

Smart Investor

www.smartinvestor.de

Value Investing

Das richtige Netz für
die dicken Fische

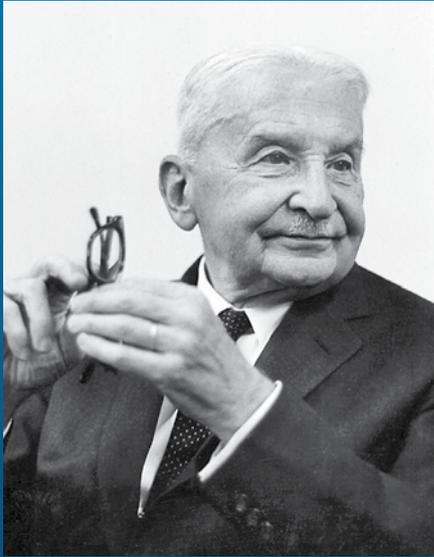


Flughafenbetreiber:
Die „Schaufelverkäufer“
der Airline-Industrie

High-Yields:
Heißer Zock
am Bosphorus

Deindustrialisierung:
Deutschland auf dem Weg
ins wirtschaftliche Abseits





Wir freuen uns, die

Ludwig von Mises Institut Deutschland Konferenz 2019

anzukündigen:

„Logik versus Emotion. Warum die Welt so ist, wie sie ist“

Samstag, 19. Oktober 2019

10 Uhr bis 18 Uhr

im Hotel „Bayerischer Hof“, München

Mit Beiträgen von:

Raymond Unger

Maler und Autor

**Generation ‚Babyboomer‘:
Warum das transgenerationale
Kriegstrauma die deutsche
Gesellschaft spaltet**

Professor Dr. Antony P. Mueller

Universidade Federal de Sergipe
Brasilien

**Revolution auf Samtpfoten:
Wie der Marxismus seinen
Herrschaftsanspruch durchsetzt**

Professor Dr. Rolf W. Puster

Universität Hamburg

**Die doppelt misshandelte Wahrheit.
Ein Röntgenbild des politischen Diskurses**

Professor Dr. Philipp Bagus

Universidad Rey Juan Carlos, Madrid

**Demokratischer Sozialismus:
Dieses Mal wird alles anders**

Professor Dr. Thorsten Polleit

Universität Bayreuth

Ludwig von Mises Institut Deutschland

**Die antikapitalistische Mentalität.
Ein Psychogramm**

Wir würden uns freuen, Sie zur 7. 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/konferenz2019

Dicke Fische

Was ist normal in diesen Zeiten? Der Goldpreis nimmt zum ersten Mal seit Jahren Kurs auf alte Höchststände, der Bitcoin explodiert, Börsenkandidaten können irrsinnige Preise aufrufen, Draghi kündigt noch tiefere Minuszinsen an und Fed-Chef Powell liebäugelt mit der Zinswende. Statt auf wahre Werte scheinen die Marktteilnehmer ihren Fokus voll und ganz aufs schnelle Geld zu richten und suchen wieder das Risiko. Handelskrieg? War gestern. Brexit? Abgehakt. Konjunkturabschwung? Scheint niemanden mehr zu interessieren. Doch ist das wirklich das ganze Bild?

Viele Anleger sind nach der Achterbahnfahrt der letzten zwölf Monate noch immer an der Seitenlinie. Zwar existieren in verschiedenen Bereichen Exzesse, von einer Blase à la 1999/2000 scheinen wir dennoch weit entfernt zu sein. So erklärte der Value-Altmeister Leon Cooperman zuletzt im US-Fernsehen: „Bullenmärkte enden mit exzessiven, nicht mit fairen Bewertungen.“ Es könnte sich also auch um eine klassische Mauer der Angst handeln, an der wir uns nach und nach emporhangeln. Warren Buffett sagte einst, dass wir einen hohen Preis für Sicherheit bezahlen. Das Warten auf weitere vermeintliche Klarheit könnte also ein teures Unterfangen werden. Was tatsächlich eingepreist ist? Wir wissen es nicht.

Statt sich mit den irrationalen Schwankungen der Märkte zu befassen, schwören viele Value-Fans darauf, gute Unternehmen zu kaufen und danach stoisch der Dinge zu harren. Keine schlechte Idee in diesen seltsamen Zeiten. Schließlich konnten klassische Value-Titel in der Vergangenheit häufig gerade dann ihre Trümpfe ausspielen, wenn es an den Märkten krachte (siehe S. 26). Doch was sind die wirklich guten Unternehmen? Hierzu gehen die Meinungen unter den Value-Anlegern bisweilen weit auseinander. Doch die „reine Value-Lehre“ gibt es nicht; vermutlich hat es sie auch nie gegeben.



Christoph Karl,
stellvertretender Chefredakteur

Für die einen hat sich die Welt so massiv verändert, dass alte Bewertungsrelationen nicht mehr gelten. Die moderne, digitale Wirtschaft könne nicht mit den Methoden des 20. Jahrhunderts analysiert werden – sicherlich ein gutes Argument. Allerdings gibt es auch heute Anleger, die vor allem die Angst umtreibt, für ein Asset zu viel zu bezahlen. Irgendwo dazwischen dürfte die Wahrheit liegen: Value bleibt Value, einen Dollar für 50 Cent zu kaufen bleibt das Ziel. Wie, mit welchen Unternehmen und zu welchen absoluten Bewertungsniveaus dies erfolgt, ist dagegen eine offene Frage.

Wir haben daher mit David Iben gesprochen, der sich an Aktien herantraut, die alle anderen links liegen lassen (S. 16). Der Investor und Buchautor Yefei Lu hat uns erklärt, welche Denkmodelle den Erfolg von Warren Buffett zugrunde lagen (S. 60). Daneben berichten wir von der Münchner Value Intelligence Conference (S. 10) sowie der ACATIS Value Konferenz (S. 8), stellen einige attraktiv bewertete Qualitätsaktien vor (S. 14 und S. 52) und beschäftigen uns mit der grundsätzlichen Frage, was Value in diesen Zeiten ausmacht (S. 6). Kurz gesagt: Wir wollen Ihnen das Netz an die Hand geben, mit dem sich die dicken Fische fangen lassen.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre.

Christoph Karl

Neu & einzigartig

Investieren Sie in die Warren Buffetts dieser Welt.

Einzigartig
Stabil
Wachstumsorientiert

Mit dem AFB – Aktienfonds für Beteiligungsunternehmen – steht Ihnen jetzt zum ersten Mal die Möglichkeit zur Verfügung, auf Fondsebene in mehrere ausgewählte Beteiligungsunternehmen zu investieren.

Profitieren Sie von einer günstigeren Kostenstruktur gegenüber Aktiendachfonds und von der Diversifizierungsstrategie von Beteiligungsunternehmen.

Mehr Informationen unter
www.afb-fonds.de



AFB

AKTIENFONDS FÜR
BETEILIGUNGSUNTERNEHMEN

I-Tranche (A2JQJC)
R-Tranche (A2PE00)

Fondsinitiator

Haberger Gruppe, AFB-Fonds

Nördliches Schlossrondell 10, 80638 München

Tel. +49 89 / 30 90 54-0, www.afb-fonds.de

In Kooperation mit

Smart Investor

Bild: © ftoarinc – stock.adobe.com



Bild: © Flugport AG

Märkte

- 6 Titelstory / Value: Das neue Normal?
- 8 16. ACATIS Value Konferenz
- 10 Titelstory / Value-Konferenz: „Don't lose money“; 13. Value Intelligence Conference
- 14 Titelstory / Value-Aktien: Das Beste aus zwei Welten
- 16 Titelstory / Interview: „In der Mitte der Masse kann kein Value sein“; Gespräch mit David Iben, Kopernik Global Investors

Hintergrund

- 18 Politik & Gesellschaft: Endspiel: Über die Deindustrialisierung Deutschlands
- 21 Die Scherze des Wirtschaftsministers
- 23 Österreichische Schule: „Die Nullzinsfalle“
- 24 XV. Gottfried von Haberler Konferenz
- 26 Phänomene des Marktes: Deep Value
- 28 Lebensart & Kapital – International: Dänemark

Fonds

- 30 Inside: Value-Fonds
- 33 Kolumne: Growth, Value oder Qualität?; Gastbeitrag von Lars Kolbe, Aqualutum GmbH
- 34 Analyse: BANTLEON Changing World; Gastbeitrag von Nicolai Bräutigam, MMD Analyse & Advisory GmbH
- 35 News, Facts & Figures: Mit Gewinn

Research – Märkte

- 36 Das große Bild: „Was erlaube Draghi?“
- 40 Interview: „Das Problem ist die Realwelt“; Gespräch mit Thomas R. Köhler über Uber und Facebook

ab S. 18

Deindustrialisierung

Der Industriestandort Deutschland scheint ernsthaft in Bedrängnis zu sein. Hohe Steuer- und Abgabenlasten, exorbitante Stromkosten, überreiler Kohleausstieg, verpatzte Energiewende, rückständige Digitalisierung, schwächelnde Autoindustrie mit verheerenden Kollateralschäden im Maschinenbau – diese kurze Aufzählung ist beunruhigend genug. Einen vertiefenden Überblick und mögliche Auswirkungen finden Sie ab S. 18.

ab S. 50

Branche im Blickpunkt – Flughafenbetreiber

Stand heute nimmt der Flugverkehr, sowohl in Bezug auf Fluggäste als auch auf das Cargogeschäft, weiter zu. Dennoch ist ein Investment in einzelne Fluglinien kein Selbstläufer – dazu ist dieses Segment schlichtweg zu heterogen. Bewusst auf Flughafenbetreiber zu setzen könnte insofern die elegantere Variante darstellen, schließlich bedarf es zwingend einer Infrastruktur. Ab S. 50 stellen wir Ihnen die Branche und einige ausgewählte Einzeltitel vor.

Titelstory / Value Investing S. 6, 8, 10, 14, 16

Welches Netz müssen Anleger auswerfen, um die „dicken Fische“ an der Börse zu fangen? Wir haben uns mit dem dafür nötigen Rüstzeug für Value-Investoren beschäftigt. Mit Yefei Lu haben wir über die Denkmodelle von Warren Buffett gesprochen (S. 60) und mit David Iben über die mögliche Renaissance der klassischen Value-Aktien (S. 16). In unserem Konferenzbericht erfahren Sie, wie die Redner der Münchner Value Intelligence Conference die Lage an den Märkten einschätzen (S. 13) und auf S. 8 berichten wir von der ACATIS Value Konferenz. Auf S. 6 geht es um die alles entscheidende Frage, was Value heute eigentlich ausmacht. Konkrete Qualitätsaktien stellen wir Ihnen auf S. 14 vor.

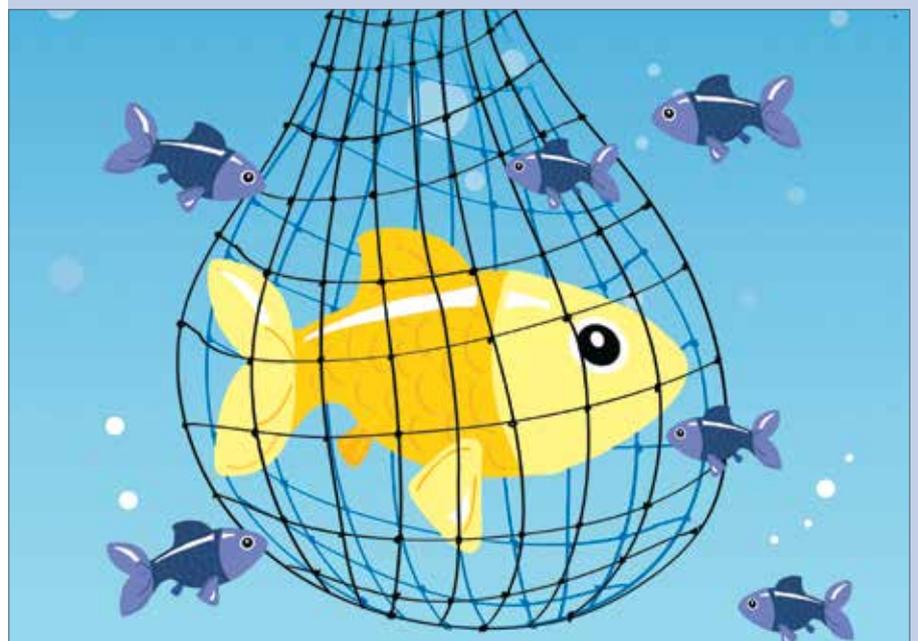


Bild: © Rudolf Schuppeler



S. 58

Hochzinsanleihen

Das Umfeld für die türkische Lira ist seit geraumer Zeit schwierig und ihre Abwertung dürfte sich auch mittelfristig fortsetzen. Freuen dürfte dies nicht nur Türkei-Urlauber, sondern auch Anleger, die auf zweistellige Renditen bei hochverzinslichen Anleihen spekulieren – immer unter dem Vorbehalt des impliziten Währungsverlusts, der im Auge behalten werden muss. Was es zu beachten gilt und welche konkreten Anleihen sich anbieten, erläutern wir ab S. 58.



S. 16, 40, 60

Interviews

Auf der 13. Value Intelligence Conference in München unterhielten wir uns mit Deep-Value-Investor David Iben über seinen Bottom-up-Ansatz und seine Begründung dafür, dass er nicht täglich auf Kurse schießt (ab S. 16). Bestsellerautor Thomas Köhler gab interessante Ausführungen zu Uber, Facebook und dem geplanten Kryptocoin Libra (ab S. 40). Mit Investmentmanager Yefei Lu sprachen wir über sein Buch, das die Gedankenprozesse von Investorenlegende Warren Buffett eingehend untersucht (ab S. 60).

- 43 Löcher in der Matrix
- 44 Charttechnik: „Crowded Trade“
- 44 Intermarktanalyse
- 45 sentix Sentiment
- 45 Quantitative Analyse
- 46 Relative Stärke: Fulminantes Comeback
- 47 Edelmetalle: Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion
- 48 Auf Stippvisite: Aurania
- 49 Die Schweizer als Gold-Weltmeister

Research – Aktien

- 50 Branche im Blickpunkt: Auf dem Boden geblieben
- 52 Value: Echte (Tech-)Werte
- 55 Buy or Goodbye: HOCHTIEF und Spielvereinigung Unterhaching
- 56 Musterdepot: Initialzündung?
- 58 Anleihen: Heißer Zock mit schwacher Währung
- 59 Auf KfW und supranationale Emittenten setzen

Potpourri

- 60 Interview: „Investmenterfahrung bedeutet, dass man viele Modelle gespeichert hat“; Gespräch mit dem Value-Investor und Autor Yefei Lu
- 62 Leserbrief: Über Sozialismus und Soziales
- 64 Buchbesprechungen: „Die Gerechtigkeits-Lüge“ und „Die Prinzipien des Erfolgs“
- 66 Zu guter Letzt: „Full Climate War“
- 65 Unternehmensindex / Impressum und Vorschau bis Smart Investor 10/2019



Solit

substanzoptimiert.
liquide.
transparent.

Die SOLIT App

Ihre Edelmetalle – stets im Blick und immer dabei



Deutschlands
bester Anbieter von
Goldsparplänen* –
Ab sofort als App!

- ✓ **News:** Jederzeit über Edelmetall-, Finanz-, Markt- und exklusive SOLIT-News informiert
- ✓ **Kurse:** Edelmetallkurse und -ratios sowie Wechselkurse in Ihrer Wunschwährung in Echtzeit
- ✓ **Dashboard:** Überwachen und verwalten Sie Ihren Edelmetallbestand flexibel und bequem.

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



solit-kapital.de/apple



solit-kapital.de/google



* Gemäß Focus Money
Anbietervergleich
2016, 2017, 2018



Titelstory / Value

Das neue Normal?

„Diesmal ist es anders“ sind die gefährlichsten Worte an der Börse. Für viele Value-Anleger brachten die letzten Jahre jedoch den Beweis, dass einige alte Zusammenhänge nicht mehr gelten.

„Warren Buffett kauft Amazon-Aktie“ – eine Schlagzeile, die im Frühjahr dieses Jahres bei vielen Investoren für Erstaunen sorgte. Eine Aktie, die für 2019 zu einem KGV von 70 notiert! Soll dies tatsächlich noch Value sein? Zwar hatte nicht Buffett selbst dieses Investment getätigt, sondern mit Todd Combs oder Ted Wescher einer seiner Assistenten. Nichtsdestotrotz sendet der Kauf ein eindeutiges Signal, denn nicht wenige Anleger sehen Buffetts Holding Berkshire Hathaway quasi als Gralshüter der Lehre des Value Investing an. Wenn sich die Strategie in Omaha derart verändert, was ist dann überhaupt noch als Value anzusehen? Eine hochaktuelle Frage, der wir im Folgenden nachgehen wollen.

Disruption statt Rückkehr zur Mitte

Zunächst einmal ist es ein Fakt, dass klassisches kennzahlenorientiertes Value Investing in den letzten Jahren nicht mehr funktioniert hat. Denn die Welt hat sich in einigen Punkten dramatisch verändert. Niedrigzinsen sorgten auf der einen Seite dafür, dass

weit in der Zukunft liegende Gewinne heute deutlich wertvoller sind als früher. Gleichzeitig hat sich die technologische Entwicklung enorm beschleunigt, und der Begriff „Disruption“ macht in immer mehr Branchen die Runde. Lebten viele Value-Anleger lange Zeit vom Glauben an die „Rückkehr zur Mitte“, wurden sie in den letzten Jahren mehrfach eines Besseren belehrt. Ist eine Branche einmal angeschossen, ist die Chance hoch, dass der Wiederaufstieg ausbleibt. Stattdessen gilt heute in vielen Sektoren das Winner-takes-it-all-Prinzip, das einen Gewinner und viele Verlierer produziert.

Werkzeugkasten hat sich verändert

Die digitale Welt hat zudem vielen althergebrachten Kennzahlen ihre Relevanz genommen und zahlreiche Anleger ihres Werkzeugkastens beraubt. Niemand Geringeres als Charlie Munger, Warren Buffetts Stellvertreter, stimmte daher zuletzt harte Töne über die Welt des Value Investing an. Viele Anleger hätten zuletzt fälschlicherweise auf das gesetzt, was sie schon immer getan

hätten. Wenn das simple Investieren in einen Index über längere Zeiträume besser funktioniere, habe man als Investor ein ernsthaftes Problem. Viele ehrbare Value-Investoren hätten daher zuletzt aufgehört – und zwar zu Recht, denn ihre frühere Methode zum Geldverdienen funktionierte nicht mehr. Letztendlich bleiben Value-Anlegern angesichts dieser schonungslosen Analyse nur zwei Möglichkeiten: die Anpassung an die neue Welt oder die Flucht in Nischen, in denen die althergebrachten Value-Prinzipien noch gelten.

Im Wesentlichen unverändert

Einige Prinzipien bleiben dennoch unverändert: Value bedeutet, den Euro mit einem deutlichen Abschlag („Margin of Safety“) zu kaufen. Ob dies bei einem Wachstumsunternehmen, dessen Geschäftsmodell vom Markt unterschätzt wird, oder bei einem klassischen Substanzwert erfolgt, ist dabei eigentlich irrelevant. Burggräben („Moats“) um Geschäftsmodelle haben ebenfalls ihre Bedeutung behalten, verändern sich heute aber dynamischer. Idealerweise nehmen diese mit der Zeit sogar zu und schaffen damit Werte, wo klassische Kennzahlen eine Überbewertung ausmachen. Der jüngste Berkshire-Zukauf – Amazon – ist ein hervorragendes Beispiel dafür. Während sich viele Anleger jahrelang über die nicht vorhandenen Gewinne beschwerten, baute Jeff Bezos einen Konzern auf, der tief in seinem Inneren eine brutale Value-Orientierung hat.

Überflieger erkennen

Amazon ist kundenzentriert wie kaum ein anderes Unternehmen und betreibt eine Langfristdenke, wie sie unter börsennotierten Unternehmen selten ist. Dazu kommen enorme aufwandswirksame (und damit steuersparende) Investitionen in neue Technologien und Geschäftsfelder, die ideale Nutzung von Netzwerkeffekten und Synergien zwischen den einzelnen Säulen (Marketplace, Prime, Logistikinfrastruktur) und ein negatives Working Capital. Hätte man diese Stärken auch vor Jahren schon erkennen können? Möglicherweise ja, aber nur mit einem extrem geschulten Mindset. Ähnliche Prinzipien dürften auch für Alphabet oder Facebook gelten, die entgegen der landläufigen Meinung alles andere als überteuert sind – falls

man sich bei der Analyse nicht lediglich auf das KGV beschränkt. Die Denkmotive, die für die Identifizierung dieser Unternehmen nötig sind, lassen sich nur durch Erfahrung erlernen. Wir haben darüber mit dem Investor und Buchautor Yefei Lu gesprochen (das Interview finden Sie auf S. 60).

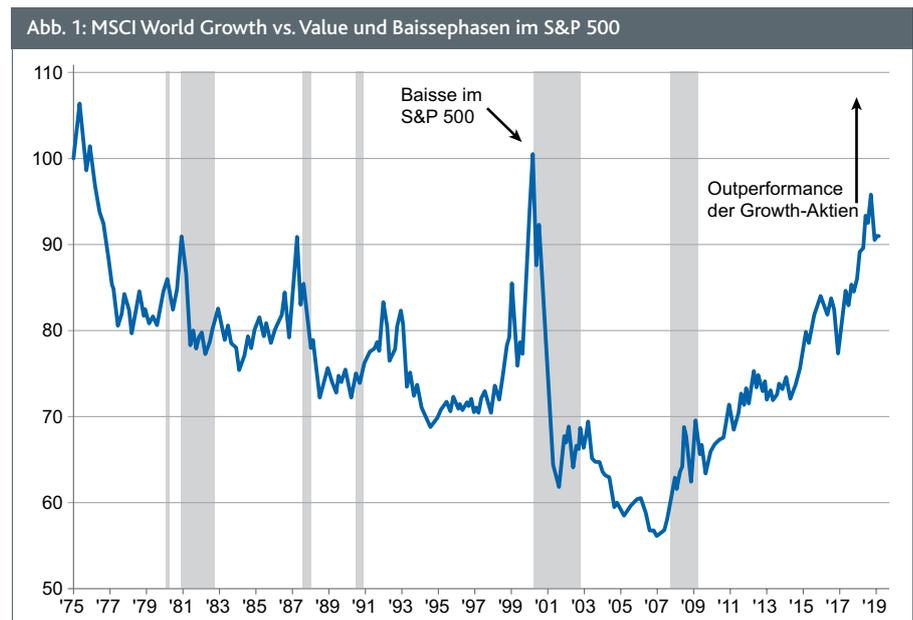
Antizyklus ist nicht out

Einen anderen Weg beschreiten Investoren wie Mohnish Pabrai oder David Iben (ein Interview mit Letzterem lesen Sie auf S. 16). Sie bleiben bei ihrer Abneigung gegenüber Aktien mit hohen Bewertungskennzahlen, die eine perfekte Zukunft einpreisen. Dennoch gehen sie bei ihren Investments enorm selektiv vor. Statt lediglich auf günstige Kennzahlen achten sie auf die versteckten Werte, die in vielen Nischen immer noch zu finden sind. So hat Pabrai derzeit große Positionen in absolut antizyklischen Aktien wie Fiat Chrysler (IK; auch Musterdepot, siehe S. 56) oder Micron Technology (siehe S. 52). Iben wiederum greift bewusst dort zu, wo alle anderen Halt machen: Gazprom (IK), RusHydro, Newcrest Mining oder Électricité de France. All diesen Unternehmen sollte im Idealfall jedoch gemein sein, dass sich das Heben ihrer inneren Werte einfach gestaltet und ihre Assets nicht durch Disruption bedroht sind. Häufig finden sich

solche Aktien also in „langweiligen“ Branchen, die völlig aus dem Fokus der Anleger gefallen sind. Sollte sich die Geschichte wiederholen, könnte die nächste Baisse eine ähnliche Entwicklung wie Anfang 2000 bringen. Während damals die gehypten Technologieaktien abstürzten, konnten die zuvor verschmähten Value-Aktien reüssieren.

Diesmal ist es anders – oder doch nicht?

In seinem jüngsten Memo widmet sich auch die Value-Koryphäe Howard Marks den tatsächlichen und den vermeintlichen Veränderungen an den Märkten. Zu häufig würden an der Börse die vier gefährlichsten Worte verwendet, um Zustände zu relativieren: „Diesmal ist es anders!“ Derzeit macht Marks diese Tendenz in mehreren Narrativen aus: Es gebe keine Rezessionen mehr, Staatsschulden seien nun bedeutungslos, Gelddrucken könne Wohlstand schaffen, Wirtschaftswachstum könne es ohne Inflation geben, die Zinsen könnten für lange Zeit auf den heutigen, niedrigen Niveaus verweilen, die invertierte Zinskurve sei nunmehr irrelevant, Aktien könnten auch in der Absenz von Gewinnen haussieren und Growth könne auf Dauer im Vergleich zu Value outperformen. All diese Meinungen hätten eines gemein: Sie würden den herrschenden Optimis- ▶



Mit Ausnahme der Jahre 2008 und 2009 konnten Value-Aktien in Baissephasen (grau) meist eine Outperformance erzielen
Quelle: J.P. Morgan Asset Management

mus der Investoren zu Themen offenbaren, die in der Vergangenheit durchaus Platz für Skepsis boten. Gute Investments seien aber in Zeiten von überbordendem Optimismus selten möglich. Vorsicht sei daher geboten. Nicht alle neuen Narrative müssten zwangsweise falsch sein, allerdings auch nicht unbedingt richtig.

In Vorsicht voran

In das gleiche Horn hat zuletzt auch Warren Buffett geblasen: Verblieben die Zinsen für lange Zeit auf dem aktuellen Niveau, wären Aktien „lächerlich günstig“ bewertet. Direkt im Anschluss ergänzte er, dass er sich eben nicht vorstellen könne, dass diese Zustände ewig anhalten könnten. Was sollen Value-Anleger also aus dieser Gemengelage machen? Howard Marks zufolge heißt Vorsicht nicht, sich aus den Märkten zurückzuziehen. Sein Motto lautet „Progress with caution“ – „Schreite mit Vorsicht voran“. Value-Investoren sollten sich auf verschiedene Szenarien vorbereiten und ihre Portfolios dementsprechend aufstellen (lesen Sie dazu unseren Konferenzbericht über die Value Intelligence Conference ab S. 10). Womöglich ist es das Gebot der Stunde, risi-

koarme Assets höher zu gewichten und auf ultra-aggressive Investments zu verzichten. Die neue, digitale Wirtschaftswelt sollte nicht dazu animieren, im letzten Moment auf den Technologiezug aufzuspringen. Stattdessen dürfte es sich lohnen, die soliden und nachhaltigen Namen der Technologiewelt mit Substanzwerten zu kombinieren und sich damit von der reinen Marktentwicklung unabhängig zu machen. Ab S. 52 stellen wir Ihnen Techaktien mit Value-Touch vor.

Fazit

All dies ist in der Theorie leichter gesagt als getan. Wie schon Yogi Berra sagte: „In der Theorie gibt es keinen Unterschied zwischen Theorie und Praxis, in der Praxis gibt es jedoch einen.“ Anleger sollten die veränderten Rahmenbedingungen zur Kenntnis nehmen und darauf reagieren, aber auch nicht alle bekannten Grundsätze über Bord werfen. Einige Bilanzkennzahlen mögen keine Relevanz mehr haben, doch viele alte Börsengrundsätze behalten dennoch ihre Richtigkeit.

Christoph Karl

Schöne neue Welt

Die 16. ACATIS Value Konferenz stand ganz im Zeichen der Technologie und der Veränderungen, die unsere Welt derzeit erfährt

Wenn es um die technologischen Möglichkeiten der Zukunft geht, wird Value-Investor Hendrik Leber philosophisch: Wir erleben gerade eine Explosion des Wissens und der technologischen Möglichkeiten. Die Frage ist daher, wie schön diese „schöne neue Welt“ wird, denn viele der utopischen Prognosen aus Aldous Huxleys Klassiker sind heute Realität geworden. Auf der einen Seite steht daher eine schier unbegrenzte Zahl an neuen Möglichkeiten, auf der anderen Seite die eine oder andere negative Konsequenz. Für Leber geht es aber nicht um gute Gesinnung oder guten Willen. Es müsse vom Ergebnis her gedacht werden, um zu guten Lösungen zu kommen. Viele der neuen Lösungen seien investierbar, böten große Zukunftsmärkte und würden zum heutigen Zeitpunkt nicht überbewertet.

Zukunft im Gepäck

Klar ist jedoch, dass dies nicht mehr viel mit dem klassischen kennzahlenorientierten Value Investing der Vergangenheit zu tun hat. Es geht aber immer noch darum, Firmen unter ihrem inneren Wert zu kaufen. Darin unterscheiden sich auch Value- und Growth-Investoren nicht – wohl jedoch in Sachen Optimismus. Während klassische Value-Investoren an eine Rückkehr zur Normalität glauben, hoffen Growth-Anleger auf eine rosige Zukunft. Für Leber ist in den heutigen Zeiten allerdings klar, dass er Unterneh-

men identifizieren muss, „die ihre Zukunft sicher im Rucksack mit sich tragen“. Diese gebe es allerdings nicht geschenkt. Doch nicht alles, was gute Zukunftsaussichten bietet, ist an der Börse derzeit überteuert. Ein Paradigmenwechsel ist daher dringend geboten.

Auf dem aufsteigenden Ast

Doch zurück zu Lebers Philosophie. Anhand von Zahlen lässt sich gut erkennen, dass ein Teil der schönen neuen Welt schon lange besteht. Leber illustriert dies anhand der 17 UNO-Ziele zur nachhaltigen Entwicklung. In elf davon habe die Menschheit in den letzten Jahren und Jahrzehnten teils massive Fortschritte erzielt, so z.B. in den Bereichen Armutsbekämpfung, Unterernährung, Gesundheitsversorgung, weltweites Bildungsniveau oder Frieden und Sicherheit. Entgegen der Intuition und der täglichen Nachrichtenlage hat sich hier ein unglaublicher Fortschritt ergeben. Dahinter steckt teilweise ebenfalls investierbarer technologischer Fortschritt, insbesondere in den erneuerbaren Energien, der E-Mobilität, der Medizin und der Landwirtschaft. Zu Lebers Favoriten zählen beispielsweise der japanische E-Motoren-Produzent Nidec, der Batteriehersteller W-Scope, der Materialtechnologie- und Recyclingkonzern Umicore oder der Grafikkartenhersteller NVIDIA.

Christoph Karl

» BEI AKTIEN KOMMT ES
NICHT NUR AUF DIE
KURSENTWICKLUNG AN. «

N-TV.DE*
24.04.2019



» **DJE – DIVIDENDE & SUBSTANZ
UND DJE – ASIA HIGH DIVIDEND**
SETZEN AUF ERTRAGSKRAFT
UND BILANZSTÄRKE. «

FLORIAN BOHNET | DJE Kapital AG

Die Bedeutung von Dividendenzahlungen wird oft unterschätzt. Diese beiden Fonds bevorzugen Aktien mit einer hohen Rendite. Der Fokus liegt dabei nicht auf der höchsten Dividendenrendite, sondern auf einer nachhaltigen und steigenden Dividendenzahlung. Fondsmanager Dr. Jan Ehrhardt legt ein besonderes Augenmerk auf Substanzstärke und eine solide Finanzbasis der Unternehmen. **Erfahren Sie mehr unter www.dje.de**



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

* Artikel auf www.n-tv.de vom 24.04.2019: <https://www.n-tv.de/fatgeber/Waerum-sich-Dividenden-meist-auszahlen-article20984276.html>



Zum 13. Mal lud Stefan Rehder zur Value Intelligence Conference nach München in den Bayerischen Hof ein. Das Themenspektrum reichte von wissenschaftlichen und ge-strategischen Themen bis hin zu konkreten Aktienvorstellungen.

Titelstory / Value-Konferenz

„Don't lose money“

Die 13. Value Intelligence Conference in München stand ganz im Sinne der Vorsicht. Aktienportfolios sollten daher auf verschiedene denkbare Szenarien ausgerichtet werden.

Für Veranstalter Stefan Rehder ist klar: Kein Geld zu verlieren ist in unruhigen Zeiten wie den heutigen erste Anlegerpflicht. Handelskrieg, Rezession, Brexit – die Liste der möglichen Störfälle ist lang.

Operative Risiken reduzieren

Rehder selbst setzt in seinen Fonds daher auf Unternehmen mit Preissetzungsmacht, Goldminen und eine relativ große Cashposition, um krisenresistent zu sein. Bezüglich der Preissetzungsmacht hält er es analog mit dem Finanzhistoriker und Investmentstrategen Edward Chancellor, der versucht, sogenannte positive Kapitalzyklen zu identifizieren. Ideal dafür sind Unternehmen in denjenigen Industrien, die stark konsolidiert sind, ein rationales Management und hohe Markteintrittsbarrieren besitzen sowie in Branchen tätig sind, in denen sich ein stillschweigendes Einverständnis zur Preisdisziplin durchgesetzt hat. Laut dem Value-Vordenker Prof. Bru-

ce C. Greenwald von der Columbia Business School zeichnen sich insbesondere Service-Unternehmen durch eine große Preissetzungsmacht aus. Viele der Dienstleistungen würden lokal produziert und ebenso lokal konsumiert; dies ermögliche eine attraktive Preisgestaltung. Laut Rehder reduziert Preissetzungsmacht generell operative Risiken von Unternehmen und hilft daher im Fall einer Rezession, aber auch bei Inflation und Deflation.

Beobachten und handeln

Entgegen der herrschenden Meinung bieten auch Gold und Goldminen einen Schutz vor diversen Negativszenarien. Laut Rehder handelt es sich bei Minen um ein unkorreliertes Asset, das zu historisch niedrigen Preisen notiert und (im Fall steigender Goldnotierungen) über eine hohe Optionalität verfügt. Er beruft sich dabei etwa auf Hedgefondsaltmeister Ray Dalio und die Value-Legende Jean Marie Eveil-

lard. Laut Dalio ist der Nichtbesitz von Gold lediglich durch die völlige Unkenntnis der Geschichte zu erklären. 5% bis 10% Gold im Portfolio sind gemäß Dalio daher als Hedge durchaus vertretbar. Aus ähnlichen Gründen hält auch Eveillard eine 10%-Quote in Gold für sinnvoll, alles darüber hinaus sei Spekulation. Spekulation komme übrigens vom lateinischen Wort „spekulare“ – zu Deutsch: beobachten. Angesichts einiger gegenwärtiger Entwicklungen sei daher derzeit eine Quote über 10% durchaus vertretbar.

Discount im Boden

Gold ist auch das Thema von Caesar Bryan, der beim US-Assetmanager Gabelli einen Minenfonds ganz nach Value-Kriterien managt. Die wesentlichen Problemfelder des Sektors sind für ihn jedoch offensichtlich: Die Minenunternehmen hätten zu stark auf Wachstum statt auf Profitabilität geachtet, keine Kapital- ▶

Forum

Financials & Real Estate 2019

Discover Value & Growth

Forum Financials & Real Estate

Die große Investorenkonferenz für Investment Professionals mit Fokus auf dynamische Finanz- und Immobilienaktien am 3. September 2019, Hilton, Frankfurt am Main

ES PRÄSENTIEREN u. a.

- › AROUNDTOWN
- › Deutsche Beteiligungs AG
- › Coreo
- › DEMIRE
- › EYEMAXX Real Estate
- › Peach Property Group
- › PORR
- › S IMMO
- › UBM
- › VIB Vermögen
- › CONSUS Real Estate
- › Accentro Real Estate

AGENDA

- 9:00 – 17:45 Uhr:
 - › Unternehmenspräsentationen, Group Meetings, Einzelgespräche mit den Vorständen
- 13:00 Uhr:
 - › Lunch
- ab 17:50 Uhr:
 - › Get-Together Cocktailparty

MEDIENPARTNER

- › Börsen-Zeitung
- › €uro am Sonntag
- › Smart Investor
- › GoingPublic Magazin
- › Institutional Investment Real Estate Magazin
- › Börse Online
- › Berlinboxx
- › BOND MAGAZINE

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

GASTGEBER



PREMIUM PARTNER

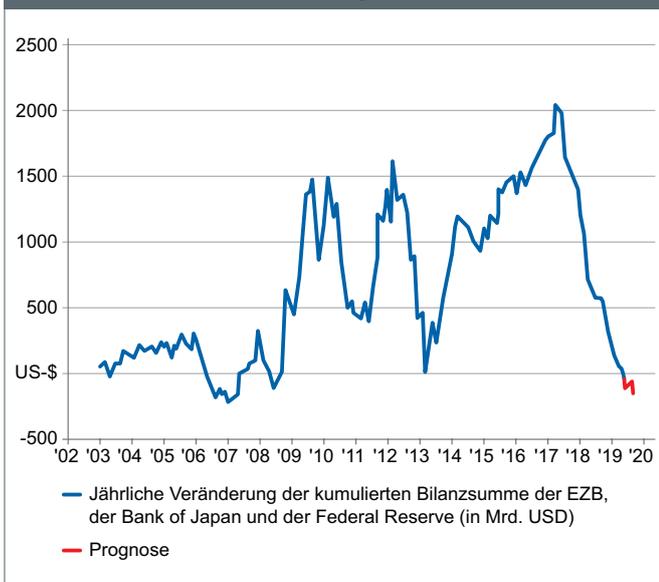




Felix Zulauf, Crispin Odey, Xuewu Gu und David Iben bei einer Podiumsdiskussion

disziplin gehabt, zu hohe Verschuldung aufgebaut und operative Rückschläge verkraften müssen. Auf dem heutigen Kursniveau offerierten die Minenaktien aber ein Exposure in Gold im Boden zu einem heftigen Discount zum physischen Pendant – klassischer Value eben! (Im kommenden Smart Investor finden Sie unser Interview mit Caesar Bryan.) Denselben Punkt sieht übrigens auch Deep-Value-Investor David Iben. Für ihn sind daher insbesondere diejenigen Goldminentitel interessant, die aktuell wenig Gold zutage fördern, dafür aber hohe Reserven ausweisen. Anleger erhalten somit eine Gratisoption auf eine steigende Edelmetallnotierung. Lesen Sie hierzu unser ausführliches Interview mit David Iben auf S. 16.

Abb. 1: Zentralbanken auf dem Rückzug



Die Bilanzsummen der EZB, der Bank of Japan und der Fed sind 2019 zum ersten Mal seit Langem rückläufig. Dies könnte auch mit einem Paradigmenwechsel an den Börsen einhergehen.

Quelle: Odey Asset Management

Zombifizierung

Mit einem volkswirtschaftlichen Thema, das auch für Investoren Sprengstoff beinhaltet, beschäftigte sich Dr. Boris Hofmann von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), quasi der Zentralbank der Zentralbanken. Der Volkswirt hat zusammen mit einem Kollegen die Problematik der sogenannten Zombiunternehmen untersucht, welche durch die Niedrigzinspolitik künstlich am Leben gehalten werden. Nach seiner Definition handelt es sich dabei um strukturell defizitäre Unternehmen, die bereits seit Längerem am Markt sind und laut Börseneinschätzung auch in Zukunft negative Ergebnisse erwirtschaften dürften (Tobins Q unterhalb des Medians der Branche).

Insbesondere in Japan zeigte sich dieses Phänomen in den 1990er-Jahren deutlich, als der Anteil der Zombies innerhalb weniger Jahre von 5% auf 35% aller Unternehmen anstieg. Doch auch im Rest der Welt – die BIZ untersuchte immerhin 32.000 Nichtbanken in 14 entwickelten Volkswirtschaften – dürfte der Anteil heute bei ca. 6% liegen. Die negativen Implikationen seien klar beobachtbar: Zombiunternehmen verlangsamten das Produktivitätswachstum in den betroffenen Volkswirtschaften. Eine Korrelation mit der Stabilität der Banken lasse sich empirisch dagegen nicht beobachten. Problematisch sei dagegen die Tatsache, dass der Anteil der Zombies in wirtschaftlichen Erholungsphasen nicht auf den vorherigen Stand zurückgehe.

Eine Frage von Krieg und Frieden

Ein schwer verdauliches Thema behandelte Prof. Dr. Xuewu Gu, Inhaber des Lehrstuhls für Internationale Beziehungen der Universität Bonn. Denn mit einem Handelskrieg sieht Gu noch lange nicht das Ende der Fahnenstange einer möglichen Eskalation des Konflikts zwischen den USA und China, sondern vielmehr die Gefahr eines „heißen Krieges“ zwischen dem heutigen Hegemonen der Welt und dessen Herausforderer. Laut dem US-Politikwissenschaftler Graham Allison hat diese sogenannte Falle des Thukydides in zwölf der letzten 16 Fälle zugeschlagen, in denen eine dominierende Macht von einem aufstrebenden Land herausgefordert wurde. Das Bild geht zurück auf den altgriechischen Geschichtsschreiber Thukydides, der beschrieb, wie Sparta allein aus Angst vor einem weiteren Aufstieg des Nachbarn in den Krieg gegen Athen zog. Die Frage sei daher, ob die USA bei ihrer friedlichen Containment-Politik bleiben, die sie gegenüber China schon seit Längerem anwenden.

Zermürbungstaktik

Gegen eine derartige Eskalation sprechen Gu zufolge diese Gründe: Trump stehe eher für eine Reduktion der Militärpräsenz im Ausland. In der Vergangenheit habe es wohl selten so viele wirtschaftliche Interdependenzen zwischen zwei Volkswirtschaften gegeben. Zudem gebe es mit Japan, Europa und Russland mehrere starke Drittparteien, die als Mediator wirken könnten. Für eine Eskalation spreche etwa eine große systemische Inhomogenität zwischen dem Westen und China; zudem sei die nukleare Bewaffnung – anders als im Kalten Krieg – ungleich verteilt und die technologische und wirtschaftliche Überlegenheit der USA nehme laufend ab. Bezüglich des laufenden Handelsstreits kommt

Gu zu folgendem interessanten Fazit: Beide Seiten können sich eine Eskalation nicht leisten, eine Kapitulation allerdings ebenso wenig. Zumindest von chinesischer Seite sei daher zu erwarten, dass man weiter auf Zermürbung setze. Hoffnung auf ein baldiges Ende des Streits macht diese Interpretation nicht!

Lehren aus der Vergangenheit

Die Hedgefondslegende Crispin Odey gehört ebenfalls nicht zu den größten Optimisten auf dem Planeten. Für ihn ist klar, dass die Quantitative-Easing-Programme weltweit ausgereizt sind. Dafür sei der US-Arbeitsmarkt jetzt so leergefegt, dass über die Löhne Inflation entstehen könne. Das Grundproblem der Volkswirtschaften sei das Nichtzulassen einer Korrektur. Dies führe jedoch zu unterschwelligen Problemen, während das Zulassen von Rezessionen in kurzfristigen Verwerfungen münde. Umgemünzt in konkrete Anlageempfehlungen sieht dies laut Odey folgendermaßen aus: Value könnte ähnlich

wie im Jahr 2000 vor einem Comeback stehen, außer bei denjenigen Unternehmen, die definitiv nicht zu retten sind. Das Ende des Hypes um die Wachstumsaktien könne enorme Chancen mit sich bringen. Odey setzt auf die „Überlebenden“ und finanziert dies über die Shorts der „Totgeweihten“. Gold zählt parallel dazu ebenso zu seinen Favoriten. Alles in allem fährt er jedoch eine Strategie, die lediglich sehr schwer zu imitieren ist.

Ein unterschätzter Burggraben

Mit Netzwerkeffekten als Burggraben beschäftigte sich Thomas Wiedemann von Value Intelligence Advisors. Hier habe ein historischer Umbruch stattgefunden, den auch schon Warren Buffett erkannt habe. So würden vier der größten Unternehmen der USA (Microsoft, Amazon, Alphabet und Facebook) heute keinerlei Nettoanlagevermögen benötigen. Eine Tatsache, die viele ökonomische Grundregeln über den Haufen wirft. Auch deswegen sei die US-Industrie in den letzten 20 Jahren struk-

turell profitabler als in der Vergangenheit. Während Skaleneffekte bei klassischen Industrieunternehmen mit zunehmender Größe abnehmen, entfalten diese durch Netzwerkeffekte bei den großen Techkonzernen eine zunehmende Wirkung. Als Beispiel nannte Wiedemann Facebook. Entgegen der herrschenden Meinung sei die Aktie derzeit eher unpopulär. Der Markt unterschätze aber die Stärke des Geschäftsmodells und das zukünftige Wachstum sowie die zukünftigen Ertragsbringer wie Instagram und Shoppingdienste.

Fazit

Schwierig, aber nicht aussichtslos sahen diverse Redner auf der Value Intelligence Conference die Lage an den Kapitalmärkten. Anleger sind gut beraten, nicht auf ein Szenario zu setzen, sondern verschiedene Optionen ins Kalkül zu ziehen. Dazu gehören auch auf den ersten Blick so widersprüchliche Assets wie Technologieaktien und Goldminen. ■

Christoph Karl

Anzeige



Handverlesen investieren.

Scherzer & Co. AG

www.scherzer-ag.de

© Bild: U. Hurdtsch - Foto.com

Titelstory / Value-Aktien

Das Beste aus zwei Welten

Nicht wenige Unternehmen bieten zugleich Substanz und eine attraktive Wachstumsperspektive

Auf dem Sprung

Für Stefan Rehder vom Assetmanager Value Intelligence Advisors offeriert der US-Umzugsdienstleister **AMERCO** derzeit die Traumkonstellation aus Substanz und Wachstumsperspektive. Der Charme liegt im rezessionsresistenten Geschäftsmodell. Das familiengeführte Unternehmen ist über die Tochter U-Haul Marktführer (Marktanteil von über 50%) in der Vermietung von Umzugslastwagen in den USA – eine Dienstleistung, die auch oder sogar vermehrt im wirtschaftlichen Abschwung nachgefragt wird. Daneben betreibt das Unternehmen Self-Storage-Center, was enorme Synergien mit dem Kerngeschäft ermöglicht. Zuletzt konnte das Unternehmen organisch zwischen 5% und 7% pro Jahr wachsen; die Free-Cashflow-Rendite liegt bei beeindruckenden 11%. Amerco dürfte eine Perle sein, die viele Anleger bislang übersehen haben: Der Small Cap wird lediglich von einem Bankanalysten gecovert. Mit achtmal so vielen Niederlassungen wie der größte Konkurrent besitzt Amerco einen kaum zu überwindenden Burggraben. Die Werbung auf den ca. 200.000 im Einsatz befindlichen Lastwagen und Anhängern ist kostenlos. Darüber hinaus bewies das Unternehmen über viele Jahre, dass es eine hervorragende Kapitalallokation betreibt und am langfristigen Shareholder Value orientiert ist.

Talsole durchschritten?

Ebenfalls im Portfolio von Value Intelligence Advisors befindet sich der Agrarkonzern **Bunge**, einer der größten Agrarprodukt-händler und der weltweit größte Sojabohnenverarbeiter. Deren Preis notierte zuletzt allerdings auf einem Zehnjahrestief. Gründe dafür war der Handelskrieg zwischen den USA und China sowie das in China grassierende Schweinefieber. Bunge konnte die letzten Jahre jedoch zum Ausbau seiner Marktposition nutzen. Agrarprodukte sind derzeit eine verschmähte Assetklas-

se. Zuletzt sendeten die Soja- und Getreidepreise allerdings hoffnungsvolle Signale, dass dies nicht ewig so bleiben dürfte. Die Attraktivität des Konzerns ist auch Konkurrenten nicht verborgen geblieben. So bestand im letzten Jahr Interesse vom Rohstoffmulti Glencore und dem US-Konkurrenten Archer Daniels Midland an einer Übernahme. Allerdings ist ein Unternehmensverkauf nicht vom Tisch. Die beiden Großaktionäre Continental Grain und D.E. Shaw & Co. haben mittlerweile Sitze im Aufsichtsrat besetzt und kündigten an, die Strategie auf den Prüfstand stellen zu wollen. Die Aktie notiert nahe dem Buchwert und auf einem Mehrjahrestief. Kein schlechter Zeitpunkt für ein antizyklisches Investment.

Wachstumskurs vorprogrammiert

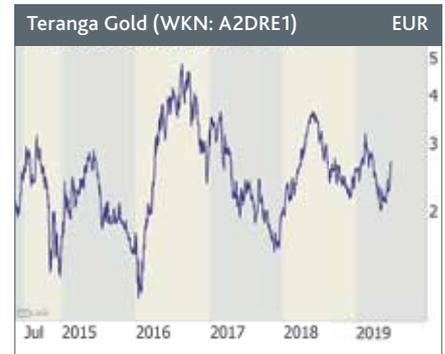
Einer der Favoriten von Caesar Bryan, einem Veteranen unter den Goldmineninvestoren, ist **Teranga Gold**. Das in Westafrika tätige Unternehmen produziert aktuell mehr als 200.000 Unzen Gold pro Jahr und sitzt auf einer Ressource von etwas über 4 Mio. Unzen. Die Bewertung ist mit 310 Mio. USD moderat. Zuzüglich der Nettoschulden von etwa 150 Mio. USD liegt der Unternehmenswert lediglich beim rund Fünffachen des erwarteten operativen Cashflows. Mit 700 bis 750 USD je Unze an cashwirksamen Kosten und Gesamtkosten von 1.000 bis 1.075 USD besitzt das Unternehmen eine Kostenstruktur, die der Aktie bei einem weiteren Goldpreisanstieg einen signifikanten Hebel bietet. Attraktiv könnte das Unternehmen laut Bryan aber dadurch werden, dass sich möglicherweise eine attraktive Akquisition ergibt. So besitzt die fusionierte Barrick-Randgold-Gruppe eine Mine unmittelbar neben Terangas Sabodala-Mine. Diese passt allerdings kaum in das Portfolio des Minengiganten. Für Teranga könnte sich damit die Gelegenheit ergeben, seine Umsätze und Ressourcen zu verdoppeln.

Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2018*	Umsatz 2019e*	EpS 2018	EpS 2019e	EpS 2020e	KGV 2019e	KGV 2020e	Div. 2019	Div.-Ren. 2019
AMERCO [US]	904412	328,80	6.447	3.159	3.306	16,65	19,06	20,06	17,3	16,4	0,00	0,0%
Bunge [US]	762269	49,01	6.933	40.125	40.303	1,44	2,46	3,19	20,0	15,3	1,87	3,8%
Teranga Gold [CA]	A2DRE1	2,66	286	275	228	0,14	0,11	0,31	24,2	8,6	0,00	0,0%
Burford Capital [US]	A0YC5B	17,77	3.885	373	409	1,32	1,23	1,68	14,5	10,6	0,13	0,7%
Nidec [JP]	878403	116,26	34.662	12.206	12.454	3,67	3,11	4,17	37,4	27,9	0,87	0,7%
Signify [NL]	A2AJ7T	26,34	3.381	6.358	6.208	1,95	2,19	2,17	12,0	12,1	1,39	5,3%

*) in Mrd. EUR

Quellen: eigene Schätzungen, onvista, Marketscreener



Streithansels Liebling

Bryan managt jedoch nicht nur einen Minenfonds, sondern auch einen internationalen Fonds für Wachstumswerte. Einer seiner Tipps aus diesem Segment auf der Value Intelligence Conference war der Prozesskostenfinanzier **Burford Capital**. Wir hatten die Aktie bereits im Heft 7/2017 vorgestellt; der Kurs hat sich seitdem in der Spitze mehr als verdoppelt. Trotz intakter Zahlen ist der Titel zuletzt unter Druck geraten, da ein Fonds des britischen Investors Neil Woodford seine Position liquidieren musste. Es könnte also eine neuerliche Gelegenheit geben, zu einem akzeptablen Preis in diese Buy-and-Hold-Aktie einzusteigen. Burford ist quasi eine Investmentbank im Geschäft mit groß angelegten Schadenersatzklagen. Dabei finanziert das Unternehmen Prozesse und Anwaltskanzleien und bekommt dafür im Erfolgsfall eine Gewinnbeteiligung. Neben 1,6 Mrd. USD an Eigenmitteln investiert Burford auch 2,3 Mrd. USD von Dritten und erhält dafür eine fixe Gebühr und eine Performance Fee. Der Moat liegt in den vorhandenen Erfahrungswerten, der Fähigkeit, Rechtsrisiken und Chancen richtig zu bewerten, und der Skalierbarkeit des Geschäftes. Seit 2009 konnte Burford einen IRR (also eine interne Verzinsung) von 31% auf das eingesetzte Kapital erzielen. Trotz dieser beeindruckenden Zahlen kann die Aktie mit einem niedrigen KGV von 10,6 für 2020 punkten. Das relativ hohe Kurs-Buchwert-Verhältnis von aktuell 2,75 relativiert sich durch die außergewöhnlich hohen Eigenkapitalrenditen.

Schreck der Automobilbranche

Zum Schreck der deutschen Automobilbranche dürfte die japanische **Nidec** werden. Denn zum einen besitzt das Unternehmen ohnehin eine hervorragende Marktposition bei E-Mobilitäts-Motoren. Mit der Entwicklung eines sogenannten Nabenmotors, der direkt am Reifen sitzt, stellt das Unternehmen alle Prinzipien der Branche auf den Kopf und ermöglicht völlig neue Konstruktionen. Laut Dr. Hendrik Leber von ACATIS besitzt Nidec in dieser Technologie einen deutlichen Vorsprung auf die europäischen Konkurrenten. Parallel dazu besetzen die Japaner mit ihren Produkten diverse weitere Zukunftsmärkte. Hergestellt werden Motoren für Roboter, Drohnen und Anwendungen in der Logistik und Agrarwirtschaft. Analysten trauen

den Japanern bis 2020 einen Umsatzsprung von rund 12 Mrd. auf 16 Mrd. EUR zu. Das KGV ist mit 28 für 2020 zwar noch sehr sportlich, allerdings dürften alleine die Bestellungen des Nabenmotors für einen relativ sicheren Wachstumssprung sorgen. Entgegen den typischen Gepflogenheiten in Japan achtet Nidec auf eine gute Investor-Relations-Arbeit und die Erzielung einer hohen Kapitalrendite (Ziel ist ein Return on Equity von 18% im Jahr 2020), was sich auch an der bisherigen Kursentwicklung ablesen lässt.

Profiteur der neuen Landwirtschaft

Spin-offs sind häufig ungeliebte Töchter, die nach einer Abspaltung ihre wahren Potenziale offenbaren. So könnte es auch bei **Signify** sein, der ehemaligen Philips Lighting. Signify hat frühzeitig den Trend zu LED-Beleuchtungsmitteln erkannt und sich in dieser Zukunftstechnologie eine gute Marktposition erarbeitet. Dennoch sinken die Umsätze unterm Strich, da das Geschäft mit klassischen Beleuchtungsmitteln stark rückläufig ist. In den letzten vier Quartalen konnte das Unternehmen dennoch stets die Schätzungen der Analysten übertreffen. Schon heute ist klar, dass die Marktdurchdringung mit LEDs in den kommenden Jahren deutlich zunehmen wird. Signify profitiert vom Trend zur Urbanisierung, insbesondere in Asien. Dessen Produkte spielen jedoch auch in einem anderen Megatrend eine Rolle: Urban Farming, dem Anbau von Nahrungsmitteln in künstlich beleuchteten Hallen. Ein Markt, in den im Silicon Valley zuletzt große Summen gepumpt wurden. Doch Signify ist alles andere als eine heiße Technologiewette: Seit dem Listing 2017 hat das Unternehmen 1,1 Mrd. EUR über Dividenden und Rückkäufe an seine Aktionäre zurückfließen lassen, die Aktie notiert zu einem 2019er-KGV von zwölf. Signify befindet sich auch in den Portfolios der Value-Spezialisten von Acatis.

Fazit

Warren Buffett würde lieber einen akzeptablen Preis für ein hervorragendes Geschäftsmodell als eine niedrige Summe für ein schlechtes Unternehmen bezahlen. Dies gilt auch für die oben vorgestellten Unternehmen. ■

Christoph Karl

Titelstory / Interview

„In der Mitte der Masse kann kein Value sein“

Smart Investor sprach mit dem amerikanischen Deep-Value-Investor **David Iben** von Kopernik Global Investors darüber, wie er dem Irrsinn an den Märkten durch ausgefallene Aktienideen trotz

Smart Investor: Mr. Iben, Berkshire Hathaway hat sich zuletzt an Amazon beteiligt, mit Apple ist ein Technologieunternehmen sogar die größte Position im Portfolio Warren Buffetts. Sie selbst versuchen dagegen, klassischen Kennzahlen treu zu bleiben und Perlen zu

finden, wo alle anderen diese übersehen – aber hat sich die Welt um uns herum nicht deutlich verändert?

Iben: Unsere Sicht ist diese: Value ist eine Grundvoraussetzung, keine Philosophie. Niemand sollte mehr für etwas bezahlen, als es wert ist. Zu verschiedenen Zeiten geben einem die Märkte verschiedene Chancen. Schauen Sie auf Mr. Buffett: Ende der 1960er- bzw. Anfang der 1970er-Jahre war die Situation ähnlich wie heute. Die Anleger haben zu viel für Aktien bezahlt, die nicht dem Buffett-Stil entsprechen. Er selbst dagegen verkaufte und löste schließlich sogar seine Partnership auf. 1973/74, nachdem die Märkte gefallen waren, kaufte er wieder. Heute liebt jeder die Wachstumstitel. Was ist das Resultat? Jeder hat sie, sowohl die Growth-Investoren als auch die Value Guys, die Momentum Anleger und die ETFs. In der Mitte der Masse kann aber kein Value sein. Diese Aktien preisen ein ewig anhaltendes Szenario von hohen Margen und niedrigen Zinsen ein. Schauen Sie auf Japan, dann bekommen Sie ein Gefühl dafür, dass solche Situationen nicht ewig anhalten.

Smart Investor: Ein guter Teil der Hausse wurde durch das billige Geld der Zentralbanken bedingt. Zuletzt scheint auch die Fed wieder eine expansivere Geldpolitik anzustreben. Was kann die Hausse bei den Wachstumswerten bremsen?

Iben: Wir haben zwar einen Bottom-up-Ansatz und keine volkswirtschaftliche Meinung. Aber ich glaube an die Österreiche Schule der Volkswirtschaft. Diese sagt: Wer einmal mit dem Gelddrucken anfängt, kann nie mehr damit auf-

hören. Nach all den Quantitative-Easing-Programmen in den USA, Europa und Japan haben die Zentralbanken 2018 zum ersten Mal versucht, das Gelddrucken leicht abzubremesen – und siehe da: Die Märkte fangen an, zu crashen. Die ersten Symptome der Inflation zeigen sich immer an den Assetmärkten, führen aber auch zu massiven Fehlallokationen und schlechten Investments. Jetzt reden die Leute über Nonsense wie die Modern Monetary Theory. Es wird interessant zu beobachten, wie das weitergeht.

Smart Investor: Sie haben aktuell vor allem Gold- und Rohstoffwerte in Ihren Fonds hoch gewichtet. Gold passt zu Ihrer Analyse, aber haben Sie wegen Ihrer Rohstofftitel keine Angst vor einer Rezession?

Iben: Rezessionen kommen und gehen, die letzte ist sogar schon eine Zeit lang her und überfällig. Aber wir haben viele Aktien in unserem Portfolio, die Marktführer sind und Dinge herstellen, die viele Menschen in ihrem täglichen Leben brauchen. Das Erstaunlichste ist: Viele dieser Aktien notieren zu weniger als 70% ihres Buchwerts abzüglich immaterieller Vermögensgegenstände, haben niedrige KGVs, niedrige Kurs-Cashflow-Verhältnisse und sind anhand jeder möglichen Kennzahl günstig. Mich interessiert nicht, ob es Inflation, Deflation, eine starke oder eine schwache Wirtschaftsentwicklung gibt. Denn wenn ich gute Unternehmen zu solchen Preisen kaufen kann, sieht die Zukunft normalerweise positiv aus. Wir setzen nicht generell auf Rohstoffe, sondern vor allem auf Edelmetalle und Uran,



David Iben, CFA, ist Chief Investment Officer von Kopernik Global Investors und Portfoliomanager der Kopernik-Global-All-Cap-Strategie. Diese steht auch europäischen Investoren über mehrere UCITS-Fonds offen, die Kopernik zusammen mit Heptagon Capital aufgelegt hat (Privatanlegertranche in Euro mit der WKN A1XEJ4, Institutionellentranchen in Euro mit der WKN A1XF0B). Er ist geschäftsführendes Mitglied, Gründer und Vorsitzender des Board of Governors von Kopernik Global Investors. Bevor er Kopernik mitgründete, war Iben für mehrere US-Assetmanagementunternehmen und das Assetmanagement der US-amerikanischen Versicherungsgruppe Farmers Group tätig.

wo wir uns unter allen ökonomischen Szenarien eine positive Entwicklung vorstellen können.

Smart Investor: Wie gehen Sie mit den Fallstricken um, die die Goldminenbranche für Anleger bereithält?

Iben: Nun ja, ich kann physisches Gold kaufen, das bereits aus dem Boden gefördert wurde. Oder ich kaufe Gold, das sich noch in der Erde befindet. Allerdings könnten die operativen Kosten steigen, das Management könnte dumme Dinge tun, zu viele Aktien emittieren und schlechte Akquisitionen tätigen. Deswegen wollen wir einen Discount bekommen. Im Moment bekommen wir verrückte Rabatte. Vor zehn Jahren stand der Goldpreis in etwa auf demselben Niveau wie heute. Viele Minenaktien sind jedoch 85% günstiger. Wir mögen Optionalität – und die gibt es derzeit bei vielen Minenaktien gratis. Wir fragen uns, wo der Liquidationswert eines Unternehmens liegt, wenn der Goldpreis bei 1.300 USD bleibt. Dann fragen wir uns, wo er läge, wenn Gold wieder auf 1.900 USD steigen würde. Das Problem dabei: Die meisten Minen sehen ihre Aufgabe im Fördern von möglichst vielen Unzen Gold. Wir dagegen sehen sie als Unternehmen, die auf einer sehr wertvollen Call-Option sitzen [lacht].

Smart Investor: Welche konkreten Aktien aus dem Sektor halten Sie?

Iben: Eine Mischung aus gut geführten Unternehmen wie Newcrest Mining, Wheaton Precious Metals (Bestandteil des Musterdepots, siehe S. 56; Anmerkung der Redaktion) und Unternehmen, die zwar auf einem großen Asset sitzen, dieses aber im Moment gar nicht oder kaum fördern. Wir glauben, dass die großen Player diese früher oder später kaufen müssen, denn deren Ressourcen werden immer weniger. Dazu zählt Northern Dynasty, New Gold oder Seabridge Gold.

Smart Investor: Nicht nur zum Thema Gold haben Sie eine konträre Meinung – auch den russischen Markt schätzen Sie anders ein als die meisten Investoren. Unser Musterdepotwert Gazprom ist eine Ihrer größten Positionen. Was gefällt Ihnen an dem Unternehmen?

Iben: Russland ist berühmt für seine Korruption. Die Anleger glauben daher, dass sie ihr Geld niemals wiedersehen, wenn es nicht in Form einer Dividende ausbezahlt wird. Deswegen gibt es eine Obsession mit Dividenden. Wir können so etwas nicht prognostizieren, aber die Verdopplung der Ausschüttung hat der Aktie sicherlich geholfen. Wir mussten allerdings auch sehr lange darauf warten. Gazprom hat zwar einige Investitionen zu schultern, verfügt aber auch über das größte Pipelinennetz der Welt und sitzt auf einem Haufen Cash. Wir sind nicht blind, was die länderspezifischen Risiken in Russland betrifft. Wenn der Discount groß genug ist – und das ist er bei Gazprom auf jeden Fall –, greifen wir jedoch zu.

Smart Investor: Sie haben die Geduld angesprochen, die Sie bei Gazprom mitbringen mussten. Wie schaffen Sie es, mit dem psychologischen Druck umzugehen, den ein Contrarian-Ansatz mit sich bringt?

Iben: Der legendäre Investor Jean-Marie Evillard hat gesagt, dass es beim Value Investing immer um das Ertragen von Schmerzen geht. Aber Spaß beiseite. Ich denke, es gibt Dinge, die man kontrollieren kann; es gibt aber auch Dinge, die man nicht kontrollieren kann. Wir haben die Kontrolle darüber, welche Unternehmen wir im Portfolio haben, ob wir deren Geschäftsmodelle verstehen und zu welchem Preis wir diese kaufen. Auf die Massenpsychologie haben wir dagegen keinen Einfluss. Wir wissen aber, dass diese sprunghaft ist und Zyklen unterliegt. Manchmal dauert es eben kürzer, manchmal länger, bis die Masse die Werte erkennt, die in den Unternehmen steckt. Ich überliste mich z.B. dadurch, dass ich nicht täglich auf die Kurse schaue. Warum sollte ich das tun, wenn ich eine Aktie über mehrere Jahre behalten will? Sie müssen Vertrauen in Ihr Research haben. Mit der Erfahrung kommt dann auch die nötige Geduld.

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

Interview: Christoph Karl

Dieses Interview wurde am Rande der 13. Value Intelligence Conference geführt.



Investieren in Edelmetalle. Mit den Experten.

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

Stabilitas Pacific Gold+Metals

Goldminenaktien in Australien (AOML6U)



Stabilitas Silber+Weissmetalle

Das Potential von Silber nutzen (AOKFA1)



Stabilitas Special Situations

Von Spezialsituationen profitieren (AOMV8V)

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

WWW.STABILITAS-FONDS.DE

Stabilitas GmbH
Wittenbreite 1
32107 Bad Salzufflen

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

Endspiel

Wie die Deindustrialisierung Deutschlands vorangetrieben wird

Bislang verlief die Deindustrialisierung in Deutschland schleichend. Die Parolen von der „Wissensgesellschaft“ überdeckten lange Zeit die Verluste in der Schwerindustrie. Nun steht das verbliebene Flaggschiff – die deutsche Autoindustrie – mit dem Rücken zur Wand.

Die Party in den Chefetagen der deutschen Industrie scheint vorerst vorüber zu sein – das hat selbst DER SPIEGEL gemerkt, denn jüngst titelte er drohend „Die fetten Jahre sind vorbei“. Damit scheint sich auch in der Jubelpresse des Mainstreams der Zweifel über die Wirtschaftspolitik „Made in Germany“ eingemischt zu haben. Oder anders formuliert: Der Niedergang ist für jedermann so offensichtlich, dass selbst der Spiegel nicht anders kann, als darüber



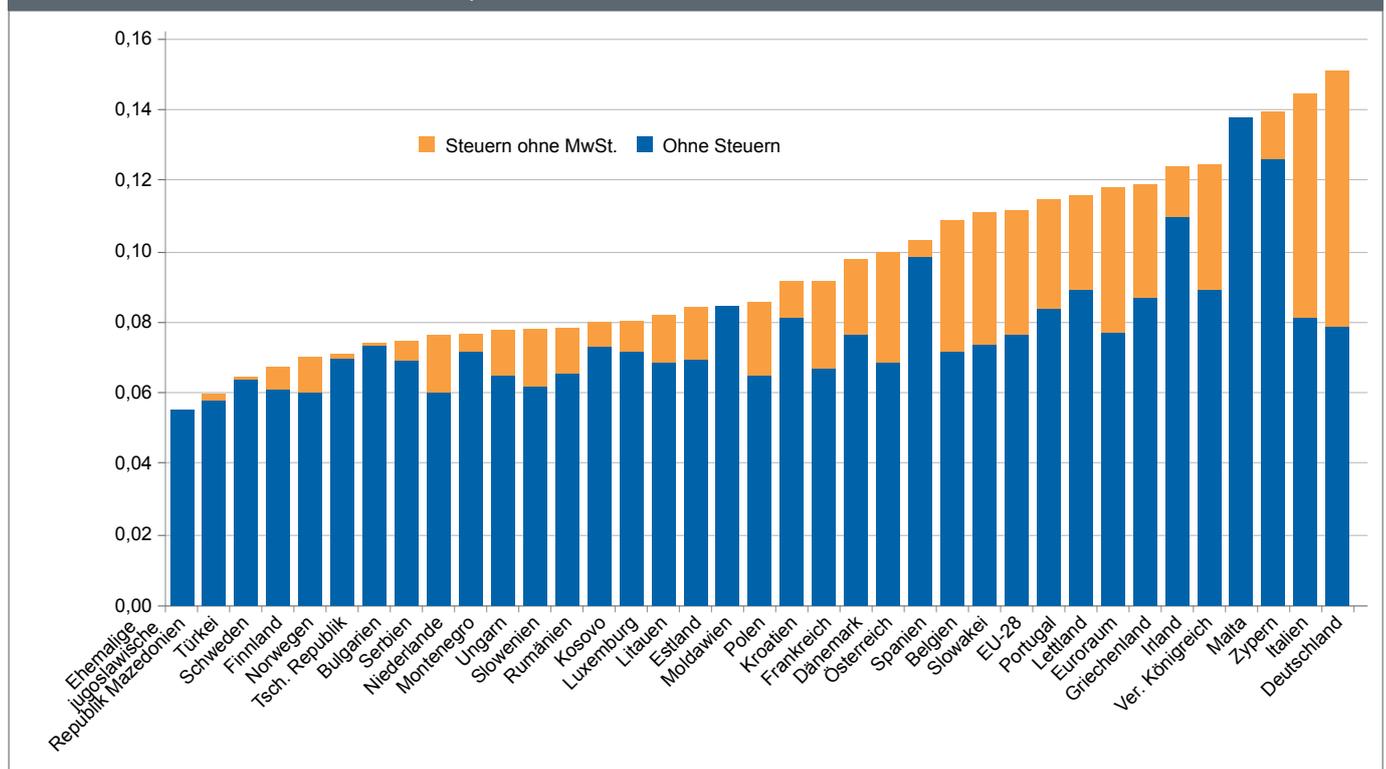
DER SPIEGEL 20/2019

zu berichten, wie es um den Industriestandort Deutschland steht. Und nein, diese Geschichte stammt nicht von Claas Relotius.

Ein starkes Europa ist besser als ein starkes Deutschland

Machen wir also eine Bestandsaufnahme. Bisher glaubten die Industriekapitäne, unangreifbar zu sein. Egal ob Abgasbetrug, zweifelhafter Umgang mit Firmengeldern oder Unternehmensstrategien, die einem unvoreingenommenen Betrachter die Haare zu Berge stehen lassen (lesen Sie hierzu auch den Artikel „Wenn der Feind im Zentrum der Macht sitzt“ in Smart Investor 5/2019 auf S. 20; Anmerkung der Redaktion). Doch nun hat sich der Wind gedreht. Nicht nur Aktionäre mucken auf,

Abb. 1: Deutschland ist Weltmeister bei den Strompreisen



Strompreise für Nichthaushaltskunden, zweites Halbjahr 2017 in EUR je kWh

Quelle: Eurostat

auch die brutalen normativen Fakten, die am Industriestandort Deutschland gelten, setzen dem Treiben der selbstherrlichen Manager ein baldiges Ende. Dem einen oder anderen mag es allmählich dämmern: Das inhaltslose Gefasel vom starken Europa und Durchhalteparolen wie „Es geht nur mit Europa“ sind wenig zielführend für eine Industriestrategie Deutschlands. Selbst die Ideen des BDI zum wichtigen Thema Industriepolitik lassen sich in etwa so zusammenfassen: Wir wollen billigere Arbeitskräfte, die wir leichter entlassen können, und dazu noch weniger Exportbeschränkungen. Besonders einfallsreich ist das nicht.

Spitzenwerte bei Stromkosten und Steuern

Im digitalen Zeitalter in Verbindung mit den schier unendlich vielen elektrischen Anwendungen ist der Strompreis ein entscheidender Standortvorteil. In der von Eurostat veröffentlichten Statistik der Strompreise für Nichthaushaltskunden, also vor allem Gewerbe und Industrie, rangiert Deutschland mit solidem Abstand vor Italien.

Im Klartext: Für große Stromverbraucher gibt es in ganz Europa keinen schlechteren Standort als Deutschland. Dank einer völlig verpfuschten Energiewende und der unausgegorenen Idee vom Kohleausstieg werden die Strompreise weiter in die Höhe

Tab. 1: Die Liste der fünf schlimmsten Steuerhöhlen in der OECD

	Steuern und Abgaben für einen Einpersonenhaushalt 2018
Belgien	39,8%
Deutschland	39,7%
Dänemark	35,7%
Slowenien	34,1%
Ungarn	33,5%

Quelle: OECD

getrieben. Zudem steigt das Risiko flächendeckender Stromausfälle kontinuierlich. Wir erinnern uns: Bei der Verantwortlichen für die besagte Energiewende handelt es sich um eine Physikerin. Es gibt noch weitere Standortfaktoren, die gegen Deutschland sprechen. So hat Deutschland nach Belgien die höchsten Steuern und Abgaben in der OECD.

Unterentwicklung allerorten

Wenden wir uns nun dem beliebten Politikerschlagwort Digitalisierung zu. Wo steht da Deutschland? Während das 5G-Netz in der Schweiz bereits in den wichtigsten Städten verfügbar ist und bis zum Jahresende wohl flächendeckend auch das abgelegenste und hinterste Alpental erreichen wird, ist Deutschland übersät mit 4G-Funklöchern und bei schnellem Internet immer noch Entwicklungsland. Auch das spricht gegen den Standort Deutsch-

land. Doch damit nicht genug: Der schnellste Computer in Deutschland ist im internationalen Vergleich der Supercomputer nur eine lahme Ente. Andere Länder melden bei der Entwicklung von Quantencomputern große Fortschritte und entwickeln hervorragende Lösungen im Bereich künstliche Intelligenz und Augmented Reality. Im Gegensatz dazu werden hierzulande Programme entwickelt, um unrealistische Abgasvorgaben aus Brüssel auszutricksen. Man weiß nicht, ob man darüber weinen oder lachen soll.

Auch die deutsche Infrastruktur stellt einen Schwachpunkt dar. In keinem anderen zivilisierten Land glaubt man, die Einsturzgefahr von Autobahnbrücken mit Geschwindigkeitsbegrenzungen lösen zu können. Museumsreife Kanalschleusen regulieren den Verkehr auf den wichtigsten Wasserstrassen Deutschlands. Die deutschen Überseehäfen sind längst von der Weltspitze abgehängt. Im Flugverkehr wurde Deutschland schon vor Jahren von zahlreichen Schwellenländern überholt.

Auch wenn das Fundament des Industriestandorts bereits deutlich geschwächt ist, so liest sich die Statistik immer noch sehr positiv. Die deutsche Industrie trägt direkt rund 30,7% zum deutschen BIP bei. Etwa 24,2% der Arbeitnehmer in Deutschland sind in der Industrie beschäftigt. Ein Großteil der in Deutschland erbrachten ►

Anzeige

„Kommt der Brexit, sollte Deutschland aus dem Euro austreten!“

Dr. Holger Schmitz



SCHMITZ & PARTNER AG
Privates Depotmanagement

Via Albaredo 53 · CH-6645 Brione sopra Minusio

Telefon: +41 (0)91 7 44 66 65 · E-Mail: info@schmitzundpartner.ch

www.schmitzundpartner.ch



>> Matthias Eder | "Paar"
Silbervollguss (999) | ca. 5 kg (ohne Sockel)
Höhe 46 cm | 10 Expl.



BullionArt | Silberkunst

Frauke Deutsch

www.bullion-art.de

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

Dienstleistungen hängt unmittelbar von der Industrie ab. Der Dienstleistungssektor trägt 68,6% zum deutschen BIP bei; etwa 74% aller Beschäftigten sind in diesem tertiären Sektor tätig.

Industrielle Gegenrevolution

Betrachtet man, wie sich das deutsche BIP nach Verwendung zusammensetzt, so fällt auf, dass der Export mit etwa 47,3% zu Buche schlägt. Ein Drittel der Exporte entfällt dabei auf zwei Branchen: die Automobilindustrie und den Maschinenbau. Dabei muss man wissen, dass der Maschinenbau extrem abhängig von der Automobilindustrie ist. Diese beiden Branchen sind die Stärke und Achillesferse der deutschen Wirtschaft zugleich. Jeder Wirtschaftskrieger, der seinen Clausewitz gelesen hat, weiß, dass dies der strategische Schwerpunkt der deutschen Wirtschaft ist. Wird dieser attackiert, so kann der gesamten deutschen Wirtschaft ein vernichtender Schlag versetzt werden – und dieser Wirtschaftskrieg ist in vollem Gange. Er wird weitgehend unbemerkt von der Öffentlichkeit geführt. Tag und Nacht, ohne Unterbrechung.

Schauen wir uns nun die Automobilindustrie näher an. Derzeit setzen alle Konzerne auf die technologische Sackgasse Elektroauto, v.a. angefacht durch staatliche Anreize. Die Idee ist nicht nur wegen der verfehlten Energiepolitik zum Scheitern verurteilt. Vielmehr war die Geschichte des Elektroautos eigentlich vor dem Ersten Weltkrieg schon längst wieder zu Ende. Nachdem der Elektrorennwagen „La Jamais Contente“ 1899 erstmals die Geschwindigkeit von 100 km/h erreichte, war die Euphorie der Autobauer ähnlich groß wie heute. Lange Ladezeiten, Kurzschlüsse und geringe Reichweiten setzten den frühen Elektroautos ein berechtigtes und schnelles Ende. Nun feiert die Technologie aus der Mottenkiste mit vor rund 50 Jahren entwickelten Lithiumakkus ein fragwürdiges Revival.

Der naive Glaube an die kommenden Wunderakkus wird von den großen Herstellern offenbar nicht geteilt. Diese investieren in Polen und Ungarn Milliarden in Fabriken, die altbekannte Lithium-Ionen-Akkus herstellen sollen. Preissenkungen

bei Elektroautos sind daher völlig unwahrscheinlich. Damit unterscheidet sich der heutige Tesla vom damaligen Jamais Contente in erster Linie durch seine Software. Denn vor allem im Bereich Software ist bei Elektroautos noch Entwicklungspotenzial vorhanden.

Was heißt das für die deutschen Autobauer im Elektrowahn? Für sie hat sich der Wettbewerb auf eine neue Ebene verlagert. Nicht mehr die Ingenieurskunst auf dem Niveau der Weltklasse ist gefragt, sondern universell verbreitete Programmierkünste. Das Ende der Autoindustrie und ihrer Zulieferer, wie wir sie heute kennen, ist mit dem Entscheid für das E-Auto absehbar. Die Vorboten des unvermeidlichen Kahlschlags sind bereits sichtbar: Die angekündigten Stellenstreichungen gehen in die Zehntausenden – und das nur bei VW.

Die bislang schleichende Deindustrialisierung beschleunigt sich mit dem programmierten Niedergang der Autoindustrie deutlich. Wovon in den Chefetagen der Autobauer hinter vorgehaltener Hand getuschelt wird, ist das Szenario, dass es mit der absehbaren Einführung der autonomen Autos bald nur noch einen Typ Auto gibt, der dann einfach bei Bedarf gemietet wird. Fahrlehrer und Autohändler sind damit bald Geschichte. Die aktuellen Kooperationsversuche der deutschen Autohersteller sind auch als Reaktion auf dieses Szenario zu verstehen. Neue Branchen, in denen die deutsche Industrie noch verlorenen Boden gutmachen könnte, sind nicht in Sicht. Die Liste der Produkte, die nicht mehr in Deutschland produziert werden oder produziert werden können, ist bereits lang.

Resümee

Insgesamt lässt sich feststellen, dass die Deindustrialisierung Deutschlands unumkehrbar geworden zu sein scheint. Was also bleibt von der deutschen Wirtschaft ohne ihre Industrie? Die Einbrüche im BIP, die je nach Umfang der Deindustrialisierung deutlich über 30% des aktuellen BIP erreichen können, sind unter den gegenwärtigen Gegebenheiten nicht zu kompensieren. Die Arbeitslosigkeit dürfte ebenfalls massiv steigen – wir reden dann von deutlich zweistelligen Quoten. Zudem haben bislang über 1 Mio. Fachkräfte ►

Die Scherze des Wirtschaftsministers

Bundeswirtschaftsminister Peter Altmaier tourte pünktlich zum EU-Wahlkampf durch Baden-Württemberg, um eine etwas unausgegrenzte Gründerinitiative der Bundesregierung zu promoten. Was der Minister dazu zu sagen hatte, blieb vage und dokumentierte seine Unkenntnis zur Vorgehensweise von Venture-Capital-Fonds.

Von Unternehmern auf die zunehmende Bürokratisierung angesprochen, die ihnen das Unternehmertum zur Hölle macht, kamen die üblichen Floskeln. Zum Beispiel: Das müssen wir in den nächsten Jahren anschauen, ich werde mich dafür einsetzen usw. Dass aber seine Regierung seit Jahren dafür verantwortlich ist, dass genau diese Bürokratie ins Uferlose wächst, wurde vom Publikum geflissentlich übersehen.

Altmaier, selbst ein Saarländer, machte zum Warm-up noch einen Standardwitz über Saarländer: So wie der Saarländer Marschall Ney zur Niederlage in Waterloo beitrug und der im Saarland geborene Erich Honecker zum Ende der DDR, so trug Oskar Lafontaine, ebenfalls ein Saarländer, zum Niedergang der SPD bei. Nur hat Altmaier in der Aufzählung etwas vergessen: seinen eigenen Beitrag zum Niedergang der deutschen Wirtschaft und welchen Beitrag Annegret Kramp-Karrenbauer derzeit der CDU liefert. Beide amtierenden Politiker stammen ebenfalls aus dem beschaulichen Saarland. ■

Dr. Carsten Priebe

Bild: © BMWi



Bundeswirtschaftsminister Altmaier in Rottweil

Ihr Geld verdient Besseres!

Lassen Sie die Besten für Ihr Geld arbeiten.

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

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

Gelistet an der

Börse
Stuttgart

Erhältlich bei jeder Bank, z.B. bei

comdirect

comdirect
bank 1

ē broker



Deutschland seit 2001 verlassen und arbeiten im Ausland. Der Exodus wird also anhalten.

Rein rechnerisch dürfte Deutschland auch bei einem Rückgang des BIP um 30% eine Wirtschaftsleistung auf dem Niveau des heutigen Frankreich erreichen. Dessen Wirtschaft wird von einem ausufernden Staatsanteil geprägt. Sozialistische Ideen sind derzeit auch in Deutschland en vogue. Damit zeigt sich, in welche Richtung sich ein deindustrialisiertes Deutschland entwickeln dürfte. Wer sich auf Zeitreise begeben möchte, um einen Eindruck zu bekommen, wie es in einem deindustrialisierten Deutschland aussehen könnte, kann sich tagsüber in den Banlieues von Paris, Marseilles oder Lyon umschaun. Aber Vorsicht: Parken Sie Ihr Auto nur auf einem bewachten Parkplatz und nehmen Sie außer 20 EUR, um sich bei Gefahr freizukaufen, keine Wertsachen mit!

Mit der flächendeckenden Deindustrialisierung Deutschlands in den Bereichen Bergbau, Chemie, Eisenbahn-, Rüstungs- und Autoindustrie dürfte die Wirtschaftsleistung pro Kopf auf das



Die deutsche Autoindustrie geht schweren Zeiten entgegen

Niveau von Spanien zurückfallen. Diese Angleichung verbessert die Überlebensfähigkeit der sozialistisch geprägten EU und ist daher von EU-Befürwortern gewünscht. Mit der aktuellen Deindustrialisierung Deutschlands werden zufällig die wichtigsten Forderungen erfüllt, die Henry Morgenthau im September 1944 auf der Second Quebec Conference in seinem Memorandum „The Treasury Plan for the Treatment of Germany“ stellte. Zum Glück versichern uns namhafte Historiker, dass der sogenannte Morgenthau-Plan nie umgesetzt wurde bzw. umgesetzt werden sollte. Mal abgesehen von der Teilung Deutschlands und einigen anderen darin enthaltenen Punkten. Dennoch fällt auf, dass viele politischen Entscheide der letzten Jahre, wenn auch natürlich nur rein zufällig, auffällige Parallelen zu den Zielen des Plans haben. Dass einige der gewählten Zwischenüberschriften für diesen Artikel aus dem lesenswerten Buch „Germany is our Problem“ von besagtem Henry Morgenthau stammen, ist ebenfalls rein zufällig. ■

Dr. Carsten Priebe

Bild: © stockbilder - stock.adobe.com

Anzeige

**PRIVAT
TRADE MIT
PROFI
KNOW HOW**

Persönlicher Profi-Know-How-Transfer für Privatanleger durch professionelle technische Analysten!

Profitieren Sie von den Vorteilen unserer starken Gemeinschaft mit mehr als 1.400 Mitgliedern.

REGIONALGRUPPEN: BERLIN | DÜSSELDORF
FRANKFURT | FREIBURG | HAMBURG | HANNOVER
MÜNCHEN | NÜRNBERG | STUTTART

VTAD VEREINIGUNG
TECHNISCHER
ANALYSTEN
DEUTSCHLANDS E.V.

LANDESVERBAND DER INT. FEDERATION OF TECHNICAL ANALYSTS

**JETZT
GRATIS**
FÜR NEUE
MITGLIEDER!

DAS VTAD TRADING MANUAL
IST DER 1. DEUTSCHE MULTIMEDIALE LEHRGANG
FÜR TECHNISCHE ANALYSE. ALLE INFOS:
WWW.VTAD.DE



Österreichische Schule

„Die Nullzinsfalle“

Wie die Geldpolitik schleichend Kultur und Gesellschaft verändert

Neue Normalität?

Die Null- und Negativzinspolitik der EZB ist fest etabliert – so sehr, dass dieser Zustand von einer wachsenden Anzahl von Marktteilnehmern inzwischen als eine Art neue Normalität wahrgenommen wird. Außerhalb der Märkte mag man allenfalls erahnen, dass es eine gemeinsame Kraft hinter den aktuellen Tendenzen in Politik, Gesellschaft und Kultur geben könnte. Immerhin wirkt das Nullzinsregime inzwischen schon lange genug, um auch etwas über die Nebenwirkungen dieser „Wundermedizin“ aussagen zu können. Ronald Stöferle, Rahim Taghizadegan und Gregor Hochreiter leisten mit ihrem aktuellen Werk – „Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird“ – die dringend erforderliche Aufklärungsarbeit in Form einer wohlthuend nüchternen und tiefeschürfenden Analyse der Wirkmechanismen der heutigen Welt, gespickt mit einer Vielzahl von Aha-Momenten.

Tektonische Verschiebungen

Das Autorentrio weist zwar explizit darauf hin, dass Nullzins und permanente Aufschuldung nicht die alleinigen Ursachen für die beschriebenen Verwerfungen sind. Allerdings wären einige dieser geradezu tektonischen Verschiebungen ohne diese Triebfedern kaum vorstellbar. Bereits im Vorwort stellt der renommierte Ökonom Dr. Daniel Stelter etwas fest, was zwar Otto Normalbürger, nicht aber langjährige Smart-Investor-Leser in Staunen versetzen dürfte: „Doch die Notenbanken, als Retter gefeiert, tragen in Wahrheit erhebliche Mitschuld an der Krise.“ Schon der Buchtitel verweist auf das wesentliche Element der Situation: Der Nullzins ist eine Falle, und in die haben die Notenbanken sich – und damit auch uns – bei dem Versuch manövriert, „die oberflächlichen Symptome zu lindern, anstatt die strukturellen und institutionellen Probleme zu lösen“.

Der Weg in den Nullzins

Zunächst stellen die Autoren in einem konzentrierten Abriss die wesentlichen Ereignisse der Finanzkrise ab 2008 und die nachfolgenden Maßnahmen dar. Dabei ziehen sie eine feine Linie zwischen konventionell und unkonventionell: So bewerten sie die Übernahme der Funktionen des zusammengebrochenen Interbankengeldmarktes durch die EZB noch als eine zwar drastische, aber dennoch „gewöhnliche Maßnahme“ im Rahmen der Geldpolitik. Ohne Wenn und Aber „unkonventionell“ seien dagegen die diversen Quantitative-Easing-Programme gewesen, in deren Rahmen die Zentralbank Anleihen ankauft, „anstatt sie nur zeitlich befristet als Pfand für einen Kredit ... aufzunehmen“. In die Reihe der geldpolitischen Sündenfälle gehöre auch das Qualitative Easing, bei dem die EZB zunehmend Papiere minderer Qualität auf die eigenen Bücher nahm. Immerhin einen

Trost gebe es: Ein negatives Eigenkapital kann bei einer Notenbank nicht zur Illiquidität oder Insolvenz führen, wohl aber das Vertrauen in eine Währung schwer beschädigen.

Scheinerfolge durch Scheingeld

Tatsächlich lösten die niedrigen Zinsen nicht einmal das ihnen Einsatz bedingende Problem. Sogenannte Zombiunternehmen erwachten nämlich trotz Nullzins mit überwältigend hoher Wahrscheinlichkeit nicht zu neuem Leben. Selbst die niedrige Arbeitslosigkeit sei lediglich ein Scheinerfolg, würden die Menschen doch weiterhin in maroden Geschäftsstrukturen mit niedriger Produktivität gehalten. Auf Dauer sei es aber der Weg in eine Quasi-Planwirtschaft, wenn ineffiziente Unternehmen nicht mehr vom Marktprozess aussortiert werden. In der gegenwärtigen Alles-Blase komme zudem erschwerend hinzu, dass es zwischen den einzelnen Sektoren keine Ausgleichseffekte mehr gebe. Die echten Profiteure des Nullzins seien dagegen die Staaten als größte Schuldner, die wiederum enorme Summen in „systemrelevante“ Banken gesteckt haben.

Perverse Anreize

Alleine durch die Unterscheidung in systemrelevant und nicht systemrelevant habe die Politik geradezu „perverse Anreize“ gesetzt. Der Drang in die Systemrelevanz verstärke die Konzentration im Bankensektor noch weiter, ähnlich wie der Nullzins zusätzliche Anreize zur Erhöhung der Verschuldung setze – die „große Illusion“ von der tragfähigen Verschuldung habe die Verschuldung nach der Krise sogar schneller anwachsen lassen als die Wirtschaftsleistung.

Kein Rückwärtsgang

Nicht einmal die inzwischen neun Minizins erhöhungen der USA widerlegten die Nullzinsfalle. Denn auch dort zeige sich ►



„Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird“
 von Ronald Stöferle, Rahim Taghizadegan und Gregor Hochreiter; FinanzBuch Verlag; 272 Seiten; 16,99 EUR

die „Asymmetrie der Zinsentwicklung“: Am Ende eines jeden kompletten Zyklus lag das Zinsniveau tiefer als im vorherigen. An den Märkten führe der Nullzins nicht nur zur bekannten Alles-Blase, sondern auch zu einer erhöhten Fragilität: Das Auf-türmen von Schulden sei für unser Geldsystem derart essenziell, dass es hier buchstäblich keinen Rückwärtsgang gebe. Da sich aber gleichzeitig mit steigenden Schuldenständen die Anfälligkeit für Krisen erhöhe, sei „die (ultra-)lockere Geldpolitik, die eine von Schulden übersättigte Volkswirtschaft zu immer mehr Kreditausweitung anzustacheln versucht, im Grunde alternativlos geworden“.

Paradoxe Folgen des Zwangs

Während die Wirkungen auf Wirtschaft und Märkte vergleichsweise offen zutage lägen, würden die gesellschaftlichen Verschiebungen erst auf den zweiten Blick bewusst – bedeutsamer sind sie allemal. Diesen Phänomenen und den oft überraschenden Einsichten widmet sich das umfangreiche dritte Kapitel. Der jetzt erreichte Nullzins sei eben kein freiwilliger Verzicht und damit kein „Symptom eines beeindruckenden moralischen Wandels“,

sondern Folge einer Intervention. Ohne eine Änderung der zugrunde liegenden Einstellungen könne dies paradoxe Folgen haben. „Mittelverfügbarkeit ohne reale Freigiebigkeit“ führe zur aktuellen Hypermoral und zu einem neuen „Geltungskonsum von Tugend“. Die Großzügigkeit werde zur „Phrase, für die andere die Rechnung zahlen“.

„Bullshit-Jobs“ und Devianzspieß

In der Folge wird eine Vielzahl von Facetten beleuchtet, „gesellschaftliche und kulturelle Verdichtungen“, die nicht nur, aber eben auch viel mit dem aktuellen Zustand des Finanzsystems zu tun haben. Da der Nullzins Zukunft und Gegenwart gleichwertig erscheinen lasse, verschwänden die Opportunitätskosten des gegenwärtigen Konsums. Dadurch steige die Zeitpräferenz der Menschen – sie handelten immer kurzfristiger. Mit dem Begriff des Affektkonsums wird eine „merkwürdige Hektik und Ellenbogenorientierung“ des Konsums beschrieben: „Lass es dir gut gehen, ... solange deine Euro noch Freuden kaufen können.“ Es entstehe ein „Konsumismus“, bei dem der Konsum vorgezogen werde und die Produktion erst später folge. Es werde konsumiert,

Österreichische Schule

Maschinenstürmer des 21. Jahrhunderts

Kurzbericht von der XV. Gottfried von Haberler Konferenz in Vaduz

Ressentiments behindern den Fortschritt

Erneut wagte sich die European Center of Austrian Economics Foundation (ECAEF) mit der Mitte Mai in Vaduz ausgerichteten Gottfried von Haberler Konferenz an ein heißes Eisen heran. Unter dem Titel „Wenn Vermutungen zum Urteil werden: Die Gentechnologie am Pranger“ diskutierten sechs internationale Experten vor 140 geladenen Gästen über ein Thema, zu dem viele Menschen eine starke und überwiegend stark ablehnende Meinung haben. S.D. Prinz Michael von und zu Liechtenstein, Präsident der ECAEF und Gastgeber der Konferenz, betonte dagegen den großen Beitrag, den die Biotechnologie zur Lösung unserer gesundheitlichen und ökologischen Probleme leisten könne: „Dazu muss jedoch weiterer Fortschritt gefördert und nicht behindert werden. Die Ressentiments der Gesellschaft durch transparente und wissenschaftlich fundierte Informationen auszuräumen ist dafür eine wesentliche Voraussetzung.“

Fundierter Dialog

In ihrem Auftaktreferat befasste sich I.D. Prinzessin Therese von und zu Liechtenstein zunächst mit der langen Tradition der Biotechnologie. Die promovierte Biologin führte aus, dass sich die meisten gar nicht bewusst seien, dass Brauen, Brotbacken, die Zucht für die Landwirtschaft und die Haustiere Beispiele für

Prozesse der Biotechnologie sind. Die moderne Biotechnologie verwende lediglich eine fortgeschrittenere Modifikation des biologischen Systems bzw. Organismus. Trotz der vielen positiven Effekte, etwa bei der Entwicklung neuartiger Medikamente und Therapien oder in der Landwirtschaft, sei die Gentechnik äußerst umstritten. Daher sei es so wichtig, auch in den Mainstreammedien einen wissenschaftlich fundierten Dialog zu führen.

Kaputt reguliert

Der US-amerikanische Mediziner und Wissenschaftler Henry I. Miller sieht in der Überregulierung und dem „aggressiven Antagonismus eigennütziger Aktivisten“ die Ursachen dafür, dass das Potenzial moderner Biotechnologie bei Weitem nicht ausgeschöpft werden könne. Dadurch würden ganze Bereiche des „genetic engineering“ wie beispielsweise die Entwicklung biorationaler Pestizide schlicht verhindert. Viele Bereiche der Biotechnologie hätten das Potenzial gehabt, „the next big thing“ zu werden, wären sie nicht durch „eine falsche, unwissenschaftliche Regulierung behindert worden“.

Unwissenschaftliche Stigmatisierung

Auch der Schweizer Botaniker und emeritierte Universitätsprofessor Klaus Ammann betonte, dass es keine prinzipiellen Unter-

um „dem Durchschnittsbedürfnis, bloß nicht durchschnittlich zu sein, am besten zu entsprechen“. Die Auswirkungen seien vielschichtig und weitreichend: neue Süchte, wachsender Narzissmus, Infantilisierung, Zunahme der Kriminalität, sinkende Produktivität, „Bullshit-Ausbildungen“, die in sinnfreie „Bullshit-Jobs“ führen, neue Unternehmen, die schon in der Wiege Totgeburten sind, etc. Der wachsende Mitläuferdruck führe auch zu „überraschenden ästhetischen Folgen“: So kompensiere die Tätowierung, als Deviansymbol einst Markierung von Randgruppen, die eigene Mitläuferexistenz. Auch der kleine Schuldknecht dürfe sich dann als Rebell fühlen, bleibe aber ein „Devianzspeißer“.

Auf Bewährtes setzen

Die Empfehlungen für den Anleger (Kapitel 4) sind vor dem Hintergrund möglicher, auch extremer Szenarien (Kapitel 5) zu sehen. Im Vordergrund steht dabei die Orientierung an bewährten Prinzipien und Vermögensstrukturen. Da die Inflation der attraktivste Ausweg des Staates aus der Schuldenfalle sei, stünden Gold und inflationssensitive Anlagen ganz oben auf der Liste.

schiede zwischen natürlicher Mutation und moderner Transgenese gebe. Die Ablehnung der Gentechnologie bei Pflanzen beruhe nicht auf wissenschaftlichen Prinzipien, sondern auf einer „psychologisch verführerischen Stigmatisierung“, wie sie in der Geschichte der Menschheit immer wieder anzutreffen sei: „Diese ideologisch gefärbte Blindheit ist bedauerlicherweise heute wieder in der rein emotionalen Ablehnung der Gentechnologie anzutreffen ...“

Verzerrte Beweise

Die französische Pflanzenwissenschaftlerin Agnès Ricoch bemängelte, dass die Öffentlichkeit keinen Zugang zu präzisen wissen-

Dazu gehörten auch Unternehmen, die steigende Kosten an ihre Kunden weitergeben können. Mit der Idee des permanenten Portfolios (je ein Viertel Gold, Bargeld, Aktien und Anleihen) haben Anleger nach Meinung der Autoren ein Vehikel, mit dem sie ihr Vermögen vergleichsweise risikoarm auch durch turbulente Zeiten manövrieren können. Dass diese früher oder später kommen würden, gelte als ausgemacht, denn jeder Weg aus der Nullzinsfalle, der über bloße Kosmetik an den Symptomen hinausgehe, sei mit erheblichen Schmerzen verbunden. Ob Inflation, finanzielle Repression, Staatsbankrott, Helikoptergeld oder Transformation des Geldsystems, Unterschiede gebe es da nur hinsichtlich Stärke und Dauer der Schmerzen sowie in Bezug auf den Kreis der am stärksten Betroffenen.

Fazit

Das Buch zeichnet sich vor allem durch eine ganzheitliche Sicht des Geld- und Zinsthemas aus. Kein billiger Alarmismus, sondern tiefe und überraschende Einsichten in leichtfüßiger Schreibe, die auch zum Weiterdenken anregen.

Ralph Malisch

schaftlichen Informationen habe. In diesem Zusammenhang sprach sie die „Verzerrung von Beweisen“ an. Vor allem über das Internet würden viele unzutreffende Gerüchte über gentechnisch veränderte Organismen (GVOs) verbreitet. Die Herausforderung bestehe darin, der Öffentlichkeit die wissenschaftlichen Fakten zugänglich zu machen. Nur so könne ein rationaler Dialog gelingen.

Entlastung der Umwelt

Genau solche Fakten lieferte der britische Agrarökonom Graham Brookes: So sei beispielsweise seit der Einführung gentechnisch modifizierter Pflanzen in der Landwirtschaft vor über 20 Jahren die Umweltbelastung durch Herbizide und Insektizide um 18,4% zurückgegangen. Zudem könnten Landwirte heute mehr produzieren, ohne zusätzliche Flächen nutzen zu müssen.

Armutsminderung und Ernährungssicherung

Der deutsche Agrarökonom Prof. Matin Qaim legte schließlich sein Augenmerk auf die Entwicklungsländer: Studien belegten, dass der Anbau von GMOs schon in der Vergangenheit zu Ertragssteigerungen in der Landwirtschaft und zur Armutsreduktion im Kleinbauernsektor beigetragen habe: „Kombiniert mit anderen Technologien können GMOs einen wichtigen Beitrag zur nachhaltigen Ernährungssicherung und Armutsminderung leisten.“

Fazit

Auch beim Thema Biotechnologie ist eine Versachlichung der Debatte überfällig. Die ECAEF hat mit der Gottfried von Haberler Konferenz 2019 dazu einen wichtigen Beitrag geleistet.

Ralph Malisch

Bild: © roppitp - stock.adobe.com



Schloss Vaduz: Auch dieses Jahr endete die Gottfried-von-Haberler-Konferenz hier mit dem traditionellen Stehempfang.



Bild: © scharfimm86 – stock.adobe.com

Phänomene des Marktes

Deep Value

Hohe Renditen nach langen Durststrecken

Die Value-Prämie ist einer der robustesten, am besten untersuchten Effekte am Kapitalmarkt. Sie basiert auf der Grundidee, Aktien systematisch unter ihrem eigentlichen Wert zu kaufen, wenn die Kurse temporär eine Gelegenheit dazu bieten. Betrachtet man Value aus der Perspektive eines Long-Short-Ansatzes, so werden gleichzeitig temporär überbewertete Growth-Aktien verkauft, um eine marktneutrale Position zu erzielen.

Value vs. Growth

Langfristig ermöglichen systematisch umgesetzte Value-Strategien erwiesenermaßen eine Überrendite. Allerdings gibt es auch Phasen, in denen Value gegenüber Growth deutlich underperforms und entsprechende Durststrecken auftreten. Diese stellen schmerzhaftes Drawdowns für klassische Value-Investoren dar, aber schaffen gleichzeitig ein Deep-Value-Umfeld, in dem in der Vergangenheit meist besonders hohe Renditen erzielt werden konnten. Im Paper „Deep Value“ von Cliff Asness, John

Liew, Lasse Heje Pedersen und Ashwin Thapar werden diese Situationen über die Bewertungsdifferenz (Spread) zwischen Value- und Growth-Aktien definiert. Als Kriterium für Deep Value legen die Forscher fest, dass dies in Phasen gegeben ist, in denen der Spread im Bereich der historisch höchsten 20% aller Werte liegt. Die Studie zeigt, dass die Höhe des Spreads mit den darauffolgenden Renditen korreliert und die Renditen in den untersuchten Deep-Value-Phasen besonders hoch ausfielen.

Das Deep-Value-Umfeld

Das Vorliegen einer Deep-Value-Phase scheint zudem mit charakteristischen Merkmalen verbunden zu sein. Dazu zählen niedrige Bewertungen gegenüber dem Gesamtmarkt, sich verschlechternde Fundamentaldaten sowie ein negatives News-Sentiment und anhaltender Verkaufsdruck. Mit anderen Worten: Es herrscht ein Marktumfeld, in dem nur hartgesottene Value-Anleger durchhalten und im

Gegenzug besonders hohe Prämien erwarten können.

Falsche Extrapolation

Die Forscher argumentieren, dass der in Deep-Value-Phasen beobachtete Verkaufsdruck nicht auf Fundamentaldaten, sondern auf Verhalten basiert und von den vergangenen, schwachen Renditen herrührt, die fälschlicherweise in die Zukunft extrapoliert werden. Dies unterstützt die These, dass die Fundamentaldaten zwar schwächeln, aber wiederum nicht so schlecht sind, wie es die Kurse implizieren, was für eine Überreaktion nach unten spricht. Tatsächlich weisen Value-Aktien in diesen Zeiten also ein durchaus schwaches Wachstum auf und werden von Analysten im Gegensatz zu Wachstumswerten eher heruntergestuft. Gleichzeitig steigt die Volatilität marktneutraler Value-Ansätze deutlich an, was die Umsetzung von Strategien erschwert, die auf eine Konvergenz des Spreads zwischen Value- und Growth-Aktien setzen. Das wiederum spielt den divergierenden Marktkräften in die Hände, die eine Ausweitung des Spreads verursachen.

Interessant ist abschließend der Hinweis der Forscher, dass Deep-Value-Phasen Cluster bilden, also zu ähnlichen Zeiten in Aktienmärkten verschiedener Regionen sowie in verschiedenen Anlageklassen auftreten. Mögliche Erklärungen dafür sind, dass die Value-Prämie im Zeitablauf auf

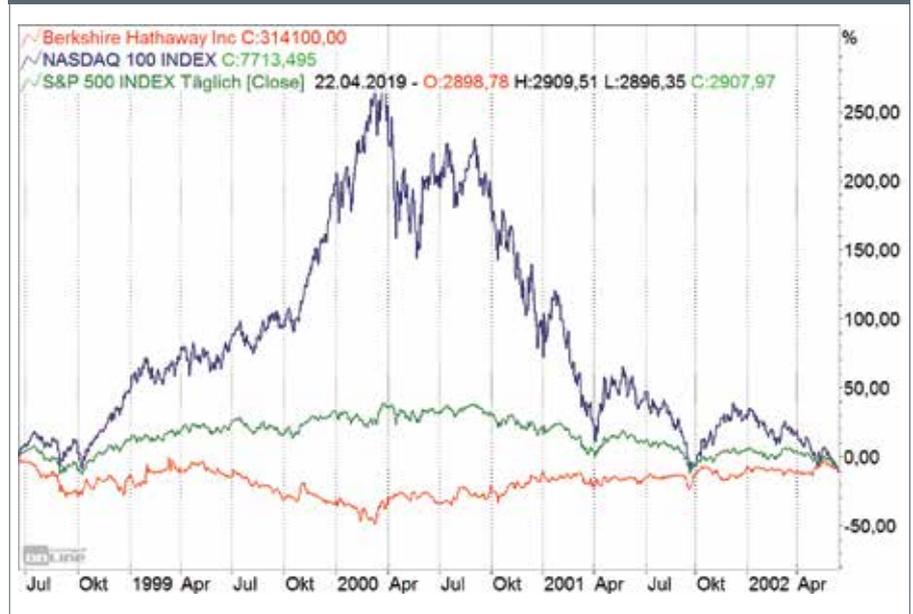
globaler Ebene schwankt oder zeitweise irrationale Effekte dominieren, die später wieder korrigiert werden.

Fazit

Eine Deep-Value-Situation tritt erst auf, wenn klassische Value-Investoren bereits in einem tiefen Drawdown stecken. Schon im letzten Jahr – in Ausgabe 7/2018 – haben wir darüber berichtet, dass Value Investing in einer Krise steckt. Ist eine Deep-Value-Situation gegeben, spricht vieles dafür, dass sich die Bewertungsdifferenz zwischen Value- und Growth-Aktien nicht mehr beliebig ausweitet und früher oder später ein Mean-Reversion-Effekt eintritt, der mit besonders attraktiven Renditen verbunden ist. Die Idee, prinzipiell nur auf Deep Value zu setzen und entsprechende Phasen abzuwarten, ist aber ebenfalls problematisch, denn abseits dieser Zeiten sehen sich Anleger dann mit Opportunitätskosten konfrontiert und müssen ihr Kapital anderweitig anlegen.

Dr. Marko Gränitz

Abb.: Value während der Internetblase



Die letzte große Deep-Value-Phase fand zur Zeit der Internetblase statt, als sich der Spread zwischen Value und Growth massiv ausweitete. Klassische Value-Anleger wie Warren Buffett mit Berkshire Hathaway (rote Linie) mussten tiefe, schmerzhaft Drawdowns aushalten. Im Sommer 2002 lagen die gezeigten Performancekurven wieder gleichauf.

Quelle: www.tradesignalonline.com

Anzeige

BANTLEON

Institutional Investing

Bereit. Für eine Welt im Wandel.

BANTLEON CHANGING WORLD

Flexibel in die Welt von morgen investieren:

- Industrielle Technologie-Megatrends
- Basis-Infrastruktur
- Substanzorientierte Anleihen

Mehr über diesen aktiven Mischfonds unter www.bantleon.com



Bei dieser Anzeige handelt es sich um Werbung. Sie stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot für den Kauf oder Verkauf eines Produkts dar. Das aufgeführte Produkt ist ein Publikumsfonds nach Luxemburger Recht. Eine Anlageentscheidung sollte in jedem Fall auf Grundlage des Verkaufsprospekts, der wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) und des jüngsten Jahres- bzw. Halbjahresberichts erfolgen. Diese Dokumente sind kostenlos bei der BANTLEON AG, Aegidientorplatz 2a, D-30159 Hannover, bei der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wien und bei der BANTLEON BANK AG, Bahnhofstrasse 2, CH-6300 Zug sowie unter www.bantleon.com erhältlich. Wertentwicklungen der Vergangenheit sowie Auszeichnungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Lebensart & Kapital – International

Dänemark

Ein Land mit Wohlfühlfaktor

Platz 2 im World Happiness Report 2019 der Vereinten Nationen zur Lebenszufriedenheit, ebenfalls Rang 2 bei der von der OECD ermittelten Work-Life-Balance, Platz 10 mit 60.692 USD unter den Ländern mit dem größten Bruttoinlandsprodukt pro Kopf im Jahr 2018 und Rang 8 für die Hauptstadt Kopenhagen bei dem vom Beratungsunternehmen Mercer erstellten Quality of Living City Ranking. Damit erbrachte Dänemark einen starken Leistungsnachweis, was auch deshalb eindrucksvoll ist, weil das Land nur rund 5,8 Mio. Einwohner zählt und flächenmäßig mit 42.920 Quadratkilometern in Skandinavien am kleinsten ist.

Starke Umfrage- und Studienergebnisse

Unter dem Strich scheinen die genannten Erhebungen fast wie gemacht zu sein für eine dänische Bewerbung als geeignetes Zielland für Auswanderungswillige – zumal die Leistungsdaten auch in anderer Hinsicht stimmen. Die Dänen erreichten beispielsweise den ersten Rang im Cor-

ruption Perceptions Index, was ihnen in moralischer Hinsicht eine Top-Note bescheinigt.

Für eine vergleichsweise gut funktionierende Gesellschaft sprechen zudem weiche Daten zur Volkswirtschaft. So hat Dänemark beim Ease of Doing Business 2019 Index der Weltbank Rang 3 inne und beim Global Competitiveness Report 2018 des Weltwirtschaftsforums Platz 10. Wichtig dabei: Die digitalen Fähigkeiten der Bevölkerung sind als sehr gut einzustufen und Niveau wie auch Qualität der Konnektivität als hoch. Jedenfalls gehört das Land mit Platz 8 zu den Top Ten der für das Digitalzeitalter am besten gerüsteten Volkswirtschaften weltweit. Indirekt trug das vermutlich auch zur Entwicklung Dänemarks zu einer bargeldlosen Gesellschaft bei.

Gemütlichkeit wird großgeschrieben

Die Dänen sind aber nicht nur technikaffin, sondern sie verfügen auch über ausge-

prägte soziale Kompetenzen. Diese These belegt unter anderem die Existenz des Wortes „Hygge“ (gesprochen Hügge) und dessen große Bedeutung im Alltagsleben. Der Begriff ist inzwischen sogar im Duden enthalten und wird dort als Gemütlichkeit und Heimeligkeit als Lebensprinzip definiert. Zum Ausdruck kommt die damit verbundene Grundhaltung unter anderem darin, sich Zeit für einen kleinen Plausch zu nehmen. Zudem genießen Familie und Freunde einen recht hohen Stellenwert.

Laut psychologischen Erklärungsansätzen spiegelt Hygge die Werte der dänischen Gesellschaft wider: Deren Grundpfeiler stellen ein Gleichheitsdenken und das Wohlergehen aller dar. Vor diesem Hintergrund ist auch ersichtlich, warum die Dänen eine sehr hohe Steuerlast (Einkommensteuersatz von in der Spitze 56%) williger akzeptieren, als das zumeist anderswo der Fall ist. Das wiederum hat mit der Einsicht zu tun, dass der Staat die Steuergelder wieder zurückzahlt – etwa in

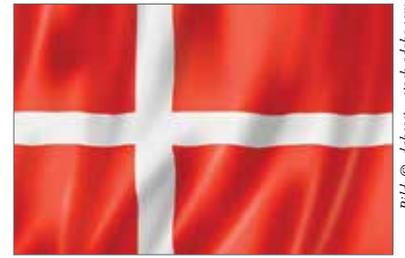


Bild: © daboo – stock.adobe.com

Bild: © burman – stock.adobe.com



Rathaus in Kopenhagen

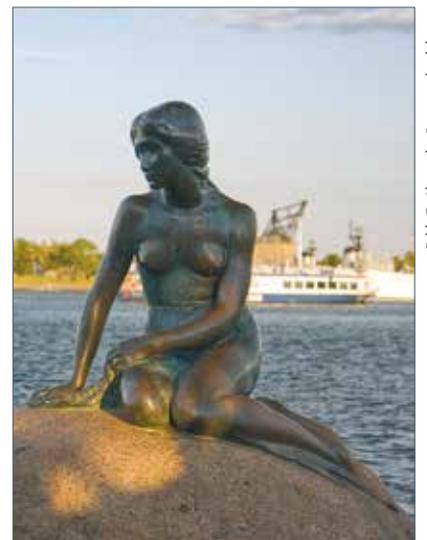


Bild: © Alessandro Lai – stock.adobe.com

Die Kleine Meerjungfrau an der Uferpromenade Langelinie, die wohl bekannteste Sehenswürdigkeit Kopenhagens

Bild: © empfindungs - stock.adobe.com



Dänemark verfügt insgesamt über mehr als 7.300 Kilometer lange Küstenabschnitte – im Bild eine Impression von Bornholm

Bild: © Cristiano Photography - stock.adobe.com



Das Fahrrad – eines der populärsten Fortbewegungsmittel in Dänemark

der Form eines breiten sozialen Netzwerkes (steuerfinanziertes Gesundheitssystem), einer soliden Infrastruktur (unter anderem zählt hierzu ein Radwegenetz von 12.000 Kilometern) sowie eines guten Bildungssystems (kostenloses Studieren).

Relativ homogene Konsensgesellschaft vs. ...

Insgesamt ist bei den Dänen ein sehr hohes Maß an Sozialvertrauen zu konstatieren. Die Menschen vertrauen sowohl einander als auch Institutionen wie Regierung, Monarchie, Krankenhäusern und Polizei. Zum weit verbreiteten gesellschaftlichen Konsens zählen zudem der Wille, einer Arbeit nachzugehen, und die Motivation, sich bis ins hohe Alter in irgendeiner Form weiterzubilden. Die Grundidee dahinter ist, dass jeder zur Gemeinschaft beitragen muss und diese sich im Gegenzug im Bedarfsfall um Einzelne kümmert.

Diese gesellschaftlichen Wesenszüge tragen dazu bei, dass die finanzielle Ungleichheit im internationalen Vergleich eher gering ausfällt. Wer als Ausländer einer Arbeit nachgeht, kann die Vorzüge des Sozialstaates ebenfalls genießen. Im Alltagsleben kann aber Hygge dazu führen, dass es

Außenstehenden und Neuankömmlingen eventuell nicht leicht fällt, sich wirklich dazugehörig zu fühlen. Beim Überwinden dieser Barriere helfen sicherlich dänische Sprachkenntnisse. Diese zu erwerben ist vermutlich nicht ganz leicht, aber nunmal Pflicht – und Sprachkurse sind staatlich gefördert. Für die Genehmigung des Gratisunterrichts ist übrigens die Existenz der CPR-Identitätsnummer wichtig, ohne die – wie etwa bei der Kontoeröffnung – auch sonst nicht viel geht. Wie in Skandinavien üblich, sind die Dänen ansonsten zwar sprachbegabt und beherrschen zumindest oft sehr gut Englisch, aber für eine gelungene Integration sind Kenntnisse der Landessprache letztlich unerlässlich.

... Skepsis gegenüber Autoritäten und alten Weisheiten

Einstellen müssen sich Zuwanderer auch auf relativ hohe Lebenshaltungskosten. Teuer sind beispielsweise Besitz und Unterhalt eines Autos. Vielleicht nutzen auch deshalb so viele Dänen das Fahrrad als Fortbewegungsmittel. Speziell für Sonnenanbeter dürfte auch das Klima ein Problem sein, denn die Jahresdurchschnittstemperatur beträgt nur 7,7 Grad. Hinzu kommen häufige und schnelle Wetterwechsel. Ge-

wöhnungsbedürftig ist auch, dass die Nacht etwa in Kopenhagen im Dezember fast 17 Stunden dauert. Die Dänen selbst hält alles das aber nicht davon ab, Zeit im Freien und in der Natur zu verbringen. Speziell für Wassersportler sind dafür auch die sonstigen Bedingungen sehr gut – schließlich gibt es eine mehr als 7.300 Kilometer lange Küste, über 400 Inseln, zahlreiche Fjorde sowie 600 Seen.

Gefallen an dem Land dürften aber nicht nur Wassersportler finden, sondern beispielsweise auch kritische und unabhängige Freigeister. Denn diese dürften Spaß daran haben, dass die Hierarchien auch im Berufsleben flach sind: Zumeist wird geduzt statt gesiezt und die Dänen bringen in der Regel auch eine sehr positive und lockere Grundeinstellung mit. Außerdem dürften sie mit Freude registrieren, dass die Dänen zur Infragestellung von Autorität und konventionellen Weisheiten erzogen werden. Das fördert das Innovationsdenken und erklärt vermutlich mit, warum das kleine Land führend ist in Bereichen wie Design, Umweltwissenschaften, Pharmazeutika, Biomedizin, Lebensmittel und Landwirtschaft. ■

Jürgen Büttner

Inside

Value-Fonds

Die vielfältige Welt werthaltigen Investierens

Auch wenn manche Investoren schon einen Abgesang auf den Value-Investmentstil anstimmen, ist er lebendiger, als vielfach geglaubt wird. Unbestritten ist, dass Anleger in den letzten Jahren auf der Growth-Seite mehr Geld verdienen konnten. Fundamentale Value-Prinzipien, wie z.B. ein Unternehmen unterhalb des inneren Wertes zu kaufen, bleiben dennoch zeitlos. Klar ist allerdings auch, dass der Value-Stil permanent neu gedacht werden muss und über das Investieren in Aktien hinausgeht, deren Kennzahlen eine niedrige Bewertung signalisieren.

Preis und Wert

Christoph Bruns, Fondsmanager des LOYS Global (WKN: 926229; +24,7% in drei Jahren), agiert tendenziell antizyklisch und mit langem Atem. Im Rahmen seiner Investmentphilosophie meidet er überbewertete Aktien; eine Sicherheitsmarge von mindestens 30% ist Voraussetzung für einen Kauf. Konsequenterweise hat Bruns den schwachen Monat Mai daher dazu genutzt, Cash abzubauen

und u.a. in Koenig & Bauer und Lukoil zu investieren. Erreicht ein Unternehmen seinen fairen Wert, wird verkauft. Ein genuiner Value-Ansatz also, der den Zusammenhang von Preis und Wert beachtet. Trotzdem hat Bruns kürzlich geäußert, dass er nicht in die Value-Schublade gesteckt werden möchte und seine Vorgehensweise eher als pragmatisch charakterisieren würde. Aktuell hat der Fonds mit 20,3% einen regionalen Schwerpunkt bei japanischen Titeln. Nur deutsche Aktien sind mit 24,7% stärker im Fonds vertreten.

Schwerpunkt Old Economy

Der Value-Holdings Deutschland Fund (WKN: A0B63E; +13,8% in drei Jahren) investiert schwerpunktmäßig in Nebenwerte der Old Economy. Dafür stehen beispielhaft die aktuellen Top-Holdings wie der Verpackungsmittelhersteller Ringmetall, der Werkzeugproduzent Einhell und der Logistikkonzern EUROKAI. Der Investmentansatz orientiert sich eher an Benjamin Grahams Deep-Value-Ausrichtung als an Warren Buffett, der bereit ist, für Wachstum auch höhere Preise zu zahlen. 2018 verbuchte der von Georg Geiger und Roland Könen gelenkte Fonds einen Verlust von 24,4%, teils bedingt durch eine hohe Gewichtung der zuletzt gebeutelten Automobilzulieferer. Seit Auflegung im Jahr 2002 konnte der Fonds allerdings einen Wertzuwachs von 7,6% p.a. verbuchen, während der DAX auf 5,3% p.a. kam.

Globale Ausrichtung

Die Fondsmanager Felix Schleicher und Markus Walder investieren im MMT Global Value (WKN: HAFX19; -0,8% in drei

Die Fondsrubrik wird Ihnen mit Unterstützung von

V | U | V

präsentiert von:

Verband unabhängiger Vermögensverwalter
Deutschland e.V.

AQLT AQUA-
LUTUM

www.aqualutum.de

BANTLEON
Institutional Investing

www.bantleon.com

HANSAINVEST

www.hansainvest.com

HEEMANN
VERMÖGENSVRWALTUNG

www.beemann.org

PRÉVOIR
Asset Management

www.sgprevoir.com/de

SCHMITZ & PARTNER AG
Privates Depotmanagement

www.schmitzundpartner.ch

SEASONAX CAPITAL

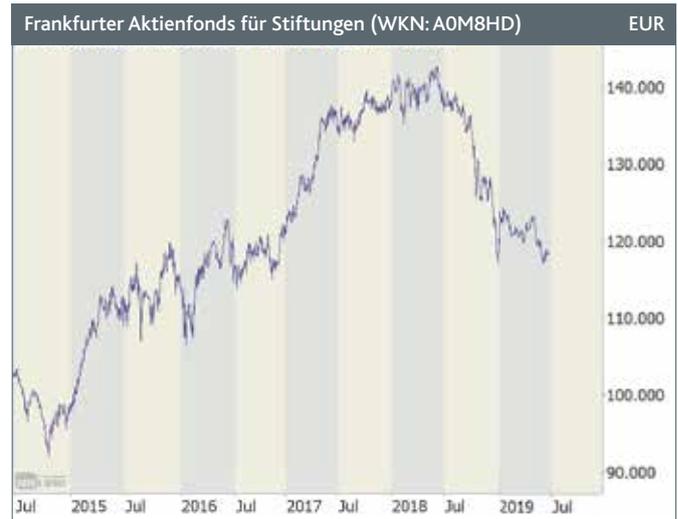
www.seasonax-capital.com

SUNARES
SUSTAINABLE NATURAL RESOURCES FUND

www.sunares.com

UNIVERSAL INVESTMENT

www.universal-investment.de



Jahren) weltweit in unterbewertete Titel, zumeist Large Caps, mit möglichst hoher Qualität – nach dem Motto „Der Einkauf liegt im Gewinn“. Der Investmentansatz vereint die Philosophie Benjamin Grahams mit einem Schwerpunkt auf unterbewerteten Unternehmen, Warren Buffetts Qualitätsansatz und André Kostolany's anti-zyklische Herangehensweise. In der Sektorenallokation dominieren eher ungeliebte Branchen wie Öl und Gas (13,4%), Automobile (9,7%) und Banken (8,8%). Die unterdurchschnittliche Performance des Fonds in den letzten Jahren resultiert u.a. neben der allgemeinen Value-Schwäche aus der Auswahl von Titeln wie General Electric, die nicht zum erwünschten Ergebnis führten.

Risikoaverser Value-Stil

Stefan Rehder, Veranstalter der Value Intelligence Conferences (siehe S. 10) und Lenker des Value Intelligence Fonds (WKN: A0YAX8; +16,2% in drei Jahren), verfolgt einen risikoaversen Value-Stil. Er investiert in das Qualitätsspektrum der Value-Aktien mit soliden Bilanzen und attraktiven Free-Cashflow-Renditen. An ihrer Haltung zu Gold scheiden sich bekanntlich die Geister der Value-Investoren. Rehder hat das gelbe Edelmetall aktuell als Cashersatz und als Absicherung gegen extreme Risiken zu über 7% im Fonds gewichtet. Dazu kommt eine Kasseposition von knapp 20%. In der Tradition des von Warren Buffett und Bruce Greenwald geprägten Value-Ansatzes der Columbia Business School sieht er werthaltiges In-

vestieren nicht im Gegensatz zum Investieren in Wachstum, sondern zu einem momentumgetriebenen Investmentstil.

Value-Mischung

Der 2007 aufgelegte Mischfonds Managed Profit Plus (WKN: A0MZM1; +22,8% in drei Jahren) wird vom Value-Experten Gregor Nadlinger von der Wiener Advisory Invest GmbH verantwortet. Aktuell sind ca. 63% in Aktien investiert und gut 29% in Renten; die Cashquote liegt bei etwa 8%. Zusätzlich greift ein taktisches Risiko-Overlay. Die Ausrichtung ist global, investiert wird vorrangig in Unternehmen aus den wichtigsten Ländern des Globalen Innovationsindex. Anlageziel ist eine Ausschüttung, die drei Prozentpunkte über der Inflationsrate der Eurozone liegt. In unterschiedlichen Zeithorizonten weist der Fonds ein gutes Rendite-Risiko-Profil auf und eignet sich für Value-affine Anleger, die hohe Schwankungen bei reinen Aktieninvestments scheuen.

Schwache Performance

Wenig Fortune hatte in den vergangenen Monaten Frank Fischer beim Flaggschifffonds der Shareholder Value AG, dem Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen (WKN: A0M8HD), der sich (noch) in unserem Fondsmusterdepot befindet. Der Fonds hat viele Freiheiten, Fischer kann absichern und auch Cashpositionen halten. Vor diesem Hintergrund ist die Wertentwicklung aktuell unbefriedigend. Auf Sicht von drei Jahren lag die Performance bei mageren 2,8%. Der Fondsmanager hat

selbstkritisch eingeräumt, dass er 2018 zu viele Risiken, u.a. im Zusammenhang mit einem Investment in die Aktien der Telecom Italia, genommen hatte. Im Verlauf des aktuellen Jahres wurden Absicherungen aufgelöst und die Cashquote (Stand Ende Mai: 24%) reduziert. Der Fokus liegt auf europäischen Nebenwerten wie z.B. dem portugiesischen Windenergiebetreiber EDP Renováveis. Wesentliche Elemente der Anlagephilosophie sind die Beachtung eines breiten Burggrabens beim Geschäftsmodell der Unternehmen und der Kauf mit Sicherheitsmarge.

Behavioral Value

Der DPAM Capital B Equities US Behavioral Value (WKN: A2DUQM; +26,4% in den vergangenen drei Jahren) investiert über ein quantitatives Modell, das Bewertungsanomalien identifiziert, in US-Titel. Der Ansatz berücksichtigt eine breite Sektorenstreuung zur Vermeidung der klassischen Value-Falle, nur in die nach Deep-Value-Kriterien absolut günstigsten Werte zu investieren. Häufig kommen diese aus Branchen, die vor disruptiven Veränderungen stehen. Unternehmen, die dafür nicht gerüstet sind, werden billig bleiben oder sogar noch billiger werden, bevor sie schließlich ganz verschwinden. Der Fonds weist eine hohe Korrelation mit seinem Vergleichsindex auf, dem MSCI USA Net Return. In verschiedenen Zeitebenen performte der Index allerdings besser als der Fonds. Auf Sicht von zehn Jahren erreichte der Behavioral Value 13,3% p.a., während es der Index auf ▶



16% p.a. brachte. In der Theorie ein interessanter Ansatz, der aber den Beweis, eine Outperformance liefern zu können, noch nicht angetreten hat.

Performance-Highflyer

Zu Performance-Highflyern unter den Value-Fonds zählt der von Peter Frech gemanagte Quantex Global Value (WKN: A14VGZ; +41,1% in drei Jahren). Im Fonds, der nach quantitativen Kriterien gemanagt wird, finden sich u.a. auch Goldminenaktien, sofern sie den Auswahlkriterien hinsichtlich Bilanzqualität und Free Cashflow genügen. Das Ergebnis ist mit Aktien wie Evolution Mining, dem Pharmakonzern Hypera sowie Daito Trust Construction ein Portfolio, das sich in der Zusammensetzung der Einzeltitel deutlich von anderen Value-Fonds unterscheidet. Die USA sind mit 12,3% vergleichsweise gering gewichtet, am stärksten ist Japan mit 23,7% vertreten. Ebenfalls eine herausra-

gende Performance lieferte der VM Long Term Value (WKN: A1J17U; +53,4% in drei Jahren), der von der VM Vermögensmanagement GmbH verantwortet wird. Auswahlkriterien sind eine attraktive Bewertung mit Sicherheitsmarge, ein nachhaltig erfolgreiches Geschäftsmodell und zusätzliche qualitative Faktoren. Der Fonds investiert überwiegend in der DACH-Region (ca. 88%). Am höchsten ist aktuell die Deutsche Konsum REIT-AG gewichtet.

Werthaltigkeit trifft Qualität

Markus Elsässer setzt im ME Special Values (WKN: 663307; +24% auf Sicht von drei Jahren) auf einen werthaltigen und benchmark-freien Ansatz, der stark die Qualität der Unternehmen fokussiert und Wachstumsaspekte berücksichtigt. Neben den Fundamentaldaten werden auch Aspekte wie die Qualität des Managements und die Firmenkultur zur Entscheidungsfindung herangezogen. Zu den größten Positionen zählen McCormick (ein Gewürzhersteller), Ecolab und United Technologies. Detailliertere Informationen zur Investmentphilosophie finden Sie im Gastbeitrag von Lars Kolbe (S. 33).

Value-ETF

Einen regelbasierten Value-Ansatz im ETF-Mantel bietet der Deka STOXX Europe Strong Value 20 (WKN: ETFL04). Entscheidend für die Indexaufnahmen sind Kriterien wie ein günstiges Kurs-Gewinn- und Preis-Buchwert-Verhältnis sowie Gewinnwachstum und eine attraktive Dividendenrendite. Aktuell sind die Sektoren Banken, Versicherungen und Finanzdienstleister mit knapp 61% im Fonds vertreten, sodass ein Klumpenrisiko nicht von der Hand zu weisen ist. Unter den Top-Holdings finden sich Hannover Rück, Swiss Life, Swiss Re und die NN Group. Der ETF ist seit 2008 verfügbar, die Performance (+145% in zehn Jahren) kann sich sehen lassen.

Christian Bayer

Value-Fonds/-ETFs					
Bezeichnung	WKN	Performance		Max. Drawdown (3 Jahre) in %	Volumen in Mio. EUR
		1 Jahr	3 Jahre		
ACATIS Aktien Global	978174	-1,4	30,9	-16,8	296,4
Deka STOXX Europe Strong Value 20	ETFL04	4,5	35,4	-17,0	24,5
DPAM Capital B Equities US Behavioral Value	A2DUQM	-0,8	26,4	-21,4	783,4
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	-14,0	2,8	-16,8	2.111,8
LAPLACE European Equity	A0Q8MQ	-4,4	7,7	-17,6	14,2
LOYS Global	926229	-5,6	24,7	-18,0	365,8
Maj Invest Gopal Value Equities	A2H6RB	11,3	k. A.	k. A.	369,1*
Managed Profit Plus	A0MZM1	4,8	22,8	-10,2	23,6
Mandarine Valeur	A0RF7M	-9,9	13,7	-25,9	665,6
ME Special Values	663307	3,3	24,0	-15,6	132,6
MMT Global Value	HAFX19	-18,5	-0,8	-28,7	18,3
Peacock European Best Value AMI	A12BRQ	-14,0	k. A.	k. A.	13,7
Quantex Global Value	A14VGZ	3,1	41,1	-8,3	205,2**
Value-Holdings Deutschland Fund	A0B63E	-15,4	13,8	-27,9	26,3
Value Intelligence Fonds AMI	A0YAX8	1,8	16,2	-11,5	146,5
Value Opportunity Fund	A0RD3R	-7,2	11,7	-15,4	37,9
Value Partnership	A14UV3	-19,6	14,8	-29,3	24,3
VM Long Term Value	A1J17U	1,4	53,4	-21,1	32,9

* Volumen in Mio. USD ** Volumen in Mio. CHF

Quellen: Fondsgesellschaften, Morningstar, onvista

Kolumne

Growth, Value oder Qualität?

Gastbeitrag von Lars Kolbe, Aqualutum GmbH

Die aktuelle Börsenphase bereitet nicht jedem Anleger Freude. Vor allem Value-Investoren tun sich seit geraumer Zeit schwer, angemessene Renditen zu erzielen. Wer dem Growth-Lager angehört, kann sich dagegen über teils erhebliche Kursgewinne freuen.

Qualität im Fokus

Die Begriffe sind in der Literatur schon hinlänglich beschrieben, sodass auf eine weitere Erläuterung verzichtet werden kann. Stattdessen soll ein Aspekt betrachtet werden, der oft zu wenig Beachtung findet: die Unternehmensqualität. Hier muss man in der Beurteilung deutlich über die reine Kennzahlenanalyse hinausgehen. Die Solidität der Finanzen, der gute Ruf der Firma bei den Kunden, die Marktanteile in der Branche, der Grad der Forschung und Entwicklung, die Ausrichtung von Marketingbudgets, die Ausleuchtung der Firmenkultur, eine dauerhaft hohe Ertragskraft – all diese Punkte sind von großer Wichtigkeit, vor allem bei Langfristinvestments. Kann man an mehreren oder allen dieser Punkte einen positiven Haken machen, wird das Unternehmen mit ansprechenden Raten wachsen und ist wohl dem Growth-Lager zuzuordnen.

Was heißt „billig“?

Haben Value-Aktien nun keine Qualität? Das kann man so pauschal nicht sagen. Wer jedoch auf reine Bewertungskennzahlen fokussiert ist (KGV, KBV etc.) und dort „billige“ Aktien sucht, landet regelmäßig in Branchen, die in einem tief greifenden Wandel begriffen sind, z.B. bei Banken. Zudem ist die Tatsache problematisch, dass „billig“ immer im Verhältnis zu historischen Bewertungen zu verstehen ist. Auf der Growth-Seite liegt das Hauptproblem darin, dass hohe Wachstumsraten in die Zukunft fortgeschrieben werden. Dabei wird die Tatsache verkannt, dass hohes Wachstum in einer Branche Konkurrenz auf den

Plan ruft: Die Marktanteile schwinden, das Wachstum schwächt sich ab.

Antizyklus

Die Lösung des scheinbaren Dilemmas heißt antizyklisches Investieren. Auch bei dem besten Wert gibt es immer wieder Chancen, einen Fuß in die Tür zu bekommen. Der Grund dafür ist die häufig viel zu kurzfristige Sichtweise der Analysten, die nur Quartalsergebnisse vergleichen. Ist das Ergebnis in einem Quartal rückläufig, könnte der Grund dafür möglicherweise in Investitionen in Forschung und Entwicklung oder in der Ausweitung des Werbebudgets liegen. Beides sollte sich langfristig positiv auswirken. In der jüngeren Vergangenheit war zu beobachten, dass ein minimales Verfehlen der Schätzungen mit hohen Tagesverlusten bedacht wurde. Ein CEO wird gefeuert, Produkte werden zurückgerufen ... die Liste möglicher Skandale ist lang. Meist beherrscht das Thema dann die Presse und Anleger trennen sich von den Werten. Jetzt gilt es, die Übersicht zu behalten und rasch herauszufinden, ob der Anlass wirklich existenzbedrohend ist oder ob sich – antizyklisch – eine Chance zum Einstieg bietet. Häufig nutzen auch Wettbewerber die Gelegenheit, sich einen Konkurrenten einzuverleiben.

Fazit

Die Zeiten, in denen man an der Börse noch gute Unternehmen zu KGVs von acht oder neun bzw. zu einem KBV von unter eins kaufen konnte, sind vorbei. Wir sind in einer veränderten Welt des globalen Wettbewerbs angekommen, in der starre Regeln nicht mehr funktionieren. Das wollen viele Value-Anleger klassischer Prägung noch nicht akzeptieren. Sichere Investments sind heute eher in Top-Qualitätswerten (zu höheren Bewertungen) zu finden als bei niedrigen Bewertungen. Deutsche Bank, thyssenkrupp und Bayer lassen grüßen. ■



Lars Kolbe (Jahrgang 1966) ist Gründer und Geschäftsführer der Aqualutum GmbH. Frühere Stationen nach dem Studium in Frankfurt waren u.a. die Bad Homburger FERI Trust, wo er das Fondsresearch verantwortete. Kolbe ist Fondsberater des m4 – masters select (WKN: A12F3R).

Analyse

BANTLEON Changing World

Gastbeitrag von Nicolai Bräutigam, MMD Analyse & Advisory GmbH

FONDS-SNAPSHOT

WKN: A2JKY9

Fondsmanager: BANTLEON AG

Volumen: 11,6 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 3.8.2018

Typ: Mischfonds



Nicolai Bräutigam, Master of Science in International Economics, ist seit 2011 als Analyst bei der MMD Analyse & Advisory GmbH tätig. Die MMD Analyse & Advisory GmbH aus Arnsberg ist ein anbieterunabhängiger Spezialist für aktiv gemanagte Investmentfonds mit Ursprung im Portfolio Controlling und Reporting eines Family Office. Das Unternehmen stellt bislang die einzige Datenbank für VV-Fonds bereit und hat ein umfassendes Leistungsspektrum für vermögensverwaltende Fonds aufgebaut. MMD ist Advisor von Strategieportfolios im Rahmen von Fondspolice, Fondsvermögensverwaltungen und Dachfonds. Weitere Informationen finden Sie unter www.mmd.gmbh

Die Welt ist im Wandel, viele Investoren suchen die Trends von morgen. Mit dem Fonds BANTLEON Changing World adressiert BANTLEON dieses Thema und bietet eine zukunftsorientierte Vermögensverwaltung im Fondsmantel an. Das Unternehmen ist ein Spezialist für institutionelle Investments mit Fokus auf Kapitalerhalt. Die Investmentphilosophie basiert auf dem Ansatz, dass die konjunkturellen Zyklen die Leitzinserwartungen der Investoren und damit die Renditetrends an den Anleihemärkten bestimmen. Zudem werden Konjunkturzyklen als Impulsgeber für die Ertragsperspektiven der Unternehmen und somit bestimmend für die Kurstrends an den Aktienmärkten gesehen.

Zukunftstrends

Der Fonds investiert in Aktien und Anleihen. Das Fondsmanagement sucht nach Titeln, die auf die wichtigsten Zukunftstrends wie den demografischen oder den digitalen Wandel setzen. Dazu gehören autonome Systeme oder Medizintechnologie ebenso wie Basisinfrastruktur aus den Bereichen Energietransport, Kommunikation, Logistik, Mobilität und Wasser. Es ist begrüßenswert, dass BANTLEON im Bereich der industriellen Technologie mit einem Technology Council arbeitet, der aus Wissenschaftlern verschiedener Forschungsgebiete besteht, um sich durch Wissensvorsprung einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Investitionen in Social-Media- und Lifestyle-Unternehmen werden vermieden. Im Bereich der Basisinfrastruktur wird vor allem in Autobahnbetreiber, Wasserversorger und Netzanbieter mit monopolistischen Geschäftsmodellen und stabil laufenden Erträgen investiert, um eine Robustheit gegenüber Konjunkturschwankungen zu erzielen.

Abhängig vom Konjunkturzyklus

In konjunkturell guten Zeiten wird die Aktienquote erhöht und offensiv in Richtung der Technologietitel ausgerichtet; in schwierigen Zeiten wird sie gesenkt und in die als defensiver geltende Basisinfrastruktur umgeschichtet. Dabei stellt sich die Frage, wie stark und häufig Umschichtungen vorgenommen werden, um die (langfristigen) Vorteile der einzelnen Aktienpositionen nicht zu gefährden und die Höhe der Transaktionskosten zu begrenzen. Bei der Anleiheauswahl werden Staatsanleihen aus den Kernländern der Eurozone, besicherte Anleihen und solide Unternehmensanleihen fokussiert, um dem Substanzerhalt Rechnung zu tragen. Bei den Corporate Bonds stehen diejenigen im Vordergrund, die vom demografischen und digitalen Wandel profitieren.

Kosten und Historie

Die Kosten des Fonds liegen mit rund 1,5% (PT-Tranche) im Durchschnitt seiner Peergroup, müssen aber auch erst verdient werden und könnten in Anbetracht des Kapitalmarktumfelds etwas günstiger sein. Die kurze Historie des Fonds lässt noch keine abschließende Bewertung zu. Mit Auflegung im Sommer 2018 fand der Fonds mit der Korrektur im vierten Quartal des Jahres schwierige Marktbedingungen vor. Der Start des Jahres 2019 verlief durchaus solide, sodass ein Teil der Verluste wieder aufgeholt werden konnte. Mit +8,26% per ultimo Mai 2019 liegt der Fonds im Durchschnitt seiner Peergroup, die durch den MMD-Index Offensiv abgebildet wird. Insgesamt liegt der Fonds jedoch seit Start noch „unter Wasser“. Da die Kernidee langfristig ausgerichtet ist, wird sich der Erfolg des BANTLEON Changing World erst nach einiger Zeit beurteilen lassen. ■

News, Facts & Figures

Mit Gewinn

Im Vergleich zum Vormonat konnte das Musterdepot um 4,1% zulegen, der MSCI World EUR hat in diesem Zeitraum 1,4% gewonnen

Edelmetallminenfonds im Plus

Überdurchschnittliche Kursgewinne verbuchten mit 20,6% und 17,5% in den vergangenen Wochen die beiden Edelmetallminenfonds Tocqueville Gold P (WKN: A1C4YR) und Stabilitas Silber+Weissmetalle (WKN: A0KFA1). Aus unserer Sicht sprechen viele Anzeichen dafür, dass die eingeläutete Trendwende bei den Edelmetallen nachhaltig ist. Unterstützung für die Edelmetalle kam u.a. durch die Kommunikation der EZB und der Federal Reserve, die Märkte weiter mit Geld zu fluten. Besonders die Ausführungen Mario Draghis waren so drastisch, dass sich Anleger auch die Frage stellen könnten, ob nicht Risiken im Busch sind, die aktuell noch nicht thematisiert werden. Der DWS Invest Latin American Equities LC (WKN: DWS0VL) glänzte mit einem Gewinn von 11,5% ebenfalls. Die Kurse brasilianischer Banken, die zuletzt durch die Ankündigung einer eigenen Blockchain-Plattform von sich reden machten, verbuchten Kursgewinne. Der Bankensektor ist im Fonds am höchsten gewichtet.

Verkauf

Am 30.5. haben wir uns an der Frankfurter Börse von 330 Anteilen des JPM Asia Growth A USD (WKN: A0DNC7) getrennt. Der Verkauf erfolgte zum Kurs von 26,50 EUR. Gekauft hatten wir die Anteile zu 26,51 EUR, sodass wir die

Position quasi ± 0 geschlossen haben. Zugegebenermaßen war das Timing nicht ideal, da sich der Fonds nach dem Verkauf wieder erholt hat. Zum Zeitpunkt des Verkaufs war unsere Absicht, in Erwartung weiterer Turbulenzen die Cashposition zu erhöhen. Aktuell beträgt die Liquidität 38,7%.

Ausblick

Uns ist klar, dass wir mit dem hohen Cashbestand der Marktentwicklung hinterherhinken, falls sich die Aufwärtsbewegung an den Märkten fortsetzt. Wir gehen allerdings nicht davon aus, dass die Märkte in den kommenden Wochen stark nach oben tendieren. Aktuell wirkt noch die Euphorie des billigen Geldes nach. In den kommenden Wochen dürften die Probleme wieder stärker in den Vordergrund treten. Die Folge wäre aus unserer Sicht eine volatile Seitwärtsbewegung, die vor allem in Europa eher nach unten tendiert. Zudem stehen wir vor den Sommerwochen, die saisonal oft mit Kursverlusten verbunden sind. In aussichtsreichen Regionen und Sektoren sind wir im Fondsmusterdepot positioniert. Ergänzungen können wir uns mit Spezialitäten wie z.B. dem Aktienfonds für Beteiligungsunternehmen (WKN: A2JQJC) vorstellen. Ein Interview mit dem Fondsenker, Gunter Burgbacher, können Sie in Ausgabe 6/2019 auf S. 36 nachlesen.

Christian Bayer

Musterdepot (Start: 1.1.2009 mit 100.000 EUR)										Stichtag:
Performance: seit Auflage: +109,5% (MSCI Welt: +188,5%); 2019: +10,3% (MSCI Welt: +16,8%); seit dem Vormonat: +4,1% (MSCI Welt: +1,4%)										21.06.2019
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kaufdatum	Kauf zu	Kurs aktuell	Wert aktuell	Depotanteil	Perf. seit Vormonat	Perf. seit Kauf
Tocqueville Gold P*	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	130	22.02.19	113,80	123,57	16.064	7,7%	+20,6%	+8,6%
Stabilitas Silber+Weissmetalle*	A0KFA1	Aktien Metalle	400	17.05.18	26,71	31,40	12.560	6,0%	+17,5%	+17,6%
DWS Invest Latin American Equities LC	DWS0VL	Aktien Lateinamerika	80	21.02.19	121,28	132,27	10.582	5,1%	+11,5%	+9,1%
Schroder ISF Emerging Europe A	933676	Aktien Osteuropa	330	21.02.19	30,50	34,07	11.243	5,4%	+9,4%	+11,7%
Commodity Capital Global Mining Fund	A0YDDD	Aktien Edelmetalle	70	16.05.19	62,30	67,22	4.705	2,2%	+4,6%	+7,9%
SUNARES*	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	200	10.03.16	54,09	66,97	13.394	6,4%	+3,5%	+23,8%
Medical BioHealth*	941135	Aktien Healthcare	30	08.12.16	204,84	527,01	15.810	7,5%	+3,4%	+157,3%
Alger American Asset Growth Fund	986333	Aktien USA	300	26.05.16	44,15	69,09	20.727	9,9%	+1,8%	+56,5%
DNB Technology	A0MWAN	Aktien Technologie	25	14.04.16	298,57	527,90	13.198	6,3%	+1,2%	+76,8%
FU Fonds – Multi Asset Fonds P*	A0Q5MD	Mischfonds	30	10.03.16	167,02	219,70	6.591	3,1%	+0,6%	+31,5%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Europ. Nebenwerte	30	26.09.13	94,00	118,82	3.565	1,7%	-1,5%	+26,4%
Fondsbestand:					128.438,60	61,3%				
Liquidität:					81.028,71	38,7%				
Gesamtwert:					209.467,31	100,0%				

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

Das große Bild

„Was erlaube Draghi?“

Einmal mehr sind die Märkte Wachs in den Händen des EZB-Chefs

Flasche leer?

Wenn Mario Draghi den Märkten das sprichwörtliche Stöckchen hinhält, dann springen sie in der Regel darüber. So auch Mitte Juni, als der EZB-Chef in vergleichsweise wenig verklausuliertem Notenbanksprech ankündigte: „Wir werden alle Flexibilität innerhalb unseres Mandats nutzen, um unseren Auftrag zu erfüllen.“ Da Draghi schon jetzt das Mandat der EZB in geradezu epischer Breite auslegt, dürfte sich mancher Beobachter fragen, wie die EZB eigentlich noch mehr Flexibilität walten lassen könnte. Den Aktienmärkten schien es zumindest zu gefallen, dass die Notenbank in der einen oder anderen Weise Gewehr bei Fuß steht. Interessanterweise begründete der EZB-Chef die Notwendigkeit zu „aller Flexibilität“ nicht alleine mit dem sich eintrübenden konjunkturellen Datenkranz der Eurozone, sondern explizit mit einem Mangel an Geldentwertung: Wenn die Inflation weiterhin nicht anziehe, werde zusätzlicher geldpolitischer Anschlag erforderlich sein, wird Draghi zitiert. So klingt eigentlich kein Notenbanker, der sich um die Stabilität seiner Währung sorgt – so klingt einer, der letztlich irgendwie aus der Schuldenfalle heraus inflationieren möchte und dabei vor allem die größten Schuldner seines Geldreichs im Auge hat: Staaten und Banken. Die hochverschuldeten Staaten der Eurozone wären die Hauptprofiteure einer Inflation, wobei die Sparer wieder einmal die Zeche zu zahlen hätten. Angesichts der Wucht von Draghis Ankündigungen muss man sich der berühmten Aussage des italienischen Fußballtrainers Giovanni Trapattoni, bedienen: „Flasche leer?“ Präziser: Was weiß oder befürchtet Draghi, dass er sich auf den letzten Metern seiner Amtszeit

noch derart weit aus dem Fenster lehnt und de facto damit auch gleich die Politik seines Nachfolgers präjudiziert?

„Erheblicher Spielraum“

Ein Blick auf die angedachten Maßnahmen und auf die Markt- und sonstigen Reaktionen könnte hier weiterhelfen. Draghi zufolge gebe es noch „erheblichen Spielraum“ für Anleihekäufe. Das allerdings bezieht sich nur auf das Volumen. Die hoch- und höchstverschuldeten Länder der Eurozone brauchen sich also auch künftig über den Absatz ihres Anleihe-schrotts keine Sorgen zu machen. Beim

Zinsniveau der Anleihen erscheint der Spielraum nach unten dagegen begrenzt. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe fiel unmittelbar nach Draghis Ankündigung bereits auf ein Rekordtief von minus 0,323 Prozent. Dagegen werden von Marktbeobachtern auch wieder Zinssenkungen am kurzen Ende für möglich gehalten, womit wir beim Leitzins dann aber endgültig unter der Nulllinie angekommen wären. Hier beginnt sich zu rächen, dass die EZB im Gegensatz zur amerikanischen Fed in all den (Nach-)Krisenjahren nicht einmal einen Hauch von Normalisierung geschaffen hat. Entsprechend gering ist nun ihr konventioneller Spielraum. In einem Beitrag des manager magazins werden daher Gedankenspiele innerhalb der EZB zitiert, „den Banken mit gestaffelten Einlagezinsen unter die Arme zu greifen, um die Folgen der jahrelangen Negativzinsen abzumildern“. Immerhin „feierte“ der Negativzins in diesen Tagen sein fünfjähriges Jubiläum und gilt nicht nur dem Risikomanager und Buchautor Dr. Markus Krall (siehe auch Smart Investor 5/2018, 9/2018 und 11/2018) als die entscheidende Ursache für die kontinuierliche Erosion der Bankbilanzen in der Eurozone.

Nie dagewesener Spagat

Sollte es zusätzlich zu einer Zinssenkung kommen – möglicherweise schon bei der Sitzung am 25. Juli –, dann wäre dies nicht nur ein besonderes Abschiedsgeschenk Draghis an die Bankwirtschaft, sondern auch ein nie dagewesener Spagat: Die Banken könnten dann nämlich auf der Aktivseite bei der EZB wieder einen risikolosen Zins für ihre Überschussliquidität erwirtschaften, was auch dem Zwang



„Signor Draghi – Flasche leer?“

zum Eingehen zusätzlicher Risiken entgegenwirken würde. Gleichzeitig dürften auf der Passivseite mit Hinweis auf den dann negativen Hauptrefinanzierungssatz bzw. Leitzins zunehmend mit Zinsen unterhalb von null Prozent geflirtet werden. Ein großer Teil der normalen Bankkunden wird wohl zu träge sein, um die Einlagen angesichts leicht negativer Zinsen oder leicht angehobener Gebühren – was wirtschaftlich auf dasselbe hinausläuft – direkt aufzulösen. Vorausgesetzt, die Banken übertreiben es dabei nicht und gehen so vor wie beim Frosch im kochenden Wasser: Man erhöht die Temperatur bzw. verschlechtert die Konditionen nur langsam. Geschieht dies auch noch kartellartig, bleibt für Geldvermögensbesitzer – außer in Form von Bargeld – kein Ausweg.

Gold statt Euro

Auf Ebene des Einzelnen kann man natürlich die Höhe der Liquidität auf ein Mindestmaß beschränken und in Sachanlagen oder systemferne Anlagen umschwenken. Auf aggregierter Ebene funktioniert das freilich nicht. Das Geld verschwindet durch den Kauf von Gold, Aktien oder Bitcoin (Chart auf S. 63) nämlich nicht – es hat danach, wie es so schön heißt, nur ein anderer. Tatsächlich sah man in diesen drei Bereichen auch die stärksten Marktreaktionen. Von besonderem Interesse sind hier Edelmetalle und der Bitcoin: Beides gilt Anlegern als eine Art Fluchtweg aus den Fiatgeldsystemen, wobei Gold in dieser Hinsicht der unangefochtene Klassiker ist. Während der Bitcoin seinen am 2. April unter ziemlich dubiosen Umständen gestarteten Aufwärtstrend lediglich fortsetzte, vollführte Gold einen atemberaubenden Kurssprung. Der Kurs schnitt durch die sehr bedeutsame Widerstandsmarke im Bereich von 1.360 USD/Feinunze wie das sprichwörtliche heiße Messer durch die Butter (vgl. Abb. 1). Dies ist schon deshalb bemerkenswert, weil der Kurs im Bereich zwischen grob gesagt 1.350 und 1.360 USD/Feinunze rund ein halbes Dutzend Mal gescheitert war. Gold ist damit nach vielen Fehlstarts nun wieder eindeutig im Aufwärtstrend. Einziger Wermutstropfen für Edelmetallfans: Silber liegt noch weit unter den entsprechenden Zwischenhochs der vergangenen Jahre. Erst wenn in der Relativbewegung des Goldes eine Schwäche erkennbar ist (vgl. Abb. 1, unterer Teil), Silber also Relative Stärke zeigt, sehen wir die typische Charakteristik großer Edelmetallhaussen.

Kein Abwertungswettlauf

Die durch Draghis Rede kurzfristig ausgelöste Euroschwäche hatte noch eine andere Nebenwirkung: US-Präsident Trump zeigte sich in einem Tweet erobert über das „unfaire“ Verhalten der EZB, die den Euro bewusst drücke, wodurch er seine eigene Politik sabotiert sah. Dies war auch ein Hinweis in Richtung von Fed-Chef Jerome Powell, der allerdings bereits signalisiert hatte, dass die US-Notenbank pragmatisch reagieren werde, wenn die US-Wirtschaft die Auswirkungen des Handelskonflikts zu spüren bekomme. Dies wurde zwar weithin als Ankündigung des Endes der US-Zinserhöhungen aufgefasst, war Trump aber offensichtlich noch nicht genug. Zumindest in einer Hinsicht dürfte Trump irren: Die EZB tritt mit diesen Maßnahmen erkennbar nicht in einen Abwertungswettlauf mit den USA ▶

IN CASE
of
EMERGENCY

144 Jahre Edelmetallerfahrung.
ROBBE & BERKING
SEIT 1874

www.wertanlagen.robbeberking.de

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

im Sinne einer klassischen Beggar-my-Neighbour-Politik ein. Sie ist vielmehr bemüht, das schwer angeschlagene europäische Bankensystem zu stabilisieren. Der Zeitpunkt und die möglicherweise sehr ungewöhnliche Ausgestaltung der Maßnahmen haben die Märkte verunsichert. Der Euro selbst ging in der Folge jedoch stramm nach oben. Ohne genaue Kenntnis der konkreten Maßnahmen lässt sich noch nicht beurteilen, ob Draghi nicht doch noch einen echten Trumpf im Ärmel hat, der es ihm erlaubt, für vergleichsweise kleines Geld einiges an Zeit zu kaufen. Die grundsätzlichen Probleme des Euro wären dadurch aber nicht gelöst.

Fleisches Unlust

Jede Hausse hat ihre Kinder – im Fall der aktuellen dürften dies ganz eindeutig die heißen Techaktien sein. Eine Vielzahl derselben offeriert die Hoffnung, zu einer marktbeherrschenden Plattform zu werden. Dass ihre skalierbaren Geschäftsmodelle hochprofitabel werden können, lässt sich an Google, Amazon oder Facebook ablesen. Nun wäre eine Blase keine

Blase, wenn alle Marktteilnehmer stets der Vernunft gehorchen würden. In einigen Jahren dürfte sich nämlich herausstellen, dass bei vielen der heutigen IPO-Stars von einer marktbeherrschenden Plattform weit und breit nichts zu sehen ist. Noch absurder wird es allerdings, wenn zu den größten Hoffnungsträgern unter den Börsengängen ein Unternehmen zählt, das zwar in einem wachsenden, dafür aber enorm wettbewerbsintensiven Segment der Nahrungsmittelbranche agiert: Beyond Meat, Sie ahnten es bereits. Hier basiert die Hoffnung der Börsianer alleine darauf, dass der Hersteller von Fleischersatzprodukten seine Markennamen etablieren kann und damit einen großen Teil dieses neuen Marktes besetzen wird. Es braucht jedoch keine große Analyse, um die Erfolgchancen dieser Wette zu erkennen.

Die perfekte aller Vegetarierwelten

Experten zufolge dürfte das Marktpotenzial für Fleischalternativen im Jahr 2023 zwischen 5 Mrd. und 8 Mrd. USD groß sein. Beyond Meat selbst geht laut IPO-

Prospekt dagegen von 35 Mrd. USD aus und nimmt auf die Entwicklung veganer Milchalternativen in den letzten Jahren Bezug. Was jedoch auch klar ist: Beyond Meat wird diesen Markt nicht alleine bearbeiten. Konkurrenten wie Impossible Foods (bereits vor einem Börsengang mit 2 Mrd. USD bewertet) oder Nestlé dürften sich ein gutes Stück vom Kuchen abschneiden. Die Konkurrenz dürfte die heute traumhaften Margen zudem auf ein Normalmaß reduzieren. Das Problem: Mit 9 Mrd. USD Börsenwert geht die Börse heute von völlig absurden Margen aus und bewertet den Markt viel zu optimistisch. Wann werden die Börsianer also zur Einsicht kommen? Schwer zu sagen. Da der Kurs komplett auf schwer abzuschätzenden Annahmen basiert, kann dieser auch noch lange im Blasenbereich verweilen. Erst wenn es erste Zweifel an Marktgröße oder Margen gibt, dürfte auch der Kurs unter Druck geraten.

Verschmähte Cashmaschinen

Doch zurück zu den Plattformen und den Techmonopolisten. Eines der Rätsel un-



Gold konnte in einem Rutsch alle Widerstände der letzten fünf Jahre durchbrechen. Selbst gegen Silber ist es derzeit stark.

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



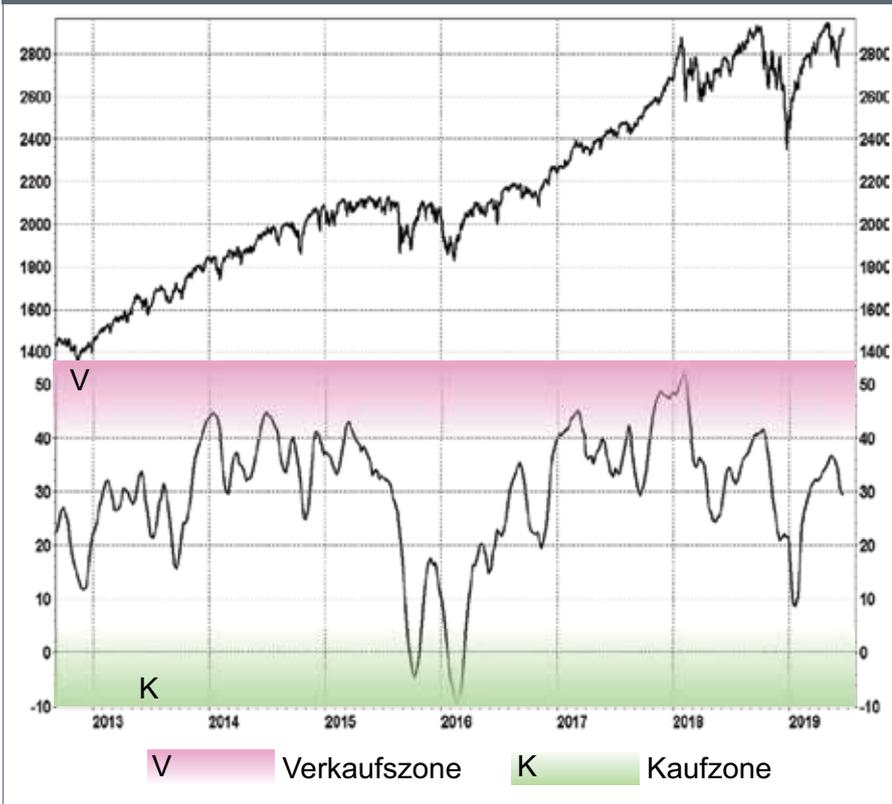
Nova Scotia ist eine Reise wert

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“



Abb. 2: Neutrales Sentiment für die US-Börse



Bulls-minus-Bears-Indikator gibt die Differenz der Aktienbullen mit der Aktienbären als Anteil an der gesamten Anlegerschaft wieder. Der aktuelle Wert von ca. 30%-Punkten gilt als neutral.

Quelle: FINANZWOCHE

serer Tage dürfte sein, warum die Anleger aufgrund einer (sich ohnehin seit Langem abzeichnenden) Regulierung die hochprofitablen und gut aufgestellten Unternehmen wie Alphabet (IK) oder Facebook (IK) verschmähen und sich stattdessen Hoffnungswerte ins Depot legen. So erwirtschaftet Facebook 2020 voraussichtlich ein Nettoergebnis von 27 Mrd. USD. Bereinigt um Cash ergibt sich ein KGV von 19. Verglichen damit notieren auch diverse zyklische Unternehmen teurer – die allerdings nicht die gleichen Wachstumschancen (Instagram, Libra-Coin, Shopping) bieten. Der breite Markt für Technologieaktien in den USA sieht dagegen durchaus sportlich bewertet aus. Diese Meinung vertrat auf der Value Intelligence Conference in München auch der Schweizer Hedgefondsmanager Felix Zulauf, der eine Korrektur erwartet. Allerdings betonte er auch, dass weniger konjunkturabhängige Unternehmen stabiler bleiben dürften. Die entscheidende

Frage ist daher, inwieweit die Techgiganten eine Konjunkturdelle durch weites Wachstum kompensieren können. So wuchs Alphabets Umsatz sogar im Jahr 2009. Allerdings war das Unternehmen damals auch bedeutend kleiner und Onlinewerbung hatte einen kleineren Marktanteil. Über die Geschäftsmodelle von Facebook, den neuen Libra-Coin und den Börsennewcomer Uber haben wir mit dem Technologieexperten Thomas R. Köhler gesprochen. Sie finden das Interview auf S. 38.

Zu den Börsen

Die weiterhin tonangebenden amerikanischen Indices wie S&P 500 oder NASDAQ notieren in der Nähe ihrer Allzeithochs – dies bei in der Breite kaum feststellbarem Optimismus. So verlaufen die meisten Sentimentindikatoren mehr oder weniger im neutralen Bereich, z.B. der von der FINANZWOCHE errechnete Bulls-minus-Bears-Indikator, der auf den Daten ▶

Interview

„Das Problem ist die Realwelt“

Smart Investor sprach mit dem Technologieexperten und Bestsellerautor Thomas R. Köhler über die Schwierigkeiten des Geschäftsmodells von Uber sowie Facebooks neuen Kryptocoin

Smart Investor: Was sind die fundamentalen Unterschiede eines Geschäftsmodells wie Uber auf der einen und Facebook oder Google auf der anderen Seite? Geht es nicht bei all diesen Unternehmen um das Erzielen möglichst hoher Netzwerkeffekte?

Köhler: Das Problem von Uber und anderen Mobilitätsdiensten ist – einfach gesagt – die „Realwelt“. Anders als Google und Facebook braucht es hier nicht nur ein bisschen Rechnerkapazität, sondern jemanden, der eine physische Leistung – den eigentlichen Personen- bzw. Warentransport – auch tatsächlich erbringt. Die dafür notwendigen Ressourcen kann ich zwar

relativ flexibel anheuern, aber dennoch ist dies der bestimmende Kostenfaktor. Wenn ich nun in Märkten mit geringen Margen – wie in den meisten Personentransportmärkten – operiere, wachsen vielleicht die Umsätze, aber nicht notwendigerweise die Gewinne.

Smart Investor: Das ist allerdings die Momentaufnahme. Setzt das Unternehmen nicht darauf, die Fahrer später durch autonom fahrende Autos zu ersetzen?

Köhler: Das ist ganz klar das Bestreben des Unternehmens. Sobald selbstfahrende Fahrzeuge marktfähig sind, werden sich die ökonomischen Rahmenbedingungen für Uber massiv verändern. Vom margin-schwachen bis marginnegativen Businessginge es schnell in Richtung hochprofitabel. Allerdings hat Uber in der Zwischenzeit erkannt, dass der Durchbruch der Technologie länger dauern wird als prognostiziert. Zudem sieht es im Augenblick so aus, als ob die Alphabet-Tochter Waymo technisch vorne liegt. Aber möglicherweise sind die zukünftigen Angebote klassischer und neuer Automobilhersteller ähnlich weit. So hat Elon Musk kürzlich die Idee in den Raum gestellt, man könne ja seinen Tesla mit dem Autopiloten der nächsten Generation zukünftig als autonomes Taxi vermieten, wenn man ihn nicht braucht – über einen noch zu schaffenden Tesla-Service, der dann in direkter Konkurrenz zu Uber stehen würde.

Smart Investor: All dies ist aber Zukunftsmusik. In der Zwischenzeit droht Uber doch eher an der Regulierung zu scheitern, oder?

Köhler: Uber hat in der Vergangenheit eine Strategie verfolgt, die sich offen über Regulierung hinwegsetzt. Das ist dem Unternehmen nicht überall gut bekommen, es musste signifikante Rückschläge hinnehmen. Inzwischen fährt man bei Uber einen kooperativeren Kurs, steht aber vor der Herausforderung einer extremen Marktfragmentierung. Kurz gesagt: Die Regulierung ist überall anders.

Smart Investor: Regulierung ist ein Problem, das auch Facebook in seinem Kerngeschäft bedroht. Mit einem eigenen Kryptocoin versucht das Unternehmen nun, ein völlig neues Standbein aufzubauen. Was halten Sie davon?

Köhler: Der angekündigte Libra ist ein Stablecoin und hat mit der gängigen Vorstellung einer Kryptowährung à la Bitcoin oder Dash nichts zu tun. Ziel der Konstruktion ist es, ein weltweites Zahlungsmittel zu schaffen, das eine hohe Stabilität aufweist. Facebook hat sich dazu mit renommierten Anbietern wie Visa, Mastercard, PayPal und anderen zusammengetan. Bereits die Ankündigung hat geholfen, positive Awareness für das Thema Krypto zu schaffen, gerade bei denen, die bisher skeptisch waren. Ich gehe davon aus, dass dies dem Thema kurz- wie mittelfristig hilft.

Smart Investor: Mit klassischen Kryptowährungen hat das Ganze also wenig zu tun. Was unterscheidet den Libra dann von heutigen Zahlungssystemen wie PayPal, Visa oder Mastercard?

Köhler: Wir kennen die genaue Konstruktion noch nicht – eine Einführung des Systems ist ja erst für 2020 geplant.



„Die Internetfalle“ von Thomas R. Köhler; Frankfurter Allgemeine Buch; 256 Seiten; 19,90 EUR



Thomas R. Köhler ist seit seinem 2010 erstmals erschienenen Bestseller „Die Internetfalle“ als Experte für technologischen Wandel und dessen Folgen für Wirtschaft und Gesellschaft bekannt. Als Autor von einem Dutzend Bücher zu diesem Themenfeld und Gründer der CE21 – Gesellschaft für Kommunikationsberatung in Holzkirchen bei München unterstützt er Unternehmen in Innovationsfragen und berät bei Investments in Start-ups und neue Technologien.

Es könnte aber durchaus sein, dass Transaktionsgebühren nicht oder nur für wenige Anwendungen anfallen. Das könnte tatsächlich ein Game Changer sein, auch für PayPal, Visa und Mastercard, die ja bereits im Libra-Konsortium sind. Diese Unternehmen müssten sonst befürchten, dass dieses Thema an ihnen vorbeigeht. Das Gleiche gilt für die Bankenwelt. Wer braucht im Digitalzeitalter noch eine Bank, wenn er wesentliche Funktionen via Messenger und Facebook-Coin abbilden kann? Ein Blick nach China – Stichwort WeChat – zeigt, wie die Zukunft aussehen kann. Allerdings sind dort die Voraussetzungen etwas anders als im Westen.

Smart Investor: Herr Köhler, besten Dank für das Gespräch.

Interview: Christoph Karl



Bild: © Uber Technologies Inc.

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.



des US-Researchhauses Investors Intelligence beruht (Abb. 2). Aktuell notiert er bei 30 Prozentpunkten (in einer Vierwochenglättung), was in Anbetracht der starken charttechnischen Verfassung der US-Börsen eigentlich als unbedenklich einzuschätzen ist. 2015 kam es zwar aus einer solchen Sentimentlage schon einmal zu einem Kursrückgang; dieser war aber vergleichsweise harmlos. Aus sich heraus sollte auch diesmal ein größerer Abschwung bzw. ein Crash für die US-Börsen nicht zu erwarten sein.

Für Europa sehen wir die ganze Situation, wie in den früheren Ausgaben beschrieben, deutlich kritischer – obgleich auch hier keinesfalls von einer überhitzten Stimmung zu sprechen ist. Allerdings ist die Charttechnik bei den europäischen Indices deutlich angespannter zu werten.

Vornehmlich im Bereich einiger Branchen aus dem Internetsektor sowie bei einigen Börsengängen wie jenen von Uber, Luckin Coffee oder Beyond Meat (Berichte dazu in dieser oder der letzten Heftausgabe) kam es zu teils absurden Kursentwicklungen, die dann doch wieder auf eine gewisse Überspekulation hin gedeutet werden können (siehe auch weiter vorne).



Zum Monatswechsel Juni/Juli befinden wir uns bereits mitten im Bärenhalbjahr.

Eindeutig negativ zu bewerten ist derzeit die Jahreszyklik, denn im langfristigen Durchschnitt erweist sich die Zeit von Juni bis September (bzw. Mai bis Okt.) als eine Phase mit signifikant unterdurchschnittlicher Performance.

Insgesamt bemerkenswert empfinden wir den bereits angesprochenen „Pauenschlag“ durch Mario Draghi, der auf den ersten Blick unnötig erscheint. Vor dem Hintergrund der deutlich anziehenden Kryptowährungen und nun zeitgleich auch der Edelmetalle in Verbindung mit einer eventuellen Bodenbildung beim Euro (gegen US-Dollar; siehe „Charttechnik“ auf S. 44 oben) sollte man baldige Turbulenzen an den Börsen nicht ausschließen.

Unsere drei Gastanalysten (siehe S. 44/45) sehen für die kommenden Wochen noch Chancen auf weitere Kursgewinne beim DAX. Erstaunlich dabei ist allerdings, dass alle drei auf ein nur noch kurzfristig positives Zeitfenster hinweisen. Explizit nennen Uwe Lang (BÖRSENSIGNALE auf S. 44) und Manfred Hübner von sentix (S. 45 oben) das Juliende als möglichen Wendepunkt nach unten. Die Quantitative Analyse (S. 45 unten) weist jetzt schon insgesamt ein schwaches Indikatorenbild aus, wobei das Votum aber immer noch auf „pro Aktien“ lautet. Allerdings sehen die Initiatoren, Werner Krieger und Dr. Werner Koch, dieses Votum auf kurze Sicht als recht gefährdet an.

Fazit

Mario Draghis Ankündigung „unkonventioneller“ Maßnahmen kam auch für uns sehr überraschend. Dass damit eine neue Börsenhausse eingeleitet wurde, wagen wir sehr zu bezweifeln. Eher schon halten wir es für wahrscheinlich, dass die Aktienbörsen in den kommenden Monaten eine Verschnaufpause einlegen – so, wie man es saisonal erwarten könnte.

Beim Euro (gegen US-Dollar) sieht es charttechnisch nach einem Revival aus, obwohl dies nach Draghis Ankündigung fundamental kaum nachvollziehbar ist. Langfristig halten wir den Euro daher nach wie vor für deutlich abwertungswürdig. Nicht zuletzt deshalb, weil die Deindustrialisierung hierzulande immer weiter voranschreitet. Dies in einem Land, welches seinen Exportweltmeisterstatus fast ausschließlich seiner Industrie zu verdanken hat. Und die hiesige Politik hat an dieser Fehlentwicklung einen maßgeblichen Anteil – mehr zu diesem Thema finden Sie im Artikel auf S. 18.

Sowohl den Bitcoin bzw. die Kryptowährungen als auch die Edelmetalle sehen wir mittelfristig weiter im Aufwärtsmodus.

Unsere aktuellen Einschätzungen zu Politik, Wirtschaft und Börsen lesen Sie regelmäßig in unserem mittwochsabend erscheinenden Smart Investor Weekly. ■

Ralf Flierl, Christoph Karl, Ralph Malisch

Anzeige

LightBeat
radio

Rundfunk ohne Staatsvertrag

Jetzt einschalten auf
lightbeat-radio.de

Von den Machern von **eigentümlich frei**

Löcher in der Matrix

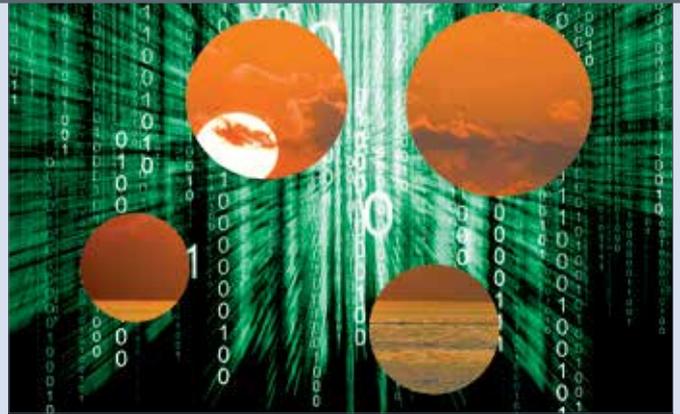
Enteignung light

Da es mit den in Berlin jüngst geforderten Enteignungen von Wohnraum (vgl. Smart Investor 6/2019, Titelstory „Eigentum“) offenbar nicht schnell genug vorangeht, beschloss der Senat nun eine Art „Enteignung light“. Mit dem sogenannten Mietendeckel sollen die Mieten für satte fünf Jahre auf dem Niveau vom 18. Juni 2019 eingefroren werden. Angesichts einer Geldpolitik, die erklärtermaßen die Teuerung anfachen will, hat ein solches Gesetz schon konfiskatorische Züge. Das gilt auch für die angedrohten Strafen von bis zu 500.000 EUR bei möglichen Verstößen. Der Deckel soll übrigens auch bei Neuvermietungen wirken, die oft die einzige Chance für Vermieter waren, eine Anpassung an die herrschenden Marktkonditionen vorzunehmen. Künftig soll hier „höchstens die zuletzt vereinbarte Miete aus dem vorherigen Mietverhältnis verlangt werden“ dürfen, „sofern diese die Mietobergrenze nicht übersteigt“. In Einzelfällen wären dann also sogar Senkungen auf die Mietobergrenze denkbar.

Vermutlich sind diese Eingriffe in das Eigentum und die Vertragsfreiheit nicht verfassungskonform – aber was bedeutet das schon im Deutschland des Jahres 2019? Bis zur Klärung der Frage dürften in Berlin Investitionen in Erhaltung, Modernisierung und selbst in den explizit ausgeschlossenen Neubau stark rückläufig sein. Wer will schon unter solchen Vorzeichen wirtschaften? In der Folge werden sich Klagen über „gierige Vermieter“ häufen, die Wohnraum verkommen oder gar leer stehen lassen, was dann wohl in weitere eigentumsfeindliche Gesetze münden wird (Interventionsspirale). Die dunkelrote Symbolpolitik verschärft also die Probleme am Berliner Wohnungsmarkt weiter. Aber möglicherweise ist ja genau dies die klassenkämpferische Absicht, zumal man bei der eigenen Klientel keine Überzeugungsarbeit leisten müssen, um die Vermieter erneut als Sündenböcke zu präsentieren.

„Rosinophobie“

Wie sehr sich die rot-rot-grüne Regierung des Landes Berlin inzwischen aus der westlichen Wertegemeinschaft verabschiedet hat, zeigt ein weiteres Schlaglicht: Vor 70 Jahren versorgten Amerikaner und Briten West-Berlin aus der Luft, um die sowjetische Blockade der Stadt zu unterlaufen. Der Förderverein „Luftbrücke Berlin 70“ wollte den Berlinern anlässlich des Jubiläums ein besonderes Spektakel bieten: Die von den Berlinern liebevoll „Rosinenbomber“ getauften Flugzeuge machten sich in mehreren Etappen erneut auf den langen Weg über den Atlantik, wo ihnen allerdings – sehr zur Enttäuschung der Zuschauer – die Landung auf dem Tempelhofer Feld verweigert wurde. Ein Affront gegen die ungeliebte US-Regierung auf dem Rücken der Veteranen? Erhöhte Feinstaubbelastung? Weit gefehlt. Die Bürokratie ließ wissen, dass die Landung an unvollständigen und fehlerhaften



Anträgen gescheitert sei. Hätte Berlin schon vor sieben Jahrzehnten über eine derart mustergültige Verwaltung verfügt, die Stadt wäre wohl schon damals dem Sozialismus in den Schoß gefallen. Nun dauerte es halt – wie im Sozialismus üblich – etwas länger. Die US-Veteranen wollen jedenfalls nicht wiederkommen.

Vergemeinschaftete Einnahmen

Während unter Ludwig Erhard die Vermögensbildung bei den Menschen noch ein erklärtes Ziel der Politik war, heißt der Aktienbesitzer im Neuen Deutschland wieder „Spekulant“. Und der ist ebenso Feindbild wie der Vermieter oder schlicht jeder, der aus eigener Kraft mehr erwirtschaftet, als es selbsternannte Menschenbeglucker für angemessen erachten. Finanzminister Olaf Scholz, der seine ideologiegetränkte Unfähigkeit schon bei der Grundsteuerreform unter Beweis stellte, will sich nun mit neun weiteren Staaten ausgerechnet dem französischen Vorbild in Sachen Finanztransaktionssteuer anschließen. Dort werden inzwischen bereits 0,3% erhoben, nachdem die Steuer zunächst mit einem Satz von 0,2% gestartet wurde. Um auch jene Länder ins Boot zu holen, in denen gar keine nennenswerten Börsenumsätze getätigt werden, plant Scholz – wir bleiben in der sozialistischen Diktion –, die Einnahmen aus der Steuer teilweise zu „vergemeinschaften“.

Ralph Malisch

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

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

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

Charttechnik

„Crowded Trade“

Die neue Stärke des Euro

Vielen Beobachtern – möglicherweise zu vielen und durchaus auch uns – galt es lange Zeit als eine ausgemachte Sache, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro das bessere Ende für sich habe. Die Argumente gegen den Euro waren und sind zahlreich: Konjunkturdifferenz, Zinsdifferenz, ungelöste Strukturprobleme, schwelende Bankenkrise, mangelnde Haushaltsdisziplin etc.

Obwohl praktisch jeder diese Argumente aus dem Effeff aufzählen konnte, brach der Euro nicht ein, sondern driftete lediglich sanft abwärts. Schon das wäre eigentlich nur schwer mit all den negativen Argumenten in Übereinstimmung zu bringen gewesen. Für die positive charttechnische Implikation aus dem sich herausbildenden bullischen Keil (blaue Linien) war man ohnehin betriebsblind. Als uns irgendwann klar wurde, dass wir uns hier offenbar in einem sogenannten Crowded Trade befanden, also einem, bei dem jeder aufgrund der offensichtlichen Argumente bereits an Bord war, veräußerten wir bereits vor einiger Zeit unseren US-Dollar-Call und die US-Anleihen aus dem Musterdepot.



Aktuell genügten dann einige Bemerkungen von EZB-Chef Draghi und Spekulationen über eine kreative Methode, den Eurozonenbanken Zeit zu kaufen, um den Euro kraftvoll nach oben ausbrechen zu lassen. Den Rest besorgten die Anpassungsreaktionen jener Marktteilnehmer, die sich auf der falschen Seite des Crowded Trades befanden und teilweise vermutlich noch befinden.

Ralph Malisch

Intermarketanalyse

Zentralbanken halten den Aktienmarkt im Aufwärtstrend!

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

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

1) Zinsstruktur: **Negativ!**

Die Zinsstruktur bleibt negativ, obwohl sich die Fed bemüht, ihre kurzfristigen Zinsen möglichst schnell zu senken, um eine Rezession abzuwenden. Im Juli wird eine Leitzinssenkung in den USA erwartet.

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

Dass der Tiefpunkt bei den Aktienkursen bereits im Dezember 2018 erfolgte und nun hinter uns liegt, ist mittlerweile weitgehend Konsens. DAX, Nasdaq und Dow Utility bleiben im Aufwärtstrend.

3) Die übrigen fünf Indikatoren melden 4:1!

Anleihezinsen: **Positiv!** Die Anleihezinsen sind weiter dramatisch gefallen. Auf längere Sicht ist das zwar gut für die Konjunktur, weil Kredite extrem billig sind. Derzeit besteht allerdings offenbar wenig Interesse an Investitionen. Insofern ein zwiespältiges Signal!
Ölpreis: **Positiv!** Der Ölpreis hat sich auf niedrigem Niveau stabilisiert. Für die Unternehmen und Verbraucher ist er derzeit immer noch eine Kostenentlastung.

CRB-Index: **Positiv!** Der CRB-Index verharrt auf niedrigen 178 Punkten. Inflation droht also nicht, daher positiv. Dieser Punktestand zeigt aber auch an, dass die Konjunktur weltweit stagniert.

US-Dollar in Euro: **Positiv!** Der US-Dollar hält sich über der 0,875-EUR-Marke, bleibt damit also stabil.

Saisonfaktor: **Negativ!** Ende April begannen die statistisch oft schwächeren Sommermonate.

Fazit

Das Gesamtsystem bleibt also weiter mit 2:1 positiv, auch wenn durch die negative Zinsstruktur auf die Dauer Gefahr droht. Allerdings ist das Bemühen der Zentralbanken zu erkennen, dies schnellstmöglich wieder zu ändern. Das DAX-S&P-System nach Ganns Quartalregel (siehe Erläuterung in Smart Investor 5/2019 auf S. 45) bleibt im Juli noch positiv, und zwar so lange, wie der DAX im Juli die Marke von 11.727 oder der S&P 500 jene von 2.752 hält. Hinzuzufügen ist jedoch, dass das DAX-S&P-System grundsätzlich Ende Juli aus Sicherheitsgründen aussteigt und erst Ende Oktober mit neuen Aktien in den Markt geht.

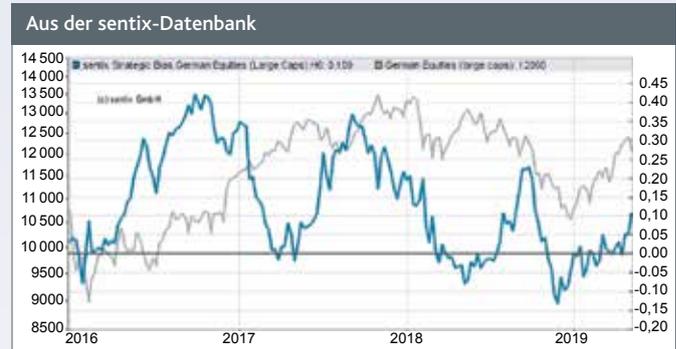
sentix Sentiment

Short-Eindeckungswelle läuft

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

Die globalen Aktienmärkte haben die scharfe Maikorrektur erstaunlich gut verkraftet. Obwohl der Handelsstreit zwischen den USA und China keineswegs gelöst ist, Trump mit Mexiko sogar neue Fronten aufgemacht hat und nun im Persischen Golf eine erheblich größere Kriegsgefahr besteht, zeigten der S&P (fast wieder auf Allzeithoch) und auch der DAX (+7% seit dem Tief Anfang Juni) eine erfreuliche Rallye.

Woher kommt diese Kraft? Ganz sicher nicht von einer besonders boomenden globalen Konjunktur oder einer stärkeren Erholung im Grundvertrauen der Anleger. Tatsächlich rührt sie zum einen vom Sentimentief Anfang Juni her, als wir im sentix Sentiment einen hohen Angstlevel messen konnten. Zum anderen sind die Anleger in Aktien relativ deutlich unterinvestiert. Zu guter Letzt befeuern die Notenbanken mit der Aussicht auf weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen eine Eindeckung dieser Unterbewertungen.



sentix Sentiment Aktien Deutschland vs. DAX

Diese Faktoren können den DAX auch noch bis Ende Juli weiter stützen. Dies gibt die neutrale Stimmung allemal noch her. Doch ohne eine Lösung im Handelsstreit könnte es danach eng werden, denn Aktien verdrängen bereits in erheblichem Maße die aktuellen konjunkturellen Schwächesignale. Die Geldpolitik kann vieles überdecken – eine globale Rezession aber wahrscheinlich nicht. ■

Quantitative Analyse

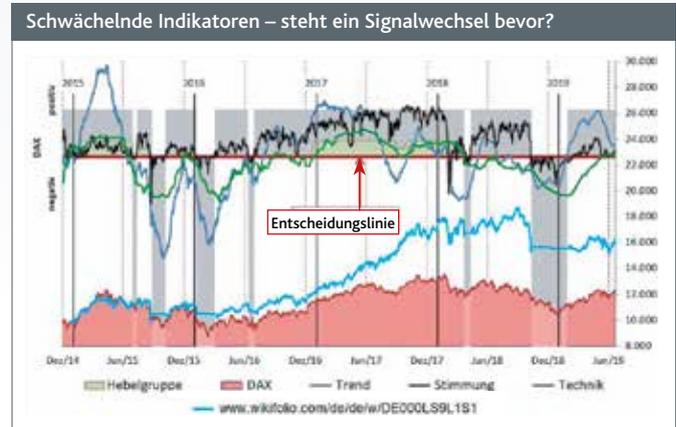
Pro-Aktien-Indikatoren schwächeln

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

„Noch ist nichts verloren“ – obwohl das zuvor bereits uneinheitliche Indikatorenbild einen akuten Schwächeanfall erlitten hat (s. Abb.). Der **Trend** hat seine vor vier Wochen begonnene Abwärtsbewegung in Richtung Schaltlinie ungebremst fortgesetzt, scheint nun aber zumindest auf eine Verschnaufpause hinzusteuern. Die **Technik**, die zuletzt einen rasanten Anstieg hinlegte, kann sich nur knapp über der Schaltlinie behaupten. Das volatile **Sentiment** hat diese sogar mehrmals als Unterstützung getestet. Dennoch halten die drei Indikatorengruppen ihr positives Votum weiterhin aufrecht. Marktunsicherheiten werden sich weiterhin zeitnah in den Indikatoren widerspiegeln, sodass sich das Pro-Aktien-Votum jederzeit abschwächen kann. Inwieweit dies zu einem grundlegenden Signalwechsel der Börsenampel führt, hängt auch von dem Zusammenspiel der Indikatoren ab.

Markttrend: Der Markttrend-Indikator hat nach deutlicher Abschwächung eine Verschnaufpause eingelegt, bleibt aber in seinem Pro-Aktien-Votum weiterhin gefährdet.

Marktstimmung: Das Sentiment bewegt sich knapp oberhalb der Entscheidungslinie, könnte diese aber schon bei moderater



Positive Indikatoren balancieren auf der Entscheidungslinie – wer stürzt als Erstes ab?
Stand: 20.6.2019

Quellen: Bloomberg, www.gfa-vermoegensverwaltung.de

Stimmungseintrübung nach unten durchbrechen und damit gegen ein Aktienengagement votieren.

Markttechnik: Die Markttechnik hat zwar die Entscheidungslinie überwunden, kann sich aber nicht weiter stabilisieren – auch hier besteht die latente Gefahr eines Signalwechsels.

Angesichts der prekären Lage der drei Indikatoren bleibt es für die Börsenampel somit spannend. Das schwache Pro-Aktien-Votum ist auf kurze Sicht als durchaus gefährdet einzustufen. ■

Relative Stärke

Fulminantes Comeback

Goldminen springen an die Spitze

Boden vollendet

Seit dem Kursgipfel aus dem Jahr 2011 sind Edelmetallanleger in jeder Hinsicht leidgeprüft. Nicht nur, dass die Gold- und mehr noch die Silberpreise seit damals massiv eingebrochen sind. Im Zuge einer quälend langen Bo-

denbildungsphase kam es immer wieder zu Ausbruchversuchen, die schon nach kurzer Zeit kläglich scheiterten. Mehr als einmal glaubten auch wir, den Boden gesehen zu haben; mehr als einmal wurden wir Lügen gestraft. An der Situation war so schwer

zu begreifen, dass ausgerechnet in der viel beschworenen „Alles-Blase“ das Asset mit der längsten Historie und der höchsten Reputation penetrant „übersehen“ wurde. Da lag der Gedanke der Marktmanipulation natürlich nahe – nicht, um eigene Fehlein-

schätzungen schönzureden, sondern weil Gold, selbst in Zeiten des Bitcoin, der ultimative Gegenspieler der Fiatgeldsysteme geblieben ist. Unter müheloser Durchbrechung wichtiger Chartmarken – 1.360 USD, 1.380 USD, 1.400 USD – stampfte das gelbe Metall nun um sechs Ränge auf Rang 7 nach vorne.

Expressfahrt

Den Vogel aber schossen die ungehedgten Minen des Gold-BUGS-Index ab. Hier ging es sozusagen per Expressfahrstuhl direkt aus dem Tabellenkeller an die Spitze (+22 Ränge). In der Spalte „GD Halbjahr Abst. %“ wird mit einem Wert von +16,1 sogar bereits ein übergekaufter Zustand angezeigt. Für den Beginn großer Aufwärtsbewegungen ist das allerdings nicht ungewöhnlich. Ungewöhnlich ist dagegen das auffällige Hinterherhinken von Silber, das erneut zwei Ränge verlor und nun den 24. Platz innehat. Trotz der unterschiedlichen Verbrauchscharakteristiken traf noch in jeder Edelmetallhausse der vergangenen Jahrzehnte die Investorennachfrage letztlich auch den sehr viel kleineren Silbermarkt und führte dort zu überproportionalen Kurssteigerungen. Man sollte den derzeit vernachlässigten „kleinen Bruder“ des Goldes also nicht aus den Augen verlieren. ■

Ralph Malisch

Relative-Stärke-Rangliste: Länderindizes und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors								Ausgewählte technische Indikatoren in Landeswährung				
Index	Land	Relative Stärke zum						Lage Kurs			GD Halbjahr	
		21.6.	17.5.	18.4.	22.3.	15.2.	18.1.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
GoldBUGS Ind.	USA	1	23	24	2	2	10	95	95	36	+0,15	+16,1
MERVAL	Arg	2	26	26	26	1	1	88	89	98	+0,21	+20,1
RTX	Rus	3	3	6	7	6	2	77	92	96	+0,16	+13,8
SMI	CH	4	4	14	9	11	8	64	91	93	+0,13	+8,6
S.E.T.	Thai	5	20	18	19	10	13	84	94	68	+0,03	+5,1
NASDAQ-100	USA	6	5	3	6	16	19	90	93	96	+0,10	+7,9
Gold		7	13	22	8	3	5	100	100	100	+0,09	+7,8
DAX	D	8	6	10	25	23	22	75	91	70	+0,11	+6,7
CAC 40	F	9	8	7	12	18	24	75	89	91	+0,09	+6,3
TecDAX	D	10	2	12	23	25	23	53	83	85	+0,10	+6,1
S&P 500	USA	11	9	11	14	14	17	88	97	98	+0,08	+6,5
All Ord.	Aus	12	11	15	11	13	15	87	93	95	+0,13	+8,4
DJIA 30	USA	13	12	16	17	8	12	86	95	97	+0,06	+5,3
MDAX	D	14	7	9	15	22	25	57	83	76	+0,11	+4,5
Sensex	Indien	15	10	4	3	20	9	23	72	92	+0,07	+4,3
REXP 10 *	D	16	16	23	18	17	11	96	99	99	+0,04	+2,9
Shenzhen A	China	17	15	1	1	9	20	92	58	37	+0,10	+4,5
Nikkei 225	J	18	19	20	20	24	21	70	58	66	-0,05	+0,4
Hang Seng	HK	19	17	5	4	5	6	90	63	63	+0,05	+1,9
FTSE 100	GB	20	14	13	10	12	18	64	86	70	+0,07	+3,2
Rohöl		21	1	2	16	26	26	72	62	47	+0,16	+1,7
IBEX 35	E	22	18	17	21	21	14	52	66	44	+0,03	+0,9
PTX	Polen	23	24	21	24	19	3	80	51	55	+0,01	-0,4
Silber		24	22	25	13	4	4	96	54	20	+0,03	+0,6
H Shares	China	25	21	8	5	7	7	86	51	46	+0,01	-0,1
KOSPI	Korea	26	25	19	22	15	16	88	49	28	+0,02	-0,5
grün: verbessert rot: verschlechtert schwarz: unverändert								grün: >=70 rot: <=30			grün: >0 grün:<-15 rot: <0 rot:>15	

Rangfolge absteigend nach aktuellem Halbjahresmomentum entsprechend dem von Robert A. Levy entwickelten Konzept „Relative Stärke“. Der Einführungsartikel „Prinzipien des Marktes – Relative Stärke“ kann unter <http://smart-i.de/RSt> nachgelesen werden (4.6.03). * REXP 10: Index zehnjähriger Anleihen

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

Edelmetalle

Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion

Der Liechtensteiner Vermögensverwalter Incrementum veröffentlichte im dreizehnten Jahr die Studie „In Gold We Trust“

Die beste aller Goldstudien

Die Zahl der Downloads wuchs letztes Jahr erneut um 100.000 auf mittlerweile 1,8 Mio. Ein Countdown kündigte den mit Spannung erwarteten Veröffentlichungstermin für die 2019er-Ausgabe an. Der Report „In Gold We Trust 2019“, die diesjährige Ausgabe der legendären Goldstudie der Liechtensteiner Vermögensverwaltung Incrementum, ist jetzt erschienen. Er hat mit über 300 Seiten (ausführliche Darstellung) bzw. 100 Seiten (Zusammenfassung) im Umfang erneut kräftig zugelegt (als PDF kostenlos erhältlich unter www.ingoldwetrust.report). Die von Ronald-Peter Stöferle und Mark Valek verfasste Studie stand letztes Jahr unter dem Thema „Monetäre Zeitenwende“. Das Motto für 2019 lautet „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“.

Gold und die „Monetäre Zeitenwende“

Mit seinen Thesen vom letzten Jahr lag der Report goldrichtig.

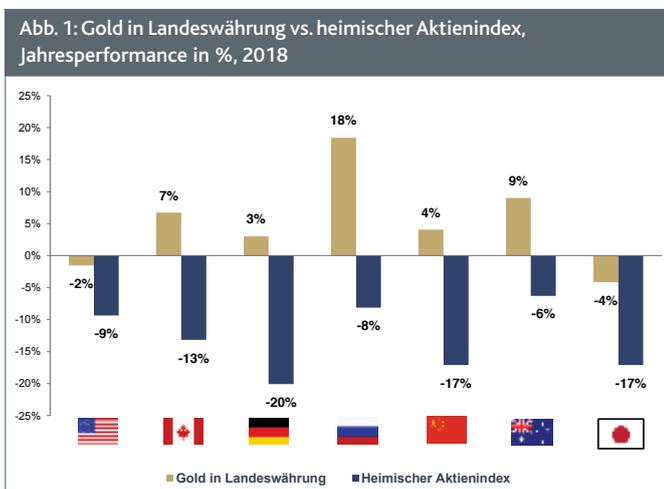
1. Entgegen den Aussagen des Mainstreams hatten die Autoren geschrieben, dass der von der US-Zentralbank eingeleitete Zinserhöhungszyklus endet, wenn durch die steigenden Zinsen die Finanzmärkte einem Crashtest ausgesetzt werden. Im Dezember 2018 drohte den Börsen der Absturz. An Weihnachten ruderte die Fed zurück. Mittlerweile gehen die Marktteil-

nehmer davon aus, dass es 2019 keine weiteren Zinserhöhungen, sondern zwei Zinssenkungen geben wird. Wer hätte das vor einem Jahr gedacht?

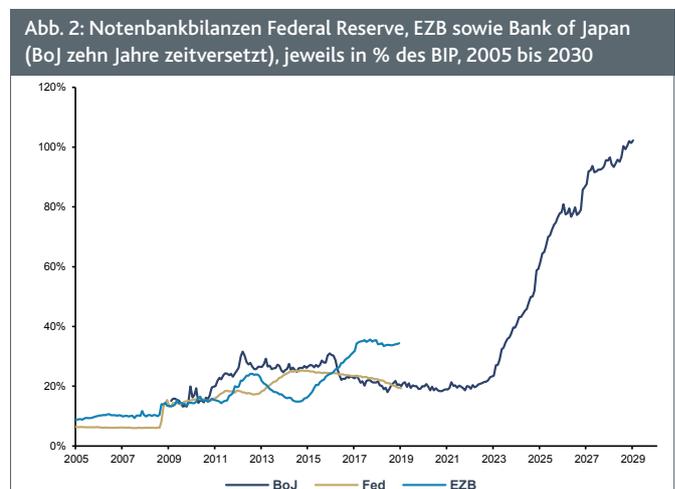
- Die geopolitische Polarisierung und die zunehmende Überschuldung führen zu einer De-Dollarisierung und dazu, dass Gold bei währungspolitischen Überlegungen von Zentralbanken wieder eine größere Rolle spielt. Auch das stimmt: 2018 tätigten die Zentralbanken mit 657 Tonnen die größten Goldkäufe seit dem Ende von Bretton Woods im Jahr 1971. Tun Mahathir bin Mohamad, der Premierminister von Malaysia, brachte eine mit Gold gedeckte gemeinsame Handelswährung für Ostasien ins Gespräch.
- Die durch den Bitcoin bekannt gewordene Blockchain-Technologie ermöglicht eine Vielzahl an Innovationen im Bereich virtueller Zahlungsmittel. Daran wird weiter gearbeitet – auch wenn der Bitcoin selbst nur ein Spekulationsobjekt ist.

Vertrauenkapital verspielt

Stöferle und Valek erinnern daran, dass gesellschaftliches Zusammenleben und wirtschaftliche Beziehungen auf Vertrauen beruhen. Dieses Vertrauenskapital wird zunehmend verspielt. ▶



Quellen: Bloomberg, Incrementum AG



Quellen: FFTT, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Beispiele: der von Donald Trump entfesselte Handelskrieg, bei dem seit Jahrzehnten gültige Regeln missachtet werden, die Erosion des traditionellen Parteienspektrums in Europa, das schwindende Vertrauen in die Stabilität des Finanzsystems. Als „besonders bemerkenswert“ erscheint den Autoren der Studie die Entwicklung an den Märkten im vierten Quartal 2018, als nahezu jede Anlageklasse abverkauft wurde.

Gold verbuchte im Gegensatz zu den Aktien ein deutliches Plus. Am besten liefen die Minenwerte, deren jahrelange Leidenszeit zu Ende zu gehen scheint. Von der Öffentlichkeit kaum wahrgenommen, hat Gold im vergangenen Jahr in lokaler Währung praktisch alle Aktienmärkte outperformt. Relative Stärke zeigte der Goldpreis auch in den USA und Japan, selbst wenn der Goldpreis in US-Dollar und Yen leicht nachgab. In Deutschland erzielten Goldanleger eine

Rendite von +3%, während der DAX ein Minus von beachtlichen 20% einfuhr (siehe Abb. 1).

„Egal ob in Euro oder in US-Dollar, der Goldpreis bewegt sich langsam, aber sicher nach oben“, so Mark Valek. In einigen Währungen (wie z.B. der Schwedischen Krone) notiert das Edelmetall am Allzeithoch. „Daher halten wir an unserer Aussage vom Vorjahr fest, wonach sich Gold in der Frühphase eines neuen Bullenmarktes befindet. Ein Bullenmarkt, der demnächst auch auf US-Dollar-Basis an Momentum aufnehmen könnte.“

Goldpreisprognosen zu optimistisch

Bei den Goldpreisprognosen war der Report notorisch zu optimistisch. Im Crashjahr 2008, als der Preis des Edelmetalls unter 1.000 USD stand, gab Ronald-Peter Stöferle 2.300 USD/Unze als langfristiges Preisziel bekannt, das „Ende Juni 2018“ erreicht werden sollte (Smart In-

vestor 8/2016). Mittlerweile ist er bescheidener geworden: „Wenn Gold die Widerstandszone bei 1.360 bis 1.380 USD durchbrechen kann (siehe Chart), ist bis zur Veröffentlichung des nächsten Reports im Mai 2020 ein Goldpreis von 1.500 USD denkbar.“

Macht von Fed und EZB unterschätzt

Goldenthusiasten haben – wie auch die Autoren dieser Studie – in den letzten Jahren immer wieder die Macht der Notenbanken und deren Fähigkeiten, mithilfe von Zinssenkungen oder direkten Marktmanipulationen das Finanzsystem zu „retten“ – wie zuletzt im Dezember 2018 –, unterschätzt. Wenn Fed und EZB dem Vorbild der Bank of Japan folgen (siehe Abb. 2), haben sie ihre Möglichkeiten noch längst nicht ausgeschöpft, über Anleihe- oder sogar Aktienkäufe die Märkte mit aus dem Nichts geschaffenen Geld die Märkte vor dem Zusammenbruch zu bewahren. Eine von den USA ausge-

Auf Stippvisite Aurania

Ende Mai besuchte uns Dr. Keith Barron, CEO des kanadischen Explorers Aurania (WKN: A2DKJ4), in München. Barron ist in der Szene kein Unbekannter: Er ist Mitgründer der 2001 ins Leben gerufenen Aurelian Resources, die unter seiner Ägide als Chefgeologe im Jahr 2006 das kolossale Fruta-del-Norte-Goldvorkommen in Ecuador fand und zwei Jahre später für 1,2 Mrd. CAD an Kinross Gold verkauft wurde. Seinen Erfolg verdankte er seinerzeit einer Kombination aus einer akribischen Auswertung historischer Quellen und modernen Explorationsverfahren. Nach Abschaffung der Steuer auf „Windfall-Profit“ in der Minenindustrie verfolgt Ecuador inzwischen wieder eine bergbaufreundlichere Politik, weshalb namhafte Produzenten wie Newcrest, BHP Billiton oder Lundin Gold bereits in das Land zurückgekehrt sind. Mit Au-

rania will Barron nun dort mit gleicher Methode an seine früheren Erfolge anknüpfen: Im Rahmen des Flaggschiffprojekts „Lost Cities – Cutucu“ begibt sich die Gesellschaft unter anderem auf die Suche nach den beiden sagenumwobenen spanischen Goldstädten Logroño de los Caballeros und Sevilla del Oro. Diese werden in dem von Aurania bearbeiteten, rund 96.000 Hektar großen Areal vermutet, das sich direkt an die reich mineralisierte Cordillera del Condor anschließt und noch nie mit modernen Explorationsverfahren untersucht wurde.

Schon jetzt konnte eine Kupfer-Silber-Mineralisierung gefunden werden, die sich an der Oberfläche über eine Länge von ca. 22 Kilometern und eine Breite von rund einem Kilometer erstreckt. Laut Barron gibt es weltweit nur zwei vergleich-



Dr. Keith Barron,
CEO Aurania

bare Gebiete, den zentralafrikanischen Kupfergürtel und die sogenannte Kupferschieferformation, die sich über Deutschland und Polen ausbreitet. Positiv sind auch Barrons soziales Engagement vor Ort und die konsensorientierte Vorgehensweise mit den dortigen Dorfgemeinschaften. Wo viel Licht ist, gibt es aber auch Schatten: Denn die Gesellschaft, die gerade im Rahmen des Targets „Crunchy Hill“ bohrt (Gold/Silber), benötigt demnächst frisches Kapital. Dabei sollte allerdings nicht übersehen werden, dass Barron mit den Aktionären buchstäblich im gleichen Boot sitzt: Er hält 54% der Aktien und zahlt sich selbst kein Gehalt. ■

Ralph Malisch

hende Rezession und fallende oder stagnierende Aktienkurse dürften die wichtigsten Katalysatoren für einen steigenden Goldpreis sein. Eine wichtige Rolle spielt dabei die von den Autoren der Studie „Die Skeptiker“ genannte Anlegergruppe. Im Gegensatz zu den Systemgläubigen sind sie ideologisch nicht festgelegt: Sie investieren überall, wenn Rendite zu erwarten ist. Ihr Vertrauen in andere Anlageklassen ist bereits angeschlagen. Sie warteten nur noch auf das Signal für den Einstieg bei Gold: den Fall der psychologisch wichtigen Hürde von 1.360 bis 1.380 USD. ■

Rainer Kromarek

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios	Kurs				Veränderung seit		
	21.6.19	17.5.19	31.12.18	2.1.06	Vormonat	31.12.18	2.1.06
Gold in USD	1.399,05	1.277,55	1.279,45	516,88	+9,5%	+9,3%	+170,7%
Gold in EUR	1.230,60	1.143,28	1.115,86	437,30	+7,6%	+10,3%	+181,4%
Silber in USD	15,59	14,39	15,49	8,87	+8,3%	+0,6%	+75,8%
Silber in EUR	13,71	12,88	13,51	7,61	+6,4%	+1,5%	+80,2%
Platin in USD	810,50	818,50	796,50	966,50	-1,0%	+1,8%	-16,1%
Palladium in USD	1.502,50	1.312,50	1.267,00	254,00	+14,5%	+18,6%	+491,5%
HUI (Index)	189,12	149,75	160,58	298,77	+26,3%	+17,8%	-36,7%
Gold/Silber-Ratio	89,74	88,78	82,60	58,27	+1,1%	+8,6%	+54,0%
Dow Jones/Gold-Ratio	19,10	20,17	18,23	21,20	-5,3%	+4,8%	-9,9%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1370	1,1174	1,1466	1,1819	+1,8%	-0,8%	-3,8%

Die Schweizer als Gold-Weltmeister

Anleger aus der Schweiz kauften vergangenes Jahr 37 Tonnen Gold. Damit liegt die Schweiz noch vor den USA (28 Tonnen), aber hinter Deutschland (97 Tonnen) und China (315 Tonnen). Da die Schweiz nur 8,4 Mio. Einwohner hat, dürfte es kein Land auf der Erde geben, in dem pro Kopf mehr Geld in Goldinvestments geflossen ist. Der „Edelmetall-Atlas Schweiz“, eine Studie der Universität St. Gallen in Kooperation mit dem Edelmetallhändler philoro, beschreibt auf 60 Seiten, welches Verhältnis die Schweizer zu Gold haben: nämlich ein sehr gutes. Auf der Beliebtheitskala der Anleger liegt das Edelmetall bereits an zweiter Stelle (genannt von 48% der Befragten; Mehrfachnennungen möglich), gefolgt von Aktien (30%), Fonds (25%) und dem Giro- bzw. Sparkonto (24%). Nur Immobilien (53%) sind noch ein wenig beliebter.

Sicherheitsbewusste Schweizer

Die wichtigsten Gründe für eine Investition in Edelmetalle sind die langfristige Anlage (genannt von 51% der Befragten), Sicherheit (39%), Stabilität (30%), der Vermögensaufbau (25%) und die Rendite (17%). Es überrascht nicht, dass ein positiver Zusammenhang zwischen Einkommen und Höhe der Investition besteht: Je höher das Nettoeinkommen, umso mehr Gold wird erworben. Überraschend im Vergleich zu Deutschland: Mit 61,9% der Nennungen wird die Hausbank als bevorzugter Anbieter beim Edelmetallkauf genannt, gefolgt von

Edelmetallhändlern mit stationärem Geschäft (19,1%). Da persönliche Beratung beim Kauf von Edelmetallen für die Schweizer eine wichtige Rolle spielt, schnitt der Kauf über das Internet mit nur 8,2% der Nennungen vergleichsweise schlecht ab. Schweizweit haben 26,4% der Befragten bereits in Edelmetalle investiert. 60,5% betrachten Edelmetalle als sinnvolle Anlage; beachtliche 19,2% halten es für wahrscheinlich, innerhalb der kommenden zwölf Monate in Edelmetalle zu investieren. Wenn alle in der Studie genannten Kaufabsichten realisiert werden, soll das Investitionsvolumen spektakulär ansteigen – es würde sich von den oben genannten 37 Tonnen Gold im Jahr 2018 auf 160 Tonnen Gold in diesem Jahr mehr als vervierfachen (siehe Abb.). ■

Rainer Kromarek

Abb.: Gegenüberstellung Ist-Verkäufe 2018 zu geschätzten Käufen in der Schweiz 2019



Quelle: philoro SCHWEIZ AG



Bild: © Fraport AG

Branche im Blickpunkt

Auf dem Boden geblieben

Der Flugverkehr nimmt stetig zu. Während sich die Airlines einen harten Preiskampf liefern, lohnt ein Blick auf die Flughafenbetreiber. Diese überzeugen mit Substanz und recht planbaren Erträgen.

Egal ob Geschäftsreise, spontaner Citytrip oder Urlaub mit der ganzen Familie: Immer öfter fällt unsere Wahl auf das Flugzeug. Neben dem Siegeszug der Billigflieger hat hierzu auch der Ausbau der Infrastruktur beigetragen. Noch nie standen den Reisenden so viele Flughäfen und Flugzeuge zur Auswahl. Im laufenden Jahr dürfte der Umsatz in der Passagierluftfahrt rund 589 Mrd. USD betragen. Damit hätte sich dieser gegenüber dem Referenzjahr 2004 verdoppelt. Aktuelle Prognosen gehen darüber hinaus bis zum Jahr 2037 von einer weiteren Verdopplung der weltweiten Passagierzahlen auf dann 8,2 Mrd. Fluggäste aus. Hinzu kommt ein steigendes Cargogeschäft, das allerdings stärker am globalen Wirtschaftswachstum hängt. Die sich seit einigen Quartalen abzeichnende Abkühlung dürfte daher gewisse Brems Spuren bei der Luftfracht hinterlassen. Inwieweit ein wachsendes Umweltbewusstsein (Stichwort: Flugscham) den Luftverkehr belasten könnte, lässt sich indes deutlich schwerer abschätzen.

Hessischer Global Player

Der Flughafen Frankfurt stellte mit mehr als 69 Mio. Fluggästen im Jahr 2018 einen neuen Rekord auf. Gegenüber 2007 – dem Jahr vor Ausbruch der Finanzkrise – bedeutete dies einen Zuwachs von rund 15 Mio. Passagieren. **Fraport** als Betreiber des viertgrößten europäischen Airports ist jedoch längst ein Global Player. Heute gehören 30 Flughäfen auf vier Kontinenten zum

Konzern – darunter Lima, die brasilianischen Airports Porto Alegre und Fortaleza, Ljubljana in Slowenien sowie 14 griechische Regionalflughäfen. Zusammengenommen steuerten diese Beteiligungen zuletzt bereits mehr als ein Drittel zum Konzerngewinn bei. Schon bald möchte Vorstandschef Stefan Schulte sogar die Hälfte des Gewinns im Ausland erwirtschaften. Hierzu werden unter anderem in Brasilien und Griechenland fleißig neue Terminals gebaut und zusätzliche Start-/Landebahnen errichtet.

Schulte will zudem weitere Flughäfen zu attraktiven Preisen erwerben. Eine inzwischen ebenso wichtige Säule für Fraport ist das Retail-Geschäft am Hauptstandort Frankfurt. Dort wird der Konzern voraussichtlich ab 2021 mit der Teilfertigstellung des in Bau befindlichen Terminals 3 die nächste Wachstumsphase einläuten können. Mit Blick auf das laufende Jahr erwartet Schulte einen Konzerngewinn zwischen 420 Mio. und 460 Mio. EUR (Vj.: 473 Mio. EUR). Der leichte Rückgang erklärt sich mit den im Vorjahr verbuchten Beteiligungsverkäufen. Die Dividende, die für das letzte Geschäftsjahr deutlich von 1,50 auf 2,00 EUR angehoben wurde, wollte man dagegen stabil halten. Die moderat bewertete Aktie dürfte die Anfang 2018 markierten Niveaus bei über 96 EUR in einem einigermaßen stabilen Konjunkturumfeld mittelfristig überschreiten.



Ein Blick zu den Nachbarn

Dreh- und Angelpunkt des Schweizer Luftverkehrs ist der **Flughafen Zürich**. Dessen Betreiber ist wie die Fraport AG zum Teil in öffentlicher Hand. Das mag manch einen Investor abschrecken; dafür lockt das Papier mit einer hohen Substanz und Dividende. Bis zu 45% des Gewinns will die Gesellschaft ausschütten, hinzu kommen 100 Mio. CHF pro Jahr als Zusatzdividende. Ausgehend von einem neuen Passagierrekord im Jahr 2018 (+5,8% auf 31,1 Mio. Fluggäste) und einem Gewinnplus von rund 13% auf 284 Mio. CHF plant der Flughafen Zürich für das laufende Jahr mit einem weiteren Anstieg bei den Passagierzahlen und beim Konzernergebnis. Mit der Fertigstellung des Großprojekts „The Circle“ im kommenden Jahr vollzieht Zürich einen wichtigen Schritt zur Verbreiterung seiner Einnahmen. Auf einer Fläche von 160.000 m² werden Konzerne wie Microsoft, Restaurants, Einzelhändler, Büros, zwei neue Hotels der Hyatt-Gruppe und sogar eine Filiale der Universitätsklinik Zürich einziehen.

Dass der Zeitplan nicht ganz eingehalten werden konnte, scheint bei derartigen Bauvorhaben fast schon der Normalfall zu sein. Mehr als 40% der Einnahmen entfallen inzwischen auf den Immobilienbereich und die Retail-Aktivitäten. Daneben zieht es den Flughafen Zürich ins Ausland. In Brasilien, wo der Konzern bereits seit 2014 operativ tätig ist, erhielt man zuletzt den Zuschlag für den Betrieb von zwei Flughäfen im Südosten des Landes. Der Anteil des internationalen Geschäfts dürfte somit weiter zunehmen. Dabei haben die Schweizer bewiesen, dass sie eine Expansion mit Augenmaß verfolgen und finanzielle Abenteuer möglichst zu vermeiden versuchen.

Osteuropa-Hub

Nach einem starken Jahresauftakt mit einem Passagierwachstum um fast 20% ist der Vorstand des **Flughafens Wien** für den weiteren Geschäftsverlauf noch optimistischer. Für das Gesamt-

jahr erwartet Österreichs größter Airport (2018: 27,1 Mio. Passagiere, 800 Mio. EUR Umsatz) nunmehr eine Zunahme des Konzerngewinns vor Minderheiten auf mehr als 170 Mio. EUR sowie einen Umsatzanstieg auf über 830 Mio. EUR. Neben Wien, das als Drehkreuz vor allem nach Ost- und Südosteuropa seine Stellung ausbauen konnte, gehören auch die Flughäfen Košice in der Slowakei und Malta zur Flughafen-Wien-Gruppe. Der Insel-Airport nimmt mit einer Nettomarge von fast 33% einen Spitzenplatz in Europa ein.

In Wien wurde das Flugangebot um neue Langstreckenverbindungen, etwa in Richtung Asien, und höhere Frequenzen auf der Mittel- bzw. Kurzstrecke ausgebaut. Damit stößt der Flughafen aber auch zunehmend an seine Grenzen. Den Bau einer dritten Start- und Landebahn genehmigte das österreichische Bundesverwaltungsgericht 2018 unter strengen Auflagen. Allerdings ebbt der Protest gegen das umstrittene Großprojekt nicht ab. Ohnehin dürfte die dritte Piste angesichts einer geschätzten Bauzeit von sechs Jahren nicht vor 2030 ihren Betrieb aufnehmen. Für ein Investment in den Flughafen Wien spricht schon heute dessen hohe Gewinndynamik sowie der ausgewogene Mix aus Low-Cost-Carriern und traditionellen Airlines, die einer allzu großen Abhängigkeit von einzelnen Gesellschaften vorbeugt.

Fazit

Trotz einzelner Risiken, welche sich aus der Abschwächung der Weltwirtschaft und politischen Eingriffen bspw. bei der Besteuerung von Kerosin ergeben könnten, locken die Aktien der Flughafenbetreiber mit guten Geschäftsperspektiven und einer ausbaufähigen Bewertung. Hinzu kommen attraktive Dividendenzahlungen. Die großen mitteleuropäischen Standorte, die ihre Funktion nicht zuletzt als Transferdrehkreuz ausüben, profitieren ganz besonders von ihrer vorteilhaften Lage.

Marcus Wessel

Kennzahlen der vorgestellten Flughafenaktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2018*	Umsatz 2019e*	EpS 2018	EpS 2019e	EpS 2020e	KGV 2019e	KGV 2020e	Div. 2018	Div.-Ren. 2018
Flughafen Wien [AT]	A2AMK9	37,80	3,2	0,8	0,83	1,63	1,89	2,01	20,0	18,8	0,89	2,4%
Flughafen Zürich [CH]	A2AJEP	166,70	5,1	1,0	1,1	6,93	8,70	8,40	19,2	19,8	6,18	3,7%
Fraport [D]	577330	76,38	7,0	3,5	3,8	5,13	4,54	4,90	16,8	15,6	2,00	2,6%

*) in Mrd. EUR

Quellen: eigene Schätzungen, onvista

Value

Echte (Tech-)Werte

Bei Value-Anlegern stehen Technologietitel zumeist nicht ganz oben auf der Einkaufsliste. Doch das könnte ein Fehler sein.

In der Schusslinie

Während sich der amerikanisch-chinesische Trade War allmählich in einen Tech War wandelt, trifft es Unternehmen in dessen Zentrum besonders hart. Der Speicherchiphersteller **Micron Technology** ist so eng mit Chinas Hightech-Industrie vernetzt wie nur wenige andere US-Firmen. 2018 betrug der Umsatzanteil des China-geschäfts fast 60%. 17 Mrd. USD setzte Micron zuletzt im Reich der Mitte um. Die Lieferungen an Huawei habe man inzwischen jedoch komplett eingestellt. Der größte US-DRAM-Produzent kämpft derzeit mit Gegenwind an vielen Fronten. So brachen die Preise für DRAM und andere Speicherchips bereits vergangenes Jahr massiv ein. Gleichzeitig nahmen die Lagerbestände weiter zu, was auch für die kommenden Quartale eine eher schwache Nachfrage erwarten lässt. Infolgedessen senkten Analysten ihre Gewinnschätzungen zum Teil deutlich – sowohl für dieses als auch für das neue Geschäftsjahr – 2019/20 –, in dem das Ergebnis noch einmal zurückgehen dürfte. Value-Anleger sind sich dieser Risiken bewusst. Sie wissen, dass die Börse gerade bei zyklischen Aktien zu Übertreibungen neigt, und zwar in beide Richtungen.



Hilfreich ist ein Blick in die Vergangenheit. Als die Micron-Aktie im Januar 2016 bei unter 10 USD ein Mehrjahrestief markierte und von dort einen neuen Aufwärtstrend startete, waren die Schätzungen keinesfalls an ihrem Tief angelangt – dieses erreichten sie erst ein halbes Jahr später. Bis Micron selbst eine Besserung in Aussicht stellte, dauerte es sogar zehn Monate. Man sollte daher bei der Ende Juni erscheinenden Quartalsbilanz keine allzu hoffnungsvollen Aussagen erwarten. Gleichwohl scheint der Konzern mit seiner hocheffizienten Fertigung für den nächsten Aufschwung aussichtsreich positioniert. Die Frage ist ohnehin nicht ob, sondern wann sich die Lage bessert, schließlich nimmt der weltweite Bedarf an Speicherlösungen als Folge von Big Data und Industrie 4.0 stetig zu. Mit einem Buchwert von umgerechnet rund 31 USD je Aktie und einer Nettoliquidität von fast 3,5 Mrd. USD sind zudem längst weitere Auffangnetze gespannt. Für einen Einstieg mag es noch zu früh sein. Ein Kandidat für die Watchlist ist Micron aber definitiv.

Techgigant mit tiefen Taschen

Wenn zwei sich streiten, gibt es nicht selten einen lachenden Dritten. Mit Blick auf den Handelskrieg, in den zuletzt der Netzwerk- und Telekommunikationsrüsler Huawei hineingezogen wurde, könnte dies die koreanische **Samsung Electronics** sein. Mit mehr als 320.000 Mitarbeitern und einem Jahresumsatz von umgerechnet über 190 Mrd. EUR ist der Technologieriese nicht nur in seiner Heimat eine Macht. Wenn in Zukunft für Huawei's Smartphones keine Android-Updates mehr erhältlich sind, dürfte deren Absatz deutlich einbrechen. Als Weltmarktführer bei Smartphones wäre Samsung der logische Profiteur.

Zudem steht man anders als viele US-Technologiefirmen nicht unmittelbar in der Schusslinie der Kombattanten Trump und Xi Jinping. Obwohl der Endkonsument Samsung vor allem mit Smartphones und Fernsehern in Verbindung bringen dürfte, lieferte doch die Halbleitersparte in der jüngeren Vergangenheit den mit Abstand höchsten Gewinnbeitrag. Die seit Ende 2018 sinkende Nachfrage nach Speicherchips und anderen Halbleitern ist daher auch der Hauptgrund für den gedämpften Ausblick.

Nach einem Rekordgewinn im vergangenen Geschäftsjahr von über 34 Mrd. EUR rechnet der Vorstand für 2019 mit einem deutlich rückläufigen Ergebnis. Im ersten Quartal schrumpfte der Gewinn um über die Hälfte. Allerdings bleibt Samsung selbst in einem rauen Konjunkturmilieu ein Hort der finanziellen Stabilität (EK-Quote: 70%). Neben einer durchaus attraktiven Dividende (erwartete Rendite: 3,2%) sind noch ausreichend finanzielle Mittel für milliardenschwere Zukunftsinvestitionen vorhanden. Allein fast 20 Mrd. EUR sollen bis zum Jahr 2021 in die Zukunftsfelder künstliche Intelligenz und in Produkte rund um den neuen Mobilfunkstandard 5G fließen. Mit mehr als 100 Mrd. EUR will der Vorstand darüber hinaus seine Halbleiteraktivitäten stärken. Insgesamt ist die Samsung-Aktie – hierzulande werden GDRs auf die in Korea notierte Vorzugsaktie recht liquide gehandelt – ein defensives Vehikel im ansonsten volatilen Techsektor.

Gelddruckmaschine?

Ob HP heute noch zu den großen Tech-amen gezählt werden darf, kann angesichts eines Börsenwertes von weniger als 20 Mrd.





USD zumindest diskutiert werden. Beim Endverbraucher ist die Marke aber noch äußerst bekannt und populär. Auch deshalb blieb insbesondere HPs Druckersparte bis zuletzt ein stabiler Cashflow-Lieferant mit einer für die Branche überdurchschnittlichen Profitabilität (Marge: 16,4%). Der Billigkonkurrenz versucht man hier, mit verstärkten Marketingaktivitäten und der Ausweitung seiner Aboangebote bei Nachfüllpacks und Tonern zu begegnen. Geschäftsbereich – „Personal Systems“ – steht für das Geschäft mit klassischen Desktop-PCs, Notebooks und Workstations. Obwohl hier die Zahl der verkauften Computer auch im zweiten Quartal rückläufig war, legte der Umsatz der Sparte währungsberichtigt um 5% zu. Das lag an einem gestiegenen Anteil der im Durchschnitt höherpreisigen Firmen- und Gaming-PCs. Erst kürzlich feierte mit dem „Omen X S2“ der erste Gaming-Laptop mit integriertem Dual-Display seine Weltpremiere.

Auf der Kostenseite ist HP dagegen ein Profiteur sinkender Preise bei Halbleitern, die man von Firmen wie Micron bezieht. Dass der Konzern seine Marge nunmehr vier Quartale in Folge in einem keinesfalls leichten Umfeld ausbauen konnte, ist durchaus respektabel und größtenteils auf die konsequente Umsetzung der von CEO Dion Weisler auf den Weg gebrachten Effizienzprogramme zurückzuführen. Doch natürlich bleibt der Wettbewerbsdruck hoch. Aus Value-Sicht überzeugt die Aktie dennoch mit recht attraktiven Kennziffern. Ein KGV von unter neun sowie eine Dividendenrendite von über 3% entschädigen für die vergleichsweise geringe Wachstumsdynamik. Nicht unerwähnt sollte überdies HPs Cashflow-Stärke bleiben. Ein sprudelnder Free Cashflow – insgesamt 3,8 Mrd. USD

im letzten Geschäftsjahr – erlaubt neben Dividendenzahlungen und Schuldentilgung auch weitere Aktienrückkäufe.

Aktie fährt Achterbahn

Ein Verlierer der Trump'schen Handelspolitik und seines aggressiven Vorgehens gegen China ist zweifellos **Qualcomm**. Der Chiphersteller aus dem kalifornischen San Diego ist überaus eng mit der chinesischen Wirtschaft und den dort ansässigen Smartphoneherstellern verwoben. Bevor die Lieferungen an Huawei gestoppt wurden, waren mehr als 10% der Konzernumsätze auf das chinesische Unternehmen entfallen. Noch vor wenigen Monaten gingen Analysten davon aus, dass es Qualcomm gelingen sollte, seine Lizenzerlöse im Zuge der 5G-Einführung mit Huawei auf eine 500 Mio. USD pro Quartal auszuweiten. Daraus wird vorerst nichts. Und es kommt noch schlimmer: Erst im Mai urteilte eine US-Richterin, dass sich Qualcomm zukünftig strengen Auflagen der Federal Trade Commission (FTC) beugen muss. Das Gericht sah es als erwiesen an, dass Qualcomm jahrelang überteuerte Lizenzen für die Nutzung seiner Patente verlangt habe. Außerdem sei der faire Wettbewerb durch unzulässige Exklusivverträge verletzt worden. Die Reaktion der Börse fiel erwartungsgemäß negativ aus. Dabei hatte es einige Wochen zuvor so gut für Qualcomm ausgesehen. Als die überraschende Einigung mit Apple im Patentstreit vermeldet wurde, markierte die Aktie sogar noch ein neues Fünfjahreshoch.

Der zunächst auf sechs Jahre ausgelegte Patentdeal ist tatsächlich ein Meilenstein, der Qualcomms technische Expertise bei Smartphoneprozessoren und Modem- ▶

Wertanlage mit Resonanz

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

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

500 Jahre Geigenbau-Tradition.
Ich berate Sie gerne.

Ihre Geigenbaumeisterin
Laura Germann.

STEINWEGPASSAGE 6
20355 HAMBURG

WWW.GERMANN-VIOLINS.DE



chips unterstreicht. Die Vereinbarung erlaubt es Apple, iPhones für den neuen Mobilfunkstandard 5G anbieten zu können. Bei Qualcomms Aktionären lösten all diese Nachrichten ein Wechselbad der Gefühle aus. Zuletzt zeigte das Papier allerdings eine Relative Stärke, die allenfalls den Qualcomm-Bären nicht gefallen dürfte. Der durch Handelskonflikt und Huawei-Boycott absehbare Umsatzrückgang scheint offenbar weitgehend eingepreist. Im Hinblick auf das Jahr 2020 könnte der Apple-Deal bereits den Grundstein für eine deutliche Umsatz- und Gewinnsteigerung gelegt haben. Weitsichtige Anleger, die auf die Innovationskraft von Qualcomm setzen und sich nicht von jeder Meldung gleich in Panik versetzen lassen, finden hier ein äußerst spannendes, günstig bewertetes Techinvestment.

Die Macht der Masse

Das größte Asset des sozialen Netzwerks **Facebook** (IK und Musterdepotwert, siehe S. 56) ist weniger dessen Technologie, sondern seine schiere Masse an Nutzern, die mindestens einmal im Monat dort online sind. Dies waren zuletzt immerhin fast 2,4 Mrd. Menschen. Kleinere Netzwerke, in denen kaum jemand aktiv ist,



Bild: © Facebook Inc.

können gegen diese Dominanz wenig ausrichten, zumal Mark Zuckerberg klug genug war, sein Imperium in den vergangenen Jahren erheblich auszuweiten. Mit dem Bilderdienst Instagram und dem Messenger WhatsApp schuf er ein digitales Imperium, mit dem fast jeder Internetnutzer früher oder später in Kontakt kommt. Kurzfristig belasten höhere Ausgaben, z.B. im Bereich der Datensicherheit, wo der Konzern die Kritik viel zu lange ignoriert hat.

Dass viele jüngere Nutzer Facebook den Rücken zukehren, ist dagegen nur bedingt ein Problem, wechseln sie doch oft nur den Dienst innerhalb von Zuckerbergs geschlossener Onlinewelt, etwa zu Instagram. Dieses Netzwerk wird trotz seiner Popularität (1 Mrd. Nutzer) bislang kaum monetarisiert. Investoren schätzen an Facebook neben der starken Wettbewerbsposition auch die reinen Finanzkennzah-

len. Der operative Cashflow sollte in diesem Geschäftsjahr erstmals die 30-Mrd.-USD-Grenze überschreiten, und auch die Bewertung mit einem KGV von 21 (bereinigt um Cash) ist mit Blick auf Facebooks Ertrags- und Wachstumspotenzial eher moderat. Deutliche Kursrücksetzer wie Anfang Juni, als geplante Untersuchungen vonseiten des US-Kongresses gegen den Konzern bekannt wurden, waren in der Vergangenheit zumeist gute Einstiegsgelagenheiten.

Fazit

Auch Technologieaktien haben aus Value-Sicht durchaus ihre Reize. Allerdings ist eine niedrige Bewertung hierfür allein nicht ausreichend. Starke Bilanzen, hohe Cashflows, Innovationsführerschaft und Kostendisziplin sind weitere unabdingbare Faktoren, auf die Anleger achten sollten.

Marcus Wessel

Kennzahlen der vorgestellten Aktien											
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2018*	Umsatz 2019e*	EpS 2019e	EpS 2020e	KGV 2019e	KGV 2020e	Div. 2019e**	Div.-Ren. 2019
Facebook [USA] (IK)	A1JWVX	168,38	400,7	49,4	61,4	6,25	8,26	26,9	20,4	0,00	0,0%
HP [USA]	A142VP	18,22	28,4	52,5	52,8	1,90	2,00	9,6	9,1	1,22	6,7%
Micron Technologies [USA]	869020	28,93	33,6	27,2	21,1	5,79	4,18	5,0	6,9	0,00	0,0%
Qualcomm [USA]	883121	63,97	78,0	20,1	18,2	3,44	4,70	18,6	13,6	2,19	3,4%
Samsung Elec. GDR Vz. [KR]	881823	708,00	218,0	190,8	172,0	63,00	81,00	11,2	8,7	23,00	3,2%

*) in Mrd. EUR, Umrechnungskurs EUR/USD: 1,13

Buy or Goodbye

Buy: HOCHTIEF AG

Die Zinsen bleiben niedrig. In den USA dürften sie bald sogar wieder sinken. Derweil nimmt weltweit nicht nur in den Metropolen der Bedarf an Infrastruktur weiter zu. Während Milliarden in den Bau von Verkehrs- und Energieprojekten fließen, in die Schaffung von neuem Wohnraum für eine wachsende Bevölkerung und in eine möglichst umweltfreundliche Stadt (Green Buildings), füllen sich die Auftragsbücher der Bauindustrie. Der Essener Hochtief-Konzern blickt daher mit großer Zuversicht in die Zukunft. Allein im ersten Quartal gingen neue Aufträge im Wert von über 7 Mrd. EUR ein – ein Plus von rund 5% im Jahresvergleich. Für das Gesamtjahr erwartet der Vorstand einen deutlichen Anstieg des Gewinns, welcher am Ende zwischen 640 Mio. und 680 Mio. EUR (Vj.: 541 Mio. EUR) liegen dürfte.

Neben der Kompetenz im Hoch- und Tiefbau hat sich der Konzern mit dem Betrieb von Infrastruktur und Immobilien ein von der Konjunktur eher unabhängiges Standbein geschaffen. Im Rahmen von Public-Private Partnerships (PPPs) ist Hochtief weltweit an Einnahmen aus Mautprojekten beteiligt. 2018 erfolgte die gemeinschaftliche Übernahme des spanischen Mautbetreibers Abertis. Dieser steuerte zuletzt bereits mehr als 15% zum Konzerngewinn bei. Allerdings liegt in dem damals geschlossenen Deal ein gewisser Bremsklotz für die Aktie: Der italienische Mautbetreiber Atlantia, mit dem Hochtief die Abertis-Übernahme durchführte und der im



Zuge dessen ein großes Hochtief-Aktienpaket erhielt, hatte schon im März einen Teil dieser Anteile wieder über die Börse verkauft. Nun wird über eine weitere Platzierung spekuliert. Kommt es dazu, dürfte Hochtief kurzfristig noch einmal unter Druck geraten. Das wäre dann eine exzellente Kaufchance. Schon auf dem aktuellen Kursniveau lockt das Papier mit einer Dividendenrendite von fast 6% und einem KGV von elf.

Marcus Wessel

Goodbye: Spielvereinigung Unterhaching Fußball GmbH & Co. KGaA

Blieben bei einem Geschäft die Gewinne allzu lange aus, unterstellt das Finanzamt häufig Liebhaberei. Gleiches dürfte auch für die im Juli erwartete Neuemission der Aktie des Drittligafußballclubs SpVgg Unterhaching gelten. Sie haben richtig gehört: Ein Drittligaclub möchte nach Borussia Dortmund der zweite Name aus dem Fußballgeschäft am Kurszettel werden. Dabei ist das Vorhaben aus Sicht des Clubs gar nicht mal unlogisch. Statt sich mit einem einzelnen Investor und dessen Interessen herumzuzergern (siehe den Lokalrivalen TSV 1860 München), wollen die Unterhachinger mehrere Großaktionäre (in einem Pre-IPO) und danach die breite Anlegermasse bei einem Börsengang am m:access der Börse München anzapfen. Der Emissionserlös soll Planungen zufolge bei 11 Mio. bis 12 Mio. EUR liegen. Die Marktkapitalisierung dürfte zum Emissionspreis über 30 Mio. EUR ausmachen.

Aus Anlegersicht sieht das ganze Vorhaben allerdings etwas anders aus. Deren Chance soll den Verantwortlichen zufolge im möglichen Wiederaufstieg in die 2. Liga bestehen, der in den kommenden Jahren angepeilt wird. Schade nur, dass der Club zu den kolportierten

Preisen bereits heute diesen Erfolg einpreist. In der Tristesse der 3. Liga wird Geschäftsführer Manfred Schwabl zufolge jedoch auch weiterhin ein operativer Verlust von 2,5 Mio. EUR je Saison (vor möglichen Transfererlösen) anfallen – denn zu schmal sind die Fernseherlöse in dieser Spielklasse. Nach einigen erfolglosen Jahren oder gar im Fall eines Abstiegs wäre der Emissionserlös dagegen schnell aufgebraucht.

Auch nur mit sehr viel Fantasie lässt sich im Falle des sportlichen Erfolgs dagegen ein Ertragsniveau vorstellen, das die im Raum stehende Bewertung rechtfertigen würde – zumal die externen Investoren aufgrund der Konstruktion als KGaA und der 50+1-Regel keinerlei Mitspracherecht haben werden. Ein risikoadäquater Return on Investment lässt sich damit wohl kaum erzielen. Zum Vergleich: Beim Wettanbieter Tipico gibt es aktuell 18 EUR je eingesetzten Euro im Fall eines ersten Platzes in der Saison 2019/20. Wer spielen möchte, sollte also tatsächlich spielen; die Aktie dagegen dürfte auch langfristige Liebhaberei bleiben.

Christoph Karl

Musterdepot

Initialzündung?

In den vergangenen Wochen nahm unser Depot spürbar an Fahrt auf. Zu verdanken haben wir dies einer Reihe von Faktoren.

Obwohl uns der inzwischen verkaufte DAX-Short erneut Performance kostete, legten wir im Monatsvergleich deutlich zu. Ein Grund für diese Entwicklung war der Kursaufschwung bei den Edelmetallen, der unsere Aktien aus diesem Sektor sogar noch einmal deutlich überproportional ansteigen ließ. Das von uns gehaltene Gold/S&P-500-Outperformance-Zertifikat profitierte vom deutlichen Anstieg des Goldpreises.

Hätte der S&P 500 nicht ebenfalls zugelegt, wäre das Plus beim Zertifikat sogar noch größer ausgefallen. Ebenfalls rasant aufwärts ging es beim Bitcoin. Wenngleich wir froh sind, hier zumindest einen kleinen Fuß in der Tür gehabt zu haben, so ist das zu knapp bemessene Nachkauflimit doch ärgerlich. Wir hätten hier gerne

noch einmal fünf weitere Zertifikate hinzugekauft und unser Engagement auf umgerechnet 1 Bitcoin ausgebaut – ein Zertifikat bezieht sich auf 0,1 Bitcoin.

Letzte Transaktionen

Während unser Nachkauflimit beim Bitcoin-Zertifikat (IK) leider nicht mehr aufgegangen ist, bauten wir jüngst unser Engagement bei Gazprom (IK) weiter aus. Hinter diesem Investment steckt zum einen die Idee der regionalen Diversifikation, zum anderen steht Gazprom für eine glasklare Deep-Value-Spekulation (KGV von vier; Dividendenrendite: 7,1%), die schneller als erhofft nun ein starkes Momentum entwickelt. Einen verlustreichen Schlussstrich zogen wir dagegen unter unsere HOMAG-

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR)											Stichtag: 21.6.2019 (DAX: 12.339)		
Performance: +1,6% seit Jahresanfang (DAX: +16,9%); +3,7% gg. Vormonat (DAX: +0,8%); +222,7% seit Depotstart (DAX: +382,4%)													
Unternehmen/Land	WKN	Branche	SIP ¹	C/R ²	Stück	Kaufdatum	Kauf zu	Kurs akt.	Wert akt.	Depotanteil	Performance Vormo.	Performance seit Kauf	Stopp-Loss
Anthem [US] ³	A12FMV	Krankenversicherer	C	6/5	55	27.03.14	92,86	255,20	14.036	4,3%	+9,2%	+174,8%	
Bitcoin Zertifikat (IK)	VL3TBC		A	9/7	5	11.04.19	471,00	872,00	4.360	1,4%	+35,2%	+85,1%	
STADA [DE]	725180	Pharma	C	2/1	200	26.05.16	47,20	84,40	16.880	5,2%	+0,5%	+78,8%	
Gazprom [RUS] ³ (IK)	903276	Öl/Gas	A	8/6	3.000	04.04.19	4,96	6,37	19.110	5,9%	+15,8%	+28,4%	
Wheaton Prec. M. [CA] ³ (IK)	A2DRBP	Edelmetalle	A	8/5	1.500	24.01.19	17,57	21,26	31.890	9,9%	+20,0%	+21,0%	
Berkshire Hath. B [US] ³ (IK)	A0YJQ2	Holding	B	6/3	150	26.01.17	153,64	184,20	27.630	8,6%	+0,3%	+19,9%	
Facebook [US] (IK)	A1JWVX	Internet	A	7/5	130	21.02.19	143,40	167,64	21.793	6,8%	+0,3%	+16,9%	
Silver Lake Res.[AU] (IK)	A0M5WY	Edelmetalle	A	8/6	20.000	20.06.19	0,69	0,69	13.800	4,3%	-	+0,0%	
Bolloré [F]	875558	Holding	C	7/5	2.500	24.08.17	3,91	3,90	9.750	3,0%	-5,1%	-0,3%	
BB Biotech [CH]	A0NFN3	Biotech	A	7/5	200	21.02.19	60,75	60,10	12.020	3,7%	-3,2%	-1,1%	
Fiat Chrysler [NL] (IK)	A12CBU	Automobile	C	7/6	1.130	24.08.17	12,48	12,32	13.922	4,3%	-7,8%	-1,3%	
ITURAN [IL]	925333	Telematik	B	7/4	300	24.08.17	28,75	28,38	8.514	2,6%	-4,5%	-1,3%	
Gold/S&P 500 Out.-Zertif. ³	SG6C9T		A	9/8	300	25.10.18	27,67	24,20	7.260	2,2%	+18,6%	-12,5%	
Silvercorp [CA] ³	A0EAS0	Silberproduzent	C	8/7	10.000	16.02.17	3,04	2,20	22.000	6,8%	+15,2%	-27,6%	
amaysim Australia [AU] (IK)	A14VZA	Telekom	C	7/7	15.000	13.07.17	1,09	0,45	6.750	2,1%	+8,7%	-58,8%	
<i>IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 65!</i>									Aktienbestand	229.715	71,2%		
									Liquidität	92.993	28,8%		
									Gesamtwert	322.708	100,0%		

1) **SIP:** Das SI-Potenzialometer zeigt an, in welcher Phase einer Kursbewegung sich eine Aktie befindet (von A=„Einstieg jederzeit ratsam“ bis E=„Aktie wirkt angeschlagen“ bzw. F=„Verkauf“), und welche Handlungsprämissen wir hieraus ableiten.
 2) **C/R:** Gibt Chance und Risiko jeweils auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 9 (hoch) an.
 Veränd. beim C/R oder SIP ggü. dem Vormonat werden farblich hervorgehoben. *Verbesserungen sind grün und Verschlechterungen rot* markiert. Änderungen bei den Stopps sind *blau* markiert.
 3) *Durchschnittskurs*

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 siehe auch Impressum auf S. 65).

Durchgeführte Käufe / Verkäufe						
Käufe						
Käufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Kaufwert	Datum	
Silver Lake Resources (IK)	A0M5WY	0,69	20.000	13.800	20.06.19	
Gazprom (IK)	903276	6,42	1.000	6.420	20.06.19	
Verkäufe						
Verkäufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Verkaufswert	Perfor.	Datum
HOMAG	529720	44,50	300	13.350	-29,6%	06.06.19
Endeavour Silver	A0DJ0N	1,69	8.000	13.520	-36,5%	20.06.19
Short-Turbo DAX	TROTAW	15,78	1.000	15.780	-16,5%	20.06.19

Position. Hier ging unsere Erwartung an einen Squeeze-out durch die Mutter Dürr nicht auf. Es zeigt sich, dass auch vermeintlich sichere Abfindungswerte im Depot zu Verlustbringern werden können.

Scheidung vor der Ehe

Ein Unternehmen aus unserem Musterdepot stand in den vergangenen Wochen gleich mehrfach in den Schlagzeilen: Fiat Chrysler (IK). Zunächst überraschte der Autobauer durch die Bekanntgabe des Vorhabens, mit dem Konkurrenten Renault zu fusionieren und damit zum drittgrößten Autohersteller der Welt aufzusteigen. Dann folgte die ebenso überraschende Kehrtwende. Offenbar fehlte es an der nötigen Rückendeckung aus Paris: Der französische Staat, dem immerhin 15% an Renault gehören, schien von der Logik einer solchen Megafusion nicht wirklich überzeugt zu sein. Dabei waren sich Experten einig, dass vor allem für Renault der Deal vorteilhaft gewesen wäre. Dies zeigt sich auch an der Kursreaktion nach dem Scheitern der Gespräche. Während Fiat Chrysler sich recht bald von den Verlusten erholen konnte, gerieten Renault-Aktien deutlicher unter Druck. Es scheint daher nicht ausgeschlossen, dass beide Seiten demnächst noch

einen zweiten Anlauf unternehmen. Zuvor hatten wir bereits die Sonderdividende von 1,30 EUR aus dem Verkauf der Zuliefersparte Magneti Marelli unserem Cashbestand gutgeschrieben.

Tausch im Silberbereich

Mit der operativen Entwicklung der kanadischen Endeavour Silver konnten wir schon länger nicht zufrieden sein. Das Unternehmen steht vor einem schwierigen Übergangsjahr, in dem sich wesentliche Kennziffern wie der Free Cashflow verschlechtern dürften. Nach einem Buchverlust von fast 40% ziehen wir hier – zugegebenermaßen zu spät – die Reißleine. Da wir aber unsere Investments im Silberbereich nicht reduzieren wollen, kauften wir uns im Gegenzug beim australischen Silberproduzenten Silver Lake Resources (IK) ein. Das Unternehmen hat zuletzt exzellente Bohrerergebnisse bei seinem Aldiss-Projekt gemeldet. Ähnlich wie beim Konkurrenten Kirkland Lake Gold könnten sich damit eine interessante Kostenstruktur und hohe Cashflows ergeben.

Facebook will „Kryptocoin light“

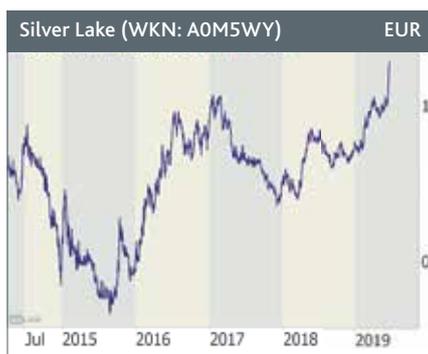
Ab dem nächsten Jahr will Facebook (IK) seinen insgesamt 2,4 Mrd. Nutzern das Bezahlen mit einer neuen Kryptowährung, dem „Libra“, ermöglichen. Damit könnte das Thema endgültig den Mainstream erreichen und den bislang oftmals noch skeptisch betrachteten Digitalwährungen zum Durchbruch verhelfen. Auch wenn der Libra eher ein „Kryptocoin light“ ist, der an einen Währungskorb gebunden sein soll, so besitzt er doch zweifellos das Potenzial, sowohl Bitcoin und Co. als auch einen Teil des klassischen Zahlungsverkehrs zu verdrängen. Kryptowährungen wurden bislang weniger als Zahlungsmittel denn

zu Spekulationszwecken eingesetzt. Der Libra dürfte bei einer benutzerfreundlichen Anbindung an das Facebook-Universum – hierzu wird es eine neue App geben – von vielen Usern tatsächlich als neues Zahlungsmittel genutzt werden. Doch selbst ohne diese Kryptofantasie wäre die Facebook-Aktie noch immer ein hochattraktives Investment. Mit Facebook beschäftigt sich auch unsere diesmalige Value-Story (ab S. 52).

Fazit

Ziel des Musterdepots soll ein möglichst stetiger Verlauf ohne allzu große Schwankungen und Volatilitäten sein. Insofern fühlen wir uns mit unserer aktuellen Diversifikation und vergleichsweise hohen Cashquote recht wohl. Wir sehen die Märkte derzeit ohnehin eher am oberen Ende einer Trading Range. Der parallele Anstieg von Edelmetallen und Kryptowährungen mahnt jedenfalls zur Vorsicht. Vielleicht ist diese Entwicklung nur ein Hinweis auf größere, bislang unentdeckte Probleme im Finanzbereich. Vorstellbar erscheint dennoch die Aufnahme eines weiteren Edelmetallwerts in den nächsten Wochen.

Marcus Wessel



Anleihen

Heißer Zock mit schwacher Währung

Viele Emerging-Markets-Währungen verlieren gegenüber dem Euro seit Jahren an Wert. Das hohe Zinsniveau diverser Fremdwährungsanleihen konnte dies jedoch überkompensieren.

Erst im März hat das Auswärtige Amt seine Reisewarnungen für die Türkei nochmals verschärft. Dennoch gewinnt das Land am Bosphorus als Urlaubsziel wieder zunehmend an Beliebtheit. So könnte im laufenden Jahr sogar der bisherige Rekordwert von 5,6 Mio. deutschen Touristen (2015) überboten werden. Der Hauptgrund hierfür dürfte im niedrigen Preisniveau liegen. Zum einen hätten viele Hotels als Reaktion auf die gesunkene Nachfrage in den Vorjahren ihre Tarife gesenkt, laut Deutschem Reiseverband DRV; zum anderen verliert die türkische Lira (= TRY) gegenüber dem Euro

seit vielen Jahren kontinuierlich an Wert, was das Reisebudget ebenfalls gehörig entlastet. Bekam man für 1 EUR vor fünf Jahren noch 2,90 TRY, sind es heute deutlich mehr als doppelt so viel (6,56 TRY/EUR). Oder anders ausgedrückt: Der Preis der Urlaubswährung hat sich seit Mitte 2014 um 55,7% reduziert, was einer durchschnittlichen jährlichen Abwertung von 17,7% entspricht.

Abwertung dürfte sich fortsetzen

Dabei liegen die Gründe für die schwache Entwicklung der Lira auf der Hand. Das Land lebt über seine Verhältnisse, die Leis-

tungsbilanz ist seit Jahren tiefrot eingefärbt und die Wirtschaft ist inzwischen sogar in die Rezession abgerutscht. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet die OECD mit einem Rückgang von 2,6%. Gleichzeitig ist die Türkei in hohem Maße auf Rohstoffe und industrielle Halbwaren aus dem Ausland angewiesen. Inflationsraten zwischen 7% und 9% sind die Folge. 2018 waren es sogar rund 16%, für 2019 liegen die Konsensschätzungen mit 14,6% nur geringfügig niedriger. Als größte Belastung für die Währung sehen viele Beobachter aber die Politik unter Präsident Recep Tayyip Erdoğan an, der noch viele Jahre an der Macht bleiben dürfte. Seine Forderungen nach niedrigeren Zinsen sowie massive Drohungen gegen die türkische Notenbank haben die Kapitalflucht zeitweise noch verstärkt. Zwar stellte Berat Albayrak, Finanzminister und Schwiegersohn Erdoğan's, nach dem Währungsabsturz im vergangenen Sommer im Zusammenhang mit den Auseinandersetzungen mit Donald Trump Reformen sowie eine Straffung der Finanzpolitik in Aussicht, passiert ist diesbezüglich bislang aber nichts. Die Währungsreserven der Zentralbank sind gering und gehen weiter zurück. Alles in allem ist das Umfeld für die türkische Lira deshalb sehr schwierig, und die Abwertung dürfte sich mittelfristig fortsetzen.

Hohe Zinsen als attraktiver Risikopuffer

Diese Erwartungen müssen allerdings kein Grund dafür sein, der türkischen Lira als Anlagewährung grundsätzlich den Rücken zuzukehren. Schließlich werden spekulativ orientierte Anleihekäufer für das eingegangene Risiko auch entsprechend belohnt. So bringen es Lira-Schuldverschreibungen namhafter Emittenten mit bester Bonität im Laufzeitenbereich von ein bis zwei Jahren derzeit auf Endfälligkeitsrenditen von fast 20% p.a. (siehe Tab. 1). Bei Fortsetzung des oben ermittelten Abwertungstempos ergeben sich daraus durchaus positive währungsverlustbereinigte Renditen. Hinzu kommt, dass inzwischen nahezu alles Denkbare an möglichen Belastungen in die Währung eingepreist sein sollte und der Trend zuletzt eher nach oben gezeigt hat.

Tab. 1: Ausgewählte Fremdwährungsanleihen in türkischer Lira

Emittent	WKN	Stückelung in TRY	Fälligkeit	Kupon in %	Rendite in % p.a.	Kurs in %
KfW	A2AAGL	1.000	17.02.21	9,75	18,5	88,30
Europ. Investitionsb.	A195R9	1.000	11.09.20	27,5	20,7	106,28
Europ. Investitionsb.	A19MC2	10.000	02.08.21	0,0	19,0	69,36
Weltbank	A19NHC	50.000	16.08.21	10,0	18,1	86,46
Weltbank	A2RT0Y	10.000	08.11.21	20,0	18,7	101,98
Weltbank	A1ZX31	1.000	04.03.22	8,25	16,3	83,56

Tab. 2: Ausgewählte Fremdwährungsanleihen verschiedener Non-Core Currencies

Emittent	WKN	Stückelung	Fälligkeit	Kupon in %	Rendite in % p.a.	Kurs in %
Europ. Investitionsb.	A0U843	10.000 BRL	24.08.20	0,5	6,2	93,81
Weltbank	A1V23M	10.000 BRL	29.12.21	0,0	6,4	85,68
Europ. Investitionsb.	A19ZYT	10.000 MXN	11.06.20	7,5	8,8	98,86
KfW	A2E4JZ	25.000 MXN	01.03.21	7,75	8,2	99,26
Weltbank	A192EF	1.000 MXN	01.07.21	8,0	7,5	100,85
Europ. Investitionsb.	230495	50.000 ZAR	31.12.20	0,0	6,9	90,33
Weltbank	190817	5.000 ZAR	01.04.22	0,0	7,1	82,81

Quellen: onvista.de, wallstreet-online.de

Zinsgewinne vs. Währungsverluste

Nun führt die türkische Lira die Liste der zumindest einigermaßen vernünftig investierbaren Währungen in Bezug auf die aktuelle Renditehöhe zwar mit deutlichem Abstand an, analoge Rechnungen lassen sich theoretisch aber auch mit anderen Währungen aufmachen. Die Verzinsung kurzlaufender Anleihen in südafrikanischem Rand bspw. liegt bei ungefähr 7% p.a.; die mexikanischer Pesos rentieren sogar noch gut ein bis eineinhalb Prozentpunkt höher. Gleichzeitig haben sich diese Währungen gegenüber dem Euro in den vergangenen fünf Jahren insgesamt aber nur um 13,1% bzw. 18,5% verbilligt. Beim brasilianischen Real haben sich Zinsgewinne und Währungsverluste innerhalb dieses Zeitraums dagegen mehr oder weniger ausgeglichen. ■

Dr. Martin Ahlers

Abb.: Türkische Lira im Sinkflug



Fremdwährungsanleihen sind mindestens so volatil wie der jeweilige Wechselkurs

Auf KfW und supranationale Emittenten setzen

Beim Kauf hochspekulativer Fremdwährungsanleihen sollten sich Anleger unbedingt auf bonitätsstarke Emittenten beschränken, um sich an dieser Stelle nicht noch ein weiteres Risiko ins Depot zu holen. Als erste Anlaufstelle kommt hierzulande dabei die KfW infrage. Die ehemalige Kreditanstalt für Wiederaufbau wird aufgrund ihrer erstklassigen Kreditwürdigkeit sowie der expliziten Garantie

der Bundesrepublik Deutschland von den drei großen Ratingagenturen (Moody's, S&P und Fitch) mit Triple A benotet. Weitere Pluspunkte sind die auch für Privatanleger passende Stückelung sowie die verhältnismäßig hohe Liquidität und die damit verbundenen relativ engen Spreads beim Handel an den Börsen in Frankfurt und Stuttgart (gilt für Lira-Anleihen derzeit nur bedingt). Hinzu kommt das ver-

hältnismäßig breite Währungsangebot, das neben den wichtigen Kernwährungen auch eine ganze Reihe Non-Core Currencies (z.B. BRL, RUB, TRY, ZAR) umfasst. Noch deutlich breiter als bei der KfW fällt das Angebot an Emerging-Markets-Fremdwährungspapieren bei der Europäischen Investitionsbank sowie der Weltbank aus. ■

Dr. Martin Ahlers

Anzeige

worldoftrading

DIE ANGRIFFSPLAN-STRATEGIE

Die Angriffsplan-Strategie (APS) – eine einzigartige und maximal performante Risiko-Management-Strategie, perfekt auf Ihr persönliches Trading angepasst. Erlernen Sie die Grundlagen eines taktischen Risiko-Managements, welches Ihre Trading-Performance maximiert, ohne dass Sie zu irgendeinem Zeitpunkt die Kontrolle über Ihr Handelskonto verlieren.

Anmeldung unter: www.wot-messe.de/ausbildungen



Ihr Coach
Andreas Plagge

Interview

„Investmentenerfahrung bedeutet, dass man viele Modelle gespeichert hat“

Smart Investor sprach mit **Yefei Lu** von der Shareholder Value Management AG über die wichtigsten Lektionen, die Anleger von Warren Buffetts Erfolgswestments lernen können



Yefei Lu ist Investmentmanager bei der Frankfurter Shareholder Value Management AG und dort für die Investments außerhalb Europas zuständig. Durch akribische Recherche hat er sich das Datenmaterial beschafft, auf das sich Warren Buffett bei seinen bekanntesten Investments gestützt hatte. Seine Erkenntnisse hat er 2016 in seinem Buch „Inside the Investments of Warren Buffett“ bei Columbia University Press veröffentlicht. In diesem Jahr ist es im FinanzBuch Verlag auf Deutsch erschienen. Das Buch lässt den Leser aus heutiger Perspektive die damaligen Gedankengänge Buffetts bei seinen Investments nachvollziehen.

Smart Investor: Herr Lu, über die erfolgreichen Investments von Warren Buffett kursieren viele Anekdoten. Sie haben sich als einer der Ersten die Geschäftsberichte und die objektiven Branchen Kennzahlen angesehen, die er selbst als Entscheidungsgrundlage verwendet haben muss. Was können Anleger daraus lernen?

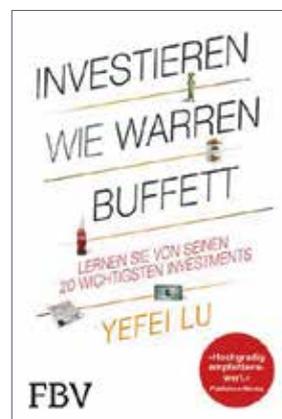
Lu: Die grundsätzliche Frage ist eigentlich: Kann wirklich jeder Anleger diese Lektionen anwenden? Beispielsweise waren die Zahlen bei Coca-Cola oder American Express so eindeutig, dass nahezu jeder Investor mit dem richtigen Mindset dieselben Schlüsse daraus hätte ziehen können. Es gibt aber auch Fälle wie Texas National Oil, bei denen spezifische Kenntnisse zu Fusionen oder Arbitragestrategien notwendig gewesen wären. Für mich sind drei Erkenntnisse besonders wichtig gewesen: Erstens hat Buffett immer wieder in Unternehmen investiert, die in konjunkturell guten und schlechten Zeiten eine gute Performance abgeliefert haben und noch über Jahre hinaus gute Wachstumsaussichten hatten. Zweitens hat er immer darauf geachtet, in seinem „Circle of Competence“ zu bleiben. Bei ihm waren das häufig Finanz-,

Medien- und Konsumgüter- bzw. Markenunternehmen. Drittens lag der Fokus auf der hohen Qualität des Managements, das er vor seinem Investments teilweise schon jahrelang kannte.

Smart Investor: Können Sie ein konkretes Beispiel zu Buffetts Vorgehen nennen?

Lu: Nehmen wir das Beispiel Coca-Cola. Bereits vor dem Einstieg von Warren Buffett war das Unternehmen schon lange erfolgreich. In den zehn Jahren vor seinem Einstieg 1988 hatten sich die Umsätze in etwa verdreifacht, das Ergebnis ebenfalls. Operativ machte das Management einige Fehler, das neue Getränk „New Coke“ floppte. Die Aktie war daher im histor-

ischen Vergleich günstig bewertet, mit einem KGV von 16,5 aber auch kein wirkliches Schnäppchen. Als Investor hätte man aber auch damals bereits erkennen können, dass Coca-Cola gerade am Anfang seiner internationalen Expansion stand. In den meisten neuen Märkten wuchs der Konsum schnell von 50 auf 100 und mehr Büchsen pro Kopf. Man musste also nicht darauf wetten, dass etwas Neues passiert. Es reichte, dass die Entwicklung so blieb, wie sie war.



„Investieren wie Warren Buffett“ von Yefei Lu; FinanzBuch Verlag; 336 Seiten; 24,99 EUR

Smart Investor: Das Eine sind die Zahlen, das Andere ist die qualitative Einordnung. Buffett greift hier auf diverse Mental Models zurück, die er sich auch von Charlie Munger abgeschaut hat. Welche Denkmodelle sind nach Ihren Erkenntnissen die wichtigsten?

Lu: Richtig, ich persönlich nenne das Frameworks. Buffett hat z.B. regelmäßig die ökonomischen Effekte von Abomodellen kalkuliert. Dabei geht es darum, den Wert eines Kunden über die gesamte Kundenbeziehung und einen Return on Investment zu berechnen, den man mit einem Kunden erzielt. Buffett hat dies unter anderem im Medienbereich, aber auch in der Versicherungsbranche angewendet. Gerade im Internetzeitalter hat dies bei Geschäftsmodellen wie Netflix oder Amazon Prime eine enorme Relevanz. Ich könnte noch jede Menge andere Beispiele nennen. Investorenerfahrung bedeutet, dass man viele solche Modelle gespeichert hat und gleichzeitig auf ein Unternehmen anwenden kann.

Smart Investor: Haben Sie Erkenntnisse darüber, wie Buffett bei seinen erfolgreichsten Investments auf die jeweilige Idee gekommen ist?

Lu: Ich denke, es ist eine Kombination aus mehreren Dingen. Das Erste: Er erfährt viele Dinge aus seinem enorm großen Netzwerk. Das Zweite ist Screening. Früher hat Buffett das eben mit dem berühmten Moody's Manual gemacht, das er von A bis Z studiert hat. Heute lässt sich das natürlich auch mit digitalen Datenbanken wie Bloomberg oder Capital IQ machen. Diese beiden Wege lassen sich aber prinzipiell von jedem Investor kopieren. Im Fall von Buffett kommt heute natürlich noch ein weiterer Punkt dazu: Aufgrund seines Rufes kommen viele Leute direkt auf ihn zu, wenn sie ein Unternehmen verkaufen wollen. In der Regel entscheidet er dann sehr schnell, ob es ihn überhaupt interessiert und es sich lohnt, diese Idee weiterzuverfolgen.

Smart Investor: Im Verlauf der Jahre hat sich Buffetts Anlagestil kontinuierlich weiterentwickelt. Wie schütze ich mich als Anleger vor dem Fehler, lediglich den frühen Buffett zu kopieren?

Lu: Letzten Endes muss jeder Anleger seinen eigenen Weg machen und herausfinden, was seine Kernkompetenzen sind. Investieren ist ein kontinuierliches Lernen und Adaptieren von neuem Wissen. Auf jeden Fall lohnt es sich, die Dinge auszuprägern, in denen man richtig gut ist. Dies kann bedeuten, dass man sich auf bestimmte Branchen oder bestimmte Unternehmenssituationen konzentriert. Die richtige Frau für einen Mann ist nicht zwangsweise die richtige Frau für einen anderen Mann [lacht]. Genau so ist es auch mit Investmentstilen. Ideal ist es, wenn man zwei oder drei unterschiedliche Kompetenzen besitzt, die sich dann in verschiedenen Marktphasen anwenden lassen. Denn nicht alles funktioniert zu jedem Zeitpunkt.

Smart Investor: Herr Lu, Gratulation zu Ihrem Buch und vielen Dank für Ihre Zeit.

Interview: Christoph Karl

Visionen gestalten.
Mit dem richtigen
Partner.



 UNIVERSAL
INVESTMENT

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

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

Offizieller Partner des




schließlich ist auch das Geldsystem zu hinterfragen (Fiat Money; „Geld aus dem Nichts“). Dies allein muss also kein Grund sein, sich nicht mit etwas zu beschäftigen. Warum wir eine Anfangsposition im Bitcoin mittels dieses Zertifikats aufgebaut haben? Erstens ist es für die meisten Leser nicht möglich, über eine Kryptobörse einen „realen“ Bitcoin zu erwerben. Zweitens glauben wir an ein Revival der Kryptowährungen, welches spätestens dann Fahrt aufnehmen dürfte, wenn der Euro in Turbulenzen gerät. Dass der Bitcoin bereits jetzt so deutlich anzieht – schneller als von uns gedacht –, verheißt für das Währungssystem vermutlich nichts Gutes.

? Warum Hilfe im Ausland?

Die Anzeige der Stiftung „Mopani“ für lateinamerikanische Kinder (im Heft 6/2019 auf S. 40) empfinde ich als blanken Hohn. Offensichtlich wird dieses Projekt auch durch Smart Investor unterstützt. Was sollen all die Millionen deutschen Kinder denken, die an oder unter der Armutsgrenze leben müssen.

Frank Eggert

SI Wir empfinden das Engagement des in unserem Hause bekannten Stifters Bernd Jäger als vorbildlich, da er

Waisenkindern in Mittelamerika eine Perspektive gibt, die ansonsten wohl kaum Chancen auf ein menschenwürdiges Dasein hätten. Die Stiftung agiert hocheffizient (2 EUR pro Tag und Kind für Vollversorgung inkl. Schule) und es entstehen keine Verwaltungskosten – diese werden komplett vom Stifter getragen. (Gerne antwortet Bernd Jäger auf persönliche Fragen: bernd.jaeger@mopani.org.) Wir sehen Mopani (siehe nebenstehende Anzeige) als beispielhaft dafür, wie mit Herzblut effiziente Hilfe vor Ort geleistet werden kann. Zudem sehen wir unsere Unterstützung für dieses Projekt als positives Gegenbeispiel für die aus unserer Sicht verfehlt aktuelle Flüchtlings- bzw. Migrationspolitik hierzulande. Verfehlt deshalb, weil sie völlig ineffizient und im falschen Kulturkreis stattfindet und zudem reihenweise falsche Anreize setzt.

Dass es auch in Deutschland arme Kinder gibt, ist sicherlich richtig. Allerdings gibt es hier auch ein ausgeprägtes Sozialwesen – anders als in Lateinamerika. Fühlen Sie sich dennoch aufgerufen, sich in Ihrem persönlichen Umfeld oder über eine Organisation oder Stiftung hierzulande zu engagieren.

Kinder
brauchen
Perspektiven
Bettlerin
Diebin
Krankenschwester
Prostituierte
Erzieherin
Rechtsanwältin



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

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



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

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

Diese Spendenaktion wird unterstützt von

Smart Investor

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

Buchbesprechung

„Die Gerechtigkeits-Lüge“

Können aktuelle und zukünftige Probleme, Stichwort: Altersarmut, mit immer mehr Umverteilung im Zuge sozialer Gerechtigkeit gelöst werden? Nein – ist sich Autor Michael Brückner sicher. Ein Blick auf schnöde Zahlen scheint dies zu bestätigen: So lag der Etat für „Soziales“ 2017 bereits bei 965,5 Mrd. EUR – Tendenz weiter steigend. Trotzdem scheint man dem hehren Ziel der sozialen Gerechtigkeit in Deutschland keinen Schritt näher gekommen zu sein. Ganz im Gegenteil – der Ruf nach weiteren Geldmitteln wird zusehends lauter. Dabei wird vielfach vergessen, dass nur umverteilt werden kann, was vorher erwirtschaftet wurde. Bei ungezügelter staatlicher Begehrlichkeit muss zusätzlich die Steuer- und Abgabequote erhöht werden. Solange es dabei nicht primär die Wählerklientel trifft, lassen sich immerhin auch unpopuläre Maßnahmen umsetzen. Wie also lässt sich der sich selbst verstärkende Kreislauf von immer mehr Sozialausgaben durchbrechen? Oder ist der

Übergang vom Sozialstaat zum Wohlfahrtsstaat bereits beschlossene Sache? Brückner verweist u.a. auf die „Sozialstaatsbremse“, die aktuell noch zaghaft versucht, eine breitere Öffentlichkeit zu erlangen. So ließe sich trefflich diskutieren, ob man einem Sozialstaat, der bereits einen gewissen Anteil der wirtschaftlichen Ressourcen abgeschöpft hat, Einhalt gebieten sollte.

Fazit: Letztlich handelt es sich um Staatsversagen. Falsche Anreizsetzung und überbordende Umverteilung ersticken wirtschaftliches Engagement und Eigeninitiative – und das hat durchaus System, wie bereits Friedrich August von Hayek feststellte: „Wo immer Staatseingriffe im Namen der sozialen Gerechtigkeit gefordert werden, geht es in Wirklichkeit darum, Privilegien bestimmter Personen oder Gruppen zu schützen und aufrechtzuerhalten.“

Bastian Behle



„Die Gerechtigkeits-Lüge: Die Ausbeutung des Mittelstandes im Namen der sozialen Gerechtigkeit“
von Michael Brückner;
Verlag Frank&Frei;
100 Seiten; 8,90 EUR

Buchbesprechung

„Die Prinzipien des Erfolgs“

Ray Dalio, Gründer und Chef des Hedgefonds Bridgewater Associates, zählt mit einem Vermögen von aktuell rund 18,4 Mrd. USD zu den reichsten Menschen der Welt. Das dürfte auch ziemlich genau die Summe sein, die ihn vom Gros der selbsternannten Erfolgstrainer unterscheidet. Wenn sich ein solcher Mann über „Die Prinzipien des Erfolgs“ Gedanken macht, dann lohnt es sich, zuzuhören. Das taten wir übrigens schon in Smart Investor 7/2016, als wir erstmals auf sein Werk „Principles“ hinwiesen. Nun ist es endlich auch auf Deutsch verfügbar.

Zudem scheint es Dalio ein echtes Anliegen zu sein, das Verständnis der Menschen für wirtschaftliche Zusammenhänge zu fördern, wie etwa in seinem YouTube-Video „Wie die Wirtschaftsmaschine funktioniert in 30 Minuten“. Das vorliegende Buch geht allerdings über die Ökonomie weit hinaus. Es ist ein Leitfaden zu jenen Prinzipien, die nicht nur in der Arbeit (Teil III), sondern auch im Leben (Teil II) funktionieren. Dabei nimmt Dalio die Leser zunächst mit auf seinen

eigenen Lebensweg (Teil I), der maßgeblich für seine Beschäftigung mit Erfolgsprinzipien war. Wenn sich ein Begriff durch das 688 Seiten starke Buch durchzieht wie ein roter Faden, dann ist es das Wort „Realität“. Gute Prinzipien sind demnach „effektive Methoden für den Umgang mit der Realität“, und dazu gehört an erster Stelle radikale Aufgeschlossenheit gegenüber der Realität selbst – egal ob in der Arbeit oder im Leben. Das Buch lebt von jenem unbeschwerten Pragmatismus, der für Amerikaner so typisch zu sein scheint. Folge einem Satz von Regeln, etwa dem „Fünf-Schritte-Prozess“, und der Erfolg ist Dein.

Um das bestmögliche Leben zu haben, müsse man nicht nur wissen, welches die besten Entscheidungen seien, sondern auch den Mut haben, diese zu treffen. Das klingt zwar nach Binsenweisheit, aber manchmal kommt es eben vor allem darauf an, wer sie ausspricht. Eine Entscheidung, die Sie ohne Bedenken treffen können, ist der Erwerb dieses Bestsellers.

Ralph Malisch



„Die Prinzipien des Erfolgs“
von Ray Dalio;
FinanzBuch Verlag;
688 Seiten; 29,99 EUR

Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
amaysim Australia (IK)	A14VZA	56	HOCHTIEF	607000	55
AMERCO	904412	14	HOMAG	529720	56
Anthem	A12FMV	56	HP	A142VP	53
Aurania	A2DKJ4	48	ITURAN	925333	56
BB Biotech	A0NFN3	56	Micron Technologies	869020	52
Berkshire Hathaway B (IK)	A0YJQ2	56	Nidec	878403	14
Bolloré	875558	56	Qualcomm	883121	53
Bunge	762269	14	Samsung Elec. GDR Vz.	881823	52
Burford Capital	A0YC5B	14	Signify	A2AJ7T	14
Endeavour Silver (IK)	A0DJ0N	56	Silver Lake Resources	A0M5WY	56
Facebook (IK)	A1JWVX	54, 56	Silvercorp	A0EAS0	56
Fiat Chrysler (IK)	A12CBU	56	Spielvereinigung Unterhaching GmbH & Co. KGaA	-	55
Flughafen Wien	A2AMK9	51	STADA Arzneimittel	725180	56
Flughafen Zürich	A2AJEP	51	Teranga Gold	A2DRE1	14
Fraport	577330	50	Wheaton Precious Metals (IK)	A2DRBP	56
Gazprom ADR (IK)	903276	56			

Themenvorschau bis Smart Investor 10/2019

Handelssysteme: Automatische Signale

Börsenweisheiten: Was trifft zu, was nicht?

Edelmetalle: Hausse geht in die nächste Runde

Infrastruktur: Der große Megatrend

Kryptowährungen: Chance nach dem Absturz

Strategiefonds: Mit System zum Erfolg

Erneuerbare Energien: Trends und Tendenzen

Öko-Investments: Chancen und Risiken

Sark: Eine Ärmelkanalinsel mit Pfiff

Steuern: Gravierende Änderungen bei Fonds

Immobilienaktien: Ist Betongold bald out?

Vermögensverwaltende Fonds: Rundum sorglos?

Neues aus der Meyerei: Die SI-Talkrunde

Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden

Smart Investor

17. Jahrgang 2019, 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,
Rainer Kromarek, Marc Moschettini,
Dr. Carsten Priebe, Marcus Wessel

Gastautoren:

Nicolai Bräutigam, Manfred Hübner, Dr. Werner
Koch, Lars Kolbe, Werner Krieger, Uwe Lang

Interviewpartner:

David Iben, Thomas R. Köhler, Yefei Lu

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: Karin Hofelich; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-54; Fax: -38

Erscheinungstermine 2019:

22.12.18 (1/19), 26.1.19 (2/19), 23.2.19 (3/19),
30.3.19 (4/19), 27.4.19 (5/19), 25.5.19 (6/19),
29.6.19 (7/19), 27.7.19 (8/19), 31.8.19 (9/19),
28.9.19 (10/19), 26.10.19 (11/19), 23.11.19 (12/19),
21.12.19 (1/20)

Redaktionsschluss:

21.6.2019

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:

Smart Investor ist Börsenpflichtblatt der Börsen Düsseldorf und München.

Nachdruck:

© 2019 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

„Full Climate War“

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor



Bitte setzen Sie sich für einen Moment und stellen Sie sich das Undenkbare vor: Die Bundestagswahl 2021 ist gerade vorüber und Deutschland hat keinen (!) grünen Kanzler (m/w/d). Die gerne beschworene Schwarmintelligenz hat kläglich versagt. Irgendein Niemand von CDU/CSU oder – Späßle – von der SPD wurde ins Kanzleramt gespült, um dort, egal wie vegan er/sie/es tut, einfach so weiter zu wursteln.

Gleich mehreren Zynikern wird folgender Ausspruch zugeschrieben: „Wenn Wahlen etwas ändern würden, wären sie verboten.“ So etwas würde heute wohl als Hassrede gelten – und ist obendrein auch noch falsch. Ein Schuh wird daraus nämlich erst andersherum: Gerade wer etwas ändern will, braucht Wahlen, denn ein von oben befohlener Kurswechsel wird von der Bevölkerung weit weniger fröhlich mitgetragen als ein „selbstgewählter“. Die Krux allerdings bleibt, dass lange nicht jeder, der wahlberechtigt ist, sich in der Abgeschlossenheit der Wahlkabine auch als wahlkompetent erweist. Will sagen: Manch einer wählt die Falschen.

Das allerdings scheint eine lösbare Aufgabe zu sein, zumal wir heute wissen, dass für die meisten Entscheidungen – und Wahlen machen da keine Ausnahme – nicht Fakten, sondern Emotionen

ausschlaggebend sind. Da fügt es sich, dass eine rationale Entscheidung ohnehin nicht mehr nötig ist. Schließlich wurde die Klimadebatte vom führenden YouTube-Experten, die Rede ist von Rezo, bereits im Mai für beendet erklärt: „Es gibt nur eine legitime Meinung“, ließ er die Gemeinde wissen – ein Urteil, das die Veranstaltung „Demokratie“ perspektivisch auch irgendwie obsolet werden lässt. Ein umso schönerer Abschluss wäre es doch, wenn das Wahlvolk kurz vor der „großen Transformation“ noch so geframt und genudgt werden könnte, dass es diese einzig legitime Meinung freiwillig annimmt. Schließlich will am Ende ja auch niemand als Trottel dastehen, der eines Tages den Enkeln erklären muss, warum er sich im „Full Climate War“ nicht freiwillig an die Klimafront gemeldet hat.

Die Emotion, auf der sich die nachhaltigsten Geschäftsmodelle aufbauen lassen, ist natürlich die Angst. Das wusste schon der freundliche Herr Kaiser, der seinen potenziellen Versicherungskunden zunächst einen gehörigen Schrecken einjagte, um sich dann als sympathischer Problemlöser zu präsentieren. Der Herr Kaiser der Politik heißt Habeck und sein Versicherungsfall ist das Klima. Den passenden Sommerhit liefert das schwedische Sternchen Greta, die ihren Fans Freitag für Freitag auf der Ich-will-dass-ihr-in-Panik-geratet!-Tournee ordentlich, Pardon, einheizt und damit pubertierenden Teenagerinnen eine echte Alternative zum Boygroup-Einerlei bietet – Panikorchester 2019.

Eigentlich sollte also für die nächste Bundestagswahl alles in trockenen Tüchern sein. Die derzeit diskutierten Notfallmaßnahmen zur Flankierung eines grünen Wahlerfolges werden daher wohl im Giftschränk bleiben, etwa die Absenkung des Wahlalters auf zumindest 16 Jahre oder besser noch auf alle, die sicher nicht mehr abgetrieben werden können. Auch der Entzug des Wahlrechts für Rentner darf kein Tabu sein – schließlich geht es ja um die Zukunft.

Lediglich der Blick auf die EU-Wahl vom Mai macht noch Sorgen (vgl. Karte), zeigt er doch, wie verbohrt unsere europäischen Partner in der Sache sind. Soll Berlin etwa im Alleingang das Neue Europa bauen und die Welt vor dem Hitzetod retten? Da wird Robert I also noch einiges an europäischer Solidarität einzufordern haben, denn noch ist lange nicht bewiesen, dass die Welt nicht doch genesen kann, an deutschen Neurosen. ■



klassik
radio



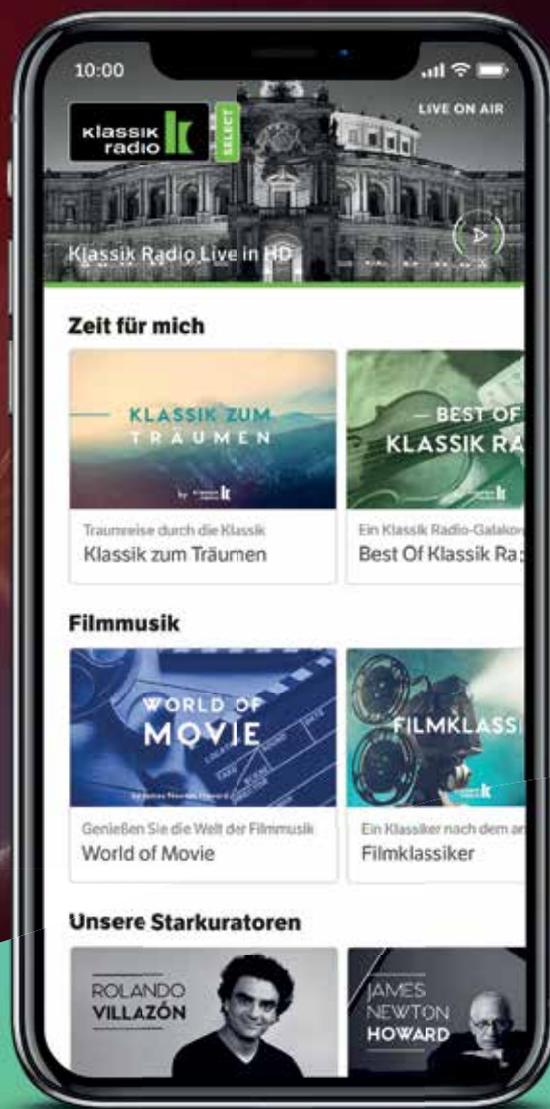
SELECT

Nur noch das Beste aus Klassik, Filmmusik, Jazz & Lounge genießen. Der Musik Streaming Dienst Klassik Radio Select.

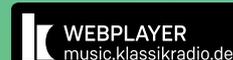
- Klassik Radio ohne Werbung
- Über 150 weitere werbefreie Sender
- Musik für jede Stimmung
- Von Experten & Stars zusammengestellt

Jetzt kostenlose

App downloaden!



Mehr zum Streaming Service:
select.klassikradio.de



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