystenschätzungen 2017 zu einem Umsatzsprung von mehr als 35% auf rund 260 Mio. EUR und einem Ergebnisanstieg von bis zu 75% auf 0,72 EUR je Aktie führen. Durch weitere Ausschreibungen im Segment Smart Meter und den Ausbau des Glasfasernetzes in Frankreich könnte sich in den kommenden Monaten die Aussicht auf eine erneute Ergebnisverbesserung ergeben.

Schnaps drauf

Trotz eines auf den ersten Blick attraktiven Preises haben sich die beiden Finanzinvestoren Bain Capital und Cinven bislang schwer damit getan, im Rahmen ihres Übernahmeangebotes für STADA nennenswerte Stückzahlen an Aktien angedient zu bekommen. Die Mindestannahmeschwelle wurde daraufhin am 7. Juni von 75% auf 67,5% gesenkt und die Annahmefrist bis zum 22. Juni verlängert. Noch deuten die Kurse von Stada sowie der bereits eingereichten Stada-Aktien darauf hin, dass bis zu diesem Datum die Übernahme tatsächlich über die Bühne geht.

Mit Stand vom 16.6. wurden allerdings lediglich 32,2% der Aktien zum Verkauf eingereicht. Große institutionelle Investoren dürften sich ihre Entscheidung bis in die letzten Stunden offenhalten. Nach unserer Einschätzung dürfte am Ende eine Annahmequote ganz knapp oberhalb von 67,5% zustande kommen. Bain Capital und Cinven wären damit allerdings noch einige Prozente von einem möglichen Squeeze-out (ab 90%) entfernt. Für „Annahmeverweigerer“ könnte es damit später noch einmal einen Schnaps drauf geben.

Alles vom Kondom bis zum Milchfläschchen

Zustande gekommen ist unterdessen die Übernahme des Baby-nahrungsherstellers Mead Johnson durch unsern Depotwert Reckitt Benckiser. Statt sich lediglich um die Verhütung zu kümmern (Durex), bietet Reckitt damit in Zukunft auch Produkte für den Fall an, dass dies schiefgehen ist. Gleichzeitig erhöht der britische Konzern seinen Fußabdruck in diversen Emerging Markets sowie in China.

Neben dem neu akquirierten wachstumsstarken Geschäft mit Babys und Kleinkindern sollte auch das bestehende Markenportfolio laut diversen Analystenschätzungen im laufenden Jahr wieder zur alten Wachstumsdynamik zurückkehren. Die Aktie bleibt damit weiterhin attraktiv.

Fazit

In den vergangenen Wochen hat sich die Dividendensaison bei unseren Depotwerten fortgesetzt. In Summe haben wir seit dem letzten Heft rund 600 EUR an Ausschüttungen bezogen. Auch in den kommenden Wochen werden wir mit angezogener Handbremse fahren. Wir glauben, damit mittelfristig auch den DAX wieder einzuholen.

Christoph Karl

Anzeige

Smart Investor App

Smart Investor
– jetzt auch für Tablet und Smartphone



- Kostenloser Zugriff für Abonnenten
- Alle Ausgaben auch offline lesen
- Lesen, bevor das Heft im Briefkasten ist
- Auch als Einzelheft abrufbar



Anleihen

Fremdgehen einmal anders

Viele Währungen bieten gegenüber dem Euro deutliche Zinsaufschläge. Halten sich die Abwertungen im Rahmen, können Fremdwährungsanleihen deshalb eine lukrative Angelegenheit sein.

8%, 9%, 10% – oder darf es vielleicht noch etwas mehr sein? Was auf den ersten Blick wie die verfrühte Einstimmung auf den diesjährigen Sommerschlussverkauf aussieht, steht im Zusammenhang mit festverzinslichen Wertpapieren für die Endfälligkeitsrenditen ausgewählter Fremdwährungsanleihen. Während viele Euro-Bonds erstklassiger Bonität nämlich schon seit geraumer Zeit keine Erträge mehr abwerfen, bieten mit AAA geratete Schuldverschreibungen in süd-afrikanischem Rand Erträge von bis zu 8%. Bei entsprechenden Papieren in brasilianischem Real oder türkischer Lira können es sogar 10% oder mehr sein. Einziger Haken: Der Zinsvorteil kann durch Währungsverluste schnell aufgezehrt werden.

Breite Währungsstreuung dringend geraten

So hat die Lira wegen des politischen Kurses der türkischen Regierung und des schwindenden Vertrauens der Investoren in den vergangenen zwölf Monaten gegenüber dem Euro um nahezu ein Fünftel abgewertet. Der Zinsvorteil entsprechender Schuldverschreibungen wurde damit mehr als überkompensiert, und deutsche Anleger haben seit dem Putschversuch am 15./16. Juli 2016 per Saldo Verluste im oberen einstelligen Prozentbereich erlitten. Dabei kann es natürlich auch genau entgegengesetzt laufen. Beispielsweise ist der brasilianische Real trotz Korruption, Misswirtschaft und einem hohen Haushaltsdefizit gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung im gleichen Zeitraum

um gut 4% angestiegen (letzter Monat allerdings -1,5%). Beim russischen Rubel betrug die Zugewinne sogar fast 12%, und beim Rand waren es ca. 16%. Wie gezeigt, können Fremdwährungsanleihen mit deutlichem Zinsaufschlag zum Euro somit eine interessante Depotbeimischung darstellen. Aufgrund der hohen Volatilität von Hochzinswährungen sollte aber unbedingt auf eine breite Streuung geachtet werden. Um Ausfallrisiken zu vermeiden, empfiehlt sich zudem die Konzentration auf namhafte Emittenten bester Bonität, die regelmäßig am Kreditmarkt aktiv sind. Dies erspart die mühsame Kreditanalyse und garantiert hohe Standards und einheitliche Bedingungen bei der rechtlichen Ausgestaltung sowie den Zins- und Rückzahlungsmodalitäten.

KfW als erste Anlaufadresse

Die hierzulande interessanteste Emittentin von Fremdwährungsanleihen ist in diesem Zusammenhang die KfW. Die ehemalige Kreditanstalt für Wiederaufbau wird aufgrund ihrer eigenen erstklassigen Kreditwürdigkeit sowie der expliziten Garantie der Bundesrepublik Deutschland von den drei großen Ratingagenturen (Moody's, S&P und Fitch) mit Triple A benotet. Ihr umfangreiches Anleiheangebot umfasst

Bonds in über einem Dutzend verschiedenen Währungen. Dazu zählen neben EUR-Papieren die großen Hartwährungen (USD, GBP, CHF, NOK, SEK), aber auch Schuldverschreibungen in den gängigen „Non-Core Currencies“, wie eben Real, Rubel usw. Hinzu kommen die in der Regel verhältnismäßig engen Spreads beim Börsenhandel und eine niedrige Stückelung, die es auch Privatanlegern ermöglicht,

Tab. 1: Fremdwährungsanleihen quasi öffentlicher Emittenten (Non-Core Currencies)

Währung	Emittent	WKN	Stückelung	Fälligkeit	Kupon in % p.a.	Rendite in % p.a.	Kurs in %
Brasilianischer Real	KfW	A161TF	10.000 BRL	17.01.19	11,16	9,12	103,24
Mexikanischer Peso	EIB	A19B58	10.000 MXN	27.07.20	7,00	6,85	100,45
Russischer Rubel	Weltbank	A1ZXK9	100.000 RUB	05.03.19	10,30	6,88	104,60
Südafrikanischer Rand	KfW	A2AAGY	5.000 ZAR	20.12.18	8,50	7,63	101,15
Türkische Lira	KfW	A1RE9P	1.000 TRY	22.03.18	5,75	10,93	96,55
Türkische Lira	EIB	A1ZF3L	1.000 TRY	15.11.19	10,75	10,31	100,85

Quelle: OnVista

Tab. 2: Fremdwährungsanleihen von Geschäftsbanken (Non-Core Currencies)

Währung	Emittent	WKN	Stückelung	Fälligkeit	Kupon in % p.a.	Rendite in % p.a.	Kurs in %
Brasilianischer Real	BNP Paribas	PB1KTX	10.000 BRL	28.08.19	9,77	10,00	98,65
Mexikanischer Peso	Deutsche Bank	A1R02W	10.000 MXN	27.03.18	4,41	11,72	95,00
Russischer Rubel	Deutsche Bank	A1R02N	200.000 RUB	22.03.19	6,04	9,53	94,70
Südafrikanischer Rand	Rabobank	A1HEXE	5.000 ZAR	16.01.19	6,00	7,74	97,35
Türkische Lira	JP Morgan Chase	JPM5MS	10.000 TRY	18.05.20	11,00	11,13	99,65

Quelle: OnVista



mehrere Titel unterschiedlicher Währungen ins Depot aufzunehmen.

Unübertroffenes Währungsangebot

Noch deutlich breiter fällt das Währungsspektrum bei den Anleihen der Europäischen Investitionsbank sowie der „The World Bank“ aus. Beide Emittenten begeben Schuldverschreibungen in den üblichen Hartwährungen und diversen Non-Core Currencies. So hat die Weltbank in ihrer Historie bereits Bonds in mehr als 50 Währungen emittiert, darunter selbst in solch exotische wie den malaysischen Ringgit, den nigerianischen Naira, den sambischen Kwacha und den Uganda Schilling, wobei diese Währungen für eine Anlage natürlich nicht infrage kommen. Beide supranationalen Organisationen weisen mit AAA/Aaa selbstverständlich ebenfalls die höchste Bonitätseinstufung auf. Viele ihrer Anleihen werden auch an deutschen Börsen gehandelt, wobei die Mindeststückelung – ähnlich wie bei den KfW-Papieren – in der Regel sehr überschaubar ausfällt.

Zusätzlicher Renditeaufschlag

Anleger, die etwas mehr Mühe bei der Auswahl von Fremdwährungsanleihen nicht scheuen, können auch bei den großen internationalen Privatbanken fündig werden. Dann kommt zum Währungsrisiko natürlich noch das Bonitätsrisiko der jeweiligen Emittentin hinzu, bei der es sich meist um eine Finanzierungstochter einer Großbank handelt. In der Regel fallen die Emissionsvolumina und die damit verbundene Liquidität auch deutlich geringer aus. Dafür lassen sich weitere Renditeaufschläge realisieren. In jedem Fall sollten bei diesen Papieren enge Limits gesetzt werden. Vorteilhaft ist es zudem, wenn der persönliche Anlagehorizont, der keinesfalls zu lang gewählt werden sollte, mit der Endfälligkeit der gewählten Schuldverschreibungen in etwa übereinstimmt. ■

Dr. Martin Ahlers

¹Anleiheauswahl Europäische Investitionsbank: smart-i.de/eib

²Anleiheauswahl Weltbank: smart-i.de/worldbank



Lesen und Schreiben statt Betteln lernen.

Bildung ist der Grundstein für den Weg heraus aus der Armut und runter von der Straße. Deshalb vergibt die Familie Jäger Stiftung Stipendien an Waisenkinder in Lateinamerika, die sonst keine Möglichkeit haben eine Schule zu besuchen oder eine Ausbildung zu machen. So erhalten diese Waisenkinder durch Bildung eine Chance für die Zukunft.

Auch Sie können diesen Kindern helfen!

Ihre Spende kommt zu 100% bei den Kindern an, da die Kosten für Verwaltung und Werbung vollständig vom Stifter übernommen werden und alle Helfer im Ehrenamt arbeiten. Weitere Informationen erhalten Sie gerne direkt vom Stifter unter: bernd.jaeger@mopani.org

Spenden an: Familie Jäger Stiftung
 IBAN: DE89 7009 0500 0004 2586 81
 BIC: GENODEF1S04
 (Sparda-Bank München eG)



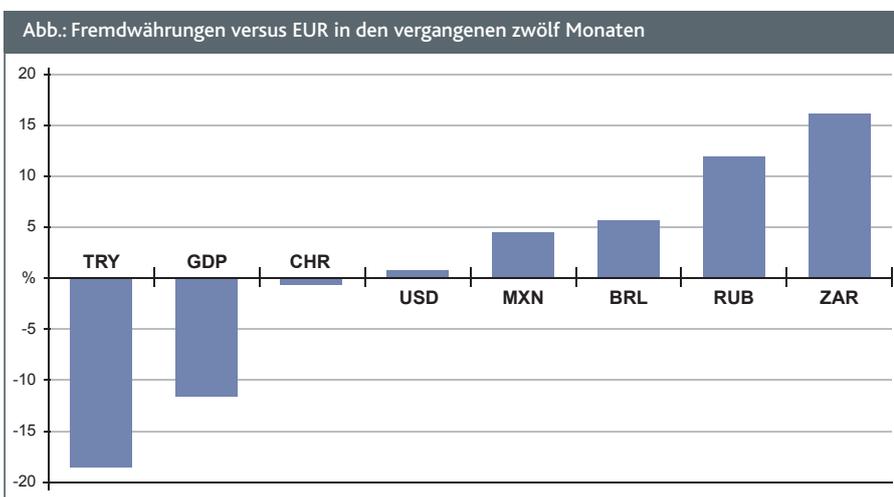
Familie Jäger Stiftung zur Förderung von Waisenkindern in Lateinamerika

www.mopani.org | bernd.jaeger@mopani.org
 Telefon: 0176 2139 7224
 Chemnitzer Str. 1 | 63110 Rodgau

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



Interview

„Trump hat ein relativ schlechtes Blatt zugeteilt bekommen“

Smart Investor sprach in New York mit der Value-Legende **Mario Gabelli** über Donald Trump und dessen Politik, eine mögliche Zinswende und seine aktuelle Lieblingsbranche

Smart Investor: Mr. Gabelli, bei unserem Interview im letzten Jahr haben Sie gesagt: „Wir leben in interessanten Zeiten.“ Die Zeiten sind sowohl aus wirtschaftlicher als auch aus politischer Sicht nicht uninteressanter geworden, oder?

Gabelli: Ich hatte letztes Jahr angedeutet, dass Donald Trump die Präsidentschaft gewinnen könnte. Dies hat sich bewahrheitet – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Märkte und die Geopolitik. Wir müssen uns daher damit beschäftigen, was im Iran und in Nordkorea passiert und wie wir die Probleme dort lösen können. Der Sieg von Trump hat daneben eine Auswirkung auf die Bürokratie in Washington. Wir werden mit Sicherheit eine deutliche Vereinfachung der Regulierung sowie eine breit angelegte Steuerreform stehen. Gleichzeitig wird die neue Administration voraussichtlich mit fiskalpolitischen Mitteln auf eine Abschwächung der Konjunktur oder eine veränderte Geldpolitik reagieren. Einen Teil dieser Dinge haben die Aktienmärkte bereits eingepreist.

Smart Investor: Sie blicken auf Unternehmen wie ein Private-Equity-Investor, der diese vollständig übernimmt. Gleichzeitig sind solche Investoren stark vom billigen Geld getrieben. Welchen Einfluss haben die veränderten Aussichten an den Zinsmärkten auf Ihre Investments?

Gabelli: Nun ja, es gibt zwei Einflussfaktoren, die die Zinsen auf das Geschäftsmodell der Private-Equity-Branche haben:

Zum einen ist die Frage, ob Sie die Zinsen steuerlich geltend machen können. Noch wichtiger ist aber, ob es das Zinsniveau erlaubt, bestimmte Geschäftsmodelle gehobelt zu kaufen. Gehen wir also einmal davon aus, dass Sie heute ein Unternehmen zum zehnfachen Cashflow kaufen können. Sie benutzen dazu 80% Fremdkapital. Würden die Zinsen nun um 3% ansteigen, hätte dies einen signifikanten Einfluss auf Ihre freien Cashflows und die Chancen, das Unternehmen in einigen Jahren teurer weiterverkaufen zu können. Aber die Frage ist, ob wir eine so massive Zinserhöhung sehen werden...

Smart Investor: Diese Frage stellen wir uns auch. Trump steht nach unserem Empfinden aber eher für niedrige Zinsen, auch wenn er diese nicht direkt beeinflussen kann...

Gabelli: Lassen Sie es mich so sagen: Selbst Trump hat ein Interesse an höheren Löhnen. Nur so kann das Einkommensniveau stärker steigen als die Abgabenlast. Andererseits ist das natürlich hochgradig inflationär. Im Windschatten der Inflation könnten wir dann natürlich auch entsprechende Zinsanhebungen sehen. Angesichts unseres Verschuldungsniveaus können wir uns dies aber eigentlich überhaupt nicht leisten. Trump hat zu Beginn seiner Amtszeit schlichtweg ein relativ schlechtes Blatt zugeteilt bekommen.

Smart Investor: Wir beobachten zuletzt einen immer schärferen Konflikt zwischen der Federal Reserve und der Trump-Administration. Sehen Sie dies genauso?

Gabelli: Nein. Ich bin nicht smart genug, dazu eine Meinung zu haben. Die Federal Reserve hat eine Menge Geld in das System gepumpt. Irgendwann wird sie einen Teil davon wieder herausnehmen müssen, egal wer Präsident ist.

Smart Investor: Sie haben auch in diesem Jahr wieder die Hauptversammlung von Berkshire Hathaway besucht. Was waren für Sie die spannendsten Themen dort?

Gabelli: Buffett und Munger haben sehr viel über Technologieaktien gesprochen.



Buffett und Munger haben sehr viel über Technologieaktien gesprochen.

Allerdings waren ihm die Vorteile der technologischen Veränderung schon immer bewusst. Auf der anderen Seite liebt er klar prognostizierbare Geschäftsmodelle mit einem starken Cashflow. Mit einem Investment wie Apple versucht er, beides zu vereinen. Das ist für ihn primär ein Konsumgüterhersteller. Aber Apple hat eben auch schon eine Market Cap von 800 Mrd. USD. Doch Buffett weiß, dass es für ihn zunehmend schwierig wird, 10 oder 15% p.a. zu erzielen. Deswegen geht er eben auch in solche großen Unternehmen. Das Gleiche gilt für das Übernahmeangebot für Unilever, das er für seine Partner bei 3G Capital mitfinanzieren wollte. Dabei hat er allerdings einen Rückzieher gemacht, als es auf eine feindliche Übernahme hinauslief. Warum er darüber nicht früher informiert war, kann ich nicht verstehen.

Smart Investor: Können Sie uns über ein paar Aktien erzählen, die Sie zuletzt in Ihren Fonds gekauft haben?

Gabelli: Insbesondere in der Entertainmentbranche gibt es derzeit interessante Aktien. Einer der Hotspots dieses Sektors in den USA ist Nashville, Tennessee. Es gibt dort ein Unternehmen namens Ryman Hospitality Properties, ein REIT. Es gibt 50 Mio. Aktien, der aktuelle Kurs liegt bei knapp über 60 USD, die Dividende liegt bei ca. 3,20 USD pro Jahr. Das Unternehmen besitzt fünf Hotels mit Konferenzzentren, die von Marriott gemanagt werden. Daneben haben sie zwei Veranstaltungshallen für Country- und Westernmusik, das Grand Ole Opry und das Ryman Auditorium, die beide weltbekannt sind. Ich könnte mir gut vorstellen, dass Ryman in Zukunft sein Entertainmentgeschäft abspalten und die Immobiliensparte von jemand anderem übernommen wird. Generell halte ich das Live-Entertainmentgeschäft für hochinteressant. Die Leute haben höhere Einkommen, und die sogenannten „Millenials“ wollen statt Konsum lieber Erfahrungen.

Smart Investor: Gibt es weitere Aktien, mit denen man auf diese Branche setzen kann?

Gabelli: In den USA ist Baseball nach wie vor ein sehr beliebter Sport. Mit den Atlanta Braves gibt es ein MLB-Team, das börsennotiert ist. Das Unternehmen gehört

zum Imperium des Medienmoguls John Malone. In New York gibt es das Unternehmen Madison Square Garden, das die berühmte Veranstaltungshalle betreibt. Neben einigen professionellen Sportteams wie den New York Knicks im Basketball und den New York Rangers im Eishockey besitzt das Unternehmen große Flächen in den sogenannten Hudson Yards. Dieses Gebiet wird in den nächsten Jahren völlig neu entwickelt werden. Madison Square Garden wird auch vom Trend zu E-Sports profitieren, durch seine Veranstaltungshallen oder die direkte Organisation einer Liga.

Smart Investor: Die von John Malone in diesem Jahr kreierte Liberty Media Formula One fällt auch in Ihr Raster?

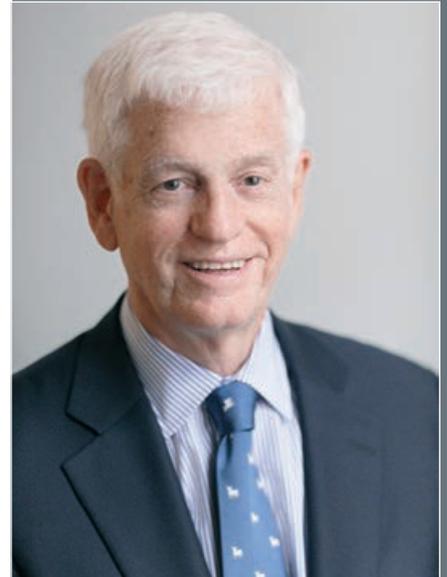
Gabelli: Ja, definitiv. Der Manager, der dieses Unternehmen für Malone leitet, Chase Carey, hat mit DirecTV jede Menge Geld gemacht. Er ist auf der operativen Ebene ein guter Manager. Das neue Management wird neue Rennstrecken hinzugewinnen und einige bestehende austauschen. Ich bin überzeugt, dass es mit dem Unternehmen langfristig in die richtige Richtung gehen wird. Eine Aktie, die heute noch kein Teil des Malone-Imperiums ist, dies aber bald werden könnte, ist das schwedische Unternehmen Millicom. Es betreibt Kabel- und Mobilfunknetze in Emerging Markets in Lateinamerika und Afrika. Ich gehe davon aus, dass Liberty Media und John Malone dieses Unternehmen irgendwann kaufen werden.

Smart Investor: Gibt es interessante US-amerikanische Small Caps, die Sie interessant finden?

Gabelli: Ein Name ist Mueller Water Products, die Teile für Hydranten herstellen. V4 von 8 Mio. Hydranten in den USA sind aus deren Produktion. Es gibt also ein enormes Ersatzteilgeschäft. Das Unternehmen hat einen neuen CEO, eine sehr geringe Verschuldung und ist in einem attraktiven Nischenmarkt aktiv. Mueller sollte definitiv von Infrastrukturausgaben der Regierung profitieren können. Ich glaube, in den nächsten zwei oder drei Jahren können Sie hier ihr Kapital verdoppeln.

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

Interview: Christoph Karl



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

Leserbriefe

Russische Gerüchteküche

? Russische Gerüchteküche

Mir ist das Gerücht zu Ohren gekommen, dass Russland das globale Bankensystem verlässt und seine Währungsreserven nicht mehr in US-Dollar, sondern in Gold halten will. Können Sie diese Nachricht bestätigen, und sollte man daraufhin auf den Rubel setzen? Putin hat im Jahr 2000 schon einmal Gold aufgekauft und damit Auslandsschulden bezahlt. Damals kostete eine Unze Gold insgesamt 28 Barrel Rohöl, zurzeit bräuchte man nur ca. 26,5 Barrel zu bezahlen.

G. Rupprecht

SI Dieses Gerücht gibt es seit Jahren – es ist aber nie bestätigt worden. Wir haben auch keine Indizien, dass aktuell etwas dran wäre. Und beim aktuellen Ölpreis ist Russland weit weg von einem ausgeglichenen Haushalt. Damit müssen weiter viele Schulden gemacht werden. Schon deshalb können die Russen derzeit keinen Goldrubel brauchen. Zudem wäre es eine Kriegserklärung an die USA. Wir halten dieses Gerücht deshalb für glatte Fake News.

Wahr ist allerdings, dass sich Russland und auch China auf einen potenziellen Dollarcrash vorbereiten. China kauft schon lange netto keine US-Anleihen mehr, versucht sie sogar loszuwerden (China hat US-Anleihen im Wert von über 1 Bio. USD). Und ja, beide kaufen auch kontinuierlich Gold auf – auch jeweils einheimische Fördermengen, die so nicht auf den Weltmarkt kommen und statistisch kaum korrekt erfasst werden. Sogar offiziell kauft Russland mehrere Hundert Tonnen pro Jahr – recht gleichmäßig –, also nicht wie von Ihnen angedeutet „erstmal seit 2000“. Das ist auch ökonomisch richtig und logisch, wie man es eben machen sollte, gemäß dem alten Motto: „Put 10% of your money in gold – and hope you'll never need it.“ Offensichtlich wollen sich die Russen auf einen Tag X vorbereiten. Aber aktiv herbeiführen – wie Ihr Gerücht es mal wieder insinuiert – werden sie das unserer Ansicht nach nicht.

? Eine Frage der Outperformance

Letztes Jahr haben Sie das Alpha-Zertifikat „Gold / S&P 500 Outperformance“ (WKN: SG6C9T) zusammen mit Société Générale entworfen. Es ist mittlerweile bei Ihnen relativ ruhig um das Zertifikat geworden, und der Kurs ist auch extrem gefallen. Glauben Sie weiterhin an die Konstruktion? Wenn ja, könnte sich das Zertifikat doch gerade jetzt zum Kauf anbieten, oder?

Björn Michelmann

SI Das Zertifikat der Société Générale eignet sich konstruktionsbedingt nicht zur Daueranlage. Allerdings kann es phasenweise interessant sein, ein solches spekulatives Produkt bei den eigenen Anlageüberlegungen zu berücksichtigen. Wir hatten es bei der Emission auch in unser Musterdepot genommen, aber nach ein paar Wochen mit einem kleinen Gewinn verkauft.



Für einen Kursanstieg des Zertifikats ist es übrigens nicht erforderlich, dass der Goldpreis steigt. Er muss sich lediglich besser entwickeln als der S&P 500. Kommt es beispielsweise bei den S&P-500-Titeln zu starken Kursrückgängen, beim Gold jedoch nur zu leichten, dann wird das Zertifikat ebenfalls profitieren. Aktuell hat sich zwar der Goldpreis positiv entwickelt (vgl. Abb., oben), die Relation Gold zu S&P 500 blieb jedoch im Wesentlichen stabil (vgl. Abb., unten). Wir würden hier noch auf ein eindeutiges Kaufsignal warten und das Zertifikat dann ggf. auch wieder in unserem Musterdepot berücksichtigen.

? Steuer-Kuddelmuddel bei SAPEC

Mit Begeisterung habe ich Ihren Artikel zu SAPEC (S. 50) gelesen. Der Plan bei mir ist, die Dividende auszahlen zu lassen, weil ich noch genügend „Freibetrag“ habe. Von deutscher Seite würde keine Steuerbelastung stattfinden. Jetzt haben wir es hier aber mit einer belgischen Firma zu tun. Hier fällt leider die Quellensteuer in Höhe von 27% an. Oder habe ich irgendetwas übersehen, dass sie vielleicht doch nicht anfällt? Dann wäre es ja wirklich ein toller „Cigar Butt“! Wie man sonst eine in Belgien bezahlte Quellensteuer später verrechnen kann, ist mir nicht ganz klar.

Gregor Janecke

SI Sie haben recht, das Problem ist die Quellensteuer. Unseres Wissens können Sie die Hälfte der belgischen Quellensteuer auf Ihre deutsche Steuer anerkennen lassen. Die ursprüngliche Idee unseres Artikels war ja, die Aktie zu halten und darauf zu setzen, dass sich bis zum 23.6. durch Arbitrage vielleicht schon ein deutlich höherer Kurs einstellt. Danach sieht es bisher leider nicht wirklich aus. Für Anleger, die die Aktie über den 23.6. hinaus halten, wird es natürlich durch die Quellensteuer um ein Vielfaches komplexer. Klar, aktuell bekommt man sozusagen die restlichen Assets der Firma geschenkt. Aber jeder Anleger sollte sich gut überlegen, ob er den Aufwand der Steuerrückerstattung aus Belgien, die möglicherweise auch zeitlich etwas länger dauert, tatsächlich betreiben will. Alternativ bietet es sich auch an, die Aktie nach der Ausschüttung erneut zu kaufen, falls diese im Bereich von wenigen Euro notiert. ■

Smart Investor beim Hilton Talk



Bild: © Märzheuser Kommunikation

v.l.n.r.: Michael Märzheuser, Ralf Flierl, Dirk Müller, Thomas Schmatz

Smart Investor Chefredakteur Ralf Flierl war am 24. Mai beim Hilton Talk eingeladen, einer halbjährlich stattfindenden Gesprächsrunde unter der Moderation des Kommunikationsexperten Michael März-

heuser. Mit von der Partie bei diesem Talk unter dem Motto „2017 – Entscheidungsjahr für Deutschland“ waren Dirk Müller alias Mr. DAX sowie der Vorsitzende der Mittelstands-Union München Thomas

Chefredakteur Ralf Flierl beim Hilton Talk, einem zweimal im Jahr stattfindenden Talk unter der Moderation des Kommunikationsexperten Michael Märzheuser.



Schmatz. Flierl's Beitrag war die Einschätzung der europäischen Bankenszene. Zudem gab er seine Meinung zur insgesamten Verfassung des Finanz- und Geldsystems wieder, welches er als marode ansieht. Auf die abschließende Frage des Moderators, was jeder der Diskussionssteilnehmer tun würde, wenn er ab morgen Bundeskanzler wäre, gab Flierl zur Antwort, dass er angesichts der massiven und andauernden Fehlentscheidungen der Regierung Merkel den Point-of-no-Return inzwischen überschritten sieht. Daher würde er sich das Amt nicht antuen wollen...

Anzeige

Smart Investor

3 MAL GEGEN DEN MAINSTREAM

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Smart Investor
Weekly

SmartInvestor.de



Besuchen Sie uns auf
Facebook!



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

Buchbesprechung

„Geheimakte NGOs“

Im Mai 2015 unterzeichnete der russische Präsident Wladimir Putin ein Gesetz, das russischen Behörden erlaubte, internationale Nichtregierungsorganisationen (kurz: NGOs) ohne Vorwarnung auf eine schwarze Liste zu setzen. Der Aufschrei der westlichen Welt ließ nicht auf sich warten. Die stellvertretende US-Außenamtssprecherin Marie Harf sprach von einer „Einschränkung der Zivilgesellschaft“ mit dem Ziel, das russische Volk „vom Rest der Welt zu isolieren“. Nach Lektüre von William Engdahls neuestem Werk wird schnell klar, warum sich an NGOs die Geister scheiden. Unter dem Deckmantel guter Vorsätze und hehrer Ziele wie Frieden, Demokratie oder Menschenrechte beeinflussen und lenken NGOs weltweit Meinungen und Wahrnehmungen – problematisch wird dies, wenn man Beweggründe und Finanziere der NGOs hinterfragt. Engdahl deckt auf, dass die ersten NGOs wie z.B. das National Endowment for Democracy (NED) oder Freedom House gegründet wurden, um „die Arbeit der CIA zu erledigen“, allerdings privat und damit außer Sichtweite der Öffentlichkeit. Seit ihren Anfängen in den 1980er-

Jahren verfügen NGOs über immer mehr Macht und schier unbegrenzte Ressourcen – eine veritable Gefahr für souveräne Staaten. Wer hier nur Gefahr für Länder der Dritten Welt oder Osteuropa wähnt, denkt zu kurz: „Auch Deutschland wird von NGOs durch ein gigantisches sozialtechnisches Projekt umgestaltet.“ Zum Beispiel über eine NGO mit dem Namen Europäische Stabilitätsinitiative. Diese ruft zur Migration auf und wird mit Hunderten Millionen Dollar von George Soros finanziert.

Fazit: Engdahl lässt viele Personen und Unternehmen der jüngeren Geschichte in einem neuen Licht erscheinen – Papst Johannes Paul II, Lech Wałęsa, der Arabische Frühling, das Unternehmen Barrick Gold oder einige namentlich erwähnte deutsche Politiker könnten exemplarisch genannt werden. Ein lesenswertes Buch, das jeden Europäer betrifft. Immerhin geht es darum, „wie NGOs damit beschäftigt sind, das Antlitz und das Sozialgefüge der EU zu verändern“.

Bastian Beble



„Geheimakte NGOs: Wie die Tarnorganisationen der CIA Revolutionen, Umstürze und Kriege anzetteln“ von F. William Engdahl; Kopp Verlag; 268 Seiten; 22,95 EUR

Anzeige

WENN NIEMAND MEHR DIE ABHÖRPRAKTIKEN DER NSA AUFDECKT, SIND UNSERE DATEN DANN WIEDER PRIVAT?

Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
Amaysim Australia	A14VZA	50	ITURAN	925333	10
Anthem	A12FMV	56	IWG	A2DGJL	14
BB Biotech	A0NFN3	56	K+S	KSAG88	14
Berkshire Hathaway B	A0YJQ2	56	Microsoft	870747	14
bet-at-home.com	A0DNAY	56	National Oilwell Varco	903541	52
Bijou Brigitte	522950	56	Reckitt Benckiser	A0M1W6	56
Bolloré	875558	56	Servizi Italia	A0MNXR	54
Bouygues	858821	54	Silvercorp	A0EAS0	56
Burford Capital	A0YCSB	11	Solutions 30	A14T2W	56
Chipotle Mexican Grill	A0ESP5	14	SQS	549351	12
Constellation Software	A0JM27	14	Stada Arzneimittel	725180	56
Endeavour Silver	A0DJ0N	56	Staramba	A1K03W	52
Grenke	A161N3	56	Tahoe Resources	A1CORA	56
Hochdorf Holding	A0MYT7	56	Visa	A0NC7B	56
Huhtamaki	870740	14	Zalaris	A116WU	10
Husqvarna	A0J2R3	55			

Themenvorschau bis Smart Investor 10/2017

Bargeldverbot: Baldiger Freiheitsentzug?

Börsenweisheiten: Was stimmt, was nicht?

Banken: Eine Branche im Umbruch

Nachhaltigkeit: Wenn Geld grün wird

Immobilienaktien: Betongold läuft und läuft

Hedgefondsszene: Die heißesten Tipps

Chartsoftware: SI stellt seine Chartlieferanten vor

Handelssysteme: Computergenerierte Signale

Strategiefonds: Mit Plan zur Rendite

Börsenstrategien: Die besten Analyseansätze

Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden

Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert oder nicht

Smart Investor

15. Jahrgang 2017, Nr. 7 (Juli)

Verlag:

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

Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),
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:

Dr. Martin Ahlers, Bastian Behle, Jürgen Büttner,
David Burns, Benjamin Eder, Dr. Marko Gränitz,
Marcus Krefit, Rainer Kromarek, Marc Moschetti,
Marcus Wessel

Gast-Autoren:

Manfred Hübner, Dr. Werner Koch, Werner Krieger,
Uwe Lang, Dr. Harald Preißler, Patrick Wittek

Interviewpartner:

Mario Gabelli, Gerd Häcker, Gunnar Heinsohn,
Chip Rewey, Markus Steinbeis

Gestaltung:

David Burns
Rudolf Schuppler (Cartoons)
Titelbild: Rudolf Schuppler

Bilder: stock.adobe.com
bzw. jeweiliger Bildnachweis

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom 1. Dezember 2007; Ansprechpartner: Markus Kügel; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-80; Fax: -38
Einer Teilaufgabe dieser Ausgabe liegt eine Beilage der Grüner Fisher Investments GmbH bei.

Erscheinungstermine 2017:

17.12.16 (1/17), 28.1.16 (2/17), 25.2. (3/17),
25.3. (4/17), 29.4. (5/17), 27.5. (6/17), 24.6. (7/17),
29.7. (8/17), 26.8. (9/17), 30.9. (10/17),
28.10. (11/17), 25.11. (12/17), 23.12. (1/18)

Redaktionsschluss:

16.6.2017

Preise:

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

Abonnementverwaltung:

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

Charts:

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

Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Haftung und Hinweise:

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

Börsenpflichtblatt:

Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt der Börsen Düsseldorf und München.

Nachdruck:

© 2017 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, Mikrokopie) 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 Mitarbeiter, die an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind, haben sich verpflichtet, etwaige Interessenkonflikte offenzulegen. Alle mit der Erstellung von Aktienanalysen und -empfehlungen betrauten Parteien haben sich verpflichtet, jeweils fünf Börsentage vor und fünf Börsentage nach dem Erscheinen dieser Publikation keine Transaktionen in der betreffenden Aktie durchzuführen. Eine Glattstellung einer bisherigen Position ist nur in dem Ausnahmefall gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums von zehn Börsentagen sehr gravierende negative Entwicklungen 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 Veröffentlichung des Smart Investor in einer zum Kauf oder Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-Positionen gehalten werden, wird dies im entsprechenden 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

Wert und Preis

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor



„Price is what you pay, value is what you get“, wusste bereits Benjamin Graham, der seinem Schüler Warren Buffett offensichtlich einige wertvolle Lektionen mit auf den Lebensweg gegeben hat. Während der Preis bzw. Kurs an den Märkten zwar schwankt, aber dennoch leicht abzulesen ist, braucht es für den Wert schon eine Art Röntgenbrille. Und die hat es in sich. Denn je nachdem, wie zutreffend man ein Geschäftsmodell beurteilt, welche Annahmen man über die weitere Entwicklung trifft und nach welchem Verfahren man rechnet, kann man zu recht unterschiedlichen Werten gelangen. Dass der Preis mitunter auch längere Zeit benötigt, um selbst einen korrekt ermittelten Wert zu erreichen, gehört zu den Alltagserfahrungen des Value-Investors.

Am einfachsten ist das Thema Value noch am Beispiel eines Wochenmarkts zu verstehen, auch wenn es hier mehr ums Konsumieren als ums Investieren geht. Ist die Qualität vergleichbar, dann erscheint ein großer Kürbis für wenig Geld allemal als der bessere Deal. Allerdings ist die Größe nur eine Dimension des Wertes. Man kann beispielsweise nicht in den Kürbis hineinschauen. Und da passiert bei Nicht-Value-Konsumenten etwas Merkwürdiges: Sie befassen sich nicht mehr mit der weiteren Ermittlung des Wertes, sondern versuchen diesen direkt aus dem Preis abzuleiten – so, als ob in dem hohen Preis zwangsläufig die Aussage über eine

entsprechend hohe Qualität und nicht etwa die über eine entsprechend ineffiziente Produktion versteckt wäre –, von Barfußmönchen bei Vollmond handgeerntet. Entsprechend sind die Käufer bereit, den so wahrgenommenen Wert im Preis zu honorieren. Die Kürbisverkäufer werden eine solche „kluge Wahl“ nach Kräften argumentativ unterstützen. Und sei es nur durch eine hübsche Geschichte, dass die Kürbisblüten dereinst von eigens angelegten Wildbienen bestäubt wurden: „Schmecken Sie mal! Und zwei Cent pro Kürbis fließen in die Ausbildung von Bienenwaisen.“ Spätestens wenn von „gerechten“ Preisen gesprochen wird, sollte man dann aber doch das Weite suchen. Denn derartige Geschäftsmodelle schlagen sich regelmäßig vor allem auf den Konten der „Gerechten“ selbst in klingender Münze nieder.

Ein bisschen Wochenmarkt ist auch an der Börse, wobei dort allerdings jene Zukunft gehandelt wird, in der die Kürbisse bereits auf dem Kompost oder in der Kanalisation gelandet sind. Aktien sind Zukunft. Vor allem, falls man, wie Value-Investoren, nicht dem Trugschluss der Kürbiskäufer unterliegt. Ist eine Aktie nämlich „Everybody's Darling“, werden sie misstrauisch. Bewegt sich der Preis in luftigen Höhen, wechseln sie gar auf die (Leer-)Verkaufsseite. Denn Kurs und Qualität stehen bei einer Aktie oft nur in loser Verbindung, falls überhaupt. Denn hinter dem Kurs stecken bekanntlich Angebot und Nachfrage – und für die kann es vielfältige Motive geben, die mit dem Wert nicht das Geringsste zu haben. Was auf den ersten Blick irrational und unbefriedigend klingt, ist tatsächlich die Geschäftsgrundlage des Value Investing.

Allerdings sollten es auch Value-Investoren mit der Geringschätzung des Kurses oder von „Mr. Market“, der „verrückte“ Kurse produziere, nicht übertreiben. Denn nicht immer, wenn ein Kurs niedrig ist, handelt es sich um ein Schnäppchen. Das gilt weniger für Märkte als Ganzes denn für Einzeltitel. Werden die in einer Aufwärtsbewegung nicht mitgezogen, dann kann man noch an „unentdeckte Perlen“ glauben. Wehe aber, wenn Aktien „aus unerklärlichen Gründen“ fallen, der Markt aber nicht. In einer solchen Konstellation darf man dann Mr. Market schon ein Näschen für kommendes Ungemach zutrauen. Es bleibt kompliziert. ■



NGOs: Das größte Geheimdienstprojekt aller Zeiten!

■ Die Motive der NGOs klingen philanthropisch und edel. Viele motivierte Davids engagieren sich gegen übermächtige und böse Goliaths, um die Welt zu verbessern. Doch die Wirklichkeit sieht oft ganz anders aus.

William Engdahl enthüllt die wahre Geschichte der scheindemokratischen NGOs. Es ist die Chronik einer der destruktivsten und effektivsten Operationen, die je von einem Geheimdienst ins Leben gerufen wurde.

**Das zerstörerische Werk dieser NGOs:
Sie versprechen Frieden, Menschenrechte und Demokratie –
was sie bringen, ist Krieg, Gewalt und Terror!**

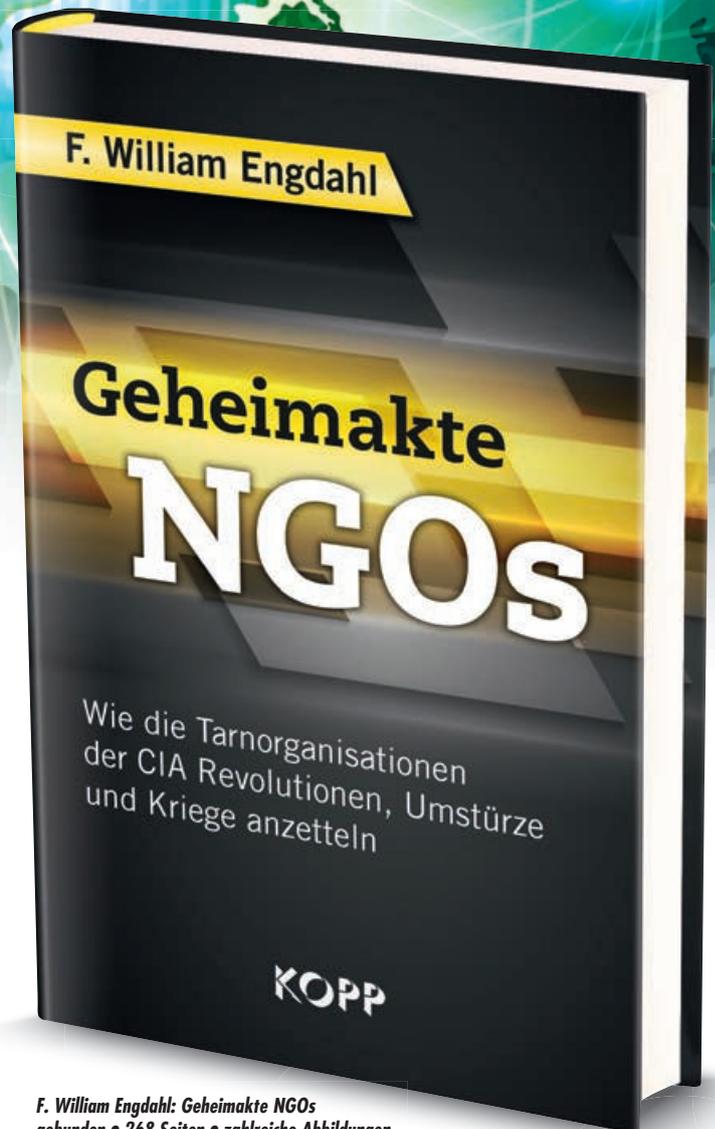
William Engdahl zeigt, wer wirklich hinter den NGOs steckt, wer sie finanziert und steuert. Er deckt auf, welche Rolle sie in der Geostrategie der USA spielen und mit welcher perfiden Methoden sie arbeiten. Er macht vor allem deutlich, in welchem Maße sie die neuere Geschichte beeinflussen haben. Denn ob Ukraine-Konflikt, Arabischer Frühling, Syrien-Krieg oder Flüchtlingskrise: **Die NGOs waren – und sind – an allen wichtigen geopolitischen Entwicklungen maßgeblich beteiligt!**

Begeben Sie sich mit William Engdahl auf eine Reise durch die Geschichte der geopolitischen Manipulation und erfahren Sie:

- wie und mit welcher Brutalität im Namen der Menschenrechte scheindemokratische Regimewechsel herbeigeführt werden;
- was die wirklichen Hintergründe für diese Regimewechsel sind;
- welche deutschen Politiker diese Strategie der US-Elite bewusst unterstützen und teilweise bis heute in unseren Parlamenten sitzen;
- warum die USA ihre langjährigen »Alliierten« – von Zbigniew Brzezinski »Vasallenstaaten« genannt – in Westeuropa ebenfalls mit der »Menschenrechtswaffe« bekämpfen;
- welche perfide Strategie hinter dem »Merkel-Plan« der offenen Grenzen steckt und wer die wirklichen Drahtzieher sind;
- mit welcher unglaublichen Summe George Soros die NGOs fördert – und warum;

»Vieles von dem, was wir heute tun, wurde vor 25 Jahren verdeckt von der CIA erledigt.«

Allen Weinstein, Mitverfasser der Gründungsakte der NGO National Endowment for Democracy



F. William Engdahl: Geheimakte NGOs
gebunden • 268 Seiten • zahlreiche Abbildungen
Best.-Nr. 958 000 • 22,95 €

- warum die soziale und politische Destabilisierung der EU und auch Deutschlands ganz oben auf der Agenda der USA steht;
- wie »Dschihad-Kriege« und internationaler Terrorismus von den USA gelenkt und unterstützt werden;
- welchen Geheimplan Donald Trump für den Nahen Osten hat und wie seine Strategie für die zukünftigen US-Rohstoffkriege aussieht.

KOPP VERLAG

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

IN EINER ZEIT, IN DER ALLE
HOHE RISIKEN EINGEHEN, IST
EINE KONSERVATIVE HALTUNG
DIE WAHRE INNOVATION.

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

Ein Unternehmen der August von Finck Gruppe

