

# Smart Investor

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

## Crack-up-Boom oder Crash?

**Schicksalsfrage  
für die Märkte**

**Value-Investments:**  
Aktien unter dem  
fairen Wert einkaufen

**BIZ:**  
Die geheimnis-  
volle Superbank

**Edelmetalle:**  
Das Ende der  
Korrektur?



# SCHLIESSEN SIE NOCH HEUTE EINE VERMÖGENS- VERSICHER- UNG AB: BEI DEGUSSA

Mit Gold ist man immer auf der sicheren Seite. Gold von Degussa verschafft Ihrem Vermögen ein Fundament, auf dessen Grundlage Sie entspannt die Entwicklungen auf den Finanzmärkten verfolgen können.

Gold von Degussa – setzen Sie auf eine Vermögensversicherung, die sich rechnet.

**DEGUSSA-GOLDHANDEL.DE**



## Crack-up-Boom oder Crash?

Beinahe wöchentlich werde ich mindestens einmal gefragt, wann denn nun der Crash der Aktien kommt. Worauf ich meistens antworte: „Welcher Crash denn?“ Der Fragende ist dann meist ziemlich irritiert, weshalb ich ihm gerne auf die Sprünge helfe:

Die These von einem finalen und totalen Crash der Aktien hat Smart Investor nie vehement vertreten – vielleicht mal als Möglichkeit angedacht –, aber nicht wirklich als wahrscheinliches Szenario in den Raum gestellt. Allerdings waren und sind wir immer noch der festen Überzeugung, dass das derzeitige Fiat-Money-System, also das auf ungedecktem und damit beliebig vermehrbarem Geld basierende Finanzsystem, irgendwann niedergehen wird. Was ist aber nun der Unterschied zwischen den beiden Aussagen?

Wenn man vom Crash einer Währung spricht, dann meint man den Verfall ihrer Kaufkraft ins Bodenlose – im letzten Jahr konnte man dies am Beispiel Argentiniens sehr anschaulich beobachten. Im Gegenzug ist aber der argentinische Aktienindex Merval explodiert – die Veranschaulichung dieses Sachverhaltes finden Sie in der Grafik auf S. 33 in diesem Heft. D.h. ein für uns auf absehbare Zeit wahrscheinlicher Währungscrash wird eben gerade nicht zu einer Implosion, sondern vielmehr zu einer Explosion der Aktienkurse führen. Und genau dieses Szenario ist dann der Crack-up-Boom. Selbstredend werden auch die Kurse vieler anderer Sachwerte wie z.B. von Edelmetallen dann mit nach oben getragen. In unserer zweigeteilten Titelgeschichte (ab S. 28 und ab S. 46) führen wir diesen Sachverhalt weiter aus, bringen die Theorie dazu und geben eine Einschätzung zur weiteren Entwicklung.



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Genauso wie eine Währung einen Anker braucht, ohne den ihre Kaufkraft verfällt – selbst die als so stark erachtete D-Mark hat in ihrer rund 50jährigen Geschichte etwa sechs Siebtel ihrer Kaufkraft eingebüßt! –, ist das „Ankern“ auch in der Aktienanalyse ein probates Vorgehen. Hier sind es vor allem die Value-Investoren, die mit spitzem Bleistift faire Werte (= Anker) ermitteln. Bietet sich die Möglichkeit, deutlich unterhalb des fairen Wertes einzusteigen, kommen sie in Wallung. Smart Investor berichtet vom Besuch mehrerer Value-Konferenzen und behandelt das Thema in einer ganzen Reihe von einzelnen Beiträgen ab S. 6.

Allen Unkenrufen zum Trotz gehen wir davon aus, dass die Edelmetalle ihre fast dreijährige Korrektur bzw. Baisse beendet haben. Vor dem Hintergrund unseres Crack-up-Boom-Szenarios wäre es auch nur logisch, wenn es hier mit den Kursen wieder nach oben geht. Ab S. 58 wagen wir eine Bestandaufnahme und stellen einige aussichtsreiche Minentitel und Bergbauausrüster vor.

Ich wünsche Ihnen viele Ideen und neue Erkenntnisse beim Lesen des neuen Smart Investor.

# CAP TRADER

Aktien Handel ab 4,00 €

US-Aktien 0,01\$ pro Aktie

Futures & Optionen 2,00 €



Jetzt kostenlos anrufen  
**0800 0 39 35 28**  
International 00800 00 39 35 28



**JETZT BONUS SICHERN**

**\*So funktioniert es:** Bitte geben Sie bei der Kontoeröffnung "Smart Investor" in das Feld "Wie haben Sie uns gefunden" ein. Es müssen mindestens 30 abgeschlossene Geschäfte (Kauf und Verkauf) durchgeführt werden um den Bonus von 100 Euro zu erhalten. Bei Missbrauch des Prämienangebotes kann CapTrader einen Antrag auf ein Tradingkonto jederzeit ohne Begründung ablehnen oder die Bonuszahlung zurückhalten.

www.captrader.com - Gebührenfrei: 0800 0 39 25 28  
und +49 2102 100 494 00.

**Risikohinweis: Der Handel mit Wertpapieren ist riskant und nicht für jeden Anleger geeignet.**

**Märkte**

- 6 Value-Investing: It's all about value
- 10 Value-Aktien:  
Werthaltige Aktien weltweit
- 14 Interview: „Wir sehen uns als  
Querdenker“; Gespräch mit Paul  
Ehrlichman, ClearBridge Investments
- 16 Value-Legende Warren Buffett:  
Hedgefonds vs. Altmeister
- 18 Emerging Markets: Selektion weiter  
Pflicht an den Schwellenländer-Börsen
- 20 Griechische Börse:  
Anlageideen aus Athen

**Hintergrund**

- 24 Politik und Gesellschaft  
„Wesentlicher Baustein des weltweiten  
Finanzsozialismus“; Gespräch mit  
Janne Jörg Kipp
- 26 Berater: Wo die Gefahren lauern

**Titelstory/Österreichische Schule**

- 28 Zwischen Sein und Schein
- 29 Gedanken zum Staat –  
10. Internationale Gottfried  
von Haberler Konferenz
- 30 „Irgendwann schnappt die Falle dann  
zu“; Gespräch mit Prof. Thorsten  
Polleit, Degussa Goldhandel GmbH
- 32 Buchbesprechung:  
„Österreichische Schule für Anleger“

- 34 Lebensart & Kapital – International  
Frankreich
- 36 Nachhaltiges Investieren  
Frische Brise im Depot
- 38 Phänomene des Marktes  
Mean Reversion und Momentum

**Fonds**

- 40 **Inside**  
Value-Fonds: Werthaltige Portfolien  
im Fondsmantel
- 42 **Analyse**  
DNCA Invest VALUE Europe A;  
Gastbeitrag von Erika Axelsson, Fonds  
Laden Gesellschaft für Anleger GmbH
- 43 **Kolumne**  
Déjà-vu; Gastbeitrag von  
Stephan Kuhnke, BANTLEON
- 44 **Interview**  
„Entdeckung der Hidden Quality“;  
Gespräch mit Markus Elsässer,  
M. Elsässer Wealth Management GmbH
- 45 **News, Facts & Figures**  
Uneinheitliche Entwicklung



Foto: Bank für International Settlements

6

**Value-Investing**

Die 11.ACATIS Value Konferenz in Frankfurt am Main stand unter dem Motto: „Evolution des Value Investing – von der Faustformel zur künstlichen Intelligenz“ und schlug einen Bogen aus der Vergangenheit in die Zukunft. Die Referenten und interessante Aspekte dieser Veranstaltung stellen wir Ihnen ab S. 6 vor.

24

**BIZ**

Wirtschaftsjournalist Janne Jörg Kipp beleuchtet im Interview auf Seite 24 die Rolle der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Die „faktische Welt-Geldregierung“ kann ohne Kontrollen von Seiten der Politik agieren und lässt sich nicht in ihre Karten sehen. Zudem erläutert Kipp, welche Intentionen sie verfolgt und wie sie mit IWF und Weltbank interagiert.

**Crack-up-Boom oder Crash**

28, 46

Mit dem erneuten Einschwenken der EZB auf eine ultraleichte Geldpolitik und der sich abzeichnenden Aufweichung des Stabilitätspakts wird monetär und fiskalisch der Boden für einen Crack-up-Boom (CuB) in der Eurozone bereitet. Andererseits bedeuten hohe Bewertungen, die ungelösten Probleme des europäischen Bankensektors, wachsende Spannungen zwischen den USA und Russland sowie die Kriegshandlungen im Nahen Osten erhebliche Gefahrenmomente für die Märkte. Mit den Grundlagen eines CuB beschäftigen wir uns ab Seite 28, eine Bewertung der aktuellen Situation finden Sie ab S. 46.





# 58, 59

## Edelmetalle

Nach einer quälend langen Korrektur mit erheblichen prozentualen Kursrückgängen zeigen sich erste Lebenszeichen bei Gold und Silber. Besonders Minenaktien konnten überproportional profitieren. Wie es in diesem Segment weitergeht und welche Aktien wir favorisieren, lesen Sie auf den Seiten 58 und 59.



# 14, 44, 66, 74

## Interviews

Auf den Seiten 14 und 44 geben uns Paul Ehrlichman von ClearBridge Investments und Markus Elsässer, M. Elsässer Wealth Management GmbH, Einblicke in ihre Investmentansätze. Dr. Christoph Bruns von der LOYSAG erläutert auf S. 74 seine Einschätzung zum deutschen Aktienmarkt und Herbert Ortner, Vorstandsvorsitzender der Palfinger AG, stellt ab S. 66 sein Unternehmen vor.

## Research – Märkte

- 46 Titelstory/Das große Bild  
Crack-up-Boom oder Crash?
- 48 Löcher in der Matrix
- 53 Charttechnik  
Gehen Sieger wirklich so?
- 54 Relative Stärke  
Banker in der Krise
- 55 Quantitative Analyse
- 55 Intermarketanalyse
- 56 Sentix Sentiment
- 56 Sektoranalyse
- 57 Demografie & Börse
- 58 Edelmetalle I  
Frisches Leben, alte Probleme
- 59 Edelmetalle II  
Kaufpanik nach Trauerflor

## Research – Aktien

- 62 Branche im Blickpunkt  
Minen- und Bohrausrüster
- 64 Value-Aktien  
Stabilität und Rendite
- 66 Moneytalk  
„Umsatzverdopplung bis 2017“;  
Gespräch mit Herbert Ortner,  
Palfinger AG
- 68 Mittelstandsaktien  
Zweite Tesla oder viel heiße Luft?
- 69 Buy or Good Bye  
Lear Corp. und Deutsche Börse AG
- 70 Musterdepot  
Stabiles Fundament
- 72 Anleihen  
Geldparken einmal anders

## Potpourri

- 74 Interview mit einem Investor  
Dr. Christoph Bruns, LOYS AG
- 76 wikifolio  
Von den Besten lernen
- 78 Leserbrief  
Eine Frage des Zinses
- 80 Buchbesprechungen  
„Geplanter Verschleiß“ und  
„Die Plünderung der Welt“
- 82 Zu guter Letzt  
Scripted Reality

- 81 Unternehmensindex/Impressum und  
Vorschau bis Smart Investor 12/2014

**SICHERHEIT**  
FÜR  
UNSICHERE ZEITEN



FEINSTE,  
SICHERSTE  
DEUTSCHE TRESORE.

## Value-Investing

## It's all about value

## Unterschiedliche Perspektiven auf werthaltiges Investieren

Das Frühjahr ist mittlerweile traditionsgemäß die Zeit der Zusammenkunft von Value-Investoren in Deutschland. Im Mai machte Dr. Hendrik Leber den Anfang und lud zur 11. ACATIS Value Konferenz nach Frankfurt. Mit dem Thema „Evolution des Value Investing – von der Faustformel zur künstlichen Intelligenz“ schlug er einen Bogen aus der Vergangenheit in die Zukunft.

**Value in Zeit und Raum**

Nach einem Vortrag mit Blick in die Historie des Value-Investings von Henrik Muhle, GANÉ AG, kam auch der regionale Fokus nicht zu kurz. Vielfach wird die Philosophie werthaltigen Investierens als USA-zentriert mit einzelnen Ausläufern nach Europa wahrgenommen. Siddharth Mehta-Thomas von Beaconsfield Investment Management erweiterte für die Teilnehmer den geographischen Horizont nach Osten und blickte auf asiatische Buffetts und Mungers wie z.B. Ajay Piramal, einen Value-orientierten Contrarian-Investor. Dr. Rathausky, ebenfalls von der GANÉ AG, rückte in seinen Ausführungen das Management in den Vordergrund. Entscheidend für die Managementqualität ist aus seiner Sicht die Steigerung der Wachstumsrate der betrieblichen Ertragskraft und der Ausschüttungen.

**Wettstreit der Intelligenzen**

Der Blick über den Tellerrand des Finanzgeschehens, gute Tradition bei den Value-Konferenzen von Leber, übernahm diesmal Prof. Jürgen Schmidhuber vom Forschungsinstitut für Künstliche Intelligenz IDSIA. Schwerpunkt war der Bereich der Künstlichen Intelligenz und des Deep Learning. Er warf einen Blick in die Zukunft der selbstlernenden Computer, die sich zum überlegenen Pendant des Menschen entwickeln werden. Leber zog die Konsequenzen für die Finanzindustrie. „In unserer Branche wird es bald



*Großer Andrang bei der jährlichen Value Intelligence Conference in München*

nur noch die soliden Handwerker geben, die die EDV als Werkzeug verwenden, aber dann eigene Entscheidungen treffen, und die Serienfertiger, die sich auf die Wartung und Weiterentwicklung ihrer Programme konzentrieren, aber einzelne Anlageentscheidungen den Maschinen überlassen.“

**Value Intelligence ausgewertet**

Mittlerweile ist die Münchner Value Intelligence Conference, die bereits zum neunten Mal stattgefunden hat, eine feste Institution. Zu den Referenten zählen herausragenden Value-Investoren, deren Meinungen Stefan Rehder, Gründer der Value Intelligence Advisors GmbH und Veranstalter der Konferenz, regelmäßig analysiert. „Im Bereich langfristige Makrotrends dominiert in der Value-Elite die Auffassung, dass es bereits zu massiven Fehlallokationen an den Kapitalmärkten gekommen ist, beispielsweise in Staatsanleihen der Peri-

pheriestaaten, deren Kursentwicklung eine der größten Asset-Blasen der Gegenwart darstellt. Zudem ist die Value-Elite mehrheitlich der Ansicht, dass sich der globale Wettlauf um Währungsabwertungen fortsetzen und die Kaufkraft des Geldes schwächen wird“, so Rehder. Darüber hinaus gibt es innerhalb der Value-Elite die Befürchtung, dass De-Globalisierung und Protektionismus die wirtschaftliche Entwicklung stärker prägen könnten. Im Bereich der Asset-Allokation herrscht unter Value-Investoren Einigkeit, dass festverzinsliche Anlagen im Zeitalter der finanziellen Repression langfristig keine guten Wertaufbewahrungsmittel sind. Bei Aktien müssen Investoren aus Rehders Sicht die Spreu vom Weizen trennen. „Zum einen sind Aktien eine der wenigen Möglichkeiten, den realen Erhalt des Vermögens sicherzustellen. Andererseits sind die Kursniveaus zahlreicher Unternehmen auf Basis norma-

# SIE HABEN IHR GANZES LEBEN FÜR IHR GELD GEARBEITET. JETZT SOLL ES AUCH ETWAS FÜR SIE TUN!

RENTE? ABER SICHER! MIT DER VR-GOLDRENTE BLEIBEN SIE NICHT AUF DEM TROCKENEN SITZEN.

**PRO AURUM KG**

Joseph-Wild-Str. 12, 81829 München

Telefon: +49 (89) 444 584 - 350

E-Mail: [partner@proaurum.de](mailto:partner@proaurum.de)

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



## Die VR-Goldrente

Wer hart arbeitet, sollte später auf nichts verzichten müssen.

Mit der VR-Goldrente sichern Sie sich die positive Wertentwicklung von Edelmetallen und profitieren von der Krisenstabilität, die Gold und Silber seit Jahrtausenden auszeichnet.

## Volksbank Löbau-Zittau eG

**Wir beraten Sie gern.**

Hauptstr. 8-10

02727 Ebersbach-Neugersdorf

Telefon: +49 3583 758-442

[www.VB-Loebau-Zittau.de/goldshop.html](http://www.VB-Loebau-Zittau.de/goldshop.html)



**DIE VR-GOLDRENTE ALS IDEALE ERGÄNZUNG FÜR IHREN VORSORGEPLAN.**

Wir übernehmen die sichere Verwahrung, die Volksbank Löbau-Zittau eG den Rest.

lisierter Gewinne nicht gerechtfertigt. Insbesondere zyklische Unternehmen könnten empfindliche Rückschläge erleiden, wenn es zur stärkeren Korrektur kommt“, ist Rehder überzeugt.

**Austrians und Value**

Professor Thorsten Polleit, Chefvolkswirt Degussa Goldhandel und Präsident des Ludwig von Mises-Instituts, rückte in seinen Ausführungen verbindende Aspekte der Österreichischen Schule und des Value Investing in den Vordergrund. Nach einem Rückblick auf die Wurzeln der Österreichischen Schule schlug Polleit die Brücke zur Gegenwart und der Dominanz der Mainstream-Ökonomie, die mittlerweile allerdings, auch bedingt durch die Finanzkrise, Risse bekommen hat: „Die Mainstream-Ökonomie führt zur Scheinlegitimierung politischer Ideen. Von da an ist der Weg zu einer Politisierung der Volkswirtschaftslehre nicht weit, so z.B. in der Behauptung, dass das staatliche Schuldenmachen für Wachstum und Beschäftigung sorgt oder das Absenken des Zinses Volkswirtschaften reicher macht.“

**Gemeinsame Ideen**

Gemeinsamkeiten zwischen Austrians und Value-Investoren machte Polleit bei der Einschätzung von Preis und Wert deutlich, die zum Tagesgeschäft des Value Investing gehört, aber auch in der Österreichischen Schule die Grundlage menschlichen Handelns darstellt. Vor diesem Hintergrund gibt es für diese ökonomische Denkrichtung

auch kein absolutes Gleichgewicht des Marktes, da damit Handeln unmöglich wäre. Eine weitere Gemeinsamkeit sieht er in dem Bewusstsein der Unsicherheit zukünftiger Entwicklungen. Auch die Rolle des Unternehmers als handelndes Subjekt wird ähnlich gesehen.

**Stockpicking im Value-Bewusstsein**

Selbstverständlich lag ein weiterer Schwerpunkt der Konferenz auf der Arbeit der Asset Manager. Paul Ehrlichman von ClearBridge Investments, der den Legg Mason ClearBridge Global Equity Fund (WKN: A0LA7V) betreut, stellte seinen Investment-Ansatz vor. Details dazu finden Sie im Gespräch mit Paul Ehrlichman auf Seite 14. Contrarian David Iben von Kopernik Global Investors vertrat auf der Konferenz u.a. den Deep-Value-Ansatz. Frank Fischer, Fondsmanager des Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen (WKN: A0M8HD), setzt u.a. auf Shareholder Activism, also aktives Einwirken bei kleineren und mittleren Unternehmen zur Erhöhung des Unternehmenswertes. Tom Stubbe Olsen von European Value Partners stellt sein Value-Konzept auf zwei Beine: herausragende Unternehmen zu erwerben und diese dabei billig zu kaufen. Einen Blick in Value-Fonds erhalten Sie in der Fonds Inside-Rubrik ab S. 40.

**Geld oder Gold?**

Bei der Frage „Geld oder Gold?“ gingen die Meinungen bei James Montier, Strategie bei GMO, und David Iben auseinander.



Dr. Hendrik Leber

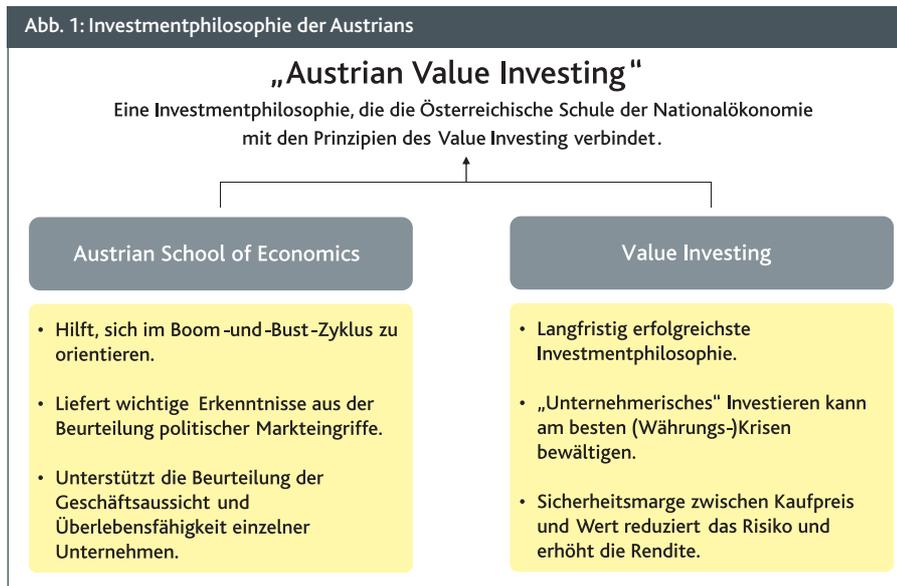


Stefan Rehder



Prof. Thorsten Polleit

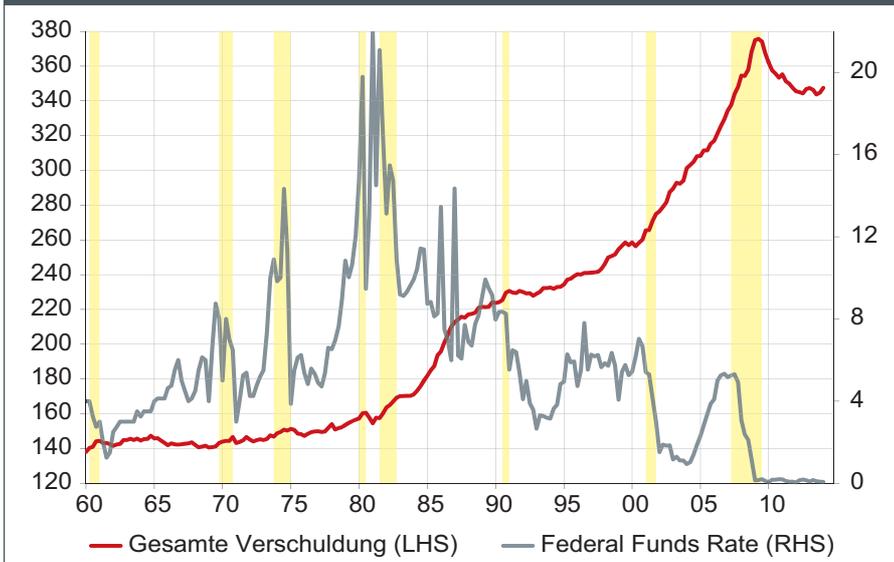
Abb. 1: Investmentphilosophie der Austrians



Quelle: Polleit & Riechert Investment Management

Montier setzt aktuell auf eine Mischung aus preiswerten Aktien, Bargeld und Anleihen mit geringeren Erträgen, einem wie er zugibt nicht idealen Portfolio, aber einem, mit dem man in jedem Szenario überlebt. Iben hält Gold für die bessere Idee als Geld, weil Papiergeld vervielfältigt werden kann und daher nicht wertvoll ist, ganz im Unterschied zu Gold. Felix Zulauf, gefragter Schweizer Finanzmarktexperte, geht weiter von einer starken Liquiditätsschwemme aus, aus seiner Sicht werden die Chinesen einspringen, falls die Fed ihrer ultraexpansiven Geldpolitik auch nur in geringem Maße Zügel anlegt. Vor diesem Hintergrund warnte Felix Zulaufs Sohn Roman vor kommenden Krisenbrennpunkten in Asien mit seinen Kreditblasen in China und Hongkong.

Abb. 2: US-Schulden in Prozent des BIPs und Fed-Leitzins in Prozent



Quelle: Polleit & Riechert Investment Management

#### Gute Marken, bessere Marken

Die GANÉ AG war nicht nur auf der ACA-TIS Value-Konferenz in Frankfurt vertreten, sondern lud auch zu einem Heimspiel in

Aschaffenburg. Henrik Muhle hatte in seinem Vortrag Marken und ihren Wert für Anleger im Fokus. Selbst bei angesehenen Marken gibt es Unterschiede beim Käuferverhalten.

Von Investoren bevorzugt werden Unternehmen, deren Markenprodukte ohne Rabatte den Weg zum Käufer finden, wie die Luxus-taschen von Hermès. Der Porsche-Wagen wird dagegen kaum zum Listenpreis verkauft. Aber in letzter Konsequenz dreht es sich im Value Investing um Wert und Preis eines Unternehmens. In Zeiten niedriger Zinsen und steigender Aktienkurse akzeptieren auch manche Value-Jünger höhere Bewertungen. Für Muhle kommt das nicht in Frage: „Auch in Zeiten niedriger Zinsen passen wir das akzeptable Bewertungsniveau für Aktien, in die wir investieren, nicht nach oben an.“

#### Fazit

Die genannten Veranstaltungen haben zum wiederholten Mal gezeigt, wie lebendig der Value-Gedanke ist. Gerade in Zeiten von Fehlallokationen und Preisblasen durch staatlich manipulierte Geld- und Zinspolitik bietet Value Investing einen probaten Weg, finanzielle Werte zu erhalten und mit Geduld zu mehren. ■

Christian Bayer

Anzeige

**GESCO**  
THE  
INDUSTRIAL  
GROUP

## INVESTIEREN SIE IN DIE „PERLEN DES MITTELSTANDS“

**WKN A1K020**

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

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

## Value-Aktien

# Werthaltige Aktien weltweit

Investoren halten für einige Value-Unternehmen den Daumen nach oben.

Ein Unternehmen auf Herz und Nieren zu prüfen, gehört seit den Zeiten des Urvaters des Value-Investings Benjamin Graham zum Tagesgeschäft der Anhänger dieses Investmentstils. Auf den Value-Konferenzen ging es daher auch um entsprechende Aktien, mit denen Fondsmanager ihre Portfolien bestücken. Trotz deutlich gestiegener Bewertungen an den Aktienmärkten gibt es immer noch Value-Perlen, vor allem, wenn man sich regional nicht beschränkt.

## Viel und schnell

Stefan Rehder, Fondsadvisor des Value Intelligence Fonds (WKN: A0YAX8), ist von Liberty Global (WKN: A1W0FL) überzeugt. Das Unternehmen ist Marktführer im Breitbandbereich. Der führende Kopf in der Firma ist John Malone, Medien-Tycoon und einer der reichsten Amerikaner. Da er zu den größten privaten Landbesitzern in den USA gehört, kann man ihm mit Fug und Recht auch eine Affinität zu Sachwerten zusprechen. Das Unternehmen Liberty Global mit ca. 24,5 Mio. Kunden profitiert von wachsenden Datenmengen, die möglichst schnell durchs Netz geschickt werden sollen. Dadurch verfügt der Konzern über Preissetzungsmacht. Shareholder Value wurde bei Liberty Global immer groß geschrieben. Das Unternehmen hat in den vergangenen Jahren mit steigender Tendenz Aktien zurückgekauft. Das Geschäft mit schnellen Internetleitungen ist vergleichsweise stabil. Immer wieder gab es Gerüchte um eine Übernahme. In dem Zusammenhang wurde immer wieder Vodafone als möglicher Käufer genannt.



Rehder erwartet bei dem Konzern für 2014 einen EV/EBITDA<sup>1</sup>-Multiplikator von 8,6. Er geht in den kommenden Jahren von zweistellig prozentualen jährlichen Wachstumsraten beim Free Cashflow aus.

## Essen auf Rädern

Fällt der Name Sysco (WKN: 859121), muss oft erst geklärt werden, dass es sich nicht um Cisco, den ähnlich klingenden Netzwerkbetreiber, handelt. Sysco ist reinste Old Economy, bei der sich viele Value-Investoren schon aufgrund eines leicht nachvollziehbaren Geschäftsmodells zuhause fühlen. Der Konzern beliefert öffentliche Einrichtungen wie Krankenhäuser, Schulen etc. mit Lebensmitteln. Sysco bietet etwas, was Value-Investoren gerne sehen, nämlich ein Geschäftsmodell mit hohen Markteintrittsbarrieren für die Konkurrenz. Das Unternehmen ist im Lebensmittelvertrieb mit einem Marktanteil von 18% die Nummer 1 in den USA mit einer hohen Routendichte. Möglicherweise steht eine Übernahme der Nummer 2, nämlich US Foods (Marktanteil 8%), an. Eine mögliche Übernahme des Konkurrenten würde Sysco in seiner Position weiter stärken, da dadurch u.a. die Fahr- ▶

<sup>1</sup> Der Unternehmenswert (Enterprise Value (EV) = Börsenwert zuzüglich Finanzverschuldung) wird zur Bewertung von Unternehmen durch Gewinnkennziffern wie das EBITDA oder das EBIT dividiert.

**NOCH  
FRAGEN?**

Mehr Antworten  
und Informationen auf  
[www.frag-die-boerse.de](http://www.frag-die-boerse.de)

**BÖRSE  
FRANKFURT**

## Mit Aktien bin ich immer gut gefahren. Geht das eigentlich auch mit Hebel?



Wer sich mit Aktien auskennt und kontinuierlich die Märkte beobachtet, erkennt schnell die Möglichkeiten von Zertifikaten und Hebelprodukten. Egal, wie die Märkte

gerade stehen, sie können Ihre Rendite optimieren und Ihr Portfolio absichern. Erfahren Sie jetzt mehr über Zertifikate und Hebelprodukte an der Börse Frankfurt und finden Sie Antworten auf Ihre Fragen: [www.frag-die-boerse.de](http://www.frag-die-boerse.de)

Frankfurt. Mein Platz zum Handeln.

Value-Aktien					
Name	WKN	Kurs (EUR)*	MCap (Mio. EUR)	KGV 14e	Div.Rend. 14e (%)
Atlas Copco	858209	22,42	23.084	19,8	2,87
Gazprom	903276	5,84	74.220	2,9	5,30
Hargreaves Serv.	A0HMDY	10,17	336	6,4	2,98
Liberty Global	A1W0FN	31,31	17.632	k.A.	k.A.
Swatch Group	865126	420,70	13.057	16,1	1,61
Sysco	859121	26,83	15.944	20,8	3,12

\*) Börsenplatz Frankfurt; Quellen: Börse Frankfurt; Onvista

routen noch besser ausgelastet wären. Der Konzern schafft durch kontinuierliche Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungen, die sich bei 75% des Free Cash Flow bewegen, Mehrwert für Aktionäre. Thomas Wiedemann, Analyst bei Value Intelligence Advisors, sieht einen EV/EBITDA-Multiplikator bei gut 11.

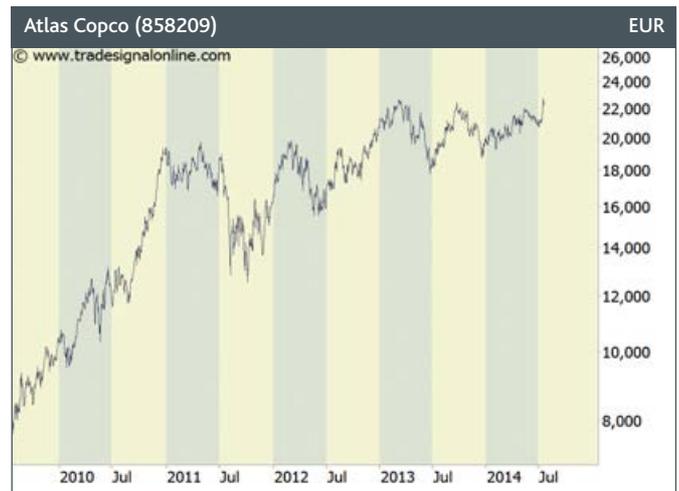
**Keine Angst vor Russland**

Bei Gazprom (WKN: 903276) schlagen die Herzen von Deep-Value-Investoren und Contrarians höher. David Iben von Kopernik Global Investors gehört dazu und erwärmt sich für den russischen Konzern. Allerdings geben Skeptiker zu bedenken, dass es nicht von ungefähr kommt, dass die Aktie so billig ist, und verweisen auf den mangelnden Schutz von Eigentum in Russland sowie die hohe Beteiligung des Staates am Unternehmen. Gemessen an klassischen Bewertungskennziffern, auf die Value-Investoren achten, wie ein KGV von unter 3 und ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter 0,40, ist Gazprom spottbillig. Allerdings gibt es auch Investoren, die von russischen Aktien komplett die Finger lassen. Einigen sind die Vorgänge um die Enteignung beim Yukos-Konzern in guter Erinnerung, die von den gleichen Machthabern betrieben wurde, die auch heute noch das Sagen haben. Zudem könnte sich nach Meinung einiger Marktbeobachter die derzeitige Ukraine-Krise durchaus noch verschärfen. Dadurch könnte die Kluft zwischen Ost und West noch größer werden, mit dann eventuell unabsehbar negativen Folgen für Investoren in Russland-Aktien.



**Kohle mit Kohle**

Hargreaves Services (WKN: A0HMDY) ist einer der Picks von Frank Fischer von der Shareholder Value Management AG, zuständig für den Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen (WKN: A0M8HD). Die Aktie ist auch einer der Werte im Musterdepot des Smart Investor (S. 70). Hargreaves Services ist in der Kohleproduktion und im Kohlehandel tätig. Zudem bietet man Entsorgungsdienstleistungen an und ist mit seinen LKW einer der wichtigsten Logistiker Großbritanniens. Vorstandschef Gordon Banham gilt als Selfmade-man, der es mit Ende 20 bereits zum Millionär gebracht hat. Im Dezember 2012 flog ein Betrugsfall im Unternehmen auf, der allerdings regional auf Belgien begrenzt war. Damit war die Aktie nicht nur in einem unattraktiven Geschäftsfeld unterwegs, sondern wurde an der Börse auch noch durch den Betrugsfall abgestraft. Für bestimmte Branchen wie die Pharma- und Kosmetikindustrie wird jedoch spezielle Kohle benötigt, die das Unternehmen mit hohen Margen und wenig Konkurrenz zur Verfügung stellt. Bei Hargreaves gibt es auch Risiken, die beispielsweise aus der politischen Regulierung bei der Verwendung von Kohle erwachsen können. Mit einem erwarteten EV/EBIT-Multiplikator im aktuellen Jahr in Höhe von 4,8 ist das Unternehmen sehr attraktiv bewertet. Fischer geht zudem von einem Cash Flow (CF) bezogen auf den Enterprise Value (EV) für 2014 von mehr als 15% aus.



**Atlas Copco**

Das schwedische Unternehmen ist im Maschinenbau hochspezialisiert, was für hohe Markteintrittsbarrieren der Konkurrenz und Preissetzungsmacht spricht. Mehr als 40% seines Umsatzes beruhen auf Dienstleistungen zu Produkten, die Atlas Copco (WKN: 858209) als Ausrüster u.a. für Minenbetreiber und die Öl- und Gasindustrie zur Verfügung stellt. So werden über starke Kundenbindungen kontinuierliche Einkünfte generiert. Der Konzern ist jeweils zur Hälfte in den Wachstumsmärkten aufstrebender Volkswirtschaften und in wachstumsärmeren, aber weniger schwankungsanfälligen Regionen der entwickelten Volkswirtschaften aktiv. Das Geschäft bietet so eine gesunde Mischung aus Wachstum und Stabilität. Aus Sicht von Tom Stubbe Olsen von European Value Partners, verantwortlich für den Nordea European Value Fund (WKN: 973347), gibt es einige Faktoren, die für das Unternehmen spre-



chen. Mitte Juli, als Atlas Copco im zweiten Quartal einen um 11% höheren Auftragseingang melden konnte, hat die Aktie zugelegt. Ronnie Leten, CEO von Atlas Copco, sieht eine positive Nachfrageentwicklung aus der verarbeitenden Industrie und eine Stabilisierung im Segment der Ausrüstung für die Minenindustrie. Mehrwert für Aktionäre wird im Unternehmen auch durch attraktive Dividendenausschüttungen erzeugt.

#### Kampf der Uhren

Bislang zeigte sich der Swatch-Konzern gelassen mit Blick auf mögliche Folgen durch die Konkurrenz von Smartwatches, mit denen u.a. Samsung und Apple auf den Markt drängen. Allerdings spricht die Preissetzungsmacht der Schweizer weiterhin für ihre Produkte. Swatch (WKN: 865126) ist nicht nur im Luxus-Preis-segment u.a. mit den Marken Breguet, Omega und Longines, sondern auch in der mittleren Preisklasse gut positioniert. Dazu zählen Marken wie Rado und Tissot. Über diese Schiene kann das Unternehmen von der Konsumbereitschaft in der entstehenden Mittelschicht der Emerging Markets profitieren. Experten sehen bei Swatch einen deutlichen Bewertungsabschlag gegenüber vergleichbaren Unternehmen. Swatch-Unternehmenschef Georges Nicolas Hayek hält 40% der Aktien und hat damit bei dem Unternehmen „the skin in the game“ (eigentümergeführt), eine Situation, die Value-Investoren gerne sehen. Swatch ist eines der Unternehmen, in die Tom Stubbe Olsen investiert.

#### Fazit

In Zeiten breit steigender Aktienmärkte wird es nicht einfacher, attraktiv bewertete Unternehmen zu günstigen Preisen zu erwerben. Das heißt allerdings nicht, dass der Markt völlig abgegrast ist. Der Blick über den Tellerrand lohnt. Paul Ehrlichman von ClearBridge fand mit Grendene, einem brasilianischen Schuhhersteller, und Koito Manufacturing, einem japanischen Hersteller von LED-Lampen für Autos, noch Value-Perlen. Die Titel werden in Deutschland allerdings nicht gehandelt. Wer eher exotische Titel schätzt, für den könnten einige speziell darauf fokussierte Value-Fonds interessant sein. Mehr Informationen dazu in der Rubrik „Fonds Inside“ (S. 40). ■

Christian Bayer



...IN GOLD  
WE TRUST !



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

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

## Interview

# „Wir sehen uns als Querdenker“

Gespräch mit dem Value-Investor **Paul Ehrlichman** von ClearBridge Investments über seinen Anlagestil, Fehlbewertungen, Value-Fallen und seinen größten Anlagefehler



Der Amerikaner Paul Ehrlichman ist Head of ClearBridges Global Value Equity Investment Team. Er hat sein Studium der Finanzen und der quantitativen Analyse an der La-Salle-Universität, Philadelphia (USA), mit dem Bachelor of Science abgeschlossen. Nach der universitären Ausbildung war er als Aktienanalyst und Portfoliomanager tätig. Danach arbeitete er 18 Jahre lang als Global Equity Chief Investment Officer und Managing Director bei Brandywine Global.

**Smart Investor: Mr. Ehrlichman, beschreiben Sie doch bitte Ihren Investmentansatz und Value-Stil.**

*Ehrlichman:* ClearBridge ist ein aktiver Value-Manager und verfolgt einen disziplinierten Investmentansatz. Wir suchen nach unterbewerteten Qualitätsunternehmen, die ihr Wachstumspotenzial bisher noch nicht voll entfalten konnten. Die Titelauswahl erfolgt in drei Schritten: Zunächst screenen wir mit unserem robusten Eliminierungsprozess 95% der weltweiten Aktien. Anschließend wird mit Hilfe quantitativer Tools ermittelt, wann der richtige Zeitpunkt für den Einstieg in eine Aktie ist. Die Qualität eines Titels bewerten wir anhand von Value, Wachstum, Bewertung und Momentum. Die aktuelle Bewertung ist hier sicherlich das wichtigste Kriterium. Doch wenn ein Unternehmen kein Wachstum vorweisen kann oder aber in einem Marktsegment ohne Momentum operiert, lohnt sich der Einstieg auch bei günstiger Bewertung nicht. Im letzten Schritt stellen wir dann sicher, dass wir das Portfolio ausreichend und über mehrere Sektoren hinweg diversifiziert und dabei ein stringentes Risikomanagement angewandt haben. Kurz: Wir kaufen Qualität und Momentum zum günstigen Preis.

**Smart Investor: Was geben Sie Anlegern für einen erfolgreichen Value-Ansatz im aktuellen Marktumfeld mit auf den Weg?**

*Ehrlichman:* Im aktuellen Marktumfeld sind viele Vermögenswerte schlicht falsch bewertet. Nehmen Sie den amerikanischen Einzelhandel als Beispiel: Seit dem Tiefstand 2009 sind die Umsätze um 31% gestiegen. Die Aktien der Einzelhändler hingegen um 300%. Das ist offensichtlich gefährlich. Zwar sind die Unternehmensgewinne ebenfalls

signifikant angestiegen, allerdings aus den falschen Gründen. Nicht etwa Umsatzsteigerungen haben für mehr Gewinn gesorgt, sondern Aktienrückkäufe, ein geringeres Zinsniveau und die niedriggehaltenen Löhne. Deshalb glaube ich, dass die Herausforderung für Anleger vielmehr in diesen scheinbar unaufhaltsamen Kräften liegt, die Margen und Bewertungen hochtreiben.

**Smart Investor: Und was können Anleger dagegen tun?**

*Ehrlichman:* Sie sollten nach Qualitätsunternehmen mit Mehrwert, solider Nachfrage und einer starken Wachstumsdynamik Ausschau halten. Meiden sollten sie hingegen Unternehmen, deren Ergebnisse belastet sind und die deshalb nicht wachsen. Wir achten beispielsweise darauf, dass die Bewertungen immer attraktiv sind. Nach einer mehrjährigen Hausse ist es wichtig, dass die Unternehmen heute günstiger bewertet sind als im historischen Durchschnitt und sie auch in Zukunft noch Marktanteile gewinnen können. Dabei sollten interne Treiber stärker ins Gewicht fallen als die Abhängigkeit von makroökonomischen Entwicklungen. Ein gutes Beispiel hierfür ist ThyssenKrupp. Das Unternehmen durchläuft gerade einen Strategiewechsel und will weg vom Stahl hin zu mehr Technik. Das spiegelt sich aber noch nicht im Aktienkurs wider. Wir setzen auf diese Transformation – unabhängig davon, wie sich das äußere Umfeld oder der Stahlpreis entwickelt.

**Smart Investor: Wie lassen sich denn Value-Fallen vermeiden?**

*Ehrlichman:* Das ist einfach: Man sollte nie einsteigen, wenn ein Unternehmen auf dem Höhepunkt seiner Rentabilität ist. So simpel

es klingt, auf der Suche nach günstig bewerteten Unternehmen vergessen Anleger häufig den Blick hinter die Kulissen. Ein schlechtes Management, rückläufige Marktanteile oder ein Sektor, der sich im jeweiligen Marktumfeld schwer tut, sind typische Value-Fallen. Entscheidend ist das richtige Markt-Timing. Häufig wird entweder zu früh gekauft und aber das Erholungspotenzial überschätzt. Nicht alle Aktien, die günstig bewertet sind, lohnen sich auch. Als antizyklische Investoren greifen Value-Investoren leider viel zu oft ins fallende Messer. Das tun wir zwar auch, doch fassen wir das Messer am Griff und nicht an der Schneide.

**Smart Investor: Was war Ihr größter Anlagefehler?**

*Ehrlichman:* Wir sind alle nur Menschen. Deshalb ist auch für uns die größte Gefahr, an den Verlierern zu lange festzuhalten und die Gewinner zu früh zu verkaufen. Ein Beispiel für Ersteres, an das ich mich gut erinnere, ist Myer – Australiens größtes Kaufhaus. Wir haben die Aktie für 3 USD gekauft. Nach zwei Jahren war sie nur noch 2,16 USD wert. Das lag vor allem an der enormen Konkurrenz von Online-Warenhäusern, weshalb der ganze Sektor sein Wachstum kaum noch steigern konnte. In der Behavioural-Finance-Theorie spricht man hier auch vom Anker-Effekt. Aber es geht auch anders herum, wie das Beispiel Ingenico zeigt. Das französische Unternehmen, das sich auf den kartengestützten Zahlungsverkehr speziali-

siert hat, haben wir während der Finanzkrise günstig für 15 EUR gekauft und bei 45 EUR wieder verkauft. Heute steht die Aktie bei 70 EUR. Will man als Anleger ein Urteil fällen, greift man häufig auf bisherige Erfahrungen zurück und versucht diese auf die jeweilige Situation zu übertragen. Davon muss man sich frei machen.

**Smart Investor: Ihr Legg Mason ClearBridge Global Equity Fund (WKN: A0LA7V) hält einen hohen Anteil an Finanzwerten. Wo finden Sie in dem Sektor noch Value?**

*Ehrlichman:* Tatsächlich machen Finanztitel derzeit den größten Anteil am Portfolio des Legg Mason ClearBridge Global Equity Fund aus. Doch gemessen am Vergleichsindex oder der -gruppe haben wir ein sehr geringes Engagement bei Finanzwerten. Der Sektor ist derzeit sogar unsere stärkste Untergewichtung. Das liegt vor allem daran, dass sich europäische Finanzwerte in jüngster Zeit sehr gut entwickelt haben – ebenso wie in den USA. Deshalb schichten wir derzeit Gelder von dort in Schwellenländer oder auch nach Südeuropa um. Außerdem haben wir unseren Anteil an britischen Versicherungen deutlich runtergefahren und uns von Aktien wie dem Direktversicherer Direct Line getrennt. Was Europa betrifft, verabschieden wir uns quasi von den Biertrinkern und wechseln zu den Weinliebhabern nach Spanien oder Italien. Ganz aktuell ist die spanische Banco Santander ins Portfolio gekommen, ebenso wie die italienische Banca Monte dei Paschi di Siena. Außerdem haben wir den italienischen Vermögensverwalter Anima gekauft. Einzige Ausnahme, die nicht zur „von Bier zu Wein“-Regel passt, ist unser Zukauf bei Standard Chartered. Doch die Bank hat einen hohen Marktanteil in Schwellenländern und ist deshalb für uns attraktiv. Wir sehen uns eher als Querdenker und gehen deshalb gerne in Märkte, die Anlegern Sorgen bereiten. Dort bezahlen wir oft weniger als den materiellen Buchwert. Und wenn wir doch einmal mehr bezahlen, werden wir mit höheren Renditen belohnt. Die Unsicherheit in den Märkten kann man als Anleger also auch für sich arbeiten lassen.

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

*Interview: Christian Bayer*



„Qualität und Momentum zum günstigen Preis kaufen“

# RESEARCH ABONNEMENT

Erhalten Sie regelmäßig und **kostenlos** per E-Mail unsere Unternehmens- und Sektoranalysen.

- Rohstoffe
- Immobilien
- Industrie / Chemie
- Konsum / Handel / Medien
- IT / Software
- Energie
- Biotech / Pharma / Healthcare
- Dienstleistungen

Kostenlose Anmeldung über  
[www.BankM.de](http://www.BankM.de)

## Value-Legende Warren Buffett

# Hedgefonds vs. Altmeister

Zum ersten Mal lud Warren Buffett dieses Jahr einen erklärten Kritiker zum „Woodstock der Kapitalisten“ ein.

Buffett ist Kult – wenn das Orakel von Omaha zu seiner Hauptversammlung ruft, folgen ihm daher seine Jünger in Scharen. Mit 37.000 Besuchern gab es dieses Jahr natürlich wieder einen neuen Rekord. Das Prozedere ist dabei jedes Jahr dasselbe: Gleich in der Früh am ersten Samstag im Mai beginnt im CenturyLink-Center in Omaha die Fragen- & Antworten-Runde. Mal gibt Buffett selbst die Antworten, mal sein Stellvertreter Charlie Munger. Häufig hat dieser Buffetts Einlassungen nicht mehr hinzuzufügen als sein berühmtes „I got nothing further to add“.

## Kritiker gesucht

Wie in der Vergangenheit wählte Buffett auch dieses Jahr drei Journalisten und drei Analysten aus, die Fragen der Aktionäre bündeln und vortragen sollten. Doch der 83-jährige Starinvestor wartete dieses Jahr mit einer interessanten Neuerung auf: Er suchte einen erklärten Berkshire-Pessimisten. Klare Vorgabe: Der Kritiker soll die Aktie von Buffetts Holdinggesellschaft leerverkaufen haben („Nachweis erforderlich“). Diesen gesuchten Kritiker fand der Altmeister im Hedgefondsmanager Doug Kass aus Florida (Seabreeze Partners Management). Tatsächlich hat Kass Berkshire-Aktien gehortet. Bereits 2008 veröffentlichte er einen Artikel, in dem er elf Gründe nannte, warum man die Buffett-Aktie jetzt verkaufen sollte – angesichts der Performance des Papiers seither wohl eher ein schlechter Rat. Der von Buffett bewusst gesuchte Schlagabtausch mit dem Kritiker war daher wohl das Highlight des „Woodstocks der Kapitalisten“.



## Nichts Neues in Omaha

Die erste Frage des Short-Investors zielte auf die grundsätzliche Strategie. Seiner Meinung nach kaufe Berkshire mittlerweile zu viele große Unternehmen zu ambitionierten Bewertungen. Deren Renditen seien aber nur gering. Angesichts der Größe des Berkshire-Konglomerats bestehe die Gefahr, dass die Aktie zu einem „besseren Indexfonds“ verkomme und damit zu einem „Witwen- und Waisenpapier“. Berechtigte Kritik – die Antwort darauf hat Buffett allerdings schon seit Jahren in seinem Aktionärsbrief gegeben. Die Renditen werden natürlich, bedingt durch die Größe, geringer werden. Dennoch glaubt er auch heute noch, den S&P 500 schlagen zu können – von Indexfonds daher also keine Spur.

## Buffetts Sohn

Schon eher punkten konnte Kass mit der Frage nach der Qualifikation von Buffetts Sohn Howard für den Posten des Chairman des Board of Directors. Buffett sieht die Chance, bei der Bestellung seines Sohnes einen Fehler zu machen, bei „1 zu 100“. Da Howard Buffett lediglich sogenanntes Non-Executive Board Member werden wird – was in Deutschland vergleichbar mit dem Job eines Aufsichtsrates ist –, sei seine primäre Aufgabe, die Kultur Berkshires sicherzustellen und den CEO zu bestimmen. Buffett wirkte hier jedoch nicht ganz überzeugend. Traditionell kein Freund von Nepotismus bzw. Vetternwirtschaft, konnte er hier nicht ganz genau darlegen, warum dies nun gerade ausschließlich sein eigener Sohn kann.

## Klare Prinzipien

Auf die Frage nach weiteren Vorzugsaktien-Deals war die Antwort klar: Auch seine Nachfolger sollten die Berge an Kapital und den guten Namen benutzen, um Firmen einen Rettungsanker zuzuworfen. Berkshire solle „die 0800-Nummer für Firmen in schwierigen Zeiten werden“. Die kritischen Fragen belebten die Diskussion – trotzdem wird es keine gute Idee sein, gegen den Fels in der Brandung zu wetten. Seiner generellen Einstellung zu Short-Geschäften bleibt Buffett zudem treu. Kass fragte relativ direkt, ob Berkshire ihm nicht vielleicht 100 Mio. für Short-Spekulationen zur Verfügung stellen würde. In der Vergangenheit habe er schließlich bewiesen, dass er mit Leerverkäufen gutes Geld verdienen könne. Der 89-jährige Munger gab ihm darauf eine klare Antwort: „Nein, shorten ist kein Geschäft, das uns anzieht“.

*Christoph Karl*

# zkk

## Zürcher Kapitalmarkt Konferenz

10. September 2014

Park Hyatt Zürich  
Beethoven-Strasse 21  
8002 Zürich

Anmeldung und Informationen  
auf [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de)



Veranstalter



Rechtspartner



Medienpartner Gold



Medienpartner Silber



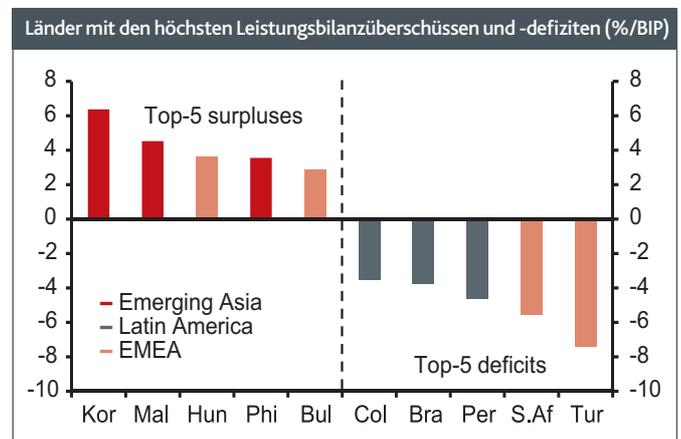
## Emerging Markets

# Selektion weiter Pflicht an den Schwellenländer-Börsen

Aktien aus aufstrebenden Ländern sind vielfach mit Risiken behaftet – dennoch gibt es günstig bewertete Anlageoptionen, die das Chance-Risiko-Verhältnis vorteilhafter gestalten.

Wenn unter Investoren die Rede auf die Schwellenländer kommt, dann wird als eines der wichtigsten Anlageargumente stets auf das dort überdurchschnittliche Wirtschaftswachstum verwiesen. Die sich daran knüpfende Hoffnung an steigende Aktienkurse erfüllt sich in der Regel aber nur, wenn auch die Unternehmensgewinne entsprechend zulegen und das Bewertungsniveau nicht kontrahiert. Wachstum alleine ist jedenfalls erfahrungsgemäß keine Garantie für eine boomende Börse. Das bestätigt das Beispiel Chinas ein-drucksvoll. Dort können die Aktienindizes schon lange nicht mehr mit dem Wirtschaftswachstum mithalten. Auch die Emerging Markets allgemein hinken in den vergangenen fünf Jahren der Performance an den Aktienmärkten der entwickelten Länder hinterher. Deshalb sollte die Prognose von im Schnitt auch künftig schneller wachsenden Volkswirtschaften in den Schwellenländern ebenso wenig überbewertet werden wie die OECD-Warnung vor einer Wachstumsrate, die sich im Schnitt bis 2020 weiter auf 4,7% p.a. ermäßigen soll, nachdem es vor der Krise des Jahres 2008 noch im Schnitt ein Plus von 6,3% war.

Wichtiger als das sind die Aussichten für die Unternehmensgewinne. Hier sind die Prognosen im Jahresverlauf zwar stetig gestutzt worden, die UBS rechnet aber immerhin für 2014 noch mit einem Zuwachs bei den Ergebnissen von durchschnittlich 10%. Mut macht mit Blick auf die Emerging Markets abgesehen davon aber vor allem die Bewertung. Denn nachdem es da phasenweise eine Überhitzung gab, sieht es jetzt wieder viel vorteilhafter aus. Im eigenen historischen Vergleich bewegt sich das KGV für den MSCI Emerging Markets Index mit 11,5 für 2014 zwar praktisch auf dem in früheren Jahren gültigen Niveau. Verglichen mit dem MSCI Welt Index, dem momentan ein KGV von 16,1 zugestanden wird, ergibt sich aber ein deutlicher Bewertungsabschlag. Die sechs mit KGVs von jeweils unter zehn am günstigsten bewerteten Weltbörsen zählen mit Südkorea, Rumänien, Argentinien, Pakistan, China und Russland übrigens allesamt zur Kategorie Emerging Markets. Günstig gestaltet sich auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis von im Schnitt 1,53. Denn laut Deutsche Bank liegt das nicht nur fast 23% unter dem Durchschnittsniveau der vergangenen 10 Jahre, sondern auch unter dem Durchschnittsniveau von 2,15 an den entwickelten Börsen.



Kor = Korea, Mal = Malaysia, Hun = Ungarn, Phi = Philippinen, Bul = Bulgarien, Col = Kolumbien, Bra = Brasilien, Per = Peru, S.Af = Südafrika, Tur = Türkei; Quelle: Capital Economics

## Bewertungen sollten die Risiken kompensieren

Bewertungsabschläge wie diese sind für Aktien aus Schwellenländern wichtig, weil die Risiken eines Investments in der Region als relativ hoch einzustufen sind. Das bestätigen auch die in den meisten Jahren volatileren Kursausschläge als an den etablierten Börsen. Erklären lässt sich das unter anderem mit höheren politischen und volkswirtschaftlichen Gefahren. Aktuell gelten beispielsweise Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten wie Kolumbien, Brasilien, Peru, Südafrika und die Türkei für den Fall einer Zinswende in den USA als besonders gefährdet. Zumindest dann, wenn das einen Abzug von Kapital auslösen sollte. Im ersten Quartal kam es wegen der aufkommenden Diskussion um höhere US-Leitzinsen zu einer Ausverkaufswelle an den Emerging-Markets-Börsen. Ob das wieder passiert, dürfte allerdings stark davon abhängen, wie die Konjunktur auf höhere Zinsen reagiert. Sollte die Zinswende nur eine robustere Konjunktur signalisieren und steigende Unternehmensgewinne nach sich ziehen, dann könnte laut den Analysten von JP Morgan wie schon in der US-Zinserhöhungsphase von 2003 bis 2006 die Kursreaktion sogar gelassen oder positiv ausfallen. Der Index MSCI Emerging Markets notiert

Tab. 1: Volkswirtschaftliche Kennziffern zu den Schwellenländern

Region/Land	Anteil am BIP der Welt (%)*	BIP-Wachstum (%)						Verbraucherpreise (%)			Leistungsbilanzsaldo bez. auf nom. BIP		
		Veränderung gegenüber dem Vorjahr											
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2013	2014	2015			
Mittel-/Osteuropa	7,1	2,0	1,5	2,5	4,6	4,8	6,0	-0,4	-1,2	-1,0			
Polen	0,9	1,6	3,2	3,4	1,1	0,8	2,1	-1,3	-1,6	-2,4			
Ungarn	0,2	1,1	2,9	3,1	1,7	0,4	2,5	3,0	1,7	1,1			
Tschechien	0,3	-0,9	2,4	2,6	1,4	0,7	1,8	-1,4	-0,7	-0,7			
Naher Osten/Afrika	2,8	3,8	3,3	4,4	6,2	6,3	6,7	2,0	2,8	1,2			
Südafrika	0,7	1,9	1,9	3,4	5,8	5,9	5,0	-5,8	-5,5	-4,6			
Lateinamerika	8,0	2,6	1,8	3,0	8,4	12,0	9,9	-1,7	-2,5	-2,3			
Brasilien	2,8	2,5	1,3	2,2	6,2	6,5	6,0	-3,6	-3,7	-3,8			
Mexiko	2,1	1,1	2,7	3,7	3,8	4,0	3,3	-2,1	-1,5	-1,6			
Argentinien	0,9	3,0	-1,0	2,8	20,7	36,9	27,2	-0,7	-0,6	-0,5			
Chile	0,4	4,2	2,9	4,4	1,9	4,0	2,8	-3,4	-2,4	-2,7			
Asien ohne Japan	28,4	6,1	5,9	6,2	4,2	3,7	3,7	1,7	2,0	2,0			
China	15,4	7,7	7,4	7,4	2,6	2,3	2,7	2,0	1,8	1,0			
Indien	5,8	4,7	4,9	5,7	10,0	8,1	7,6	-2,6	-2,6	-3,3			
Südkorea	1,9	3,0	3,5	3,0	1,3	1,7	2,1	5,4	4,6	3,9			
Philippinen	0,5	7,2	5,6	5,5	2,9	4,3	3,9	3,5	2,8	2,7			
Emerging Markets	46,3	4,7	4,4	5,0	5,1	5,4	5,3	0,8	0,8	0,8			

\*) Von 2013 mit Kaufkraftparitäten umgerechnet; Quelle: IWF



Bei den Schwellenländer-Börsen sollte man vor einem Investment genauer hinschauen.

inzwischen jedenfalls wieder höher als im Mai 2013, als die Diskussion über die Drosselung der Anleihekäufe durch die US-Notenbank erstmals aufkam.

Trotz aller Vorteile, die eine moderate Bewertung für die Aussichten auf einen langfristigen Anlageerfolg mit sich bringt, darf natürlich auch nicht vergessen werden, dass günstige Bewertungen oft auch einen Grund haben. So lässt in Ländern wie China oder Russland beispielsweise die Corporate Governance und allgemein auch die Behandlung der freien Aktionäre zu wünschen übrig.

Davon häufig betroffene Unternehmen mit Staatseinfluss sind deshalb oft ganz besonders günstig. Moralisch am konsequentesten wäre es natürlich, solche Investments ganz zu meiden. Allerdings ist es bei so einer Haltung auch nicht einfach, immer an der richtigen Stelle eine Trennlinie zwischen „Gut“ und „Böse“ zu ziehen. Wenn es ums Geld verdienen geht, verdrängen viele Anleger sowieso noch immer oft die Frage, ob man mit dem Kapital kriminelle Machenschaften wie Selbstbereicherung in der Führungsetage unterstützt. Die typische Einstellung brachte mit Blick auf russische Unternehmen jüngst der bekannte Asset-Allocation-Spezialist ▶

Foto: iStock / bechomack

Anzeige

## Neue kostenfreie Webinarreihe

# Trading für Berufstätige und Vielbeschäftigte 2014



### TERMINE UND ABLAUF

Webinare im wöchentlichen Rhythmus

Jeweils montags um 19:00 Uhr

Jetzt einsteigen und Wissen aufbauen

**JETZT KOSTENLOS ANMELDEN**  
www.kursplus.de

EA **Guidants**

**DZ BANK**

**Eniteo.de**  
Das Derivateportal der DZ BANK

**kurs+**  
www.kursplus.de

Tab. 2: Anlageideen für die Emerging Markets

Name	WKN	Branche	Kurs	Höchst- kurs 1 J.	Tiefst- kurs 1 J.	Gewinn / Aktie 14e	KGV 14e	Div. / Aktie 14	Div.Rend. 14e
<b>Aktien</b>									
Gazprom OAO	903276	Öl/Gas	5,88	7,298	4,514	1,96	3,00	0,30	5,10%
Lukoil OAO	899954	Öl/Gas	42,13	49,045	33,56	10,30	4,09	2,60	6,17%
Vale S.A.	897998	Rohstoffe	9,20	11,799	7,861	1,19	7,73	0,525	5,71%
BHP Billiton Ltd.	850524	Rohstoffe	26,41	27,071	22,944	2,06	12,82	0,94	3,56%
Old Mutual Plc.	A1JVCC	Finanzen	2,52	2,58	2,03	0,226	11,15	0,109	4,33%
Samsung Electronics Co. Ltd.	896360	Elektronik	478,87	529,90	408,95	64,50	7,42	5,40	1,13%
Hyundai Motor Co. Ltd.	885166	Auto	55,70	56,75	29,90	8,50	6,55	0,47	0,84%
Tata Motors Ltd.	A0DJ9M	Auto	31,13	31,54	16,32	3,33	9,35	0,15	0,48%
Sasol Ltd.	865164	Energie/Chemie	42,42	43,502	33,544	4,19	10,12	1,5000	3,54%
China Railway Constr. Corp. Ltd.	A0NEWB	Transport	0,68	0,856	0,51	0,115	5,87	0,017	2,52%
<b>Zertifikate</b>									
	WKN	Emittent	Kurs	ld. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	seit Emis	Volat. 1 J.	Spread
RTS Open End Index	DROQUK	Commerzbank	91,85	-4,35%	0,72%	-25,59%	-24,64%	30,77	4,29%
ROTX Open End Index	ABN6US	RBS	8,14	-0,61%	19,15%	5,12%	-30,26%	16,37	1,73%
<b>Fonds</b>									
	WKN	KGV	Kurs					TER	Ausgabe-A.
Frontier Markets Equity A	A1C9QA	Schroder Investm.	123,74	22,95%	30,93%	79,01%	61,71%	2,20%	max. 5,0%
Danske Invest Global Emerg. Markets Small Cap A	A1C10X	Dankse Invest	29,20	9,66%	1,35%	21,64%	94,40%	1,95%	max. 3,0%

*Emis. = Emission; TER = Total Expense Ratio; Volat. = Volatilität; Ausgabe-A. = Ausgabeaufschlag; n.v. = nicht verfügbar; Umrechnungskurs: 1,3523 USD; Quellen: Bloomberg; Factset*

James Montier in einem Roundtable-Gespräch sinngemäß wie folgt zum Ausdruck: Selbst wenn in den Unternehmen die Hälfte des Gewinns gestohlen wird, handeln sie immer noch zu einem tiefen KGV. Also was soll's?

### Russische Aktien besonders günstig

Wer ähnlich denkt, der findet an der russischen Börse derzeit viele Schnäppchen. Auch bedingt durch die Krim-Krise beträgt das Markt-KGV nur 5,1 (Siehe auch Interview mit Fondsmanager Michael Keppler in SI 7/2014 auf S. 74). Ein Energie-Riese wie **Gazprom** kommt wegen der angesprochenen Corporate-Governance-Problematik sogar nur auf ein geschätztes KGV von gut 3. Nur rein an der Bewertung gemessen ist das ein Niveau, von dem Schnäppchenjäger sonst nur träumen. Günstig bewertet kommt bei einem KGV von gut 4 mit **Lukoil** auch ein zweiter russischer Öl- und Gaskonzern daher, wobei ähnlich wie bei Gazprom auch die Dividendenrendite ansehnlich ist. Apropos Dividenden: Auch in den Schwellenländern tragen diese nicht unerheblich zu dem mit Aktien zu erzielenden Anlageerfolg bei. Deshalb macht es Sinn, sich dividendenstarke Titel ins Depot zu legen. Titel mit einer respektablem Dividendenrendite lassen sich vor allem im lange vernachlässigten Rohstoffsektor finden. In diesem Segment die Fühler auszustrecken, macht zum einen wegen dessen traditionell hoher Korrelation mit dem Anlegersektiment zu Emerging Markets Sinn. Zum anderen sind auch hier die Bewertungen oft noch moderat und jüngst hat die Branche damit begonnen, wieder relative Stärke gegenüber dem Gesamtmarkt aufzubauen. Den „Cut“ schaffen diesbezüglich der brasilianische Rohstoffkonzern **Vale** oder der australisch-britische Rohstoff- und Bergbaukonzern

**BHP**. Wobei bei BHP neben der regulären Dividende vor allem die Aussicht auf eine Sonderausschüttung lockt, die durch die Trennung von Randgeschäften winkt.

Eine beliebte Möglichkeit, die sich in den Emerging Markets ergebenden Chancen zu spielen, ist ein Investment in Konsumunternehmen aus dem Westen. Aktien wie Unilever sind aber gerade wegen dieser Beliebtheit noch immer relativ hoch bewertet. Für wen diese Ausgangsidee trotzdem Charme hat, der kann es alternativ im Finanzsektor versuchen. So gehen die Wachstumschancen, die der britische Finanzdienstleister **Old Mutual** in Afrika, Asien und Lateinamerika erschließt, mit einem geschätzten KGV von unter elf und einer Dividendenrendite von 4,4% einher. Interessant bewertet sind ansonsten auch einige Gesellschaften aus den Schwellenländern selbst, die es zu internationalen Champions geschafft haben oder auf dem Weg dorthin sind. Dazu zählen aus Südkorea der Elektronikkonzern **Samsung Electronics** und der Autobauer **Hyundai Motor**, in Indien der Autoproduzent **Tata Motors** und in Südafrika der Energie- und Chemiekonzern **Sasol**. Wer ansonsten unbedingt etwas am nicht einfachen chinesischen Aktienmarkt machen will, der kann in der Hoffnung auf einen Ausbau des Schienenverkehrs dort sein Glück mit **China Railway Construction** versuchen.

### Fazit

Ausgewählte Schwellenländer-Investments sind derzeit vor allem aus Bewertungsüberlegungen heraus interessant. Weil auch an der Börse oft der Gewinn im Einkauf liegt, sollten konsequent moderat bewertete Aktienmärkte oder Einzeltitel bevorzugt werden. ■

Jürgen Büttner

# Forum

Financials & Real Estate 2014

*Discover Value & Growth*

## Forum Financials & Real Estate

Die große Investorenkonferenz für Investment Professionals  
mit Fokus auf dynamische Finanz- und Immobilienaktien  
am 10. September 2014, Hilton, Frankfurt am Main

9:00 – 17:40 Uhr: Unternehmenspräsentationen, Group Meetings, Einzelgespräche mit den Vorständen

12:50 Uhr: Lunch

ab 17:40 Uhr: Get-Together Cocktailparty

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

### Es präsentieren u. a.

CA Immo

EYEMAXX Real Estate

Peach Property Group

PORR

Prime Office

S IMMO

SE Swiss Estates

UBM

VIB Vermögen

Warimpex

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

Gold Sponsor



Gastgeber



Der Spezialist für Finanzaktien

Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien

Premium Partner



Die Nummer 1 in der Finanzkommunikation

Griechische Börse

# Anlageideen aus Athen

Die Athener Börse bietet risikoaffinen Investoren durchaus Aktien mit interessanten Bewertungskennziffern

Nach einer starken Kurserholung von fast 135%, die der Athex General Index von Ende Juli 2012 bis März 2014 verbuchte, bewegt sich der griechische Aktienmarkt seitdem in einem Seitwärtstrend. Dieses Kursverhalten passt zu der offenen Frage, ob die Turbulenzen ausgestanden sind oder sich die Krise wieder zurückmelden wird. Eine Antwort darauf fällt auch deshalb schwer, weil zuletzt andere EU-Peripheriestaaten wieder für negative Schlagzeilen sorgten. So erlebte das benachbarte Bulgarien einen kleinen Bankenrun und auch in Portugal wackelt ein Finanzinstitut. Schlecht gemanagt birgt das Ansteckungsgefahr.

## Hauptproblem bleibt die Schuldenlast

Griechenland selbst hat sich dagegen zuletzt vergleichsweise stabil präsentiert. Demonstriert wird zwar immer noch und manches, wie die Privatisierungen, geht nur schleppend voran. Aber im Vergleich mit anderen Ländern hat Griechenland überraschend viele Reformen umgesetzt (siehe Grafik). Deutlich verbessert hat sich auch die Produktivität und es besteht die Chance auf das erste Wachstumsjahr nach sechs Jahren Rezession. Bei einem vom Finanzministerium geschätzten Plus von 0,6% für 2014 dürfte der Zuwachs zwar gering ausfallen, doch nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt seit 2008 um rund 23% geschrumpft ist, wäre das schon ein Erfolg. Erfolge gibt es auch an der Schuldenfront. Von Januar bis Mai 2014 ergab sich für den Staatshaushalt ein Primärüberschuss von 1,2 Mrd. EUR.

Tab. 1: Griechenland – Volkswirtschaftliche Daten und Prognosen

	2013	2014	2015
BIP (Veränderung in %, real)	-3,9	0,6	2,9
Inflation (%)	-0,9	-0,8	0,3
Arbeitslosenquote (%)	27,3	26,0	24,0
Haushaltssaldo (% des BIP)	-12,7	-1,6	-1,0
Leistungsbilanzsaldo (% des BIP)	-2,4	-2,3	-2,2
Staatsverschuldung (% des BIP)	175,1	177,2	172,4
Jährliche Neuverschuldung (% des BIP)	2,6	2,7	1,9
Ease of Doing Business 2014	72 von 189 Ländern		
Global Competitiveness Index 2013-2014	91 von 148 Ländern		
Corruption Perception Index 2013	80 von 177 Ländern		

Quelle: Germany Trade & Invest

*Ausgewählte Investitionen im griechischen Aktienmarkt haben trotz Risiken das Zeug zum Volltreffer zu werden.*

Wobei allerdings nicht vergessen werden darf, dass unter Berücksichtigung der Zinszahlungen noch immer ein dickes Minus besteht. Außerdem ist der Schuldenstand mit 177% gemessen am Bruttoinlandsprodukt nach wie vor sehr hoch. Ein Niveau, bei dem sich ebenso wie bei der Arbeitslosenquote von fast 27% die Frage stellt, wie das Land damit langfristig zurecht kommen will. Gestopft werden die Löcher weiter mit EU-Hilfsgeldern, zudem hat das Land selbst nach vier Jahren Abstinenz die Rückkehr an den Kapitalmarkt geschafft. Für empfehlenswert halten wir hier einen Einstieg wegen der gemessen an den Risiken geringen Renditen (zehnjährige Staatsanleihen bringen gut 6%) jedoch nicht.

Vielleicht hat Griechenland aber schon so etwas wie einen weißen Ritter gefunden. Gemeint ist damit China. Investoren aus dem Reich der Mitte wollen nach 3 Mrd. USD in den Hafen von Piräus weitere Milliarden in andere Häfen, Flughäfen und Eisenbahnen stecken. Das Geld aus Fernost dürfte auch deshalb willkommen sein, weil die Chinesen in Sachen Korruption und Filz vermutlich nicht so genau hinsehen werden. Der Infrastruktur des Landes winkt so ein Modernisierungsschub und das wiederum stützt den ohnehin bereits boomenden Tourismus. Es gibt somit durchaus wirtschaftliche Hoffnungsschimmer. Trotzdem kommt der Athex General Index, der in der Spitze 91% an Wert verlor, seit der zweiten Oktoberhälfte 2013 nicht mehr vorwärts. Nach der vorherigen deutlichen Kurserholung ist das aber nur normal. Schlecht ist die Stimmung an der Athener Börse jedenfalls nicht. Das zeigen auch die laufenden IPO-Pläne von Eltex Wind – der ersten potenziellen Neuemission seit fünf Jahren. Selbst in Deutschland scheint es wieder Interesse an griechischen Aktien zu geben, wie die jüngst erfolgte Vertriebszulassung für den Hellas Opportunities Fund als einzigen rein griechischen Aktienfonds zeigt. Wer eine Wette auf Griechenland riskieren will, der kann aus Gründen der breiteren Streuung sein Glück mit diesem Fonds oder einem Zertifikat versuchen. Wer das mit einer Einzelanlage verbundene Risiko nicht scheut, findet aber vor allem bei ausgewählten Einzelwerten noch Schnäppchen.

## Von Buchwert-Perlen und Dividenden-Königen

Schenkt man etwa den Angaben des Brokers Alpha Securities Glauben, dann kommt der Versorger **Public Power Corporation** nur auf ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,4. Das ist zu niedrig,

Tab. 2: Anlageideen für den griechischen Aktienmarkt

Name	WKN	Branche	Kurs	Höchst-kurs 1 J.	Tiefst-kurs 1 J.	Gewinn/Aktie 14e	KGV 14e	Div./Aktie 14	Div.Rend. 14e
Public Power Corporation S.A.	982549	Versorger	10,53	12,75	5,85	0,83	12,69	0,275	2,61%
Mytilineos Holdings S.A.	934398	Mischkonzern	6,00	7,32	3,94	0,453	13,25	0,14	2,40%
Alpha Bank S.A.	876116	Bank	0,66	0,784	0,389	Verlust	n.v.	0,00	0,00%
Motor Oil Hellas S.A.	794038	Ölhandel/Raffinerien	7,68	10,30	6,40	0,65	11,82	0,32	4,17%
Hellenic Exchanges S.A.	941206	Börsenbetreiber	7,54	9,52	5,51	0,384	19,64	0,224	2,97%
Zertifikat	WKN	Ermittent	Kurs	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	seit Emis.	Volat. 1 J.	Spread
X-pert Zertifikat FTSE/Athex 20	DB0CFF	Deutsche Bank	3,74	-0,16%	34,16%	-30,63%	-69,84%	28,85%	0,53%
Fonds	WKN	KGV	Kurs				Verw.-geb.	Ausgabe-A.	
HELLAS Opportunities Fund (P)	A1WZH5	FRANKFURT-TRUST Invest Luxemburg AG	46,10	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	1,55% p.a.	bis zu 5,00%

Volat. = Volatilität ; Verw.-geb. = Verwaltungsgebühr; Emis. = Emission; Ausgabe-A. = Ausgabeaufschlag; n.v. = nicht verfügbar;  
Quellen: Bloomberg; Factset

falls die Wirtschaft wieder anspringt und damit die Nachfrage nach Strom. Zudem birgt das Unternehmen weiteres Restrukturierungspotenzial. Dazu gehört auch der Verkauf von Teilbereichen, wogegen allerdings wie üblich protestiert wird. Die Analysten von Alpha veranschlagen das Kursziel mit 16,80 EUR trotzdem deutlich über der aktuellen Notiz von 10,24 EUR. Unter Buchwert wird mit einer Kennziffer von 0,8 auch der Mischkonzern **Mytilineos Group** gehandelt. Die zu den führenden Industriefirmen des Landes zählende Gesellschaft wird laut dem Broker Wood & Company 2013 und 2014 zusammengerechnet einen freien Cash-flow von 420 Mio. EUR erwirtschaften. Das entspricht 61% der aktuellen Marktkapitalisierung von 687,5 Mio. EUR.

Fürsprache von führenden Investmentbanken wie etwa Morgan Stanley bekommen auch die noch unter einer hohen Quote neulidender Kredite ächzenden griechischen Bankaktien. Doch die Institute konnten zuletzt Kapital einwerben und ihre Eigenkapitalquoten stärken. Zudem glaubt Morgan Stanley bei einer sich weiter stabilisierenden Wirtschaft an sich schnell verbessernde Gewinnmargen. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang auch

ein hoher Marktanteil von 98%, auf den die vier großen Branchenvertreter bei den Einlagen kommen. Legt man die Schätzungen von Wood & Company zugrunde, dann haben ansonsten mit **Motor Oil** und **Hellenic Exchanges** vor allem zwei Aktien das Zeug dazu, zu sehr lukrativen Dividentiteln zu avancieren. So soll der Börsenbetreiber Hellenic Exchanges für die Geschäftsjahre 2014 und 2015 Dividenden ausschütten, aus denen sich Renditen von 6,0% und 7,3% errechnen. Bei der im Handel mit Öl und dem Betreiben von Öl-Raffinerien tätigen Gesellschaft Motor Oil werden die Dividendenrenditen sogar auf 8,8% und 14,0% beziffert.

#### Fazit

Auf dem Kurszettel an der Athener Börse lassen sich noch immer einige günstig bewertete Aktien finden. Zumindest dann, wenn sich mittel- bis langfristig die Unternehmensgewinne normalisieren. Investieren sollte aber nur, wer das passende Risikoprofil zu den weiterhin vorhandenen volkswirtschaftlichen Risiken mitbringt und generell kein Problem damit hat, Geld in ein Land mit einem Profil zu stecken, wie Griechenland es nun einmal aufweist. ■

Jürgen Büttner

Anzeige

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



# „Wesentlicher Baustein des weltweiten Finanzsozialismus“

Smart Investor im Gespräch mit dem Wirtschaftsjournalisten und mehrfachen Buchautor **Janne Jörg Kipp** über die Rolle der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)



*Dipl.-Ök. Janne Jörg Kipp ist ausgebildeter Wirtschaftsjournalist und publiziert seit 15 Jahren zu verschiedensten Fragestellungen aus dem Themengebiet Wirtschaft und Finanzen. In seinen Analysen sagte er unter anderem den Ausbruch der US-Immobilienkrise und den Staatsbankrott Griechenlands voraus. Auch vor einem möglichen Crash der Euro-Zone warnte er frühzeitig. Sein neuestes Werk „BIZ – Der Turmbau zu Basel“ ist 2014 erschienen.*

**Smart Investor: Herr Kipp, in welcher Form nimmt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) Einfluss auf unser Finanzsystem?**

*Kipp:* Formal lediglich indirekt. Die „Bank“ sitzt in Basel und stellt den Rahmen für die Zusammenkunft der Notenbanken dieser Welt. Sie wurde an sich gegründet, um die Reparationszahlungen Deutschlands nach dem ersten Weltkrieg abzuwickeln. Von Anfang an allerdings haben sich die maßgeblichen Notenbanken und deren Präsidenten zum informellen Austausch getroffen und sind so eng miteinander verbunden. Die BIZ stellt vereinfacht gesagt sicher, dass die Geldschöpfungspolitik der Notenbanken aufeinander abgestimmt ist. Dies ist ein supranationaler Eingriff in den Währungswettbewerb. Zinsentscheidungen, die daraus resultierende Geldproduktion und unser Preisgefüge sind letztlich zu einem großen Teil Absprachen der BIZ. Über ihre informelle Macht ist die BIZ als Zentralbank der Zentralbanken sogar ein wesentlicher Baustein des weltweiten Finanzsozialismus, wie dieses System bezeichnet werden könnte. Sie ist entscheidend für die permanente Neuverschuldung und die drohende Inflationierung.

**Smart Investor: Wer kontrolliert und was legitimiert eigentlich die BIZ?**

*Kipp:* Niemand kontrolliert diese faktische Welt-Geldregierung. Die Politik hat höchstens über die Besetzung der Notenbanken Zugriff, der aber allenfalls bis zu den Türen der Baseler Gebäude reicht. Was dahinter passiert, weiß niemand. Zu den „informellen“ Treffen gibt es keine Protokollpflicht, Absprachen müssen nirgends parlamentarisch abgesegnet

werden. Die beiden wesentlichen Kontrollorgane der modernen Demokratie, also Parlamente und Medien, sind faktisch ausgeschaltet. Dazu passt der Standort Schweiz. Einen besseren rechtlichen Schutz kann sich die Bank nicht wünschen, sie führt dort gegenüber dem Staat faktisch ein Eigenleben. Politisch wird das Institut von einer mächtigen Bankenlobby kontrolliert und beeinflusst. So ist das Basel-Regime, die Basel I-, II- und III-Regelungen zur Kreditvergabe von Banken, eine demokratische Farce. Diese Beschlüsse und Vorschläge werden dann auf EU-Ebene gefasst und zurück an die nationalen Regierungen gegeben. Geräuschlos und kaum zu kontrollieren.

**Smart Investor: Sie haben die BIZ als eine der treibenden Kräfte hinter der Euro-Einführung identifiziert. Worin bestand deren Interesse?**

*Kipp:* Zunächst einmal gab es nach dem Zweiten Weltkrieg schlicht ein existenzielles Interesse an einer neuen Aufgabe. Das Institut stand durch seine Verflechtung mit Nazi-Deutschland faktisch vor dem Aus. In den USA gab es massiven Widerstand gegen die Bank, die ihre Rolle im „internationalen Zahlungsausgleich“ – Stichwort: Raubgoldskandal – auf so unrühmliche Weise gespielt hatte. Aber die BIZ schaffte es, den avisierten (west-)europäischen Einigungsprozess vergleichsweise geräuschlos zu begleiten. Die Idee einer einheitlichen Währung entstand ja relativ früh. Aus Sicht einer supranationalen Zentralbank ergaben und ergeben sich gleich mehrere Vorteile: Eine Einheitswährung lässt sich schlicht besser kontrollieren als im freien Wettbewerb stehende Währungen.

Eine kleine Heerschar an Notenbankern kann informell die Zins- und Kreditbedingungen in einem großflächigen Währungsraum festsetzen und hat dabei auch noch volle politische Deckung – das dient nicht nur der BIZ, sondern umgekehrt auch der Politik. Immerhin stellt die BIZ – informell über die Notenbank-Mitglieder – sicher, dass sich die Staaten weiter verschulden können – eine Win-Win-Situation!

**Smart Investor: Dennoch arbeitet die BIZ nach Ihren Erkenntnissen aktiv an einer Aushöhlung des Euro und anderer Fiat-Money-Systeme. Warum?**

*Kipp:* Auch Smart Investor zeigt ja die Mechanismen einer „Financial Repression“ auf. Darunter lässt sich auch die Politik der BIZ gegenüber dem Euro – den ich hier nur stellvertretend nenne –, zusammenfassen. Faktisch sorgt die BIZ mit ihrer Niedrigzinspolitik – vertreten durch die Notenbanken – für eine Ausweitung der Schulden. Früher oder später wird dieses System mangels Substanz in sich zusammenbrechen. Das ist für alle Beteiligten ein offenes Geheimnis, nur spricht darüber fast niemand. Die BIZ mahnt mithilfe ihrer statistischen Abteilung zwar sogar eine restriktivere Haushaltspolitik an – aber das ist Spiegelfechterei. Sie bildet mit der Niedrigzinspolitik den Rahmen für die ausufernde Staatsverschuldung und höhlt den Euro so aktiv aus. Im nächsten Schritt bietet sie dann faktisch auch eine „Lösung“ der Krise an – die Streichung der Schulden per Schuldenschnitt oder eine radikale Währungsreform. Die Dummen sind die Gläubiger.

**Smart Investor: Wie charakterisieren Sie das Zusammenspiel zwischen BIZ, IWF und Weltbank?**

*Kipp:* Da die Schuldenkrise weltumspannend ist, bräuchte es zur „Lösung“ eine supranationale Institution wie IWF, Weltbank oder die BIZ. Es ist ausgeschlossen, dass eine Währung wie US-Dollar oder Euro geräuschlos „reformiert“ werden könnte. Dies würde das Vertrauen vollständig zerschlagen. Zudem sind die großen Gläubiger dagegen. Entscheidend ist, dass die BIZ – anders als Weltbank oder IWF – politisch nicht zu kontrollieren ist. Sie ist die einzige Institution, die das Geschehen zwischen den Notenbanken und Währungsräumen so koordinieren kann, dass es zumindest theoretisch eine neue internationale Geldordnung geben könnte – etwa durch vom IWF neu geschaffene Sonderziehungsrechte, die als neue Währung auf den Konten der Zentralbanken bei der BIZ verbucht und eingeführt werden. Auch eine goldhinterlegte Währung ließe sich über die BIZ einführen. Meiner Einschätzung nach könnte die BIZ eine tragende Rolle bei einer globalen Neuordnung spielen.

**Smart Investor: Was bedeuten diese Tendenzen für die Anleger?**

*Kipp:* Da schließe ich mich Smart Investor an. Geld ist im Fiat-Money-System nichts wert. Kaufen Sie Sachwerte. Immobilien sind interessant, wenn Sie diese selbst nutzen, eigenes Land oder Aktien und Edelmetalle, am besten in einer gesunden Mischung. Ich persönlich würde reine Liebhaberwerte – wie Kunstgegenstände – meiden. ■

*Interview: Ralph Malisch*

Anzeige



MORNINGSTAR®

Kategorie: Wandelanleihen Global  
Wertentwicklung 5 Jahre p.a.

Fondsname

08.05.2009 – 08.05.2014

<b>HWB Convertibles Plus</b>	<b>10,88%</b>
M&G Global Convertibles Euro C Acc	10,07%
F&C Global Convertible Bond A	9,98%
Schroder ISF Global Convertible Bond C USD	9,32%
Convertible Global Diversified UI	8,84%
Aviva Investors Global Convertibles A USD	8,81%
Calamos Global Convertible Opportunities Class A USD Acc	8,21%
Pioneer Investments Global Convertibles	7,97%
Globersel BCM Convertible Acc	7,48%
BlueBay Global Convertible Bond Fund ACCU-R-USD	5,95%



## Berater

# Wo die Gefahren lauern

In Krisenzeiten ist die Kompetenz von Finanzberatern gefragt

## Vernachlässigte Finanzbildung

Der Finanzalphabetismus der Deutschen ist ein Problem, dessen Auswirkungen in vollem Umfang erst noch zum Tragen kommen werden. Immer noch ist die Haltung verbreitet, dass der Staat es, wie in der Vergangenheit, schon richten wird. Das ist jedoch ein Trugschluss, vielmehr werden von der Politik falsche Anreize für Investments gesetzt und die attraktive Anlageklasse Aktien benachteiligt (s. dazu auch das Interview mit Dr. Bruns, S. 74). Die Folgen mit Blick auf das verfügbare Vermögen im Alter werden für viele Deutsche fatal sein. An Schulen wird Finanzbildung sträflich vernachlässigt, möglicherweise durchaus mit Absicht. Denn finanziell aufgeklärte Bürger sind auch kritische Bürger und von der Politik daher nicht gerne gesehen.

## Mandant im Mittelpunkt

Für Anleger ist es hilfreich, sich professionelle Hilfe im Dschungel der Kapitalmärkte zu holen. „Wir sind in einer Umbruchphase, die länger anhalten kann, als wir denken. Daher heißt Beratung

heute weniger die Verwaltung oder Anlage von Vermögen, sondern die Steuerung der Handlungsoptionen und Entscheidungen unserer Mandanten. Eine Art ‚Financial Guide‘, wenn Sie so wollen. Erfolgreiche Finanzbetreuung heißt Mehrwert schaffen, mehr Werte. Finanzielle Ergebnisse sind dabei nur ein, wenn auch wichtiger, Aspekt, unser Leben zu unterstützen“, definiert Regina Fahlbusch von Ars Pecuniae GmbH ihre Sichtweise.

## Honorar oder Provision?

An der Frage, ob Berater über Honorare oder Provisionen entlohnt werden sollen, scheiden sich die Geister. Die beiden Lager stehen sich in der Diskussion meist unversöhnlich gegenüber. Grundsätzlich kann auch ein Berater, der Provisionen erhält, eine gute Finanzberatung leisten. Allerdings ist die Beratung auf Provisionsbasis belastet, weil vielfach Produkte an Kunden verkauft wurden, ohne einen Gedanken über die Eignung für den Kunden zu verschwenden oder gar in der Kenntnis, dass sie nicht geeignet sind. Leider sind diese Missstände in der provisionsbasieren Beratung immer noch vorhanden. Wichtiger als die Frage der Art des Entgeltes ist allerdings die Haltung, die der Berater gegenüber dem Kunden einnimmt. Dies lässt sich leichter festmachen als man gemeinhin denkt. Anleger sollten hellhörig sein, ob in Beratungsgesprächen Produkte oder die eigenen Bedürfnisse und Zielvorstellungen im Vordergrund stehen.

## Markt im Blick

Einen guten Finanzberater macht zudem aus, wie er zu seinen eigenen Prognosen steht. Ein gutes Vorbild geben Value-Investoren ab, die sich der Grenzen menschlicher Prognosefähigkeit bewusst



**Smart Investor  
auf Facebook**

Sagen Sie uns Ihre Meinung

[www.facebook.com/SmartInvestorMagazin](http://www.facebook.com/SmartInvestorMagazin)

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

sind, mögliche Krisen im Blick haben und bereit sind, flexibel zu reagieren. Warren Buffett vertritt die Auffassung, dass man sich so die Unsicherheit zum Freund macht. Tobias Kunkel, von der I S & R GmbH, mahnt zur Wachsamkeit: „Noch kann man durchaus hoffen, dass wir erneut nur wieder eine kleine Korrektur sehen, die sich anfühlt wie Panik. Nach ein paar Prozentpunkten Verlusten ist alles vorbei und dank frisch gedrucktem Geld geht es dann wieder aufwärts. Das kann sich aber sehr kurzfristig schlagartig ändern. Wenn das Pferd nicht saufen will, bringt auch die größte Tränke nichts“, so Kunkel.

## Geld ist nicht alles

Oft werden rund ums Thema Geld wichtige rechtliche Belange vergessen, die allerdings schwerwiegende Auswirkungen haben können. „Damit Sie die Trümpfe in der Hand behalten, ist eine rechtssichere Vorsorgevollmacht ebenso Bestandteil unserer Empfehlung und Beratung. Denn was nutzt es, wenn im Fall des Falles ein vom Gericht bestellter Betreuer u.a. über das Vermögen des Mandanten bestimmt? Wenn also Unvermögen auf Vermögen trifft?“ so Gerhard Müller von der COMPASS e.K. Konzept- & Strategieberatung. Daneben plädiert Müller für geographische Diversifikation von Vermögen: „Gesetzeskonforme Kapitalanlagen und Verwahrstellen im Ausland sind unserer Einschätzung nach so notwendig wie noch nie!“ Das teilweise Verwahren von Vermögenswerten in anderen Ländern und in Verwahrstellen außerhalb des Bankensystems ist ein Teil der Risikostreuung.

## Drohende Enteignungen

Neben der kalten Enteignung der Sparer durch finanzielle Repression wird der Zugriff auf Konten auch außerhalb des Falles Zypern immer konkreter. Spanien hat kürzlich – mit Rückwirkung zum 1. Januar 2014! – eine Zwangsabgabe in Höhe von 0,03% auf alle Bankeinlagen eingeführt. Müller verweist auf die neuen AGB der Sparkassen im Bereich Haftung bei höherer Gewalt, die auch ein Pfandrecht bei Guthabekonten verankern: „Die Sparkasse haftet nicht für Schäden, die durch Störung ihres Betriebs (z.B. Bombendrohung, Banküberfall), insbesondere infolge von höherer Gewalt (z.B. von Kriegs- und Naturereignissen) sowie infolge von sonstigen, von ihr nicht zu vertretenden, Vorkommnissen (z.B. Streik, Aussperrung, Verkehrsstörung) verursacht sind oder die durch Verfügungen von hoher Hand des In- und Auslands eintreten.“

## Fazit

In der politisch manipulierten Welt der Finanzen ist kaum mehr etwas wie es scheint. Berater, denen die Fallen bewusst sind, können ein wichtiger Lotse in gefährlichen Zeiten sein, um für ihre Kunden Vermögenswerte zu erhalten. Dazu ist es notwendig, mögliche Gefahren ins Visier zu nehmen und adäquat darauf zu reagieren. Einen Königsweg in Krisenzeiten wird es nicht geben, das hat bereits die Vergangenheit gelehrt. Allerdings kann man durch das Bewegen der richtigen Stellschrauben statt mit einem Totalverlust mit einem blauen Auge davonkommen, auch das hat die Historie gezeigt. Der Berater mit der richtigen Philosophie unterstützt dabei. ■

*Christian Bayer*



UNIBRAND

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

183059  
320937  
börsen  
münchen

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

Titelstory / Österreichische Schule

# Zwischen Sein und Schein

## Voraussetzungen und Folgen eines Crack-up-Booms

### Der unheimliche Boom

Durch den Grundlagenartikel „Crack-up-Boom“ (CuB) in Smart Investor 4/2009 (er kann über unser Online-Archiv abgerufen werden) wurde dieses Phänomen einer „aufbrechenden Scheinblüte“ einem breiteren Leserkreis bekannt gemacht. Inzwischen schreiben wir das Jahr 2014. Aktienindizes auf historischen Höchstständen und boomende Immobilienmärkte sind die oberflächlich sichtbaren „Erfolge“ von Geldmengenausweitung und Finanzieller Repression. Das eigentliche Aufbrechen von Güter- und Geldsphäre – sowie etliche weitere Phänomene eines CuB, die im Folgenden noch ausführlicher beschrieben werden – ist bislang aber ausgeblieben. Zumindest in seiner plakativen Form, die so kennzeichnend für die Endphase eines auf Fiat Money basierenden Wirtschaftssystems ist, ist die eigentliche „Katastrophenhausse“ bzw. „Finale Senkrechte“ des Crack-up-Booms bislang noch nicht aufgetreten. Dennoch ist offensichtlich, dass mit dem laufenden Zyklus einiges nicht stimmt. Noch nie wurden die Geldmengen so rasch und massiv ausgeweitet und damit insgesamt so bescheidene Effekte bei Wachstum und Beschäftigung erzielt. Ein Vergleich zwischen Geldmengenwachstum und der Entwicklung des Aktienmarktes (Abb. 1) zeigt, dass dieser Aufschwung so weit von einer gesunden Entwicklung entfernt ist, wie er nur sein kann. „Totally made by Notenbank.“

### Selbsterstörerische Rückkopplung

Der laufende Zyklus ist also ein besonderer, dem es allerdings an den exponentiellen Wachstumskurven und der selbsterstörerischen positiven Rückkopplung fehlt. Der eigentliche (hyper-)inflationäre Boom bildet den logischen Schlussakkord eines ungedeckten und kaputtinterventierten Fiat-Money-Systems. Zuvor muss allerdings das passende Stück gespielt werden – anschwellende Verschuldung, Blasenbildungen und Teuerung sowie ein allenfalls geringes reales(!) Wirtschaftswachstum. Noch kein Staat, der über die Möglichkeit zur ungehinderten Inflationierung verfügt hat, konnte dieser Versuchung im Krisenfall widerstehen.



*Bereits im Jahre 2009, am letzten markanten Tiefpunkt der Börse, beschrieb Smart Investor den heraufziehenden CuB.*

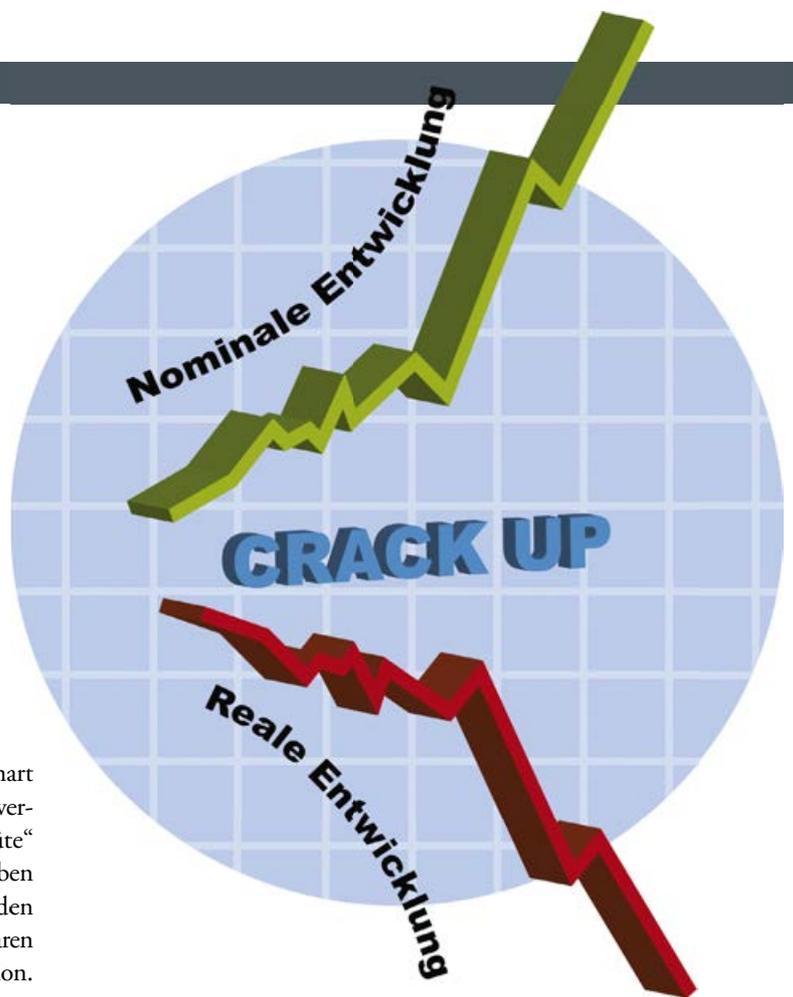
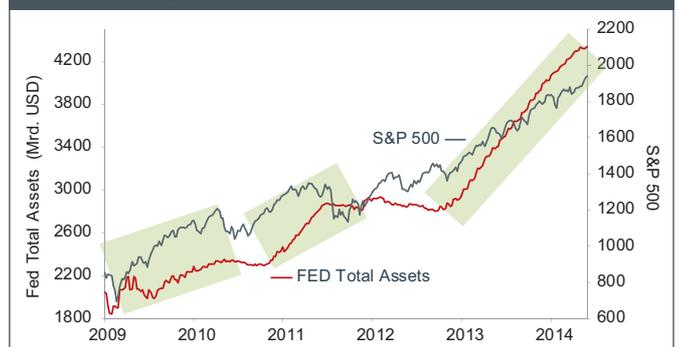


Abb. 1: Geldmengenwachstum und Aktienmarkt



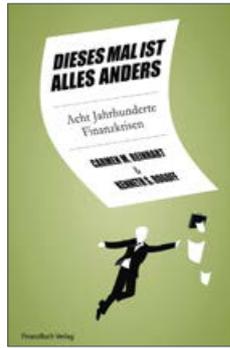
*Dieser Aufschwung ist das Werk der Zentralplaner in den Notenbanken. Quellen: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis*

Das Gespenst der Deflation wird dann lediglich bemüht, um die eigene Inflationspolitik zu kaschieren. Zudem – und das ist vielleicht die wichtigste Lehre der Krise seit 2007 bzw. 2009 – sollte die Bereitschaft zu Rechts- und Vertragsbruch auf Seiten des Staates nicht unterschätzt werden.

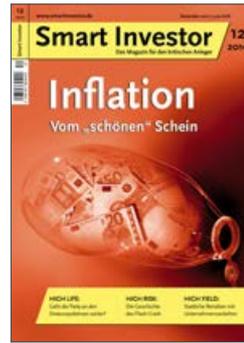
### Eskalierende Interventionsspirale

Abgeblasen ist der Crack-up-Boom also nicht. Schwierig ist allerdings die Abschätzung des „Punktes ohne Wiederkehr“ – jenes Punktes, an dem ein Staat bzw. Zusammenschluss von Staaten (EU) so tief im Schuldensumpf zappelt, dass es nicht mehr um Krisenbewältigung, sondern nur noch um das zeitliche Herausschieben des Bankrotts geht. In immer kürzeren Abständen mit immer größeren Einsätzen wird dann interveniert, was unweigerlich zur Zerstörung des Geldwertes führt. Die Freiheitsgrade der Handelnden werden durch die Fernwirkungen früherer Markteingriffe („Blow-Backs“) immer

weiter eingeschränkt – was in deren Wirtschaftsverständnis dann tatsächlich zu einer Art von „Alternativlosigkeit“ führt. Den Euro – um ein besonders krasses Beispiel zu nennen – zerstören nicht ein paar gute Argumente kritischer Zeitgenossen, sondern just jene, die zwar vorgeben ihn zu schützen, darin aber vor allem ein Vehikel sehen, um die eigene Großmannssucht zu befriedigen oder permanent über ihre Verhältnisse zu leben. Die Volkswirtschaftsprofessoren Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff identifizierten in ihrem umfangreichen, aber nicht unumstrittenen Werk „Diesmal ist alles anders / Acht Jahrhunderte Finanzkrisen“ zahlreiche Konstellationen, die Nationen auf die schiefe Ebene führen. Demnach wären etliche Volkswirtschaften bereits jenseits des Kipppunkts.



„Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen“, Reinhart, Carmen M./ Rogoff, Kenneth S., FinanzBuch Verlag, 592 S., 34,90 EUR



Smart Investor 12/2010

### Erheblicher Vorlauf

Auch ist zu berücksichtigen, dass ein CuB einen erheblichen Vorlauf aufweist, er nimmt – wie eingangs beschrieben – Anlauf. Die „Finale Senkrechte“ beansprucht dabei nur einen kleinen Teil der Zeit des Gesamtprozesses. Erst in dieser Phase geht die schleichende Geldentwertung in eine galoppierende über. Dann werden auch die Verbraucherpreise in ganzer Breite rasch anziehen. Ursächlich dafür ist aber nicht eine Knappheit der Güter, sondern ein Übermaß an Geld, das rasch an Wert verliert, also schnellstmöglich in Güter getauscht wird. Das Tückische ist, dass rund um den Begriff der Inflation eine regelrechte Begriffsverwirrung stattfindet, die von den eigentlichen Verursachern – den Notenbanken – ablenkt (vgl. hierzu auch unsere Titelgeschichte im Smart Investor 12/2010). Dass sie damit in der allgemeinen Wahrnehmung durchkommen, liegt auch an einem auf Verbraucherpreise verengten Begriff der

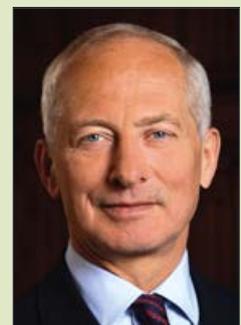
## Gedanken zum Staat

Eindrücke von der 10. Internationalen Gottfried von Haberler Konferenz in Vaduz

Die diesjährige „Internationale Gottfried von Haberler Konferenz“ fand am 27. Juni 2014 schon zum 10. Mal im beschaulichen Vaduz im Fürstentum Liechtenstein statt. Der Veranstalter European Center for Austrian Economics Foundation ECAEF versprach den rund 150 Teilnehmern mit seinem Konferenzthema „Staatskunst – Staatsausgaben – Staatsaufgaben“ kontroverse Redebeiträge, zumal nahezu überall auf der Welt der Einfluss des Staates fast durchgehend zunimmt. Während der kanadische Wirtschaftsprofessor Melvin Cappe auch noch die Glücks-Optimierung der Bürger gerne in Staats-hand sähe – und dafür durchaus Kritik aus dem Publikum erntete –, arbeiteten die meisten anderen Referenten doch tendenziell entgegengesetzte Forderungen heraus. Der Staat solle sich nach Möglichkeit aus dem Leben der Bürger heraushalten. Denn nur dadurch sei ein Höchstmaß an Freiheit, Gestaltungsmöglichkeit und Selbstbestimmung des Volkes gewährleistet. Michael Wohlgemuth von der Gesellschaft Open Europe in Berlin sieht die Hauptaufgabe des Staates daher auch vor allem in der Funktion des Schiedsrichters und als Garant eines freien und fairen Wettbewerbs.

Nach Meinung von Fürst Hans Adam II. von und zu Liechtenstein hat ein Staat nur dann eine Berechtigung, wenn er für nachhaltigen Frieden sorgt. Seiner Meinung nach muss sich ein Staatsgebilde, welches sich überzeugend für das Wohl seiner Bürger einsetzt, dem Wettbewerb mit anderen Staaten stellen. Ansonsten sind repressive und blutige Alleingänge, wie man sie

aus der ersten Hälfte des letzten Jahrhunderts kennt, kaum auszuschließen. Aus Sicht von Fürst Hans Adam sollte ein Staat nur drei Ausgaben haben, nämlich die Außenpolitik, die Wahrung des Rechtsstaates und das Bildungswesen sowie die Finanzierung aller dieser drei Aufgaben.



Fürst Hans Adam II. von und zu Liechtenstein

Der angeführte Wettbewerbsgedanke muss gemäß dem Fürsten auch die Möglichkeit des Austritts aus einem Staatsgebilde beinhalten. So spaltete sich beispielsweise der heutige Schweizer Kanton Jura 1974 vom Kanton Bern aufgrund eines Bürgerentscheids ab und wurde eigenständig. Und auch jede Liechtensteiner Gemeinde hat gemäß den Worten von Fürst Hans Adam das Recht und die Möglichkeit, aus dem Fürstentum auszutreten. Nur ein im wahrsten Sinne des Wortes „souveräner“ und am Wohl seiner Einwohner interessierter Staat kann es sich vermutlich erlauben, seinen Bürgern ein solches Recht zuzugestehen.

In Zeiten eines ständigen Wucherns des Staatsapparates allerorten bot die 10. Gottfried von Haberler Konferenz wohlthuend andere Ansichten.

Ralf Flierl

## Interview

## „Irgendwann schnappt die Falle dann zu“

Drei Fragen an Professor Thorsten Polleit, Degussa Goldhandel GmbH

**Smart Investor: Herr Professor Polleit, wie erklären Sie sich die innere Logik zwischen einer Geldpolitik, die auf der einen Seite die Verschuldungswirkungen mildert, dabei aber auch Anreize für neue Verschuldung schafft?**

*Polleit:* Das Ziel der Geldpolitiker ist es, den Kollaps des ungedeckten Papiergeldsystems zu verhindern. Dazu sind die Zinsen auf extreme Tiefstände gesenkt und die Banken mit jeder gewünschten Geldmenge versorgt worden. Die Zentralbanken halten den Bankenapparat liquide – und damit im Prinzip auch das gesamte Wirtschaftsgeschehen. Zudem haben die Zentralbanken in Aussicht gestellt, dass sie auch strauchelnde Staaten nicht Pleite gehen lassen, sondern notfalls deren Anleihen aufkaufen. Allein das Ansinnen reicht aus, um die Kreditkosten der Schuldner abzusenken. Im Grunde haben sie die Marktwirtschaft ausgeschaltet. Der Markt wurde geradezu entmachtet und kann eine Korrektur der Fehlentwicklungen kaum mehr herbeiführen. In der Tat, in den USA kommt das Verschuldungskarussell wieder in Fahrt. Und das ist wohl auch die Entwicklung, die die Papiergeldbefürworter bevorzugen, nach dem Motto: „Keep it going.“

**Smart Investor: Was ist mit den Planspielen von IWF und Bundesbank auf der anderen Seite, massiv zulasten der Gläubiger in Schuldner-Gläubiger-Beziehungen einzugreifen?**

*Polleit:* Nachdem die Panik vertrieben ist, lassen sich die Maßnahmen in Stellung bringen, um bei Bedarf zur Lösung des Überschuldungsproblems beizutragen: durch zum Beispiel Schuldenschnitte, Vermögensabgaben oder eine Kombination aus allem. All das wird vermutlich jedoch nicht präventiv eingesetzt, sondern erst in einer künftigen Krisenwelle. Irgendwann schnappt die Falle, die dem gutgläubigen Sparer gestellt ist, dann zu.

**Smart Investor: Wie würden sich Vermögensabgaben oder Enteignungen auf die Entfaltung eines möglichen Crack-up-Boom-Szenarios auswirken?**

*Polleit:* Der Crack-up-Boom ist ein Extremszenario, in dem die Geldhalter sprichwörtlich aus dem Geld fliehen. Die Geldnachfrage bricht ein, es kommt zur Hyperinflation. Bevor aber die elektronischen Notenpressen ungehemmt angeworfen werden, werden vermutlich erst andere Optionen ausgeschöpft. Denn die



Professor Thorsten Polleit

zügellose Geldentwertung ist für eine Regierung eine politisch brisante Sache. Dass es irgendwann zu einer Flucht aus dem Geld kommt, ist zwar wahrscheinlich. Jedoch lässt sich nicht präzise sagen, wann das sein wird. Vielleicht wird es sogar länger dauern, dem ungedeckten Papiergeldregime zu entkommen, als vielen Ihrer Leser lieb ist!

*Interview: Ralph Malisch*

Geldwertstabilität. Zahlreiche Konsumgütermärkte sind von Überkapazitäten, technischem Fortschritt und Preiswettbewerb geprägt und damit ungeeignete Indikatoren für die Geldentwertung. Die Ruhe bei den Verbraucherpreisen ist trügerisch, besonders wenn in der sogenannten Kerninflation die von Knappheiten eher betroffenen Bereiche Energie und Nahrungsmittel herausgerechnet werden. Bei zahlreichen Anlagegütern ist die Inflationierung dagegen schon sichtbar (s.o.), wird dort aber als „Erfolg“ gewertet.

#### Unverzinst riskierte Billionen

Die wichtigste Zutat eines CuB ist ein zu niedriger Zins. Der inzwischen gebräuchliche Ausdruck der „Nullzinspolitik“ drückt aus, dass dies nicht das Ergebnis eines Marktprozesses ist, sondern

ein von den Notenbanken politisch gesetzter Preis. Die Manipulation dieser zentralen Größe erzeugt zahlreiche volkswirtschaftliche Verwerfungen. Es ist kein Zufall, dass in einem solchen Umfeld immer abtrusere Geschäftsmodelle gedeihen, wie etwa der defizitäre Online-Schuh- und Bekleidungshändler Zalando, der seinen Gründern erst mit dem Börsengang einen Gewinn bescheren wird. Auch im privaten Bereich werden massiv falsche Anreize gesetzt. Der Immobilienkauf mit 100%-Finanzierung kommt bereits wieder in Mode. Es ist daher kein Wunder, dass die sicher geglaubten Immobilien im Mittelpunkt vieler Finanzkrisen stehen – der Kredithebel ist schließlich die Ursache für den späteren Kollaps – bzw. die Explosion, wenn der Staat den Kollaps aufhalten will (= CuB) – des Finanzsystems.

## EZB im Neuland

Selbst die EZB gibt inzwischen einigermaßen kleinlaut zu, dass man mit der aktuellen Geldpolitik, die erstmalig in Teilbereichen sogar Negativzinsen beinhaltet, Neuland betreten habe. Zu gut Deutsch: Es gibt keine Erfahrungswerte, welche Wirkungen davon ausgehen werden. Alleine dass ein solcher Zins existiert, sollte ein Wächter für das Publikum sein. Dass er es nicht ist und noch immer Billionen an Spargeldern auf praktisch unverzinsten Konten dem Kontrahentenrisiko wackeliger Finanzinstitute ausgesetzt sind, ist zu einem guten Teil auch das Werk jener Medien, die diesen absurden Zustand zum neuen Normal erklären. Hier schlummert ein potenzieller Tsunami, der auf seinen Startschuss wartet.

## Finanzielle Repression

Natürlich sind sich die Exponenten des Systems dieser Gefahren und des negativen Anreizes, den die Nullzinspolitik auf die Sparer ausübt, bewusst. Bereits seit geraumer Zeit wird das Netz der finanziellen Repression daher engmaschiger. Zwei wesentliche Motive lassen sich in diesem Zusammenhang identifizieren. Erstens geht es um die Absicherung der Nullzinspolitik gegen Vermeidungs- und Fluchtreaktionen. Ein Thema, das bei einer Ausweitung der Negativzinsen auf den Endkunden noch brisanter würde. Die Vorreiterrolle übernahm jüngst Spanien mit der Einführung einer Sparsbuchsteuer von 0,03%, die wie eine negative Verzinsung wirkt. Das zweite Motiv ist die schleichende reale Entwertung der immensen Forderungen. Eine Gratwanderung, die im Falle eines CuB allerdings außer Kontrolle gerät.

## Zerbersten & Boom

Die offensichtliche Kehrseite des CuB ist nämlich der sichtbare Verfall des Geldes. Ein guter Teil der „Erfolge“, die sich nominal zeigen, ist lediglich darauf zurückzuführen. Real bleibt davon auch deshalb nur wenig übrig, weil die substanzlosen Papiergewinne durch eine Scheingewinnbesteuerung geschmälert werden. Die häufig gestellte Frage (auch an die Redaktion des Smart Investor), wann denn nun der Crash komme, geht dennoch am Wesen des CuB vorbei. Denn der „Crack-up“-Teil der Gleichung ist kein allgemeiner Crash.

Im Gegenteil: In ausgewählten Bereichen gibt es sogar einen realen Boom (deswegen ja auch die Bezeichnung: Crack-up-BOOM). In der frühen Phase der deutschen Hyperinflation von 1922/23 gab es zwar beispielsweise Klagen über stark steigende Preise, andererseits kam es in dieser „Verkehrten Welt“, wie Martin H. Geyer in seinem gleichnamigen Werk aufzeigt, im Rahmen dieser „Scheinkonjunktur“ in einigen deutschen Städten wie z.B. München sogar zu einem echten Arbeitskräftemangel.

## Heiß und kalt

Das trifft besonders dort zu, wo zusätzlich zu den geldpolitischen Maßnahmen auch noch eine fiskalische Stimulierung greift. Etwa wenn Geschäftsbanken im Auftrag des Staates gar keine eigene Geschäftspolitik mehr betreiben, sondern Staatskredite nur noch „durchleiten“. Unabhängig von solchen Maßnahmen, zu denen auch die absehbare Aufweichung des Stabilitätspakts gehört, gibt es auf allen Ebenen eine Tendenz zur Bevorzugung des Zentrums („Hot Spots“), besonders natürlich derjenigen, die nahe an der Geldschöpfung selbst stehen, gegenüber der Peripherie („Cold Spots“). Auch werden bestimmte Geschäftsmodelle sehr deutlich profitieren, etwa diejenigen, die vom planenden Staat als besonders förderungswürdig eingestuft werden, oder solche, die über eine echte Preissetzungsmacht verfügen.

## Bevorzugte Anlagen

Aus dem bisher Gesagten lässt sich Privatanelegern nur der Rat geben, Nominalanlagen mit Forderungscharakter zu meiden und Anlagen mit Sachwertcharakter zu bevorzugen. Die Tendenz des Aufbrechens („Crack-up“) ist allerdings auch hier sehr deutlich. Während in normalen Boomphasen häufig die Gleichung „Geht Butter, geht Käse“ gilt, ist der aktuelle Aufschwung selbst bei den Blue Chips des DAX ungewöhnlich selektiv. Trotz jüngst erreichter Rekordmarken jenseits von 10.000 DAX-Punkten erreichten im selben Zeitraum gerade einmal sechs der 30 DAX-Titel Allzeithochs. Auch der Boom am Immobilienmarkt findet lediglich in ausgewählten Regionen statt. All dies sind Indizien für ein zunehmendes Aufbrechen der Entwicklung. Eine Dauerempfehlung für ►

## Investieren in Edelmetalle. Mit den Experten.



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

## Unsere erfolgreichen Stabilitas-Fonds

Das Basisinvestment:

### Stabilitas Gold+Ressourcen

(WKN ADF6BP)

Das Potential von Silber nutzen:

### Stabilitas Silber+Weissmetalle

(WKN AOKFA1)



Goldminen in Australien:

### Stabilitas Pacific Gold+Metals

(WKN AOML6U)



Von Spezialsituationen profitieren:

### Stabilitas G+R Special Situations

(WKN AOMVBV)

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

Stabilitas GmbH  
Wittenbreite 1  
32107 Bad Salzuflen

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

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

## Buchbesprechung

## „Österreichische Schule für Anleger“

Die seit Jahren grassierende und von der Politik künstlich unterdrückte Wirtschafts- und Finanzkrise verunsichert Anleger weltweit. Trotz diverser Rettungsschirme und Hilfspakete für kriselnde Banken und marode Staaten wurden die strukturellen Probleme nicht gelöst. Für immer mehr kritische Anleger wird die Diskrepanz zwischen der glänzenden Oberfläche des scheinbar immer noch funktionierenden Systems und der stetigen Erosion desselben unter dieser Oberfläche offenkundig. Sie fragen sich daher: „Wie funktionieren die Finanzmärkte wirklich und welche Konsequenzen ergeben sich daraus für meine eigene Anlagestrategie?“

Rahim Taghizadegan vom Wiener Institut für Wertewirtschaft versucht eine Antwort und knüpft damit an seinen Bestseller „Wirtschaft wirklich verstehen“ an. Für einen starken Praxisbezug hat der Wirtschaftsphilosoph zwei ausgewiesene Kapitalmarktexperten als Co-Autoren ins Boot geholt – die Investmentmanager Ronald Stöferle und Mark Valek von der Liechtensteiner Incrementum AG.

Wer nun einen Leitfaden nach dem Motto „Zehn Regeln, um schnell reich zu werden“ erwartet, der wird enttäuscht. Trotz des Praxisbezugs ist den Autoren ein Buch gelungen, welches vom Niveau her auch in der Bibliothek jeder volkswirtschaftlichen Fakultät einen Platz verdient hätte. Wissenschaftlich fundiert, mit vielen Grafiken bebildert, erklärt das Werk nach einer kurzen Einleitung zu den Grundbegriffen der Österreichischen Schule die Konjunkturzyklen, das Geldsystem sowie die Phänomene von Inflation und Deflation. Erst danach kommen Anlagephilosophie und -praxis.

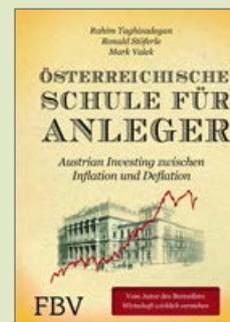
Die durchgängig „österreichische Perspektive“ dürfte manchem Leser überraschende Einsichten bescheren. So wird zum Beispiel Inflation als „eine der ältesten Geißeln der Menschheit“ beschrieben: „Sie führt nicht nur zur schleichenden Enteignung der Sparer, sondern zu einer laufenden Umver-

teilung hin zu den Zentren der Geldschöpfung: Staat, Banken, Großkonzerne. Kaum jemals verzichteten Machthaber in der Geschichte auf den Vorteil dieser versteckten Steuer, die zugleich die Wirtschaftsstruktur laufend zum Vorteil ihrer Günstlinge verzerrt.“ An diesem Beispiel wird auch eine der größten Stärken des Buches erkennbar – es ist topaktuell, obwohl die Begründer der Denkschule wie Hayek, von Mises, Schumpeter oder Röpke alle ihre Wurzeln in der Zeit der vorletzten Jahrhundertwende – also derjenigen vom 19. auf das 20. Jahrhundert – haben.

Mit ausreichend theoretischem Rüstzeug gewappnet kann sich der Leser dann im letzten Drittel des Werkes mit konkreten Anlagestrategien auseinandersetzen. Neben Aktien, Edelmetallen, Anleihen und Wertpapierfonds wird auch das Stiften beleuchtet, was wiederum zur österreichischen Anlagephilosophie passt. Alles in allem bekommt der Leser statt binärer Empfehlungen und simpler Ratschläge eine profunde, vom gesunden Skeptizismus durchdrungene Analyse des Wirtschaftssystems und dessen Interdependenzen mit der Politik.

„Es gilt“, so die Autoren, „die Augen offen zu halten, aktiv, lebensfroh, wertorientiert und mit langfristiger Perspektive durchs Leben zu gehen und dabei auf Liquidität, unternehmerische Chancen, Lebensqualität und Risse in der Umwelt und Reparaturmöglichkeiten zu achten.“ Fazit: Lesenswert. ■

Petr Bystron



„Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“, Rahim Taghizadegan/Ronald Stöferle/Mark Valek, FinanzBuch Verlag, 352 S., 24,99 EUR

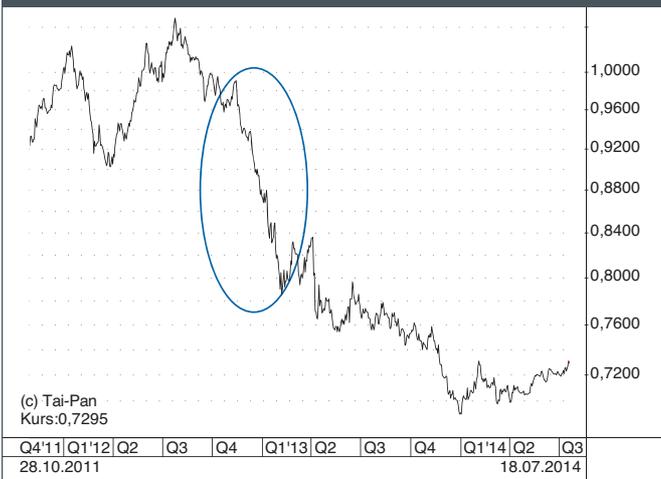
einen CuB sind Edelmetalle, die Sachwerte ohne Gegenparteirisiko darstellen. Weil sie aber über so positive Eigenschaften verfügen, ist damit zu rechnen, dass sie auch verstärkt in das Visier der finanziellen Repression geraten.

Ein neuer Aspekt innerhalb eines CuB-Szenarios sind die Gedankenspiele des IWF und der Bundesbank zu einer Vermögensabgabe. Thorsten Polleit, Chefvolkswirt der Degussa Goldhandel GmbH, nimmt im Interview „„Irgendwann schnappt die Falle dann zu“ (S. 30) Stellung zu diesem Thema.

## Zwingende Währungsverluste?

Japan und USA sind auf der Kurve schon weiter vorangeschritten als die Eurozone. Mit den amerikanischen QE-Programmen wurde bereits ebenso eine massive Geldmengenausweitung vollzogen wie mit den „Abenomics“ in Japan. Solche Maßnahmen können als letzte geldpolitische Versuche gesehen werden, um die Wirtschaft vor dem Kollaps zu retten. Trotz Tapering in den USA fehlt es nach wie vor an glaubwürdigen und tragfähigen Exit-Strategien. Theoretisch sollte eine expansiver agierende EZB auf der Kursentwicklung des Euro lasten, vergleichbar mit Japan seit

Abb. 2: Yen (in EUR) im Zeichen der „Abenomics“



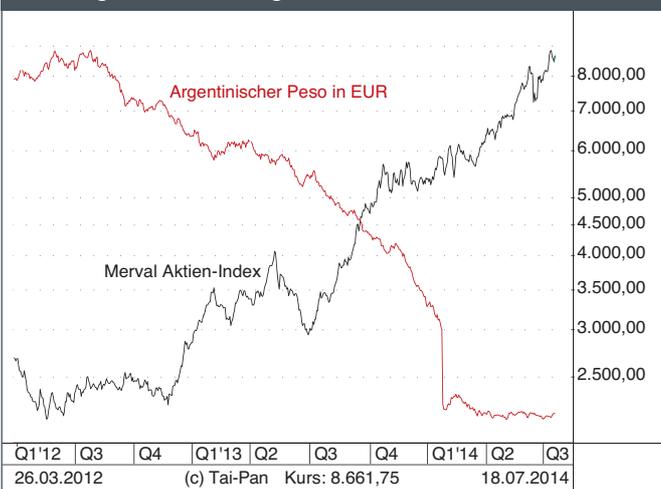
Der Alleingang bringt die Währung unter Druck.

2013 (vgl. Abb. 2). Das aber ist eine Gleichung mit vielen Unbekannten. Die letzten CuB-Fälle in Simbabwe oder Argentinien waren singuläre Phänomene, bei denen genau dieser Währungseffekt eintrat (vgl. Abb. 3). Gibt es aber – wie aktuell – einen regelrechten Wettbewerb zwischen den Notenbanken der Referenzwährungen, wer im Windschatten der anderen die verantwortungslosere Geldpolitik betreiben kann („Abwertungswettlauf“), ist ein solches Ergebnis keineswegs zwingend. Ein spezifisches Euro-Risiko innerhalb eines CuB ergibt sich aus der Unterschiedlichkeit der Teilnehmerstaaten. Nach dem Maastricht-Urteil des BVerfG (1993) wäre die Bundesrepublik im Falle einer Entwicklung hin zu einer EU-Inflationsgemeinschaft berechtigt, wenn nicht sogar verpflichtet, auszutreten.

**Endlich oder schrecklich**

Nach einem CuB ist eine Rückkehr in die bestehende Geldordnung ausgeschlossen. Im Wesentlichen sind zwei Endpunkte der Entwicklung denkbar. Erstens ist dies die „Nullstellung“ („Reset“) von Schulden und Forderungen – ein Ende mit Schrecken. Vom Grundsatz werden Schuldner, die als „systemrelevant“ definiert

Abb. 3: Argentinien – Währung und Aktien



Flucht in Substanz – Aktienkurse spiegeln Währungsverfall wider.

werden, von solchen Maßnahmen eher begünstigt. Private Gläubiger, denen es an dieser Eigenschaft fehlt, werden dagegen tendenziell das Nachsehen haben. Die Alternative dazu ist die Aufrechterhaltung des aktuellen Geld-Regimes um jeden Preis. Das bedeutet eine noch weitere Zurückdrängung des Marktes und noch tiefere Eingriffe in die Wirtschaftstätigkeit, also das, was Ludwig von Mises als „Weg in die Knechtschaft“ beschrieb. Der Vollsozialismus, der sich dann wie Mehltau über die Aktivitäten im Lande legt, kann als „Schrecken ohne Ende“ charakterisiert werden. Wenn die Austrians zur Zurückhaltung des Staates in Wirtschaftsdingen mahnen, dann nicht etwa weil sie herzlos sind, sondern weil sie genau diesen Endpunkt sehen und die Lehren aus dem real existierenden Sozialismus nicht verdrängt haben.

**Fazit**

Fünf Jahre nach unserer ursprünglichen Geschichte über den Crack-up-Boom ist es Zeit für eine Bestandsaufnahme. In der Zwischenzeit wurde von offizieller Seite in ungeahntem Ausmaß getrickst. Herzstück ist eine Nullzinspolitik, die die Dynamik der Aufschuldung bremsen soll, jedoch in erheblichem Umfang neue Fehlanreize setzt. Auch wenn sich aus heutiger Sicht kein Startpunkt für einen CuB voraussagen lässt, die wichtige Botschaft lautet, dass die bislang ergriffenen Maßnahmen den Krisenablauf zwar um einen hohen Preis verzögern, aber nichts zu einer Lösung der Problematik beigetragen haben.

Ralph Malisch

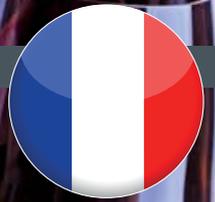
Anzeige

**BULLIONART**  
Silberkunst



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

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



Lebensart &amp; Kapital – International

# Frankreich

...oder die Kunst zu leben



Als größter Nachbar, der gemessen an der Fläche sogar das größte EU-Land ist, bietet sich Frankreich schon geografisch gesehen als ein mögliches Ziel für Auswanderungswillige aus Deutschland an. Zumindest theoretisch ist ein Umzug unkompliziert und die Nähe zur alten Heimat ein echter Pluspunkt für alle, die nicht alle Brücken hinter sich abbrechen, sondern beispielsweise zurückgebliebene Freunde und Familie regelmäßig besuchen wollen.

Anziehungskraft hat Frankreich aber natürlich nicht nur wegen der kurzen Distanz. Sonst wäre man nicht wie im Jahr 2012 mit 83 Millionen Touristen weltweit das beliebteste Urlaubsland gewesen. Angelockt werden die Besucher dabei zum einen von einzigartigen und abwechslungsreichen Landschaften. Man denke nur an Regionen wie Bretagne, Provence, Normandie, Côte d'Azur und die Camargue. Oder ganz zu schweigen von Paris, der 12-Millionen-Metropole, die von ihrem romantischen Ruf als Stadt der Lichter und Liebe profitiert. Zum anderen geht es bei Besuchen aber auch einfach darum, das Leben zu genießen. Das soll in Frankreich bekanntlich besonders gut möglich sein. Nicht umsonst gibt es Begriffe wie „savoir-vivre“, was je nach Lesart entweder für gute Umgangsformen oder die Fähigkeit gut zu leben steht.

## Vielgepriesene Lebensqualität

Für Frankreich-Kenner handelt es sich bei diesen Schlagwörtern auch nicht nur um reine Klischees. So hebt der regelmäßige Südfrankreich-Reisende Florian Ettl die aus seiner Sicht verglichen mit Deutschland höhere Lebensqualität hervor. Ein Grund, warum der in München ansässige Generali-Versicherungsagent sich im Ruhe-

stand einen dauerhaften Umzug vorstellen kann, ist auch die herzlichere Mentalität als in Deutschland. Regelrecht ins Schwärmen kommt beim Thema Lebensqualität der Deutsch-Franzose Philippe Weller. „Mit Frankreich verbinde ich ein wunderbares Leben, das Essen, die Kultur, wie Gott in Frankreich eben!“ Welchen zentralen Stellenwert noch immer das Essen und Trinken hat, zeigt auch eine Studie des Statistik-Institutes INSEE aus dem Jahr 2012. Demnach verbringen die Franzosen täglich im Schnitt zwei Stunden und 22 Minuten mit der Essensaufnahme.

Besonders gut genießen lässt sich dieses Leben laut Weller im Süden des Landes. „Südfrankreich und die Provence sind einfach toll, nicht nur wegen der Landschaft und des Klimas, sondern auch wegen der Qualität des Lichts. Alleine dieses gibt Ihnen bereits Freude und Energie!“ Gleichzeitig ist sich der Vertriebsleiter bei der Fondsboutique Convictions Asset Management aber auch sicher: „Frankreich hat so viele attraktive Regionen, da ist für jeden Charakter etwas dabei.“ Wer nach Arbeit sucht, den zieht es in der Regel allerdings eher nach Paris. Einfach schon deshalb, weil es in der Hauptstadt die meisten Arbeitsmöglichkeiten gibt und von dort aus im zentralistisch geprägten Frankreich alles gesteuert wird. Hoffnungen auf eine Arbeitsstelle können sich dabei am ehesten gut ausgebildete Fachkräfte machen. Alle anderen haben es angesichts einer rekordhohen Arbeitslosigkeit dagegen eher schwer. Potenziellen Unternehmensgründern gibt Weller zudem den Hinweis auf ein erstickend hohes Ausmaß an administrativen Aufgaben mit auf den Weg. Unabdingbar sind außerdem französische Sprachkenntnisse und zwar nicht nur, weil unter den Älteren viele keine Fremdsprachen können, sondern auch weil die Franzosen

Foto: ASK-Fotografie - Fotolia.com

ihre Sprache als eine Art Heiligtum betrachten. Das zeigt sich auch am fast schon verzweifelt anmutenden Versuch der Académie française, das französische Vokabular von Anglizismen freizuhalten.

#### Land auf Identitätssuche

Sprachliebhaber mögen diese etwas verstaubte Haltung begrüßen, sie kann aber durchaus auch als Symbol dafür verstanden werden, dass Frankreich in manchen Bereichen aus Angst vor Neuem den Anschluss an moderne Zeiten verpasst hat. Von Reformen wollen zumindest die Politiker bisher jedenfalls nur unter Druck etwas wissen, obwohl die Wirtschaft schon länger nicht mehr richtig wächst und der Staatshaushalt auch wegen eines teuren Sozialsystems schon seit Jahrzehnten kein Überschussjahr mehr verbucht hat. Das sind Dinge, die nicht sofort jeden interessieren mögen. Aber Weller räumt ein, dass als Nebeneffekt davon die Armut zunimmt, was sich in einer steigenden Zahl von Bettlern und Taschendieben bemerkbar mache. Keine Pluspunkte sammelt Frankreich als potenzielles Lebensziel auch bei jenen Auswanderungswilligen, die auf den Geldbeutel achten wollen oder müssen. Die Abgabenlast ist hoch, Millioneneinkommen werden derzeit sogar mit einer Strafsteuer belegt und auch die Lebenshaltungskosten sind im Schnitt etwas höher als in Deutschland.

Ganz allgemein hat der Ruf der Grande Nation, wie Frankreich in Deutschland und anderswo inzwischen sogar etwas spöttisch bezeichnet wird, in den vergangenen Jahren spürbar gelitten. Zum

Ausdruck kommt das in ungewohnt kritischen Artikeln, die zuletzt beispielsweise in der Schweizer Zeitung „Tagesanzeiger“ oder in der englischsprachigen Ausgabe der Zeitschrift „Vanity Fair“ zu lesen waren. Darin werden Frankreich und die Franzosen unter den Titeln „La Petite Nation“ und „Liberté! Egalité! Fatigué!“ förmlich zerrissen. Kritik kommt aber nicht nur von außen, vielmehr scheinen auch die Franzosen selbst mit einigen Dingen sehr unzufrieden zu sein. Zumindest kann der Sieg des rechtspopulistischen Front National bei den Europawahlen im Mai auch als eine Art Identitätskrise des Landes gewertet werden. Apropos Berichterstattung: wer sich hier in Deutschland an der GEZ-Gebühr stört: Auch im westlichen Nachbarland gibt es eine entsprechende Zwangsgebühr, mit dem der vollbürokratisierte Rundfunk finanziert wird.

#### Fazit

In Frankreich lässt es sich mit ausreichenden finanziellen Mitteln bestimmt sehr gut leben. Besonders gut aufgehoben sind dort Genussmenschen mit einer Prise Esprit. Um das Leben richtig genießen zu können, empfiehlt es sich aber, unbedingt die Landessprache zu können. Das Land selbst scheint gerade auf der Suche nach sich selbst zu sein, und noch ist nicht absehbar, ob daraus als Ergebnis ein Aufbruch oder eine Krise resultieren wird. ■

Jürgen Büttner

Anzeige

**Institut für Wertewirtschaft**  
Schlüsselgasse 19/2/18 · A-1080 WIEN  
<http://wertewirtschaft.org> · [info@wertewirtschaft.org](mailto:info@wertewirtschaft.org)

Symposium:

## Unternehmer auf verzerrten Märkten

Vom Diener des Konsumenten zur Melkkuh des Staates

Freitag, 17. Oktober 2014

Krems an der Donau  
(bei Wien)

**imc** | **FH KREMS**  
UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES / AUSTRIA  
Am Campus Krems, Trakt G · A-3500 KREMS  
<http://fh-krems.ac.at>

Wie verrückt muss man sein, um in Europa noch ein Unternehmen zu führen? Nicht nur Regulierungswahn und Steuerdruck belasten das Unternehmertum, sondern auch künstlich vergrößerte Ungewissheit. Die Märkte sind zunehmend verzerrt. Womit müssen, womit können Unternehmer noch rechnen? Haben kleine und mittlere Unternehmen in Europa überhaupt noch eine Zukunft, zumal massive Verzerrungen und Interventionen zur Konzentration drängen?

Welche Werte vermögen der Blasenökonomie standzuhalten? Dieses hochkarätige Symposium an einer der wenigen unternehmerischen Hochschulen des Landes verbindet Theorie und Praxis, um einmal ohne Denkverbote und politische Anbiederung die Bedeutung, Gefahren, Probleme und Perspektiven des Unternehmertums in einem immer schwierigeren Umfeld zu reflektieren. Möge es ein kräftiges Lebenszeichen des bedrängten Unternehmertums sein!

Jörg Guido Hülsmann

Rahim Taghizadegan

Stefan Pierer

Heinz Boyer



Informationen & Anmeldung unter: [Symposium2014.com](http://Symposium2014.com)

30% Rabatt für Frühbucher mit *Smart Investor*-Aktionscode: "Smart-Investor"

## Nachhaltiges Investieren

# Frische Brise im Depot

Rund um den Globus drehen sich an Land und vor den Küsten immer mehr Windräder. Vom weiteren Ausbau der Windkraftleistung können Anleger profitieren.



Wer einen Blick auf die Entwicklung der Windkraft im vergangenen Jahr wirft, der könnte meinen, dass es um die Technik nicht sonderlich gut bestellt ist. Denn erstmals seit 16 Jahren wurde 2013 weltweit weniger Windkraftleistung installiert als im Vorjahr. Schaut man sich die Branche jedoch genauer an, so gibt es rund um den Erdball einige interessante Entwicklungen.

## Von Flaute keine Spur

Der Weltverband der Windbranche, Global Wind Energy Council (GWEC), stuft 2014 als Rekordjahr ein. Die neu installierte Windstromkapazität soll weltweit um 34% anwachsen. Was den Zubau von Windanlagen angeht, ist China an die Weltspitze vorgeprescht. Auf den nächsten Plätzen folgen Deutschland, Großbritannien und Indien. Bei der installierten Leistung sind die USA 2013 auf den zweiten Platz vorgerückt. Bei der Windkraft vor der Küste liegt Großbritannien vorn.

Für die Zukunft der Branche gibt sich das GWEC optimistisch. Vor allem Asien werde zum Treiber beim Windkraftausbau. Dagegen sei in den USA und Europa mit moderaten Raten zu rechnen. Allerdings gibt der Verband zu bedenken, dass in den Vereinigten Staaten in diesem Jahr wohl vermutlich wieder sehr viel mehr Anlagen als 2013 gebaut werden, da der Kongress die Steuerbegünstigungen für Windenergie nun doch verlängert hat. Auch die Märkte in Südamerika und Afrika könnten wachsen. Weltweit erwartet das GWEC für 2014 eine installierte Windleistung von 379 Gigawatt (GW) und bis 2020 sogar von 795 GW.

## Neuer Schub durch EEG-Novelle?

Seit die Novelle zum Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) den Bundestag passiert und neue Rahmendaten geschaffen hat, ist in Deutschland die Unsicherheit über die Zukunft der Windbranche gewichen. Die neue Regelung sieht zum Beispiel vor, dass der Ausbau an Land (onshore) und auf hoher See (offshore) gegenüber den vergangenen Jahren verlangsamt wird. Die zuvor geltenden Höchstgrenzen für den Zubau waren früher ohnehin nicht erreicht worden. Während sich die Einspeisevergütung für onshore gewonnene Windenergie künftig spürbar verringert, werden die Sätze für offshore erzeugten Strom dagegen nur leicht gesenkt, weil er von der Politik präferiert wird.

Obwohl es scheint, als sei die Gesetzesnovelle eher ein Dämpfer für die Energiewende, sollte sie die Windkraftbranche kaum treffen. Denn da der Anteil der Windenergie in Deutschland erst rund 8% ausmacht und tendenziell steigt, werden sich künftig hierzulande trotz sinkender staatlicher Förderung und einer Begrenzung des Zubaus erheblich mehr Windräder drehen als heute. Dies auch schon deshalb, weil neue Wind- und Solarstromanlagen Experten zufolge bereits heute Energie um bis zu 50% günstiger produzieren als neue Atomkraftwerke.

## Nordex – kleiner, aber feiner

Lange Zeit waren die meisten Windaktien reine Geldvernichter. Doch seit vorigem Jahr erleben die Titel ein fulminantes Comeback. Vor allem die deutschen und europäischen Windanlagenbauer

haben große Fortschritte gemacht. Die Papiere von Nordex und Gamesa schossen von Januar 2013 bis heute um mehr als 330% in die Höhe. Der absolute Überflieger war allerdings Vestas Wind Systems. Die Aktie machte in gut eineinhalb Jahren in der Spitze mit fast 800% den größten Kurssprung.

Internationale Windaktien									
Unternehmen	WKN	Kurs akt.	MCap*	Umsatz 2013	Umsatz 2014e	EpS 2013	EpS 2014e	KGV 2013	KGV 2014e
EDP Renovaveis [POR]	A0Q249	5,34	4.658,1	1.356,0	1.362,5	0,20	0,16	26,7	33,4
Enel Green Power [I]	A1C5AT	2,07	10.350,0	2.757,0	2.854,3	0,10	0,11	20,7	18,8
Gamesa [E]	A0B5Z8	8,22	2.086,9	2.335,6	2.703,2	0,20	0,36	41,1	22,8
Nordex [D]	A0D655	14,38	1.163,1	1.429,3	1.605,5	0,14	0,51	68,4	28,2
PNE Wind [D]	A0JBPG	2,90	160,1	144,0	204,4	0,81	0,34	3,6	8,5
Suzlon Energy [IND] **	A0NJ7L	1,23	834,3	2.340,8	3.091,7	-0,04	0,02	n. ber.	61,5
Vestas Wind Systems [DK]	913769	34,00	7.618,4	6.084,0	6.791,6	-0,41	1,23	n. ber.	27,6

*\*) in Mio. EUR; \*\*) gebrochenes Geschäftsjahr 2013/14 und 2014/15. Sponsored GDR (4 Aktien); alle Angaben in EUR, Umrechnungskurs zur Indischen Rupie 0,0122; Quellen: Reuters, Geschäftsberichte, eigene Berechnungen*

Dass die Nordex-Aktie Fahrt aufgenommen hat, ist Dr. Jürgen Zeschky zu verdanken. Er hat den auf Windkraftträder spezialisierten Konzern nach bitteren Jahren wieder profitabel gemacht, indem er ihn verkleinert und die Produktionskosten deutlich gesenkt hat. In Zeschkys Zeit als CEO fiel auch der Ausstieg aus dem riskanten Offshore-Geschäft. Gleichzeitig verließ der Konzern den chinesischen Markt, auf dem heimische Hersteller zu Tiefpreisen anbieten. Heute setzt Nordex auf stark wachsende Regionen und Länder wie Skandinavien, Großbritannien, Türkei und Deutschland. In Südafrika oder Südamerika wird kräftig investiert. Da sich die Hamburger zudem auf die Entwicklung effizienterer Turbinen und auf Anlagen für schwachwindige Standorte konzentrieren, dürfte sich ihre Wettbewerbsposition weiter verbessern. Die konzerneigene Schätzung der EBIT-Marge von bis zu 5% für 2015 könnte sich wegen der guten Aussichten als zu konservativ erweisen. Die hohe Bewertung der Aktie wird durch nach oben korrigierte Gewinnprognosen relativiert.

Auch von PNE Wind kamen zuletzt gute Nachrichten. So konnten die Cuxhavener im vergangenen Geschäftsjahr ein Rekordergebnis erzielen. Doch die Aktie, die sich noch bis vor wenigen Monaten in unserem Musterdepot befand, kann die Marke von 3 EUR einfach nicht nachhaltig überwinden. Eine schlanke Firmen- und Personalstruktur begünstigt hohe Margen. Die Internationalisierung, eine starke Pipeline im deutschen Onshore-Bereich und die sehr gute Wettbewerbsposition bei Windkraftanlagen auf hoher See sollten künftig die Volatilität der Geschäftsergebnisse verringern. Kann PNE Wind die Aufträge erfolgreich abarbeiten und die EBIT-Marge die angepeilten 4 bis 5% (Basis 2014) womöglich noch übertreffen, sollte die Aktie ihr Schattendasein beenden.

#### Neuer Schub für Vestas & Co.

Ebenso wie Nordex hat der Windanlagenbauer Vestas von erheblichen Umstrukturierungen profitiert. Die onshore und offshore tätigen Dänen, die vom Umsatzeinbruch in den USA besonders hart betroffen waren, haben seit 2012 fast ein Drittel der Mitarbeiter entlassen. Erst Ende 2013 gelang dem neuen Chef Anders Runevad nach neun verlustreichen Quartalen der Turnaround. Das Geschäft sollte weiter brummen, zumal Vestas im saisonal schwachen ersten Quartal einen Gewinn ausweisen konnte. Auch für das Gesamtjahr erwarten Analysten beim Weltmarktführer schwarze Zahlen. Die Aktie ist recht teuer.

Bessere Zeiten erlebt derzeit auch Gamesa. Die Spanier hatten vor dem Beginn der Finanzkrise dank großzügiger Fördersätze vom Boom im Windmarkt stark profitiert. Der Kurs stieg seinerzeit in der Spitze auf mehr als 34 EUR, ehe er innerhalb von vier Jahren auf 1,15 EUR kollabierte. Die Erschließung neuer Märkte und Kosteneinsparungen nach dem Einbruch in der Heimat führten wieder in die Gewinnzone. Zuletzt überraschte Gamesa mit einer über den eigenen Erwartungen liegenden EBIT-Marge von 5,5% (2012: 1,7%). Die Spanier wollen nun auch im Offshore-Bereich Fuß fassen. Die Aktie besitzt ein gutes Chance-Risiko-Profil.

Der portugiesische Windparkentwickler und -betreiber EDP Renovaveis erzielt mehr als die Hälfte seiner Erlöse außerhalb der Euro-Krisenländer – vor allem in den USA. Ebenso wie der Konkurrent Enel Green Power errichtet und betreibt er auch Biomasse- und Solaranlagen. Die Analysten sind uneins, wohin die Reise beider Aktien geht.

Auslöser für die zwischenzeitliche Hausse bei Suzlon Energy war die Aussicht, der indische Windanlagenbauer könne von einer möglichen neuen Energiepolitik im Heimatland profitieren und dadurch seine Absatzchancen vergrößern. Werden die Erwartungen erfüllt und schreitet die Umstrukturierung weiter voran, könnten wieder Kurse um 2 EUR in Reichweite rücken.

#### Fazit

Dass die Politik die Möglichkeiten zum Errichten neuer Windparks in manchen Ländern eingrenzen möchte und Subventionen beschneidet, verunsichert potenzielle Anleger. Die Sorge könnte sich jedoch als unbegründet herausstellen, da die Auftragsbücher prall gefüllt sind. Die Windanlagenbauer haben zudem früher als die Solarunternehmen Kosten gesenkt und ihre Produktivität verbessert. Insgesamt stehen die Chancen gut, dass Windaktien schon bald wieder von einer neuen Brise erfasst und weiter nach oben getragen werden.

*Michael Heimrich*

Anzeige



**Der  
Finanz-  
CRASH  
kommt!**

**Wie lange reicht  
Ihr Bargeld?**

Sichern Sie sich gegen  
Bankenschließungen und  
Systemausfälle ab.



**Wie Sie richtig vorsorgen**  
erfahren Sie hier:

**krisenvorsorge.com**

0 800-66 22 40 2  
kostenfreie Hotline (9:00-16:00)

## Phänomene des Marktes

# Mean Reversion und Momentum

Kaum eine Frage im Bereich der Kapitalanlage dürfte sowohl die Anleger als auch die finanzwirtschaftliche Forschung mehr beschäftigen als jene, ob die zukünftige Aktienmarktentwicklung prognostizierbar ist oder nicht.

## Sind Märkte effizient?

Folgt man dem diesjährigen Wirtschaftsnobelpreisträger Eugene F. Fama, so sollten die Kapitalmärkte weitestgehend informationseffizient sein. Das bedeutet, dass sich alle verfügbaren Informationen bereits im aktuellen Aktienkurs widerspiegeln und somit keinen Wert zur Vorhersage der zukünftigen Aktienmarktentwicklung aufweisen. In diesem Fall wäre jegliche Form der Aktienmarktanalyse – also sowohl die technische als auch die fundamentale – nicht geeignet, um eine höhere Rendite als bei einer einfachen „Kaufen und Halten“-Strategie des Aktienmarktes zu erwirtschaften.

## Mean Reversion und Momentum

Entgegen der Theorie informationseffizienter Aktienmärkte liegen allerdings seit Mitte der 80er Jahre empirische Befunde vor, wonach Aktien über einen längerfristigen Zeitraum eine Tendenz hin zur „Mean Reversion“ aufweisen. Dies bedeutet, dass sich Aktien bzw. Aktienmärkte, die sich in den vergangenen 12 bis 36 Monaten unterdurchschnittlich entwickelt haben, anschließend tendenziell überdurchschnittlich entwickeln werden (et vice versa). Gleichzeitig liegen aber auch empirische Analysen vor, die über einen kurzen Zeitraum (bis zu 12 Monaten) einen Momentum-Effekt dokumentieren. Dies bedeutet, dass Aktien bzw. Aktienmärkte die sich in den vergangenen Monaten überdurchschnittlich positiv (bzw. negativ) entwickelt haben, dies auch in nächster Zukunft (also innerhalb der nächsten Monate) tun werden.



„Aktien oder Renten? Die Erfolgsstrategie“ von Hubert Dichtl und Christian Schlenker, Uhlenbruch Verlag, 190 S., 98 EUR

## Über- und Unterreaktionen

Seit der Mean-Reversion- und der Momentum-Effekt das erste Mal in der wissenschaftlichen Literatur dokumentiert wurden, hat die Erforschung dieser Aktienmarktphänomene bis zum heutigen Zeitpunkt ungebrochen angehalten, wobei insbesondere auch die Erklärung für ihr Zustandekommen eine zentrale Bedeutung eingenommen hat. Der Mean-Reversion-Effekt wird insbesondere auf eine „Überreaktion“ der Marktteilnehmer auf positive bzw. negative Nachrichten zurückgeführt, die längerfristig dann zu einer Korrektur führt. Im Gegensatz hierzu wird der



Mean Reversion wirkt vergleichbar mit einer Leitplanke – kommt der Kurs zu weit von der Fahrbahn ab, bewegt er sich tendenziell wieder zur Mitte.

kurzfristige Momentum-Effekt mit einer „Unterreaktion“ auf positive bzw. negative Nachrichten erklärt, wobei diese in den nachfolgenden Monaten (kurzfristig) korrigiert wird. Da mittlerweile diverse wissenschaftliche Ansätze existieren, die das Zustandekommen der Über- und Unterreaktionen am Aktienmarkt erklären, kann davon ausgegangen werden, dass es sich bei den Momentum- und Mean-Reversion-Effekten um keine temporären, sondern um nachhaltige Phänomene handelt, die auch zukünftig beobachtbar sind. In diesem Beitrag soll untersucht werden, ob auch am deutschen Aktienmarkt Momentum- und Mean-Reversion-Effekte in der jüngsten Vergangenheit feststellbar sind. Falls ja, dann stellt sich unmittelbar die Frage, mit welchen Anlagestrategien von diesen Effekten profitiert werden kann.

## Verschiedene Strategien...

Um die vorangehenden Fragestellungen zu untersuchen, betrachten wir exemplarisch einen Anleger, der per 31.12.1998 seinen verfügbaren Anlagebetrag von 10.000 EUR zu 50% in den Deutschen Aktienindex DAX (z.B. DAX-Fonds) und zu 50% in den Geldmarkt (Verzinsung gemäß Euribor 1 Monat) investiert hat. Bereits bei der einfachen „Kaufen und Halten“-Strategie gilt zu berücksichtigen, dass es sich hierbei um eine prozyklische Momentum-Strategie handelt. Sofern sich der Aktienmarkt im Zeitablauf besser entwickelt als die Geldmarktverzinsung (was bei einer positiven Risikoprämie des Aktienmarktes auch nicht unrealistisch ist), so verschiebt sich die neutrale Ausgangsallokation von 50% Aktienmarkt und 50% Geldmarkt sukzessive hin zu einer übergewichteten Aktienmarktposition (et vice versa). Wollte man die neutrale Ausgangsposition von 50:50 über den gesamten Anlagezeitraum hinweg aufrecht erhalten, so müsste man die Aktien-/Geldmarktallokation laufend (z.B. jeden

# 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](http://www.fe-propertysales.com)



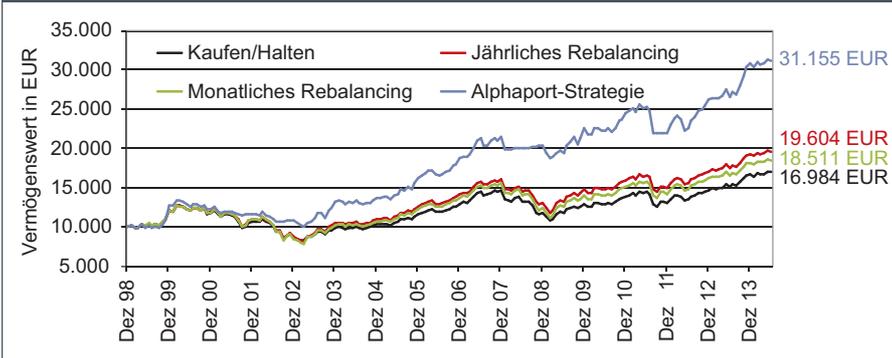
## Nova Scotia ist eine Reise wert

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

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



### Vier Strategien im Vergleich



Kumulierte Wertentwicklung von 10.000 EUR von Dezember 1998 bis Juni 2014

Monat) dahingehend anpassen, dass die besser (schlechter) gelaufene Assetklasse in dem Umfang verkauft (gekauft) wird, dass die 50:50 Ausgangs-Allokation wieder hergestellt wird. Durch das Verkaufen der besser gelaufenen Assetklasse und das Kaufen der schlechter gelaufenen wird hierbei letztendlich eine Mean-Reversion-Strategie umgesetzt.

Während die „Kaufen und Halten“-Strategie den Momentum-Effekt über den gesamten Anlagezeitraum (also langfristig) berücksichtigt, wird bei der monatlichen 50:50 Rebalancing-Strategie dem Mean-Reversion-Effekt auf monatlicher Basis (also kurzfristig) Rechnung getragen. Eine einfache Strategie, die den Mean-Reversion-Effekt längerfristig und den Momentum-Effekt kurzfristig berücksichtigt, ist die jährliche „Rebalancing“-Strategie. Während durch das jährliche 50:50 Rebalancing dem Mean-Reversion-Effekt auf Jahresbasis Rechnung getragen wird, repräsentiert die unterjährige „Halten“-Strategie eine monatsbasierte Momentum-Strategie.

### ...und ihre Resultate

Die kumulierten Wertentwicklungen dieser drei einfachen Strategien in dem Anlagezeitraum vom 31.12.1998 bis zum 30.06.2014 sind in der Abb. 1 dargestellt. Hierbei zeigt sich, dass die jährliche Rebalancing-Strategie mit einer Rendite von 4,44% p.a. nach Transaktionskosten sowohl die einfache „Kaufen und Halten“-Strategie (Rendite von 3,48% p.a.) als auch die monatliche 50:50 Rebalancing-Strategie (Rendite von 4,05% p.a.) dominiert.

Des Weiteren ist in der Abb. die kumulierte Wertentwicklung einer „optimierten“ jährlichen Rebalancing-Strategie dargestellt.<sup>1</sup>

Gegenüber einer einfachen jährlichen Rebalancing-Strategie wird zum einen der unterjährige Momentum-Effekt im zunehmenden Zeitablauf (also zum Jahresende hin) verstärkt. Zum anderen wird der unterjährige Momentum-Effekt dahingehend der Marktunsicherheit angepasst, dass mit einer zunehmenden (abnehmenden) Volatilität der Momentum-Effekt abgeschwächt (verstärkt) wird. Aus der kumulierten Wertentwicklung in der Grafik wird deutlich, dass diese optimierte Strategie mit einer Rendite von 7,61% p.a. alle anderen Strategien und auch ein reines Aktieninvestment im betrachteten Anlagezeitraum nachhaltig dominiert.

### Fazit

Wie diese Analysen zeigen, lassen sich die in der Wissenschaft dokumentierten Mean-Reversion- und Momentum-Effekte auch am deutschen Aktienmarkt beobachten und sollten bei einer Aktienmarktanlage berücksichtigt werden.

Dr. Hubert Dichtl

*Dr. Hubert Dichtl ist geschäftsführender Gesellschafter der alpha portfolio advisors GmbH in Bad Soden/Ts. Der Schwerpunkt seiner Beratungstätigkeit liegt im Bereich Dynamische Asset Allocation. Seit dem Jahr 2012 ist er außerdem Lehrbeauftragter für Asset Management am Lehrstuhl für Corporate Finance und Ship Finance.*

<sup>1</sup> Hierbei handelt es sich um die sog. Alphaport-Strategie, die z. B. in dem Buch „Aktien oder Renten? Die Erfolgsstrategie“ von Hubert Dichtl und Christian Schlenger beschrieben wird, erschienen 2012 im Uhlenbruch Verlag, Bad Soden/Ts.

## Inside

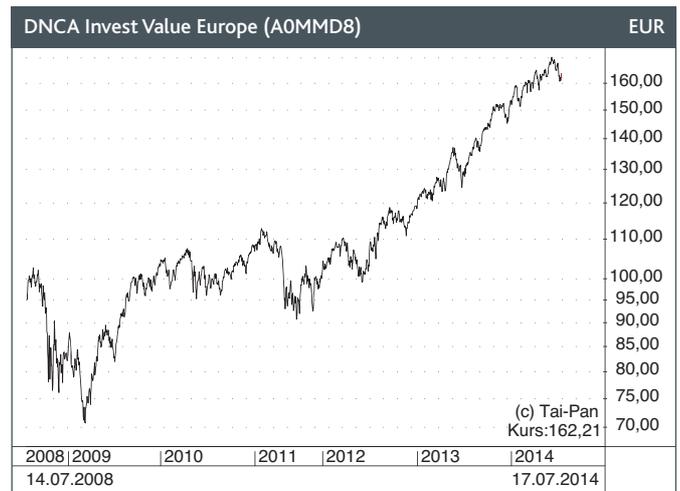
# Value-Fonds

## Werthaltige Portfolien im Fondsmantel

Die Welt der Value-Fonds ist bunter als sie auf den ersten Blick scheint. Unterschiedliche Value-Stile und regionale Fokussierungen der Fonds sowie eine Mischung oder Konzentration auf Marktkapitalisierungen von Small bis Large Caps im Aktienuniversum ermöglichen ein breites Spektrum.

### Value aus Frankreich

In Frankreich setzen sich mehrere Fondsboutiquen mit dem Value-Thema auseinander, so auch DNCA Finance. Eine Analyse des DNCA Invest Value Europe (WKN: A0MMD8) finden Sie auf S. 42. Einer der bekannten Value-Investoren des Landes ist Marc Renaud. Der Contrarian-Investor verwaltet den Mandarine Valeur (WKN: A0RF7M). Er sucht nach Katalysatoren bei unterbewerteten Aktien, die die Kurse nach oben bewegen. Auf Jahressicht hat der Fonds beachtliche 25% gewonnen. Allerdings gab es auch harte Zeiten, 2008 mussten Anleger Kursverluste von über -52% bei diesem Produkt verkraften. Die Fondsboutique Metropole besticht mit dem Damen-Duo Isabel Levy und Ingrid Trawinski. Der Metropole Sélection (WKN: A0NDAK) konzentriert sich auf



europäische Large und Mid Caps. Gegenwärtig achtet das Metropole-Team u.a. auf Sektorrotationen. Das Fondsmanagement sieht so einen direkten Zusammenhang zwischen dem Rückgang der

## Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:

**AQLT** AQUA-LUTUM  
[www.aqualutum.de](http://www.aqualutum.de)

**BANTLEON**  
Der Anleihemanager  
[www.bantleon.com](http://www.bantleon.com)

**IPConcept**  
[www.ipconcept.com](http://www.ipconcept.com)

**DNCA**  
FINANCE  
[www.dncafinance.de](http://www.dncafinance.de)

**HAUCK & AUFHÄUSER**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1796  
[www.hauck-aufhaeuser.de](http://www.hauck-aufhaeuser.de)

**hwb** CAPITAL MANAGEMENT  
[www.hwbcm.de](http://www.hwbcm.de)

**LOYS**  
GENUINES INVESTMENT  
[www.loys.de](http://www.loys.de)

**SCHMITZ & PARTNER AG**  
Privates Depotmanagement  
[www.schmitzundpartner.ch](http://www.schmitzundpartner.ch)

**StarCapital®**  
[www.starcapital.de](http://www.starcapital.de)

**UNIVERSAL INVESTMENT**  
Administration • Insourcing • Risk Management  
[www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de)

Mit freundlicher Unterstützung von:

**V|U|V**  
Verband unabhängiger Vermögensverwalter  
Deutschland e.V.  
[www.vuv.de](http://www.vuv.de)

## Value-Fonds

Name	WKN	Perf. 1 J. (%)	Perf. 3 J. (%)	Max. Draw- down 3 J. (%)	Volumen*
ACATIS GANÉ Value Event	A0X754	+3,7	+25,5	-10,8	903,3
DNCA Invest Value Europe A	A0MMD8	+22,7	+52,3	-16,1	379,2
Frankfurter Aktienfonds f. Stiftungen T	A0M8HD	+11,5	+50,3	-7,2	774,4
H&A Lux Equities - Value Invest B	921695	+19,6	+28,2	-22,1	41,7
Legg Mason ClearBridge Global Equity	A0LA7V	+12,3	+42,9	-16,2	3,8 (USD)
LOYS Global P	926229	+16,2	+39,0	-13,5	559,2
Mandarine Valeur R	A0RF7M	+22,5	+23,6	-32,0	935,6
ME Fonds - Special Values	663307	+8,8	+18,7	-7,2	47,8
Metropole Sélection A	A0NDAK	+13,8	+30,6	-28,8	2765,4
MMT Global Value	HAFX19	+11,9	+22,6	-24,1	14,7
Quantex Global Value Fund	A1J1MY	+32,9	+100,1	k.A.	66,1 (CHF)
StarCapital Priamos	805784	+21,8	+23,7	-20,2	83,2
Value Intelligence Fonds AMI	A0YAX8	+12,6	+36,6	-7,5	89,0

\*) in Mio. EUR; Quellen: Morningstar, Onvista, KAGs

europäischen Anleiherenditen und einem Höhenflug beispielsweise der Versorgerbranche, der aus ihrer Sicht fundamental nicht gerechtfertigt ist.

### Shareholder Activism

Frank Fischer, Manager des Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen (WKN: A0M8HD), sucht Value vor allem bei kleinen und mittleren Werten. Fischer setzt u.a. auf „Shareholder Activism“, also ein aktives Einwirken bei kleineren und mittleren Firmen, um den Wert der Unternehmen zu erhöhen. Beispiele dafür sind Pulsion und SMT Scharf. Hier wurde durch „Fischer & Friends“, einen Zusammenschluss von Minderheitsaktionären, der Aufsichtsrat komplett ausgetauscht.

### Weltweites Stockpicking

Der Global Value Fonds (WKN: A1J1MY) der Schweizer Boutique Quantex kann auf Sicht von fünf Jahren einen Wertzuwachs von mehr als 130% in CHF vorweisen. Das Management investiert in den kürzlich privatisierten Postkonzern Correios de Portugal. Das Unternehmen punktet mit einer hohen Free-Cashflow-Rendite. Der von Christoph Bruns verantwortete globale Aktienfonds, LOYS Global (WKN: 926229) steht für einen konsequent benchmarkunabhängigen Ansatz. Die Gewichtung der Einzeltitel wird nach ihrer analytisch festgestellten Attraktivität vorgenommen.

Die aktuelle Sicht von Christoph Bruns auf die Märkte lesen Sie im „Interview mit einem Investor“ (S. 74). Paul Ehrlichman von ClearBridge, der den Legg Mason ClearBridge Global Equity Fund (WKN: A0LA7V) managt, ist aktuell mit mehr als 26% in den USA investiert. Im Portfolio finden sich aber auch europäische Value-Klassiker wie Nestlé. Seinen Ansatz erläutert der Value-Experte im Interview auf S. 14.

### Value Intelligence Consensus

Stefan Rehder, Fondsmanager des Value Intelligence Fonds (WKN: A0YAX8) und Veranstalter der alljährlichen Value Intelligence Conference (s. Bericht auf S. 6), orientiert sich bei der Bottom-up-Analyse an der Tradition der Columbia Business School. Neben der wertorientierten empirischen Kapitalmarktanalyse nutzt er den von ihm entwickelten Value Intelligence Consensus, eine Aggregation von Meinungen der erfolgreichsten Value-Investoren.

### Qualitativer Value-Ansatz

Felix Schleicher von Value Asset Advisors, verantwortlich für den MMT Global Value (WKN: HAFX19), sieht gegenwärtig vor allem in den USA und Asien attraktive Unternehmen. Dazu zählt er Hang Lung Properties, einen Projektierer von Qualitätsimmobilien an Top-Standorten. Schleicher steht für einen qualitativen Value-Ansatz, der durch die Steigerung des

Shareholder Value und außergewöhnliche Unternehmerpersönlichkeiten charakterisiert ist. Value-Investor Markus Elsässer achtet bei der Auswahl der Aktien für seinen ME Fonds - Special Values (WKN: 663307) ebenfalls nicht nur auf harte Zahlen. Detailliertere Informationen zum Investmentansatz des Fonds finden Sie im Fonds-Interview auf S. 44.

### Werte im Mischfonds

Uwe Rathausky und Henrik Muhle haben mit ihrem Mischfonds ACATIS GANÉ Value Event (WKN: A0X754) Aktien und Anleihen im Visier. Dabei setzen sie auf Unternehmen mit hoher Qualität und Geschäftsmodellen, die einen Wettbewerbsvorteil gegenüber der Konkurrenz aufweisen. Dazu gehören für das Manager-Duo der Naturkosmetikkonzern L'Occitane und der Internet-Reifenhändler Delticom. Auf Sicht von fünf Jahren haben Anleger über 70% verdient, zudem wurden mit einem maximalen Verlust in diesem Zeitraum von -11% die Nerven der Anleger geschont.

### Fazit

Unter dem großen Dach werthaltiger Investments finden sich im Fonds-Universum unterschiedliche Ansätze, die um die Gunst des Anlegers werben. Neben Gemeinsamkeiten in der Value-Community gibt es auch völlig konträre Haltungen. Ein aktuelles Beispiel ist die Haltung gegenüber russischen Aktien. Während einige Value-Manager bei den tiefen Bewertungen zugreifen, fürchten andere Rechtsunsicherheiten. Dem Anleger bleibt die Qual der Wahl, aber auch die Gewissheit, ein passendes Produkt unter den unterschiedlichen Ansätzen zu finden.

Christian Bayer

## Smart Investor

Weekly

Einmal anmelden und jeden Mittwochabend den neuen „Smart Investor Weekly“ erhalten, mit smarten Updates zu Börse, Wirtschaft und Politik. Kostenlos und unverbindlich.

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

## Analyse

# DNCA Invest VALUE Europe A

Gastbeitrag von Erika Axelsson,  
Fonds Laden Gesellschaft für  
Anleger GmbH

## FONDS-SNAPSHOT

WKN: A0MMD8

Fondsmanager: Isaac Chebar,  
Lucy Bonmartel

Volumen: 379,1 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 21.12.2007

Typ: Aktien Europa Standardwerte Value



*Dipl. oec. Erika Axelsson ist seit vielen Jahren im Finanzdienstleistungsbereich tätig. Sie kam 2001 zum Fonds Laden und leitet dort die Filiale in Regensburg. Darüber hinaus ist sie im Fondsresearch tätig und Mitglied des Anlageausschusses des Fonds Ladens.*

**Unternehmen**

DNCA Finance wurde im Jahr 2000 von drei französischen Finanzexperten gegründet, die bereits erfolgreich bei anderen Investmentgesellschaften tätig waren. Später stießen weitere erfahrene Fondsmanager mit der gleichen Philosophie zu dieser Gruppe. Gemeinsam haben sie eine konzentrierte und hochwertige Fondspalette entwickelt. DNCA Finance gehört zu den führenden Fondsboutiquen in Frankreich und verwaltet zurzeit ca. 14,5 Mrd. EUR.

**Fondsgründung**

Der DNCA Invest VALUE Europe A wurde am 21.12.2007 unter dem Namen Leonardo Centifolia Europe aufgelegt. Der aktuelle Fondsmanager, Isaac Chebar, betreut den Fonds seit 31.03.2009. Seit Anfang 2014 unterstützt ihn Lucy Bonmartel als Co-Managerin. DNCA hebt die Risikoaversion als eines der wichtigsten Merkmale beim Management der eigenen Fonds heraus. Seit der Gründung der Gesellschaft basieren die Anlageentscheidungen auf der Fundamentalanalyse der Unternehmen. Die Fondsmanager analysieren ein Unternehmen in seiner Gesamtheit, um diejenigen Aktien auszuwählen, die das beste Chance-Risiko-Profil vorweisen. Eine hohe Qualität und eine moderate Bewertung der Titel runden das Entscheidungsprofil ab. Direkte Kontakte zu den Unternehmen sind Voraussetzung für den Kauf der Aktien.

**Value-Ansatz**

Der Fonds investiert gemäß einem Value-Ansatz in europäische Aktien, von deren innerem Wert das Fondsmanagement überzeugt ist, ohne Markettiming zu betreiben. Dabei handelt es sich in der Regel um europäische Unternehmen, die international agieren. Kriterien für die Titelauswahl sind eine moderate Bewertung und eine angemessene Dividendenrendite. Dabei wird als

Ziel eine niedrigere Volatilität als sie der Stoxx 600 TR-Index aufweist angestrebt. DNCA definiert „Value-Aktien“ mit vier Merkmalen: 1. nachhaltige Ertragskraft, die vom Markt unterschätzt wird, 2. innerer Wert 40% über Börsenwert, 3. begrenztes Abwärtsrisiko (max. 20%) und 4. niedrige Bewertungen. Zur Auswahl steht das ganze Aktienuniversum in Europa, wobei weniger liquide Aktien nicht berücksichtigt werden. Bei jedem Titel werden neben dem inneren Wert das Aufwärtspotenzial und das Verlustrisiko ermittelt. Das Portfolio beinhaltet als Ergebnis ca. 40 Werte, wobei folgende Einschränkungen gelten, um Klumpenrisiken zu vermeiden: Max. Ländergewichtung: 30%, max. Sektorengewichtung: 25%, max. Einzeltitelgewichtung: 5%. Außerdem darf max. 15% in Cash gehalten werden.

**Outperformance**

Das Ergebnis lässt sich sehen: Der Fonds hat zwar auf Einjahressicht sein Ziel, eine niedrigere Schwankungsbreite zu generieren als sein Index, knapp verfehlt, in den letzten drei Jahren überzeugen die Zahlen jedoch eindeutig: Über 15% Outperformance gegenüber der Benchmark bei ca. 2% niedrigerer Volatilität. Das gute Ergebnis bezahlen Investoren mit 2% Management-Fee und 20% Performance-Fee (High Watermark).

**Fazit**

Der DNCA Invest Value Europe A ist ein gutes Investment im europäischen Aktiensegment („All Cap Europe“). Die Aktienauswahl unterliegt einem rigorosen, disziplinierten Prozess, basierend auf einer detaillierten Fundamentalanalyse, die durch die große Erfahrung des Managements unterstützt wird. Den Fonds können auch eher defensiv eingestellte Anleger als Basisanlage kaufen. Die Investmentphilosophie von DNCA – „Vorsicht, Geduld und Ausdauer“ – wird erfolgreich umgesetzt. ■

## Kolumne

# Déjà-vu

Gastbeitrag von Stephan Kuhnke, CEO und Leiter  
Portfoliomanagement bei BANTLEON

## Nie wieder

Das haben wir alle doch schon mal erlebt. Bis 2008 verharrten die Renditen für deutsche Bundesanleihen jahrelang um 4%. Weil das vielen Anlegern zu tief erschien, kletterten sie bei ihrer Anleiheauswahl Stück für Stück auf der Bonitätsleiter nach unten. Ganz nebenbei führten diese Ertragsoptimierungen zu einer Veränderung des Risikoprofils im Anleihenbestand und zu einer Verwässerung des Versicherungseffekts. In der Folge konnte der Anleihenbestand in der Finanzkrise nicht mehr als stabilisierendes Element im Gesamtportfolio fungieren. Im Gegenteil: Zahlreiche dieser Investments entpuppten sich als schwer verkäuflich und verursachten heftige Verluste in den Portfolios. „Nie wieder“, schworen sich viele Anleger und mieden dieses Minenfeld. Der gute Vorsatz hielt jedoch nicht lange: Seit 2012 pendeln die Renditen für deutsche Bundesanleihen nun schon zwischen 1 und 2%. Und die Nachfrage nach Wertpapieren geringerer Bonität zieht seit einigen Quartalen wieder an und hat mittlerweile bedenkliche Ausmaße erreicht.

Foto: iStock / Dmitry Smitnov



„Nie wieder!“ dachten sich viele Anleger und mieden Wertpapiere mit geringer Bonität.

## Kein Lehman 2.0

Nein, wir sind keine Crash-Propheten und wir sehen auch kein Lehman 2.0 kommen. Aber dennoch halten wir dieses Anlageverhalten für den falschen Weg. Statt den Anlegern schon wieder weiszumachen, dass man mit den entsprechenden Produkten bedenkenlos in Assets mit schlechteren Ratings

investieren kann, sollte die Fondsbranche sich in dieser Niedrigzinsphase ihrer Verantwortung bewusst werden. Es ist ein Irrglaube, dass man als Produktlieferant nur das verständliche Anlegerbedürfnis nach höherer Performance bedient. Tatsächlich lassen die vermeintlich spannenden Produkte den Anleger nämlich glauben, dass man den Niedrigzins nicht einfach hinnehmen muss. Anstatt diese Wahrnehmung im Marketing noch zu verstärken, sollte der Kunde daran erinnert werden, dass derzeit jede Rendite über 0% mit einem deutlichen Risiko verbunden ist.

## Aktives Management

Abgesehen davon lässt sich auch im aktuellen Kapitalmarktumfeld noch eine attraktive Performance erzielen – freilich nicht mehr mit Buy-and-hold oder dem Kauf schlechterer Bonitäten. Stattdessen müssen Asset Manager und Anleger gleichermaßen aktiver als bisher handeln und dazu bereit sein, je nach Marktphase einzelne Assetklassen aus ihren Portfolios zu verbannen oder sich vollständig in den Geldmarkt zurückzuziehen. Nur so können dauerhafte Erträge entstehen. Ein solcher Managementansatz kann durchaus weltweit anlegen, sollte sich jedoch auf die liquidesten Assetklassen und Märkte konzentrieren, um Verluste in Phasen starker Marktverwerfungen zu vermeiden. Aber wie lassen sich jene Assetklassen herausfiltern, die in absehbarer Zukunft die besten Chancen bieten? Eine gute Orientierung gibt hier der Konjunkturzyklus: Wenn die Wirtschaft wächst, entwickeln sich die Risikoanlagen gut, zu denen Aktien, Rohstoffe und High-Yield-Anleihen gehören. In wirtschaftlichen Abschwungphasen hingegen bieten hochqualitative Staatsanleihen und Gold höheres Gewinnpotenzial. Die derzeit expansive Politik der Notenbanken und politische Krisen erfordern freilich einen stetigen Abgleich mit dem markttechnischen Umfeld der jeweiligen Assetklasse. ■



*Stephan Kuhnke ist CEO und Leiter Portfoliomanagement der Bantleon Bank AG. Er begann 1994 als Wertpapierhändler für High Quality Bonds bei der Bantleon AG in Hannover. Im Januar 1997 wurde Kuhnke Vorstandsassistent der Bantleon AG in Hannover und noch im selben Jahr übernahm er als stellvertretender Geschäftsführer die Leitung des Wertschriftenhandels der Bantleon AG in Zug. In dieser Funktion leitete Kuhnke den Anleihenhandel der Bantleon Bank AG in Zug (ab 1998) und verantwortete die von der Bantleon Bank AG als Leadmanager für deutsche Hypotheken- und Landesbanken begebenen Anleihen. Seit 1999 ist er als CEO für das Portfoliomanagement der Bantleon Bank AG verantwortlich. Darüber hinaus ist Kuhnke seit mehreren Jahren Mitglied in diversen Anlageausschüssen der Bantleon Bank AG, der Bantleon Anleihenfonds und Bantleon Spezialfonds. Die in der Kolumne beschriebene Methode wird im Fonds Bantleon Family & Friends umgesetzt.*

## Interview

# „Entdeckung der Hidden Quality“

Gespräch mit **Markus Elsässer**,  
M. Elsasser Wealth  
Management GmbH



Geboren 1956 in Heidelberg, wuchs der Sohn eines Botschafters in London, Hongkong, Paris und Kairo auf. Nach Banklehre und Wirtschaftsstudium an der Universität in Köln arbeitete Dr. Elsässer in einer Wirtschaftsprüfer-Sozietät. Seine Industriekarriere begann er als Finanzdirektor bei Dow Chemical Deutschland. Danach war er in Sydney, Australien als General Manager für Benckiser und schließlich in Singapur als Managing Director Asia-Pacific für die Storck Gruppe tätig. Seit 1998 ist er selbstständiger Investor und Fondsberater. Darüber hinaus war er viele Jahre als Mitglied in Beiräten von einflussreichen Industriefamilien tätig und arbeitete für einige Jahre eng mit dem bekannten New Yorker Investor Guy Wyser-Pratte zusammen.

**Smart Investor: Welchem Value-Stil würden Sie sich am ehesten zuordnen?**

*Elsässer:* Die Welt der Value-Investoren hat sich in den vergangenen Jahren radikal verändert. Die klassische Welt von Benjamin Graham mit ihren statischen Annahmen existiert nicht mehr. Die Beurteilung der realistischen Bewertung von börsennotierten Firmen ist ohne Einberechnung von externen Faktoren nicht mehr möglich. Mit unserem „Modern Value Quality-Ansatz“ (MVQ-Ansatz) berücksichtigen wir unterschiedliche Faktoren und Einflüsse.

**Smart Investor: Welche Auswirkungen hat dieser Investmentansatz auf das Portfolio des Fonds?**

*Elsässer:* Wir sind von einer statischen Welt in eine hochgradig dynamische Welt gewechselt. Revolutionäre Veränderungen wie z.B. Lifestyle, Informationsverbreitung oder der weltweite Trend zur Urbanisierung haben einen entscheidenden Einfluss auf unseren Investmentansatz. Wir erfassen dabei zum einen die alten Klassiker der Bilanz-Kennzahlenanalyse. Ein besonderer Schwerpunkt liegt jedoch auf den Veränderungen in den jeweiligen Branchen weltweit. Dabei analysieren wir insbesondere Bewertungsunterschiede branchengleicher Firmen im privaten Sektor (Kaufpreise bei privaten Übernahmen) sowie weltweite Private-Equity-Transaktionen (M&A-Aktivitäten). Die gigantischen Reiseströme der internationalen Mittel- und Oberschicht haben ganz neue Dimensionen angenommen. Dies wirkt sich aus in einem massiven Know-how-Transfer und einem revolutionär veränderten Konsumverhalten einer sich entwickelnden Mittelschicht in den jungen Märkten Asiens, Lateinamerikas und Afrikas. Wichtig ist für uns, die „hidden quality“ eines Unternehmens zu entdecken. Dabei wollen wir wesentliche

Assets wie die Firmenkultur, die Mitarbeitermotivation sowie die Kontinuität und Qualität des Managements in die Bewertung mit einbringen. Diese oft als „Soft Factors“ etwas vernachlässigten Punkte sind für uns von besonderer Bedeutung, um den wahren Wert eines Unternehmens zu ermitteln.

**Smart Investor: Wie finden Sie als Value-Investor in der langen Hausse noch attraktiv bewertete Aktien?**

*Elsässer:* All die genannten Faktoren haben Einfluss auf unser Gewichtungsmo- dell, so dass wir häufig zu ganz anderen Wertansätzen kommen als die meisten anderen Marktteilnehmer. So sind beispielsweise die Aktien von Fielmann oder Beiersdorf den sogenannten „klassischen“ Value-Investoren schon seit Jahren zu teuer. Doch viele der beschriebenen Faktoren bleiben bei der Mainstream-Bewertung leider unberücksichtigt.

**Smart Investor: Welche Transaktionen gab es in der letzten Zeit?**

*Elsässer:* Bei einigen Werten, die sich im laufenden Jahr hervorragend entwickelt haben (z.B. Fielmann), haben wir unsere Position leicht reduziert. Die Coca-Cola haben wir komplett verkauft. Im Juni gab es mit der Schweizer Dufry AG ein Neu-Engagement. Das in Basel ansässige Unternehmen ist ein international tätiger Reise-Einzelhändler. Zuletzt machte die Dufry AG mit der Übernahme des Schweizer Mitwettbewerbers Nuance von sich reden. Mit dem Kauf wird Dufry zum größten Zollfreihändler der Welt mit einem Anteil von 15% weltweit. Das Unternehmen betreibt dann zukünftig in 63 Ländern auf fünf Kontinenten rund 1.750 Duty-free-Shops. ■

*Interview: Christian Bayer*

## News, Facts &amp; Figures

# Uneinheitliche Entwicklung

Auf Monatssicht hat unser Fondsmusterdepot -1,0% verloren, während der MSCI World EUR 0,3% zugelegt hat.

## Per Saldo im Minus

Bei den einzelnen Positionen im Fondsmusterdepot machte sich eine unterschiedliche Entwicklung bemerkbar. Am stärksten hat es mit einem Minus von 6,9% im Vergleich zum Vormonat den FCP OP Medical BioHealth-Trends (WKN: 941135) erwischt. Der Fonds ist mittlerweile von der Gewichtung her unsere größte Einzelposition. Bei einer Kurserholung werden wir uns von einigen Anteilen des Healthcare-Produkts trennen. Die Details zu möglichen Transaktionen werden auf unserer Website und im SI Weekly-Newsletter bekannt gegeben (immer mittwochs gegen 18.30 Uhr auf [smartinvestor.de](http://smartinvestor.de)). Mit einem Kursgewinn von 3,8% gegenüber dem Vormonat leistete der db X-trackers MSCI Brazil Index-ETF (WKN: DBX1MR) dagegen einen positiven Beitrag zur Entwicklung des Depots. Die Aktien des

Landes sind günstig bewertet. Zudem sehen Experten einen Zusammenhang zwischen dem schlechten Abschneiden Brasiliens in der WM und einer positiven Entwicklung für die Wirtschaft. Die Unzufriedenheit der Bevölkerung mit der Mannschaft schlägt negativ auf die brasilianische Präsidentin Dilma Rousseff durch, die sich noch in diesem Jahr einer Wahl stellen muss und so möglicherweise von einem wirtschaftsfreundlicheren Nachfolger abgelöst wird.

## News: Fondsmanager-Ausblick

Die Bank of America Merrill Lynch hat in einer aktuellen globalen Fondsmanager-Umfrage die Erwartungen und Positionierungen von 228 Fondsmanagern abgefragt, die mehr als 670 Mrd. EUR verwalten. Die Zahlen werden aus den positiven bzw. negativen Antworten saldiert und dann in Prozent ausgedrückt. Je höher die Werte

sind, desto stärker ist die Ausprägung bei den einzelnen Antworten. Netto 71% der Großinvestoren gehen in den kommenden zwölf Monaten von einer höheren Inflationsrate aus. Zudem erwarten 69% eine bessere Entwicklung der globalen Weltwirtschaft. Vor diesem Hintergrund setzen die Fondsmanager schwerpunktmäßig auf Aktien. Allerdings verlieren die Unternehmensanteile in Kontinentaleuropa für die Befragten an Attraktivität. Nur 10% der Fondsmanager wollen in den kommenden zwölf Monaten ihre Aktienengagements in dieser Region erweitern. Als größte Gefahr für die Stabilität der Finanzmärkte nehmen die Asset-Manager momentan geopolitische Risiken wahr. Sorgen über Kreditausfälle in China, Deflation in Europa und eine Blasenbildung in einzelnen Märkten haben dagegen abgenommen. ■

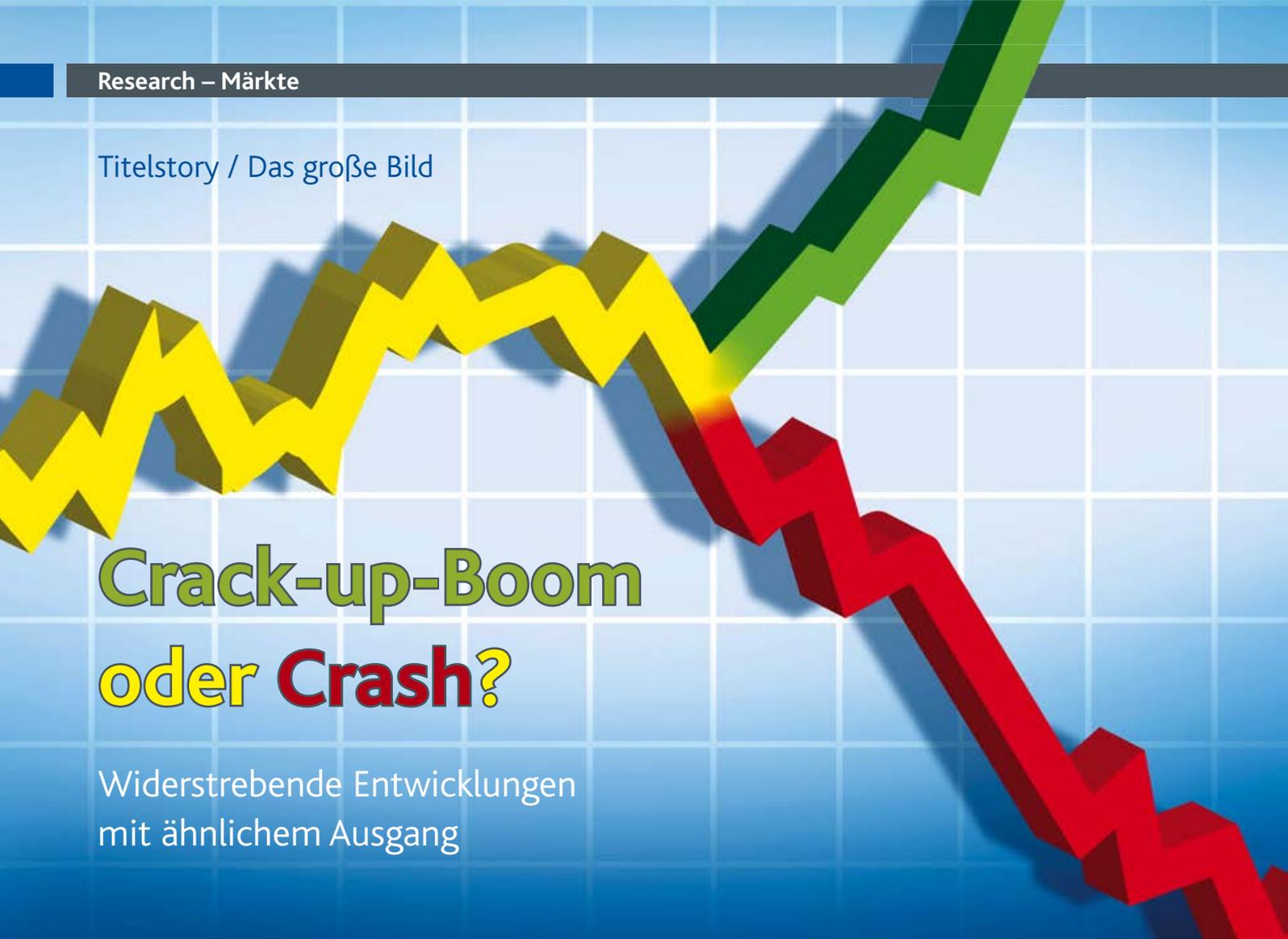
Christian Bayer

Musterdepot (Start: 01.01.2009 mit 100.000 EUR)										Stichtag:
Performance: seit Auflage: +44,4% (MSCI Welt: +93,6%); 2014: +6,2% (MSCI Welt: +7,1%); seit dem Vormonat: -1,0% (MSCI Welt: +0,3%)										18.07.2014
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs aktuell	Wert aktuell	Depot-anteil	Perf. seit Vormonat	Kauf
4Q Growth*	A0D9PG	Technologie	275	10.03.10	38,65	56,82	15.626	10,8%	-3,6%	47,0%
FCP OP Medical BioHealth-Trends	941135	Aktien Healthcare	85	29.03.10	126,3	254,07	21.596	15,0%	-6,9%	101,2%
Bantleon Opportunities L	A0NB6R	Mischfonds	100	18.05.12	108,95	124,90	12.490	8,6%	0,3%	14,6%
iShares MSCI Japan € Hedged**	A1H53P	Aktien Japan	400	21.02.13	32,47	37,31	14.924	10,3%	0,0%	14,9%
Tocqueville Gold P	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	144,21	10.095	7,0%	1,7%	30,0%
Alger American Asset Growth Fund	986333	Aktien USA	400	01.08.13	28,49	33,99	13.596	9,4%	2,3%	19,3%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Aktien Europa Nebenw.	120	26.09.13	94,00	100,75	12.090	8,4%	-1,8%	7,2%
Saxo Invest CPH Capital Global Equities	A1JJJ5	Aktien Global	80	07.11.13	159,44	168,96	13.517	9,4%	1,3%	6,0%
Mand. Unique Small & Mid Caps Europe	A1CWVQ	Aktien Europa Nebenw.	10	16.12.13	839,90	914,93	9.149	6,3%	-1,6%	8,9%
Sunares	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	110	13.02.14	56,90	60,26	6.629	4,6%	1,3%	5,9%
db X-trackers MSCI Brazil Index-ETF	DBX1MR	Aktien Brasilien	300	25.04.14	34,60	39,12	11.736	8,1%	3,8%	13,1%
<b>Fondsbestand:</b>				141.446,85	97,9%					
<b>Liquidität:</b>				2.963,13	2,1%					
<b>Gesamtwert:</b>				144.409,98	100%					

\*) ACHTUNG: Die Fondswährung lautet auf USD, Kaufkurs in EUR: 38,65.

\*\*) Der Kaufkurs ist ein Mischkurs.

Titelstory / Das große Bild



# Crack-up-Boom oder Crash?

Widerstrebende Entwicklungen  
mit ähnlichem Ausgang

Kein anderes deutschsprachiges Wirtschafts- und Finanzmagazin hat in den letzten Jahren so oft auf das Thema Crack-up-Boom (CuB) hingewiesen wie Smart Investor. Immer wieder wird die Redaktion mit der Frage konfrontiert, wann denn nun der große Crash kommt bzw. ob der Crack-up-Boom schon läuft. Solche Fragen zeigen uns, dass es hier durchaus noch einigen Auf- bzw. Erklärungsbedarf gibt. Nach dem Grundlagenartikel in der Ausgabe 4/2009 haben wir die aktuellen Entwicklungen immer wieder auf die Frage abgeklopft, ob es sich hierbei um Indizien für die in einem reifen, ungedeckten Fiat-Money-System zu erwartende „Finale Senkrechte“ handeln könnte. In der aktuellen Ausgabe skizzieren wir ab Seite 28 noch einmal die wesentlichen Voraussetzungen und Folgen eines CuB. Die restriktive Politik in Europa brachte uns im Jahre 2012 dazu, den bis dahin laufenden Aktienboom nicht mehr als Crack-up-Boom zu bezeichnen. Damit legen wir das Szenario aber nicht ad acta. Vielmehr wird das CuB-Szenario dann aktuell, wenn eine völlige Abkehr von der jetzigen „zurückhaltenden“ EU-Geld- und Fiskalpolitik stattfindet. Die Äußerungen der Politiker in der EU legen den Schluss nahe, dass dies in den kommenden Monaten passieren könnte.

### Weiche Geldpolitik, aufweichender Stabilitätspakt

An dieser Stelle soll es aber um die Bewertung der aktuellen Lage gehen. Ein wesentlicher Anlass, das Thema wieder aufzunehmen, ist – wie schon gesagt – das Einschwenken der Europäischen Zentralbank EZB auf eine erneut deutlich gelockerte Geldpolitik.

EZB-Chef Draghi lässt keinen Zweifel daran, dass er den Finger am Abzug hat und jederzeit weitere Kaninchen aus dem Hut zaubern wird, falls dies notwendig würde. Einen weiteren Baustein bildet die sich abzeichnende Aufweichung des Stabilitätspaktes. Mit Frankreich und Italien rütteln zwei der größten Volkswirtschaften der Eurozone an dessen Vorgaben. Eine Initiative, die auch bei Bundeswirtschaftsminister Gabriel (SPD) durchaus auf Sympathien zu stoßen scheint. Ein aktuelles Problem der Zone ist die Investitionszurückhaltung.

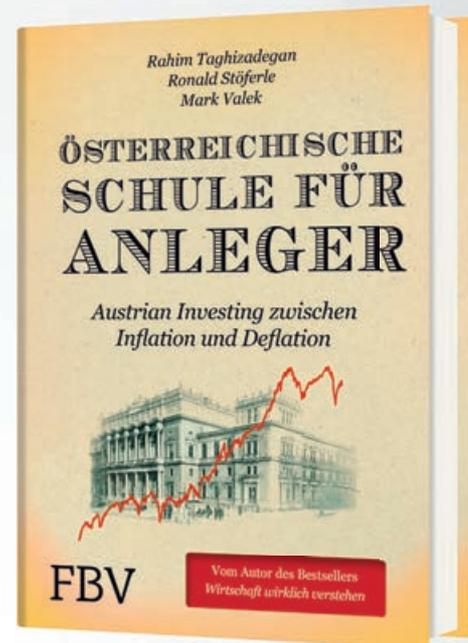
Was aber heute nicht investiert wird, kann morgen keine Beschäftigung und auch kein Wachstum schaffen. Eine Fragestellung, der sich in Deutschland auch der Chef des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW), Marcel Fratzscher, angenommen hat. Nach dessen Vorstellungen soll es ein Europäischer Investitionsfonds (EIF) richten. Förderbanken wie die staatseigene KfW würden die Gelder dann nur noch an die Unternehmen durchleiten. Die benötigten Mittel soll sich dieser EIF, der ähnlich dem ESM mit Staatsgarantien ausgestattet wäre, günstig am Kapitalmarkt beschaffen können. Staatskasse und Banken wären bei diesem wie es der „SPIEGEL“ nennt „Doppelten Bypass“ erst einmal außen vor. Die hässliche Seite dieses Konzepts besteht allerdings darin, dass eine staatliche Institution letztlich zum Entscheider über privatwirtschaftliche Investitionen würde (s. hierzu auch das Interview mit Eckart Langen von der Goltz in SI 6/2014 auf S. 74). Zwar kann auf diese Weise Geld ►

# Neue Österreichische Schule für Anleger

**Auf den Finanzmärkten scheint der Wahnsinn zu regieren, und auch viele Anleger werden von Wahn und Angst getrieben. Könnte alles falsch sein, was Sie über Vermögensanlage zu wissen glaubten?** Die Ansätze der Österreichischen Schule bieten eine nötige Atempause für Anleger, die in inflationären Hamsterrädern gefangen sind. Konventionelle Anlageexperten übersehen oft wirtschaftliche Entwicklungen, die zur Gefahr für den Mainstreaminvestor werden können. Die Österreichische Schule der Ökonomie hingegen hat sich als unabhängiger Ansatz jenseits der Interessen von Politik und Banken bewährt.

Das Finanzsystem steht vor einer großen Zerreißprobe. Dieses Buch weist Kleinsparern, professionellen Investoren und Vermögensberatern gleichermaßen neue Wege durch das finanzielle Erdbebengebiet zwischen den tektonischen Platten Inflation und Deflation. **Die Autoren zeigen erstmalig, wie »Austrian Investing« in der Praxis funktioniert. Lernen Sie als Anleger, wie Sie die scheinbar komplexen und kaum durchschaubaren Zusammenhänge erkennen und davon profitieren können.**

Rahim Taghizadegan | Ronald Stöferle | Mark Valek  
**Österreichische Schule für Anleger**  
Austrian Investing zwischen  
Inflation und Deflation  
ISBN 978-3-89879-856-3  
352 Seiten | 24,99 €



**Wenn es etwas Gutes an Krisen gibt, so zumindest, dass man – posthum – darüber nachdenkt, ob und wie die Katastrophe hätte verhindert werden können.** Die jüngste Wirtschaftskrise wurde zumindest vorhergesehen, und das sehr präzise. Vollbracht hat das kein bekannter Prophet wie George Soros, sondern ein kleiner akademischer Kreis von Volksökonomern in den USA. Diese besinnen sich seit den Siebzigerjahren aus guten Gründen zurück auf die sogenannte Österreichische oder Wiener Schule.

In seinem grundlegenden Werk zeigt der Wirtschaftsphilosoph Rahim Taghizadegan, welche Faktoren für eine Fortsetzung der Forschung in der Tradition von Carl Menger, Eugen von Böhm-Bawerk, Ludwig van Mises und Friedrich August von Hayek sprechen.

**Der Nutzen einer Wissenschaft, die verlässliche Zukunftsprognosen und Warnsignale für die Gesellschaft liefert, kann nicht hoch genug bewertet werden. Daher ist das Plädoyer des Autors für eine Neuorientierung oder Rückkehr zum Denken der Wiener Schule mehr als verständlich. So verständlich wie sein richtungweisendes Werk.**

Rahim Taghizadegan  
**Wirtschaft wirklich verstehen**  
Einführung in die Österreichische Schule der Ökonomie  
ISBN 978-3-89879-624-8  
288 Seiten | 24,99 €  
Auch als E-Book erhältlich



FinanzBuch Verlag

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

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

## Löcher in der Matrix

### „EuGH-Gutachten: Fettleibigkeit kann eine Behinderung im Beruf sein“ (welt.de, 17.7.2014)

Es ist zwar noch kein Urteil, die Auffassung des EuGH-Gutachters, Generalanwalt Niilo Jääskinen, lässt dennoch aufforchen. Demnach „kann Fettleibigkeit in der Tat eine Behinderung im Beruf darstellen. ... Als Grenzwert nennt er einen Body-Mass-Index (BMI) von 40.“ Würde in diesem Sinne geurteilt, wird es für Unternehmen künftig einen weiteren Fallstrick im Verhältnis zu ihren Mitarbeitern geben: „Falls ein Arbeitgeber einem Mitarbeiter wegen dessen starken Übergewichts kündigt, entspräche dies einer Diskriminierung.“ Im vorliegenden Fall ging es um einen dänischen Tagesvater, der stolze 160 Kilo auf die Waage brachte. Ihm kündigte sein Arbeitgeber allerdings wegen sinkender Kinderzahlen. Der Kläger, der das Verfahren zunächst vor einem dänischen Gericht angestrengt hatte, sah sich dennoch aufgrund seiner „Fettleibigkeit diskriminiert“ und verlangte eine Entschädigung. Es kam also weniger auf den tatsächlichen Kündigungsgrund an als auf die Selbsteinschätzung des Betroffenen. Für Fettleibige in der Nähe der magischen Grenze zur faktischen Unkündbarkeit würde es zudem einen echten Anreiz geben, künftig nicht(!) mehr abzuspecken – gesundheitspolitisch ein Desaster. Angesichts einer ohnehin ungebrochenen Tendenz zu Übergewicht und Fettleibigkeit wird es daher wohl einige neue Planstellen rund um die neue „Behinderung“ in der steuerfinanzierten Kümmerindustrie geben.

### „Parteien häuften 450 Millionen Euro-Vermögen an“ (freiewelt.net, 21.7.2014)

Immer üppiger sprudeln die Gelder für unsere politischen Parteien. Wo so viel Gutes für die Bürger des Landes geleistet wird, da können die Steuerzahler ruhig etwas springen



lassen. Schade eigentlich, dass man solche Sachverhalte in dieser Ausführlichkeit nur aus alternativen Medien erfährt. Selbst Bundespräsident Gauck, der sich einer Diätenerhöhung, von der „über Abführungen der Mandatsträger“ auch die Parteien profitieren, zunächst noch öffentlichkeitswirksam in den Weg warf, nickte das Gesetz kurze Zeit später, dann allerdings ohne großen Bahnhof, ab – standhaft ist er, unser „Bürgerpräsident“.

Ralph Malisch

*Die „Matrix“ ist im Wesentlichen Propaganda und weist zwangsläufig zahlreiche Widersprüche (=Löcher) sowohl in sich als auch zur Realität auf. Hier hinterfragen wir die Manipulationen von Politik, Wirtschaft und Wissenschaft anhand von deren Spuren in den Medien. Loch gefunden?! Bitte Hinweis mit Quellenangabe an: [info@smartinvestor.de](mailto:info@smartinvestor.de), Stichwort „Matrix“.*

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

in rauen Mengen in die Realwirtschaft kommen, diese neue Qualität des Interventionismus entfernt die Eurozone aber noch weiter von marktwirtschaftlichen Erfolgsprinzipien, was eine Grundvoraussetzung für den CuB ist. Investitionszurückhaltung kann viele Ursachen haben – willkürliche Eingriffe in die Rahmenbedingungen gehören dazu. Ein solcher „Kurzschluss“ zwischen Geldquelle (Zentralbank) und Kreditnachfrager kann zu einer blitzartigen Entladung von Energie (Boom) führen – was jeder Elektriker bestätigen kann. Allerdings ist danach dann auch erstmal Schicht im (Kabel-)Schacht!

Eine solche Abkehr von der bisherigen Politik in der EU – damit sind hochgradig interventionistische Maßnahmen gemeint – ist aus Sicht von Smart Investor die alles entscheidende Voraussetzung für den Start eines CuB-Szenarios. Allerdings gibt es derzeit auch eine Reihe von Punkten, die dagegen sprechen. Einige der wichtigsten Störfaktoren sind nachfolgend aufgeführt.

### Geschäftsklima trübt sich ein

Solche Überlegungen spielen sich vor dem Hintergrund zunehmender Unsicherheiten über die weitere konjunkturelle Entwicklung ab. Zwar wird die Wirtschaftslage noch immer als gut bewertet, der ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ging im Juni aber erneut zurück, und zwar auf den niedrigsten Stand seit Dezember 2013. Begründet wird die Eintrübung der Erwartungen ausdrücklich mit den Krisenherden in der Ukraine und dem Irak. Beide Konflikte haben das Potenzial, zu schweren Belastungen für die Wirtschaft auszuwachsen. Andererseits ist der Rückgang des Ifo-Index bislang nicht dramatisch. Daraus lässt sich noch kein nachhaltiger Konjunkturrückgang ableiten.

### Eskalation in der Ukraine

Nach dem Abschuss des Malaysia-Airlines-Fluges MH017 über der umkämpften Ostukraine verschärfen sich die Spannungen zwischen dem Westen und Russland weiter. Obwohl die Auswertungen der

Flugdaten und die Untersuchungen der Katastrophe noch nicht einmal richtig begonnen hatten, war sich die westliche Presse sicher, dass die Maschine mit 298 Menschen an Bord nur von den pro-russischen Separatisten abgeschossen worden sein konnte – und zwar absichtlich! Die erschreckenden Bilder von der Absturzstelle erzeugten beim Publikum vor allem Abscheu und Wut. Stets wird die Verbindung zwischen diesen Bildern und dem russischen Präsidenten Putin hergestellt, der als eine Art strippenziehender Pate hinter den Separatisten inszeniert wird. Konsequenterweise wird dann eine weitere Verschärfung der Sanktionen gegen Russland gefordert. Es scheint also, dass in Sachen Ukraine das Eskalationspotenzial weiter sehr hoch ist.

### Über Putin-Versteher

So zwingend die Bilder wirken, überzeugen kann die Argumentation nicht. Wo bitte schön soll Putins Motiv liegen, einen solchen Akt der Barbarei gegen Zivilisten in Auftrag zu geben oder auch nur zu billigen? Im Gegenteil: Für niemanden ist dieser Abschuss kontraproduktiver als für den russischen Präsidenten, der ganz genau weiß, dass dieser Konflikt auch über die Medien entschieden wird. Sorgsam vermied er es bislang, das Klischee des expansionshungrigen russischen Bären zu bedienen, und sammelte damit Sympathiepunkte auch im Westen – zwar nicht in der veröffentlichten Meinung, die einen strammen Anti-Putin-Kurs steuert, wohl aber bei den

Abb. 1: ifo Konjunkturtest (gewerbliche Wirtschaft<sup>1)</sup> – seit Anfang 2014 leicht abwärts!



1) Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel. Stand: 24.6.2014; Quelle: ifo Konjunkturtest

Lesern und Zuschauern, wie zahlreiche Kommentare zeigen. Putin war damit sogar so erfolgreich, dass der Mainstream schließlich den Begriff des „Putin-Versteher“ prägte – womit jene verächtlich gemacht werden sollen, die nicht rückhaltlos in das Hau-drauf-Gejohle einstimmen.

### Kampf um den Gashahn

In jedem Fall ist die Ukraine ein Konflikt, der uns nicht nur aufgrund seiner geografischen Nähe noch sehr direkt betreffen kann. Bereits im kommenden Winter könnte die Versorgungssicherheit bezüglich russischem Erdgas, das durch die Ukraine geleitet wird, zu einem Thema für ganz Westeuropa und insbesondere für Deutschland werden, wo die Abhängigkeit besonders hoch ist. Und zwar nicht deshalb, weil Russland seinen Lieferverpflichtungen nicht nachkommen

würde. Diese wurden bislang immer erfüllt, auch an den frostigsten Tagen des Kalten Krieges. Nein, das Problem ist ein anderes: Die Ukraine kommt bekanntlich ihren Zahlungsverpflichtungen gegenüber Russland nicht nach, weshalb zukünftig Gas nur noch gegen Vorkasse geliefert werden soll. Da der ukrainische Staatssäckel leer ist, dürfte spätestens im Winter die Versuchung groß sein, das für Deutschland bestimmte Gas, welches durch die Ukraine geleitet wird (Southstream-Pipeline), abzuzapfen, womit nur noch ein Teil davon an seinem Bestimmungsort Deutschland ankäme. Selbstredend wäre das für die deutsche Wirtschaft katastrophal.

### Überraschender Vormarsch

Im Nahen Osten stehen sich zwar keine Großmächte gegenüber, die Region hat aber ebenfalls große Bedeutung für die Energie- ▶

Anzeige

V e r m ö g e n s m a n a g e m e n t • F i n a n c i a l M a r k e t s • A s s e t S e r v i c i n g



Es lohnt sich, nicht nur in Quartalen zu denken: Die erfolgreichen Publikumsfonds von Hauck & Aufhäuser Privatbankiers.

Seit mehr als 200 Jahren richten wir unser Handeln an langfristigen Zielen aus. Bei unseren Publikumsfonds stehen stabile Erträge und dauerhafter Werterhalt im Fokus – eine erfolgreiche Strategie. Das zeigen auch die vielfachen Auszeichnungen, die wir für unsere Leistungen erhalten haben. [www.hauck-aufhaeuser.de](http://www.hauck-aufhaeuser.de)



HAUCK & AUFHÄUSER

PRIVATBANKIERS SEIT 1796

versorgung Europas. Der überraschende Vormarsch der islamistischen Terrorgruppe ISIS (inzwischen IS = Islamischer Staat) in weiten Teilen des Iraks, aber auch in Syrien könnte sogar ein noch größeres Krisenpotenzial aufweisen. Inzwischen kontrolliert die Terrorgruppe mehrere Ölfelder und ist damit auch finanziell bestens für ihren Kampf gerüstet. An ideologisch aufgeputzten und opferbereiten Nachwuchsterroristen fehlt es ohnehin nicht. Neue symbolträchtige Eroberungen können zu erheblicher Aufmerksamkeit und jederzeit zu Panikreaktionen führen. Die Feindschaft zwischen Sunniten und Schiiten scheint ebenso fest zementiert zu sein wie diejenige zwischen Israel und den Palästinensern. Auch dort kam es inzwischen zu einer massiven Eskalation und umfangreichen Kampfhandlungen. Größere Teile der Region befinden sich inzwischen de facto im Kriegszustand. Die Gefahr eines Flächenbrandes ist nicht auszuschließen – mit durchaus denkbaren negativen Folgen für die Wirtschaft (steigender Ölpreis?) und die Börsen.



Marc Faber

**Prominentes Bärenlager**

Wenn auch nicht unbedingt mit diesen geopolitischen Argumenten, an Warnungen vor massiven Kursrückgängen oder Crashes an den Aktienmärkten fehlt es derzeit nicht. Selbst wenn wir „Dauerbären“ wie den Schweizer Investmentstrategen Marc Faber, der jederzeit ein Platzen der gigantischen Blase für möglich hält („It could burst any day“), vernachlässigen, gibt es im Skeptikerlager inzwischen einige sehr renommierte Stimmen. Der Hedgefonds-Manager Mark Spitznagel, der in der Krise 2008 eine äußerst erfolgreiche Milliardenwette auf fallende Kurse platzierte, meinte beispielsweise, dass sich niemand über einen massiven und unmittelbar bevorstehenden Crash wundern solle. Tatsächlich müsse man diesen sogar „absolut erwarten“. Gerüchteweise soll sich auch die Investorenlegende Warren Buffett auf einen Aktien-Crash vorbereiten. Zumindest gibt das von ihm beachtete Verhältnis zwischen Aktienmarktkapitalisierung und Bruttoinlandsprodukt deutliche Verkaufssignale. Der vor allem in den USA bekannte Ökonom und Investor Peter Schiff charakterisierte die jüngste Aufschwungphase an den Märkten gar so: „Je smarter man war, desto dümmer sah man aus.“ Damit spielte er darauf an, dass sich in der jüngeren Vergangenheit vor allem Investitionen in bereits überbewertete Aktien besonders auszahlten. Ganz nebenbei ist das natürlich auch eine ziemlich wohlfeile Ausrede für verpasste Chancen – zu smart zum Geldverdienen.



Warren Buffett



Peter Schiff



Mark Spitznagel

**Ein Mitarbeiter für vier Milliarden**

Dass es an den Märkten inzwischen ziemliche Auswüchse gibt, lässt sich dennoch nicht leugnen. Besondere Blüten trieben die Vorgänge um die Aktien von Cynk, die innerhalb

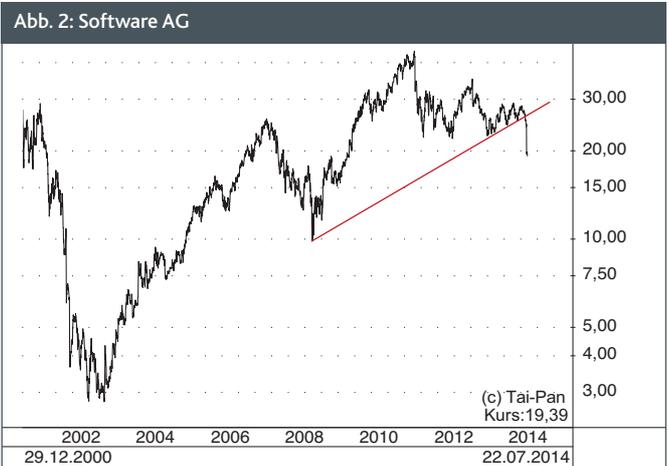
**Finanzielle Repression aktuell**

Eine wichtige Begleiterscheinung der aktuellen Nullzinspolitik ist die Finanzielle Repression. Nicht jede dieser Maßnahmen wird an die große Glocke gehängt. So verhängte Spanien noch während der Fußballweltmeisterschaft eine Sparbuch-Steuer in Höhe von 0,03% – rückwirkend ab 1.1.2014. Das Land hat damit eine Vorreiterrolle bei der „Nutzbarmachung“ der Sparvermögen der Bürger für den staatlichen Schuldensumpf übernommen. Dass es nach allen historischen Erfahrungen mit der Einführung neuer Steuern im Zeitablauf nicht bei den niedrigen „Türöffner-Tarifen“ bleiben wird, versteht sich ohnehin von selbst. Auch das Portal goldreporter.de weiß von neuen Maßnahmen zu berichten. Demnach habe die Finanzaufsicht BaFin Banken und Anlagevermittler aufgefordert, Daten zum Anlageverhalten der Kunden in Edelmetallen zu liefern. Konkret geht es um Derivate auf Gold, Silber, Platin und Palladium. Wozu die Erhebung dienen soll, ist offen. Möglicherweise stehen die Ermittlungen im Zusammenhang mit Manipulationen der Edelmetallpreise.

weniger Tage um mehr als 36.000% stiegen. Das bescherte den Aktionären kurzzeitig ein Vermögen von in der Spitze mehr als 6 Mrd. USD – ein stolzer Betrag für ein Unternehmen, das gerade mal einen Mitarbeiter beschäftigt, keine nennenswerten Assets besitzt und eigentlich nur eine kaum frequentierte Website betreibt. Einige Altaktionäre dürften bei dieser nicht ganz zufälligen Kursexplosion ordentlich verdient haben. Obwohl die Sache also ein ziemliches „G’schmäckle“ hat, zeigt die Episode doch, was in diesem Marktumfeld möglich ist. Dass sich die Insider vieler seriöser Unternehmen vermehrt aus dem Markt zurückziehen und Aktienpakete verkaufen, ist ebenfalls ein Warnsignal.

**Dünne Luft**

Dass die Luft für Aktien inzwischen auch hierzulande dünner geworden ist, zeigen die Marktreaktionen auf Zahlen, die nicht den Erwartungen entsprochen haben. Egal ob Lufthansa, Bilfinger oder



Schlechte Unternehmensnachrichten führten jüngst zu einem „Mini-Crash“ bei der Software AG.

# Edelmetall Erfahrung

Gold und Silber können Sie als Barren und Münzen persönlich in zehn Läden von Robbe & Berking, oder sofort in unserem Online-Shop kaufen:  
[www.wertanlagen.robbeberking.de](http://www.wertanlagen.robbeberking.de)

Berlin, Kurfürstendamm 54 • Bremen, Katharinenklosterhof  
Düsseldorf, Königsallee 60a • Flensburg, Große Straße 47  
Frankfurt, Steinweg 8 • Hamburg, Jungfernstieg 22  
Hannover, Luisenstraße 10/11 • Kiel, Dänische Straße 11  
München, Theatinerstraße 32 • Wien, Am Graben 26

## ROBBE & BERKING

SEIT 1874

die Software AG, auch Blue Chips und Unternehmen des gehobenen Mittelstands erwiesen sich als anfällig für solche Mini-Crashes. Hohe Erwartungen eröffnen an der Börse vor allem Enttäuschungspotenzial. Innerhalb der Indizes spielt sich das Geschehen im Rahmen möglicher Topbildungen bzw. gigantischer Keilformationen ab (s. hierzu Rubrik „Charttechnik“ auf S. 53). Diese Keile sind durch steigende untere und obere Begrenzungen charakterisiert, wobei die flachere obere Begrenzung vor allem einen Mangel an echter Aufwärtsdynamik anzeigt. Schon mehrfach sah es sogar so aus, als wollte der Markt nach unten durchbrechen, erholte sich aber immer wieder wie „von Geisterhand“, besonders dann wenn es kritisch wurde und nachhaltige Brüche der Trends drohten. Genau darauf dürften einige Marktteilnehmer ihre Erwartungen richten. Warum sollten Notenbanken und Plunge Protection Teams einen echten Aktiencrash zulassen? Dies wäre vor dem Hintergrund der ansonsten ergriffenen Stabilisierungsmaßnahmen völlig kontraproduktiv. Das Stemmen gegen eine solche Abverkaufsbewegung könnte dann sehr leicht zur Initialzündung für eine beschleunigte Gangart im Rahmen eines sich entwickelnden CuB werden.

### Unsere Gastanalysten

Die verschiedenen Blickwinkel unserer Gastanalysten (S. 55 bis 57) zeigen ein gemischtes Bild. Während die Börsensignale (Intermarketanalyse von Uwe Lang) inzwischen wieder ein fast eindeutig bullisches Zeichen geben, sendet die Quantitative Analyse ein positives Signal, welches jedoch am seidenen Faden hängt. Denn zwei der drei beobachteten Indikatorengruppen tendieren zum Rutsch in den negativen Bereich. Und auch sentix Sentiment und Sektoranalyse mahnen eher zur Vorsicht. Alles in allem ist das Resümee der Gastanalysten in Summe noch leicht positiv. Ein weiteres Abrutschen des DAX vom jetzigen Niveau aus (Stand: ca. 9.600 Punkte) dürfte aber die Aussagen der einzelnen Methoden deutlich in den Negativbereich drücken.

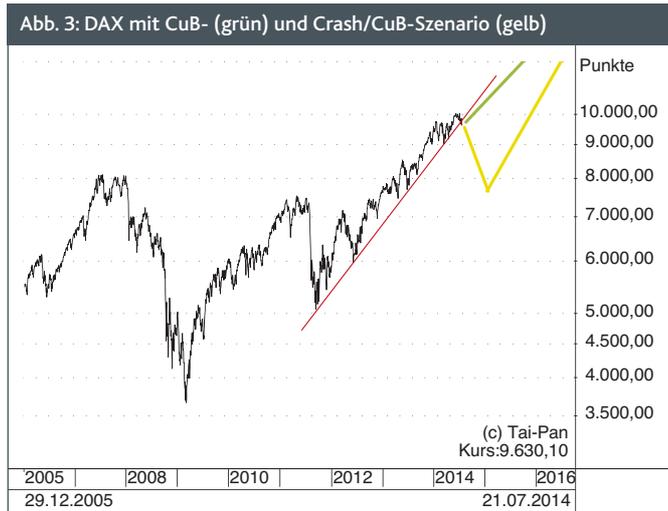


„Der Aktionär“ vom 16.7. (o.) und 23.7.

### Titelblattindikator

Vielgelesene Magazine geben mit ihren Titelblättern oftmals sentimenttechnisch hoch interessante Anhaltspunkte für den weiteren Verlauf der Börse. „Der Aktionär“ gilt als dasjenige deutsche Börsenblatt, welches mit den aggressivsten Botschaften auf dem Cover aufwartet – meist im bullischen Sinne. Bemerkenswert an den jüngsten Titelbildern der Ausgaben vom 16.7. und vom 23.7. erscheint uns der sehr verhaltene Tenor. Einmal geht es um das Beben im Bankensektor und ganz aktuell um neueste Crash-Theorien. Anscheinend verkaufen sich solche negativen Schlagzeilen derzeit am Kiosk besser – trotz eines DAX, der nur 3% unter seinem Allzeithoch notiert. Ansonsten würde „Der Aktionär“ kaum damit aufwarten, zumal ja seine Grundausrichtung eigentlich „extrem bullish“ ist. Smart Investor deutet diese ►





Aus Sicht von Smart Investor wird der Aktien-Bullenmarkt weitergehen – Zwischenzeitlich ist aber ein Crash jederzeit denkbar.

Titelblattgestaltung der größten deutschen Anlegerzeitschrift dahingehend, dass derzeit eine latente Skepsis/Angst herrscht. Und an dieser Mauer der Angst könnten die Kurse weiter nach oben klettern.

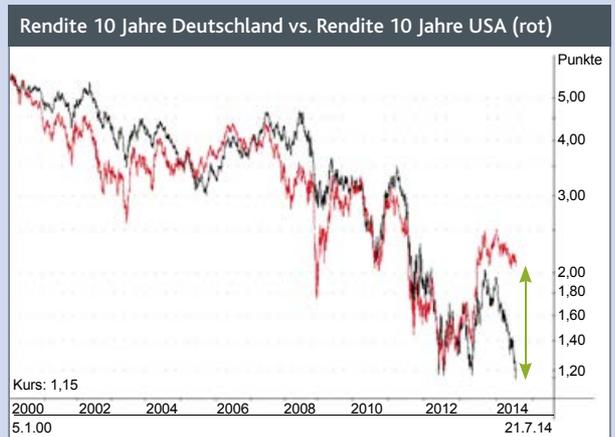
**Charttechnik**

Tatsächlich lässt sich im Kurschart des DAX bislang keine ausreichend große Umkehrformation erkennen, um von einem nahen Crash sprechen zu können. Allenfalls der Aufwärtstrend (rot eingezeichnet in Abb. 3) der letzten ca. drei Jahre scheint derzeit in Gefahr zu sein, nach unten gebrochen zu werden. Na und? Trends werden laufend irgendwie gebrochen, ohne dass sofort ein Drama passiert. Ist es nicht vielmehr so, dass dieses Chartbild sehr harmlos und unbedrohlich wirkt? Und ist es nicht so, dass die Horrormeldungen aus Ukraine, Gaza und Irak sowie die etwas rückläufigen Wirtschaftsaussichten für die EU die Investoren landauf landab verrückt machen, so dass sie den Wald (= intakte Hausse) vor lauter Bäumen (einzelne Krisen) nicht sehen?



**Das BUND-Rätsel**

Seit Ende letzten Jahres befinden sich die Renditen der deutschen Bundesanleihen im Sinkflug. Sie notieren mit 1,15% auf dem tiefsten Stand überhaupt. Wie die Grafik zeigt, verlaufen die Renditen der 10jährigen Anleihen aus Deutschland (schwarz) und den USA (rot) normalerweise mehr oder weniger im Gleichschritt. Seit Ende 2013 jedoch tendieren beiden Kurven extrem auseinander. Was könnte der Grund dafür sein? Neben der wirtschaftlichen Divergenz beider Länder halten wir einen anderen Punkt für erwähnenswert. Seit Herbst 2013 nämlich kursieren immer wieder Gerüchte um eine Vermögensabgabe (einmalige Euro-Kontenbesteuerung) in der EU. Vielleicht schichten daher einige informierte Kreise Euro-Beträge auf Spar- und Terminkonten um in Bundesanleihen? Damit würde man der besagten Vermögensabgabe entgehen, hätte aber zugleich allererste Bonität im Depot.



Quelle: Tai-Pan

**Fazit**

Wir können nicht ausschließen, dass der eine oder andere oben beschriebene Brandherd explodiert und eine unkontrollierte Reaktion an den Börsen nach unten hervorruft. In diesem Falle könnte es natürlich zu einem Crash kommen, wie er von einigen Auguren gesehen wird. Im DAX könnte ein solcher Crash z.B. in der Nähe der „Jahrzehnt-Unterstützung“ bei rund 8.200 Punkten einen Boden finden. In Anbetracht des beschriebenen CuB-Umfeldes aber geht Smart Investor davon aus, dass es anschließend wieder zügig nach oben gehen dürfte. Dafür werden Staat und Zentralbank schon sorgen. Dieses Szenario ist in Abb. 3 mit der gelben Prognoselinie dargestellt. Andererseits halten wir es durchaus auch für möglich und sogar für wahrscheinlich, dass es gar nicht zu einem ausgeprägten Kursrückgang kommen wird, sondern dass die Kurse weiter unter Zittern und Bibbern an der Mauer der Angst emporsteigen werden. Dieses Szenario ist in Abb. 3 mit grüner Farbe verdeutlicht.

Ralf Flierl, Ralph Malisch

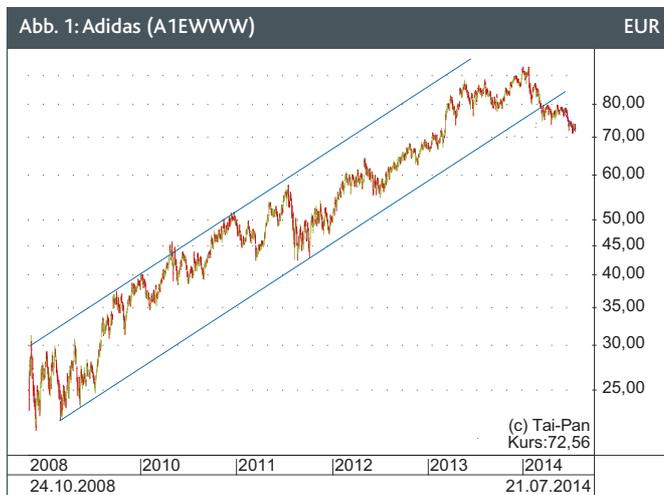
## Charttechnik

# Gehen Sieger wirklich so?

## Weltmeisterlicher 10.000-Punkte-DAX mit Blessuren

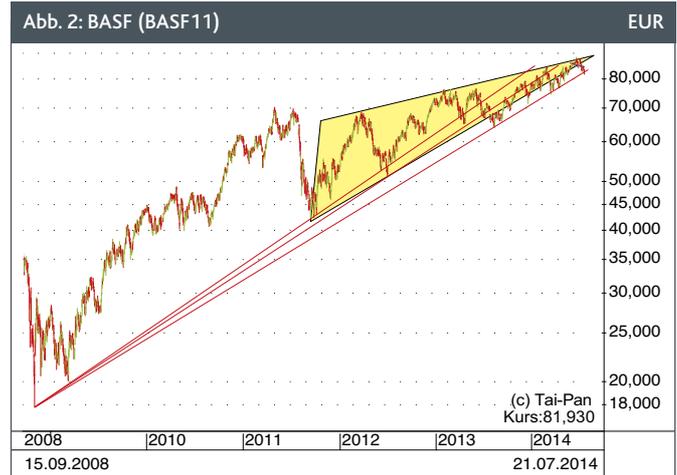
### Adidas (WKN A1EWWW)

Eigentlich war die Fußball-Weltmeisterschaft für den Herzogenauracher Sportartikel- und Lifestyle-Konzern ein Heimspiel. Egal welche Mannschaft das Finale in Rio gewonnen hätte, ausgestattet wurde sie von den Franken. Die Rechnung allerdings, dass derartige Sportereignisse die Kurse der Lieferanten zwangsläufig beflügeln, ging nur bedingt auf. Zwar stieg die Aktie in den Jahren zuvor kräftig, ihr Top erreichte sie jedoch bereits am 2. Januar 2014 – noch lange bevor das WM-Eröffnungsspiel angepfiffen wurde. Zu den Zugpferden des DAX gehörte die Aktie sogar schon seit etwa Mitte 2013 nicht mehr. Der bis in das Jahr 2008 zurückreichende Aufwärtstrend wurde schließlich im März gebrochen. Auch sind nach der Fußballbegeisterung der letzten Wochen für das Thema Sportartikel in näherer Zukunft keine neuen Impulse zu erwarten.



### BASF (WKN BASF11)

Lange Zeit gehörte die ehemals als langweilig verschriene BASF-Aktie zu den Stars des seit 2008 laufenden Aufschwungs. Viele hatten man beim inzwischen weltgrößten Chemiekonzern einfach richtig gemacht. Dazu gehörte auch die frühzeitige Expansion nach Russland. Entsprechend zurückhaltend sieht man hier immer neue Sanktionen gegen das Land – Vorstandschef Kurt Bock auf der HV im Mai: „Russland ist wichtig, sehr, sehr wichtig.“ Im Chart zeigen sich inzwischen erste Bremsspuren. Zum einen fehlt es dem Kurs seit 2012 an echter Aufwärtsdynamik, wie die ausgebildete Keilformation (gelbes Dreieck) zeigt. Zum anderen fächert sich die seit 2008 währende Aufwärtsbewegung immer weiter nach unten auf (rote Linien).



### Beiersdorf (WKN 520000)

Die Aktie von Beiersdorf ist so etwas wie ein Marathonläufer. Das stabile Geschäftsmodell des Hamburger Markenartiklers (Nivea, Hansaplast, Tesa etc.) hat noch jede Krise überstanden. Die Anleger bewerten die Aktie traditionell hoch (KGV 2014e: 26), phasenweise aber auch zu hoch. Nach dem fulminanten Anstieg des Jahres 2012 deutet sich im Chartbild erst einmal Korrekturbedarf an. Über die letzten Monate bildete sich eine obere Schulter-Kopf-Schulter-Umkehrformation heraus (blaue Markierungen), deren Nackenlinie (rot) bereits kraftvoll nach unten durchschlagen wurde.

### Fazit

Obwohl sich der DAX noch immer in der Nähe seiner „weltmeisterlichen“ Rekordstände von 10.000 Punkten befindet, mahnen die Chartbilder einzelner Aktien aktuell zur Vorsicht.

*Ralph Malisch*



Relative Stärke

# Banker in der Krise

... wenn nicht einmal mehr der Heilige Geist hilft

### Massive Rücksetzer

Die größte relative Bewegung verzeichnete in der abgelaufenen Berichtsperiode unser TecDAX: minus 19 Ränge. Es waren nicht nur enttäuschende Gewinnprognosen beim Schwergewicht Software AG, sondern eine Vielzahl angeschlagener Chartbilder, die den Index insgesamt unter Druck brachten. Nachdem noch im Juni ein neues 13-Jahres-Hoch verzeichnet werden konnte, notiert man nun wieder deutlich darunter. Dass Investoren derzeit den russischen RTX meiden, ist angesichts eines sich täglich verschärfenden Konflikts um die Ukraine verständlich. Nicht einmal ihre niedrige Bewertung bewahrte die Aktien vor einem Rutsch um satte 17 Ränge. Zu unkalkulierbar ist das Risiko, in den Strudel möglicher Sanktionen gerissen zu werden. Goldman-Sachs-Chef Blankfein vertrat einst die Auffassung, dass Banker „Gottes Werk“ verrichteten. Bei den portugiesischen Geldmännern vom Heiligen Geist (Espírito Santo International – ESI) ging die Sache dennoch schief – sie beantragten Insolvenz. Die Angst vor einer Rückkehr der Bankenkrise ist also höchst real und strahlte auf die ganze iberische Halbinsel aus – für den spanischen IBEX-35-Index bedeutete dies ebenfalls ein Minus von 17 Rängen.

### Lachende Dritte

Bei so viel relativer Bewegung nach unten muss es auch Gewinner geben. Die größten Terraingewinne verzeichneten die chinesischen Indi-

zes: H-Shares und Shenzhen A-Index legten jeweils 11 Ränge zu, der Hang-Seng-Index kam auf ein Plus von 10 Rängen. Keine der volkswirtschaftlichen Gefährdungslagen – Stichwort Schattenbankensystem – ist bislang richtig schlagend geworden und im Konflikt zwischen den USA und Russland entwickelt sich China immer mehr zum lachenden Dritten.

Ralph Malisch

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors								Ausgewählte Technische Indikatoren in Landeswährung				
Index	Land	Relative Stärke zum						Lage Kurs			GD Halbjahr	
		18.7.	20.6.	23.5.	17.4.	21.3.	14.2.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
Merval	Arg	1	2	2	22	24	25	87	92	97	+0,38	+28,6
Sensex	Indien	2	1	1	1	1	16	48	87	95	+0,15	+11,9
S.E.T.	Thai	3	3	11	7	18	23	90	92	84	+0,17	+10,9
NASDAQ 100	USA	4	10	13	17	4	3	85	94	99	+0,08	+7,5
HUI *	USA	5	7	23	21	3	5	47	66	12	+0,11	+6,7
S&P 500	USA	6	9	9	10	5	10	69	95	97	+0,06	+5,2
All Ord.	Aus	7	16	6	4	15	18	83	91	93	+0,03	+2,2
H Shares	China	8	19	22	23	25	24	66	87	44	+0,02	+4,1
DJIA 30	USA	9	15	17	11	12	14	70	95	96	+0,03	+3,9
Silber		10	17	25	25	19	19	36	66	9	+0,03	+3,9
Hang Seng	HK	11	21	19	18	23	21	79	91	91	+0,03	+3,7
KOSPI	Korea	12	20	4	9	21	20	85	95	67	+0,03	+2,3
Nikkei 225	J	13	14	24	24	22	22	26	63	86	-0,03	+2,7
FTSE 100	GB	14	13	8	13	17	12	33	63	86	-0,01	+0,4
Shenzhen A	China	15	26	26	20	16	2	61	59	71	+0,05	+2,6
REXP 10 *	D	16	24	18	8	10	13	100	100	100	+0,05	+3,3
Rohöl	USA	17	8	5	2	14	17	32	64	71	+0,07	+1,1
SMI	CH	18	11	3	3	6	9	14	69	92	+0,04	+1,8
Gold		19	22	20	15	7	15	16	48	16	+0,03	+0,8
DAX	D	20	12	15	12	11	4	14	62	91	+0,01	+1,1
IBEX 35	E	21	4	7	6	8	7	6	50	86	+0,01	+0,9
PTX	Polen	22	25	16	16	20	8	38	47	40	+0,04	+0,2
RTX	Rus	23	6	12	26	26	26	0	48	20	-0,10	-0,6
TecDAX	D	24	5	14	14	2	1	0	50	86	+0,01	-0,9
MDAX	D	25	23	21	19	13	6	13	46	90	-0,02	-0,9
CAC 40	F	26	18	10	5	9	11	11	44	82	+0,01	-1,4

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

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

## Quantitative Analyse

# Erneut nur knappes Votum für Aktien

Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch  
(www.boersenampel.de)

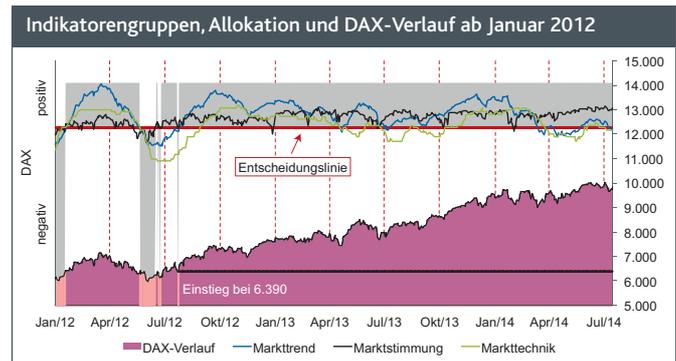
Ein Blick auf unsere Grafik verdeutlicht es schon: Zwei unserer drei Indikatorengruppen kämpfen mit der Entscheidungslinie um einen Erhalt des Pro-Aktien-Votums. Lediglich eine Indikatorengruppe – die Marktstimmung – votiert eindeutig für ein Engagement im DAX. Eine ähnliche Situation gab es bereits im März, als ebenfalls die Marktstimmung das Pro-Aktien-Votum über knapp zwei Monate aufrecht erhielt, ehe dann die beiden anderen Indikatorengruppen im Mai wieder in den positiven Bereich drehten und dort bis 11.7. durchhielten. Mit der positiven Marktstimmung bleibt das Votum für ein Engagement am Aktienmarkt zwar insgesamt weiterhin bestehen; als stabil kann die Situation jedoch nicht bezeichnet werden, da gerade die Marktstimmung das schwankungsreichste der drei Aggregate ist und sich das Blatt somit schnell wenden kann.

### Markttrend

Hauchdünn befindet sich der Markttrend unterhalb der Entscheidungslinie und rät damit von einem Engagement im DAX ab. Allerdings ist der Abstand zur Entscheidungslinie so knapp, dass sich diese Situation täglich ändern kann.

### Markttechnik

Auch die Indikatoren der Markttechnik befinden sich nur hauchdünn unterhalb der Entscheidungslinie, so dass sich das Votum auch hier täglich ändern kann.



Die aktuelle Indikatorenlage ähnelt der Situation im März 2014: Nur die Marktstimmung votiert unverändert positiv für ein Engagement in deutschen Aktien, während „Technik“ und „Trend“ unentschieden um ihre Entscheidungsniveaus schwanken – eine Folge der für diese beiden Indikatoren besonders schwierigen Marktdynamik.  
Stand: 16.07.2014, Quelle: www.boersenampel.de

### Marktstimmung

Die Marktstimmung befindet sich komfortabel in der positiven Kaufzone und hält damit das gesamte Pro-Aktien-Votum aufrecht. Jedoch bildet dieser Indikatorblock bei einer Betrachtung über die letzten 30 Jahre im Schnitt aller Jahre um den Jahreswechsel und Anfang Juli ein saisonales Tief aus, was positiv zu interpretieren ist. Danach geht es allerdings bei diesem Stimmungsindikator üblicherweise wieder zur Sache. Wir gehen davon aus, dass wir im dritten Quartal einer endgültigen Entscheidung entgegensteuern. Betrachtet man die Indikatoren weltweit, so haben sich mittlerweile viele Divergenzen ausgebildet, die eher für eine Korrektur im III. Quartal sprechen. Große Indizes erreichen aktuell Höchststände, während Nebenwerte seit dem späten Frühjahr Mühe haben, den Standardwerten zu folgen. Doch noch besteht die Möglichkeit, dass die Standardwerte die Nebenwerte wieder nach oben ziehen. Und auch dann würde unser derzeit schwaches Pro-Aktien-Votum wieder an neuer Kraft gewinnen. ■

## Intermarketanalyse

# Politisch bedingte Korrekturen – aber kein Verkaufssignal!

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

### Das GESAMTSYSTEM: Positiv 3:0!

- 1) Zinsstruktur: **Positiv!**
- 2) Index-Trend-Methode (Nasdaq-DowUtility-DAX): **Positiv!**
- 3) Die übrigen 5 Indikatoren melden 3:2

Anleihezinsen: **Positiv!**

Ölpreis: **Positiv!**

CRB-Index: **Negativ!**

US-Dollar in Euro: **Positiv!**

Saisonfaktor 16 Wochen: **Negativ!**

### Fazit

Alle Welt schaute bei Redaktionsschluss auf die Krisen im Gaza-Streifen und der Ukraine. Doch entgegen den Erwartungen ist der Ölpreis sogar gefallen und gibt damit wieder ein positives Signal für Aktien. Damit ändern sich die Mehrheitsverhältnisse bei den „übrigen 5 Indikatoren“. Sie stehen 3:2, und damit gibt das Gesamtsystem mit 3:0 wieder ein eindeutig positives Hausse-Signal. Die Bewertungen der Aktien im Vergleich zum Anleihemarkt bleiben sehr niedrig, solange die Zinsen auf dem historisch tiefen Stand verweilen. ■

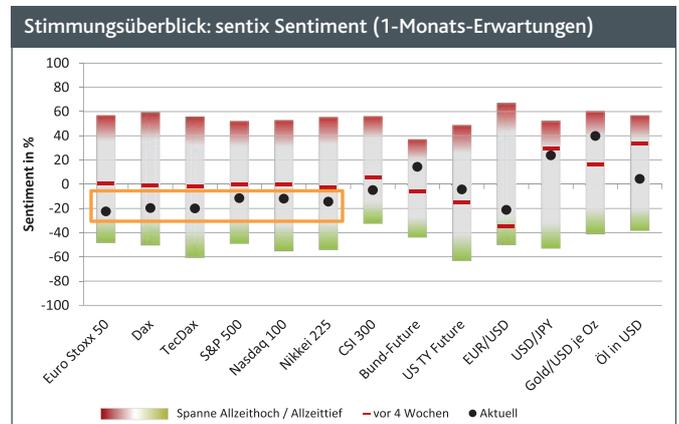
sentix Sentiment

# Sentiment-Lebenszeichen vom Aktien-Bullenmarkt

Gastbeitrag von Dr. Sebastian Wanke, sentix GmbH (www.sentix.de)

Im Sommer herrscht für Aktien meist Flaute. Das sagen uns die Saisonmuster – sowohl für die Aktienkurse an sich als auch für deren implizite Volatilitäten. Letztere steigen nach unseren Analysen in den Wochen nach dem 4. Juli, dem US-amerikanischen Unabhängigkeitstag, traditionell kräftig an. In den meisten Fällen geht der Anstieg dieses Schwankungsmaßes dann auch mit einer Kursschwäche bei Dividentiteln einher. Insofern wäre für die Aktien-Performance im laufenden Quartal nicht viel zu erwarten.

Nun leben wir allerdings in nicht ganz normalen Zeiten. Die Notenbanken nehmen für die Märkte in der aktuellen Phase eine gewichtigere Rolle ein als sonst. Und so mögen auch bislang beobachtete Saisonmuster keine unbedingte Gültigkeit mehr besitzen. Jedenfalls zeichnen die sentix-Daten derzeit ein günstiges Bild für die unmittelbare Entwicklung für Aktien. Das Sentiment hat sich vor dem Hintergrund der Juli-Korrektur deutlich abgekühlt und befindet sich nun in konträren Gefilden. Gleichzeitig steigt die 6-Monats-Erwartung der Anleger, die deren Wertwahrnehmung für Aktien widerspiegelt. Diese Mischung aus kurzfristigen Ängsten bei anziehender, mittelfristiger Zuversicht ist aus Sicht der



Das Sentiment für Aktien hat sich abgekühlt, kurzfristig ist das positiv. Quelle: sentix GmbH

sentix-Daten positiv. Durchwachsen sind jedoch die sommerlichen Preissignale. Zusammengefasst ergibt sich damit das Bild einer möglichen saisonuntypischen Verlängerung des Aktien-Bullenmarktes. Die in Ansätzen erkennbare mittelfristige Toppbildung würde damit zeitlich erneut nach hinten verschoben.

## Sektoranalyse

# Aktienmarkt-Top im 3. Quartal vorstellbar

Gastbeitrag von Daniel Haase (www.folgedemtrend.de)

Die drei vorherigen Kolumnen widmete ich einer unterschwellig wahrnehmbaren Entwicklung, welche wenn auch nicht immer, so doch recht häufig größeren, oberen Trendwenden vorausläuft: Investoren verlieren sukzessive das Interesse an Nebenwerten und konjunktursensitiven Sektoren und wenden sich stattdessen Blue Chips und defensiven Branchen zu. Es sei daher an der Zeit, so riet ich, etwaige Engagements in jenen zunehmend ins Hintertreffen geratenen Segmenten zu reduzieren. Dieser Rat gilt weiterhin: Seit der Vormonatskolumne verloren die 200 kleinsten Titel im Stoxx 600 per Saldo 3,6%, die 200 größten Titel hingegen nur 2,2%. Während die eher defensiven Sektorenindizes für Versorger (-1,6%), Nahrungsmittelproduzenten (-0,8%) und Einzelhändler (-0,7%) nur geringe Einbußen verzeichneten, kam es bei den eher offensiven Automobile-(-4,1%), Banken-(-5,2%) und Bauaktien(-5,7%) zu heftigeren Rückgängen. Kurzfristig ist eine gewisse Gegenbe-

Performance-Ranking der STOXX-600-Sektoren (4.2.14 bis 18.7.14)					
Rang	Sektor		Rang	Sektor	
1	Versorger	+18,8%	13	Chemie	+9,0%
2	Öl & Gas	+16,8%	14	Versicherungen	+8,7%
3	Immobilien	+15,7%	15	Mid 200	+8,3%
4	Nahrung	+14,3%	16	Telekom.	+6,2%
5	Gesundheit	+13,9%	17	Reisen & Freizeit	+5,6%
6	Konsumgüter	+13,2%	18	Technologie	+5,6%
7	Grundstoffe	+13,0%	19	Small 200	+4,9%
8	Finanzdienstl.	+11,2%	20	Einzelhandel	+3,4%
9	Automobile	+9,6%	21	Medien	+3,0%
10	Large 200	+9,5%	22	Industrie	+2,8%
11	STOXX Europe 600	+9,0%	23	Banken	+0,3%
12	Bau	+9,0%			

Die Zukunftserwartungen der Anleger sind oftmals in den Sektor-Ranglisten ablesbar. Dominiert konjunktureller Optimismus, sollten eher offensive (rote) Sektoren, Small- und Midcaps die oberen Ränge belegen. Blicken die Investoren mehrheitlich eher pessimistisch in die Zukunft, dann sollten eher defensive (grüne) Sektoren und Largecaps gefragt sein. Quelle: www.folgedemtrend.de

wegung möglich, doch vermutlich würde es sich hierbei nur um eine weitere Gelegenheit handeln, noch bestehende Positionen in offensiven Sektoren und Nebenwerten zu verkaufen.

## Demografie &amp; Börse

## Von Birnam nach Dunsinane

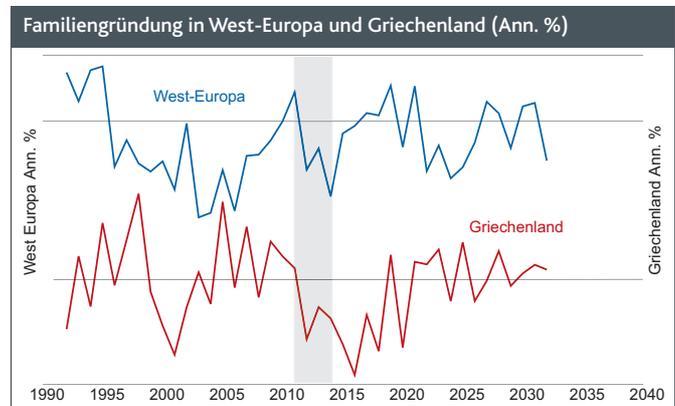
Gastbeitrag von Rüdiger Braun, Inhaber Advice & Opinion Demographics & Markets, [www.aodm.eu](http://www.aodm.eu)

Regelmäßige Leser unserer Kolumne wissen, dass seit November 2013 unser Asset-Allocation-Modell (für Europa) auf Rot für Aktien und Grün für Anleihen steht. Seitdem vermochte der Kursindex europäischer Staatsanleihen um gut 11% zuzulegen. Der EuroStoxx50 Kursindex verzeichnete hingegen ein Plus von nur 3,3%.

In der Nachbetrachtung zeigt sich, dass die in- und ausländischen demografischen Rahmenbedingungen, welche eine rückläufige Konjunktur für das laufende Jahr angezeigt haben, die Oberhand behalten haben. Z.B. legte die deutsche Produktion nach 4,9% im Januar im Mai nur noch um 1,2% zu. Das macht den Performance-Unterschied zwischen Aktien und Renten plausibel. Für den Rest des Jahres 2014 wird sich der demografische Gegenwind für die Konjunktur weiter verschärfen.

Damit steigen die Risiken für Aktien. Vereinzelt gab es bereits enttäuschende Meldungen. Gute Meldungen, schlechte Meldungen, Ukraine, Sanktionen, Naher Osten. Egal. Nicht viel passiert. Der DAX hält sich ja. Das beruhigt. Das macht schläfrig wie ein Strandtag am Mittelmeer. Es geht einem noch ein „Ist das nicht wunderbar!“ durch den Kopf, bevor man auf der Strandliege einschläft.

Das erinnert uns an Shakespeares Macbeth, der auf den Zinnen seiner Burg steht, flüchtig nach Birnam schaut und sich in Sicherheit wähnt. Der Prophezeiung nach kann er unbesorgt sein, solange



der Wald von Birnam nicht nach Dunsinane kommt. Eigentlich eine Unmöglichkeit ... Aber dann geschieht es eben doch. Sollte der Wald von Indikatoren, die bereits negativ sind, die Börsenplätze erreichen, dann dürfte die Mehrheit der Anleger Opfer ihres Ehrgeizes werden, den Markt noch bis zuallerletzt auszureizen. Die perfekte Analogie, wurde doch Macbeth auch Opfer seines Ehrgeizes.

Wie es im nächsten Jahr weitergeht, zeigt die Grafik der Familiengründungen in Westeuropa (und Griechenland). Die grau unterlegte Negativphase 2010 bis 2014 ist dann „abgearbeitet“. Die Konjunktur wird 2015 kräftig anspringen, wenn auch mit durchaus deutlichen regionalen Unterschieden, wie das Beispiel Griechenland zeigt. Dazu demnächst mehr. ■

Anzeige

# Smart Investor E-Paper



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

Exklusiv für Abonnenten:

Lesen Sie jetzt das  
unabhängige  
Anlegermagazin als  
E-Paper:

Mobil & smart

Volltextsuche

Für PC & Tablet

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

Edelmetalle I

# Frisches Leben, alte Probleme

Vermehrte Anzeichen für ein Ende der Korrektur an den Edelmetallmärkten.



### Nervenaufreibende Durststrecke

Nur die wenigsten Edelmetallfans erahnten an den Kursgipfeln des Jahres 2011 welch quälend lange und nervenaufreibende Durststrecke vor ihnen liegen würde. Auch das Ausmaß der Abschlüge war mit rund 40% (Gold in USD) bzw. 60% (Silber in USD) erheblich. Allerdings sind die zuvor in einer Phase überschäumender Euphorie erreichten Kursgipfel nur bedingt aussagekräftige Referenzpunkte. Das Tückische an der Abwärtskorrektur war, dass sich am fundamentalen Datenkranz nur wenig zulasten der Edelmetalle verändert hatte. Zwar kam es zwischenzeitlich zu einem Anstieg der Realzinsen, allerdings fiel dieser schon aufgrund der weiter künstlich niedrig gehaltenen Nominalzinsen nicht wirklich dramatisch aus. Entscheidend für die Preisrückgänge dürfte gewesen sein, dass neue Schreckensmeldungen von der Schuldenkrise ausblieben und ohnehin eine gewisse Gewöhnung und Krisenmüdigkeit eingetreten war. Edelmetalle waren beim Publikum relativ out.

### Draghis Schützenhilfe

Natürlich ist die Krise nicht vorbei oder gar gelöst, nur weil sie von den Titelseiten verschwunden ist. Es war ausgerechnet EZB-Chef Mario Draghi, der mit der gerade vollzogenen Lockerung der Geldpolitik und der angekündigten mehrjährigen Fortsetzung der Niedrigzinsphase den Edelmetallen die entscheidende Schützenhilfe bot. Gold sprang über 1.300 USD/Feinunze, womit der bis ins Jahr 2002 zurückreichende Aufwärtstrend weiter intakt



„Der Aktionär“ vom 2. Juli 2014

bleibt (vgl. Abb.). Silber machte sogar noch einen deutlicheren Satz bis über 21 USD/Feinunze. Die zuvor noch gefährdete Unterstützung im Bereich von rund 18,80 USD hat damit erst einmal gehalten. Besonders positiv reagierten ausgewählte Minenaktien mit hohen zweistelligen Kursgewinnen (vgl. Artikel auf den nachfolgenden Seiten).

### Futures-Attacken

Extrem euphorisch sollte man kurzfristig dennoch nicht werden. Zum einen müssen die Kursaufschläge erst einmal verdaut werden, zum anderen ist das Thema Edelmetalle fast ein bisschen zu schnell auf die Titelseiten großer Anlegermagazine zurückgekehrt. Auch konnte die Eskalation in der Ukraine den Preis nicht weiter befeuern – eine Beobachtung, die allerdings mit früheren Krisen kompatibel ist: Synchron zu Krisennachrichten steigt Gold eher selten. Es darf vermutet werden, dass nach dem ersten Überraschungsanstieg nun auch wieder die Stunde der Goldpreisdrückung schlägt. Am 14./15. Juli wurden insgesamt mehr als 30.000 Gold-Kontrakte im Wert von rund 4 Mrd. USD in kurzen Folgen und alles andere als interessewährend abverkauft – der Goldpreis fiel entsprechend von über 1.330 USD auf unter 1.300 USD.

### Fazit

Mit den positiven Preissignalen bei den Edelmetallen dürfte auch ein altes Problem dieser Märkte zurückgekehrt sein – die Preisdrückung. Offenbar sehen die Exponenten der Fiat-Money-Systeme in Gold und Silber nach wie vor ernstzunehmende Gegenspieler.



Aufwärtstrend weiter intakt.

Ralph Malisch Photo: iStock / Ujapoo

## Edelmetalle II

# Kaufpanik nach Trauerflor

## Bei welchen Minenaktien lohnt der Einstieg?

### „Irre Rally“

Edelmetall-Investoren erlebten in diesem Jahr ein Wechselbad der Gefühle: Bis Mitte März ging es bei Gold, Silber und den diese Metalle fördernden Minenunternehmen steil bergauf (SI 3/2014). In der, bezogen auf die jahreszeitliche Zyklus, ungewöhnlichen Talfahrt bis Ende Mai büßten sie diese Kursgewinne wieder nahezu vollständig ein. Anfang Juni, als in vielen Medien diskutiert wurde, wie tief der Goldpreis noch fallen kann, begann eine „irre“ Rally. Die Aktionäre guter Minen erzielten in nur vierzig Tagen 25%, zum Teil sogar weit über 50% Kursgewinn. Gold als physisches Metall schlug mit einem Preisanstieg von 9,2% im ersten Halbjahr 2014 fast jede andere Anlageklasse.

### Franco-Nevada auf Allzeithoch

In Smart Investor 3/2014 hatten wir als „erste Wahl“ die Papiere der Beteiligungsgesellschaften Franco-Nevada (IK), Silver Wheaton (IK) und Royal Gold empfohlen („das günstigste Verhältnis von Chance zu Risiko“). Damit lagen wir goldrichtig: Das Trio verbuchte seit Jahresanfang Kursgewinne zwischen 30% (Silver Wheaton) und 80% (Royal Gold) und lief damit besser als alle anderen für konservative Anleger geeigneten Minenaktien. Auch in der Rally seit Anfang Juni waren die drei vorn dabei.

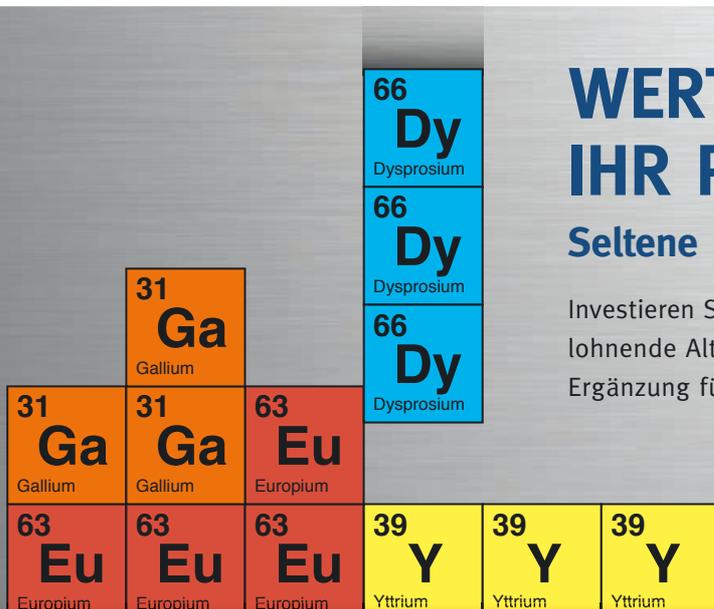
### „Kaufpanik“

Wie kam es zu diesem Run, der trotz des immer noch sehr niedrigen Goldpreises dem Kurs von Franco-Nevada ein neues Allzeithoch beschert hat? Der Grund dürfte in einer „Kaufpanik“ liegen, die auf einen relativ engen Markt gestoßen ist. Franco-Nevada, Silver Wheaton und Royal Gold zählen zu den „großen“ Edelmetallwerten, haben zusammen aber gerade mal einen Börsenwert von 23,9 Mrd. USD (11.7.2014). Das entspricht 17,5 Mrd. EUR. Damit sind sie zusammen in etwa nur halb so groß wie Henkel oder Continental. Kein Wunder, dass die Kurse durch die Decke gehen, wenn Großanleger gleichzeitig kaufen. Steve Todoruk, Geologe und Fondsmanager bei Sprott Global Resource Investments, weiß hierzu: „Diese Anleger, die so früh eingestiegen sind, glauben nicht unbedingt, dass der Goldpreis dramatisch steigen wird. Sie haben eher eine gewisse Zuversicht, dass eine graduelle Erhöhung der Metallpreise zu besseren Renditen bei Qualitätsaktien von Minen- und Explorationsfirmen führen wird.“

### Für konservative Anleger

Zu den drei Beteiligungsgesellschaften gibt es keine wirkliche Alternative. Da sie nicht als Bergbaugesellschaften aktiv sind, sondern nur Geld für die Finanzierung von Minen geben, ist deren Geschäftsmodell

Anzeige



## WERTVOLLE BAUSTEINE FÜR IHR PORTFOLIO:

### Seltene Erden und Strategische Metalle.

Investieren Sie in echte Beständigkeit: Die zukunftssträchtigen Rohstoffe sind Ihre lohnende Alternative zu herkömmlichen Vermögensanlagen – und die perfekte Ergänzung für Ihr Portfolio.



Unter 069 – 50 50 250 262 oder [www.tradium.com](http://www.tradium.com)  
informieren wir Sie gerne über Ihre Anlagemöglichkeiten.

wesentlich weniger riskant. Sobald die Minen fördern, profitieren die drei über viele Jahre von Streaming-Verträgen (Lieferung von gefördertem Gold und Silber weit unter Marktpreis) oder Royalties (Umsatzbeteiligung). Damit sind deren Gewinne zwar abhängig vom Preis der geförderten Metalle. Sie bleiben aber profitabel, selbst wenn der Preis für Gold oder Silber unter die Förderkosten der Minenfirmen fällt, sie tragen auch nicht deren operativen Risiken. Kein Wunder, dass vor allem konservative Anleger diese Aktien favorisieren. Auf aktuellem Niveau ist vor allem die im Kurs zurückgebliebene und relativ am niedrigsten bewertete Aktie von Silver Wheaton interessant.

Tab. 2: Edelmetallpreise, -indizes und -ratios

	Kurs				Veränderung seit		
	18.07.14	20.06.14	30.12.13	02.01.06	Vormonat	30.12.13	02.01.06
Gold in USD	1.309,85	1.314,55	1.196,78	516,88	-0,4%	+9,4%	+153,4%
Gold in EUR	967,96	967,79	867,61	437,30	+0,0%	+11,6%	+121,3%
Silber in USD	20,88	20,87	19,57	8,87	+0,0%	+6,7%	+135,4%
Silber in EUR	15,43	15,36	14,19	7,61	+0,5%	+8,7%	+102,8%
Platin in USD	1.491,50	1.458,75	1.360,00	966,50	+2,2%	+9,7%	+54,3%
Palladium in USD	881,50	822,25	709,00	254,00	+7,2%	+24,3%	+247,0%
HUI (Index)	243,03	236,29	193,03	298,77	+2,9%	+25,9%	-18,7%
Gold/Silber-Ratio	62,73	62,99	61,15	58,27	-0,4%	+2,6%	+7,7%
Dow Jones/Gold-Ratio	13,05	12,89	13,79	21,20	+1,2%	-5,4%	-38,4%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,3532	1,3583	1,3794	1,1819	-0,4%	-1,9%	+14,5%

Tab. 1: Ausgewählte Edelmetallfirmen im Vergleich

Name*	WKN	Kurs (EUR)	Börsenwert**	KUV	KBV	KCV 14e	Firmenwert/EBITDA	Div. Rend. 14e***
Die drei großen Beteiligungsgesellschaften								
Silver Wheaton (IK) [CAN]	A0DPA9	19,48	6.962,7	10,48	2,14	14,18	20,84	1,02
Franco-Nevada (IK) [CAN]	A0M8PX	41,65	6.135,9	15,38	2,02	24,90	25,20	1,35
Royal Gold [USA]	885652	56,01	3.626,1	9,20	1,16	15,46	21,13	1,05
Mittelgroße Gold- und Silberförderer								
Agnico Eagle Mines [CAN]	860325	30,39	5.236,2	2,87	1,54	10,73	17,30	0,78
Tahoe Resources [USA]	A1C0RA	19,76	2.901,8		3,14		-72,64	0,00
Detour Gold Corp. [CAN]	A0LG70	9,68	1.525,2	3,34	0,29		-73,86	0,00
Primero Mining [CAN]	A1C15L	5,72	912,8	2,46	0,77	7,27	14,78	0,00
First Maj. Silver (IK) [CAN]	A0LHKJ	7,69	903,6	4,71	2,01	8,98	14,05	0,00
Oceana Gold [CAN]	A0MVL D	2,43	730,4	0,85	0,78	2,94	4,42	0,00
Fortuna Silver [CAN]	A0ETVA	4,12	520,5	2,70	1,46	8,33	16,91	0,00
Endeavour Silver [CAN]	A0DJON	4,31	436,4	1,34	1,41	4,93	7,57	0,00
Lake Shore Gold [CAN]	165110	0,83	345,9	1,05	0,49	2,86	9,22	0,00
Endeavour Mining [CAN]	165247	0,65	268,5	0,43	0,25	6,89	7,99	0,00
SilverCrest Mines [CAN]	812948	1,54	182,8	3,46	1,58	15,85	9,84	0,00
Förderung und Verarbeitung von Platin und Palladium								
Stillwater Mining [USA]	893759	13,67	1.637,7	1,41	1,78	9,79	16,04	0,00
Minenentwickler mit Übernahmefantasie								
Pretium Resources [CAN]	A1H4B5	6,09	660,8	0,00	0,82	0,00	-94,95	0,00
MAG Silver [CAN]	460241	6,83	411,8	0,00	3,07	0,00	-71,00	0,00
Rubicon Minerals [CAN]	811961	1,21	439,4	0,00	0,62	0,00	-53,54	0,00
Continental Gold [CAN]	A1CW79	2,76	350,1	0,00	1,45	0,00	-28,75	0,00
Premier Gold Mines [CAN]	A0KE8D	2,04	308,8	0,00	0,64	0,00	-42,66	0,00
Bear Creek Mining [CAN]	A0B9RM	2,18	202,9	0,00		0,00		0,00
Reservoir Minerals [CAN]	A1JM9K	4,13	186,8	0,00		0,00		0,00
Roxgold [CAN]	A1CWW3	0,54	126,1	0,00	0,83	0,00	-36,24	0,00

\*) Firmen innerhalb des jeweiligen Segments nach Börsenwert geordnet \*\*) in Mio. EUR; \*\*\*) in %; leere Felder: in der von uns benutzten Datenbank keine Daten vorhanden; Quellen: Bigcharts.com, comdirect.de

### Juniors mit großem Hebel

Wer – unter Inkaufnahme eines höheren Risikos – mehr Rendite erzielen, aber nicht gerade die Börse zum Spielcasino machen will, kann sein Geld in mittelgroße Förderer von Gold, Silber, Platin oder Palladium (siehe auch Smart Investor 5/2014) investieren, oder in Aktien interessanter Minenentwickler. Die Statistik spricht für diese „Juniors“: In der Baisse fiel der Kurs des Junior Gold Miners ETF (GDJX) auf derzeit nur noch 3% des Goldpreises. Im Dezember 2010 war dieses Verhältnis viermal so hoch. Damit haben die kleineren und mittelgroßen Firmen ein enormes Aufholpotenzial.

### First Majestic hinkt hinterher

Obwohl so gut wie alle produzierenden Minenunternehmen bei den niedrigen Preisen für Gold und Silber (mehr oder weniger große) Verluste schreiben, trieben Anleger 2014 deren Kurse nach oben. Sie konzentrierten sich dabei auf einige wenige bekannte Qualitätswerte (siehe Tabelle); Kursgewinne von 80% und mehr waren keine Seltenheit. Interessanterweise lief unser Favorit und Musterdepotwert First Majestic Silver (IK) den Konkurrenten kursmäßig weit hinterher. First Majestic ist zwar Kostenführer und hat im Juli hervorragende Produktionszahlen gemeldet. Die Aktie ist im Vergleich zu wichtigen Wettbewerbern jedoch relativ hoch bewertet. Es gibt aktuell interessantere Werte, um mit einem großen Hebel auf einen leicht höheren Gold- bzw. Silberpreis zu spekulieren.

## Firmenübernahmen als Zeichen für Optimismus

Steve Todoruk verweist in einem Interview auf die zahlreichen Firmenübernahmen in diesem Jahr, die ein Zeichen dafür sind, dass der Sektor wieder Tritt gefasst hat und mit gewissem Optimismus in die Zukunft schaut. Er sieht deshalb gute Chancen auch bei Firmen, die Erzvorkommen zu Minen entwickeln. Favoriten sind für ihn dabei die Aktien von Unternehmen, deren Projekte relativ groß und in einem schon weit fortgeschrittenen Stadium sind. Die bei vielen Kleinanlegern beliebten Pennystocks haben bei ihm keine Chance. Todoruk gibt sich nur mit den Besten der Besten zufrieden: „Die Liste der Qualitätswerte in diesem Bereich ist kurz.“ (s. Tab.)

### Fazit

Ein moderater Goldpreisanstieg von 9,2% hat dieses Jahr bei guten Minenunternehmen bereits eine „Kaufpanik“ und exzessiv steigende Aktienkurse ausgelöst. Die von vorsichtigen Anlegern favorisierte Strategie, im Zuge der Stabilisierung eines neuen Auf-

wärtstrends sukzessive in diesen Markt einzusteigen, hat wegen des engen Marktes bei diesen Aktien nicht funktioniert. Wer an einen weiteren Anstieg der Edelmetallpreise glaubt, hat vermutlich keine andere Wahl als die gerade begonnene Kurskorrektur zu nutzen, um bis Herbst noch vergleichsweise preiswert in diesen Sektor einzusteigen. Ein Anleger, der auf einen Goldpreis jenseits der 1.400 USD/Feinunze wartet, um sein Risiko zu minimieren, könnte am Ende leer ausgehen, weil die Kurse guter Minenaktien davongelaufen sind. ■

Rainer Kromarek

## Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 81).

Foto: iStock / Chris Haloran



Anzeige

# 12<sup>th</sup> SCC\_ Small Cap Conference

1.-3. September 2014  
DVFA Center | Frankfurt

Die unabhängige Kommunikationsplattform für  
Small Caps im Kapitalmarkt

Medienpartner:



DER AKTIONÄR



GoingPublic  
Magazin



VERANTWORTUNG IM KAPITALMARKT

[www.dvfa.de/scc](http://www.dvfa.de/scc)

Branche im Blickpunkt

# Minen- und Bohrausrüster

## Rohstoffhelfer mit Value-Qualitäten



Bei der Förderung von Öl, Kohle oder Gas verlassen sich Chevron, BHP & Co. auf die Ausrüstung und das Know-how erfahrener Dienstleister und Zulieferer. Deren Aktien locken mit zum Teil attraktiven Bewertungen.

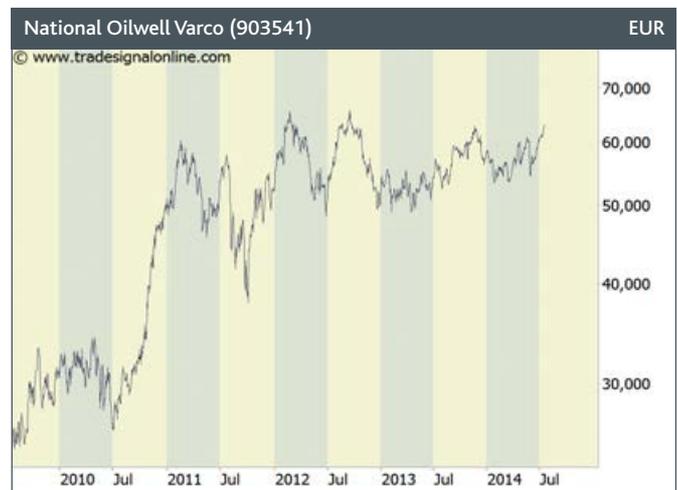
### Schwere Zeiten über und unter Tage

Gerade Unternehmen, die sich auf den Kohleabbau spezialisiert haben, durchleben derzeit schwierige Zeiten. Aufgrund des niedrigen Kohlepreises halten sich die Produzenten mit neuen Investitionen zurück. Statt die Abbaugelände zu erweitern, werden vielmehr Kapazitäten stillgelegt, um das Überangebot an Kohle zu bekämpfen. Das Fracking und der damit verbundene Boom der nordamerikanischen Öl- und Gasindustrie führten hier spiegelbildlich zu einer schweren Depression. Diese spüren auch die Ausrüster der Kohleproduzenten. Hinzu kommt das schlechte Image der Kohle als Umwelt- und Klimakiller. Für den US-Konzern Joy Global, einen der Platzhirsche der Branche, zeigen sich diese Entwicklungen in bis zuletzt deutlich rückläufigen Umsätzen und Auftragsengängen. Allerdings bot der letzte Bericht des Herstellers von Drehbohrern, Kettenförderern, Baggern und Schaufeln durchaus auch Grund zur Hoffnung. Denn während die Untertage-Sparte, in die ein Großteil des Kohlegeschäfts fällt, einen weiteren Einbruch der Orderengänge zu verzeichnen hatte, zogen die Aufträge in der Übertage-Division bereits wieder um über 30% an. Hier wirkte sich auch ein Großauftrag für ein kanadisches Ölsand-Projekt positiv aus. Ebenfalls robust präsentierten sich Lieferungen an die Kupferindustrie und das Service-Geschäft, welches über einen höheren Auftragsengang berichten konnte. Firmenchef Ted Doheny sieht zudem Anzeichen einer Stabilisierung auf dem amerikanischen Kohlemarkt, welcher sich jedoch erst zeitversetzt in der Bilanz von Joy Global niederschlagen dürfte. Immerhin hat der Konzern mit dem Thema Ölsand ein neues Wachstumsfeld für sich entdeckt. Mit einem Auftragsbestand von 1,6 Mrd. USD (Vj.: 1,5 Mrd.) geht man in die zweite Jahreshälfte. Insgesamt erwartet Doheny für das Jahr 2013/14 Erlöse zwischen 3,6 und 3,8 Mrd. USD sowie einen Gewinn je Aktie zwischen 3,10 und 3,50 USD. Weil nun aber schon manches im Kurs eingepreist ist – ein KGV von knapp 19 deutet zumindest nicht auf eine Unterbewertung hin –, würden wir Käufe zunächst zurückstellen.

### Angeschlagener Weltmarktführer

Mit entgleisungssicheren Bahnen für den Bergbau unter Tage ist die im westfälischen Hamm beheimatete SMT Scharf zum Weltmarktführer aufgestiegen. Schon lange vor dem absehbaren Ende des deut-

schen Bergbaus hat sich das frühere SDAX-Unternehmen auf den Weltmarkt konzentriert. Heute ist Polen mit einem Umsatzanteil von über 30% der wichtigste Einzelmarkt. Während sich dort das Geschäft recht stabil zeigte, ging in Ländern wie China und Russland die Nachfrage nach den vor allem im Kohlebergbau eingesetzten Monorails weiter zurück. Man spüre zudem eine gewisse Zurückhaltung als Folge der Ukraine-Krise, so Vorstandschef Christian Dreyer bei Vorlage des letzten Quartalsberichts. Dreyer rechnet nunmehr nur noch mit einem Umsatz von 45 Mio. EUR sowie einem ausgeglichenen Ergebnis für das laufende Jahr. Angesichts eines zuletzt halbierten Orderengangs erscheint selbst diese Vorgabe nicht unambitioniert. Wann das Unternehmen zu seiner aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik und Cashflow-Stärke zurückkehren kann, bleibt abzuwarten. Angesichts eines hohen Streubesitzanteils sowie eines überschaubaren Börsenwertes von aktuell 75 Mio. EUR rückt SMT Scharf vielleicht bald auch in den Fokus strategischer Investoren.



### Wo die Gewinne sprudeln

Während viele Bergbauausrüster unter der Investitionszurückhaltung der Minenfirmen leiden, geht es den Zulieferern und Service-Unternehmen in der Öl- und Gasindustrie weitaus besser. Geschürt von geopolitischen Ängsten kletterte der Ölpreis für die beiden wichtigsten Sorten Brent und WTI zuletzt auf durchaus bedenkliche Höhen. Hinzu kommt der Fracking-Boom in Nordamerika, der vielen Unternehmen gute Geschäfte beschert. Eines hiervon ist National Oilwell Varco (NOV). Der Konzern

Foto: iStock / art-siberia

ist mit einem Jahresumsatz von fast 23 Mrd. USD einer der Big Player der Ausrüster- und Serviceindustrie. Man bietet sowohl für die Onshore- als auch für Offshore-Förderung von Öl und Gas ganze Bohrsysteme, Plattformen, schwimmende Ölförderanlagen (Floaters) sowie ergänzende Dienstleistungen an. Eine besondere Expertise hat man sich bei Tiefseebohrungen erworben. Nach einer kurzen Schwächephase im Frühjahr, als der Vorstand davon sprach, dass der Bestand an Bohraufträgen bis Jahresende von einem Rekordniveau aus bei ca. 16,4 Mrd. USD auf ein Niveau zwischen 14 und 15 Mrd. USD abfallen könnte, durchbrach die NOV-Aktie in den vergangenen Wochen wichtige charttechnische Widerstände. Das jüngste Rekordhoch ist dabei zugleich ein Hinweis auf interne Veränderungen im Unternehmen. So wurde das marginsschwache Großhandelsgeschäft abgespalten und erfolgreich unter dem Namen NOW Inc. an die Börse gebracht. Die seit Jahren sprudelnden Cashflows erlaubten es dem Vorstand, die Dividende jüngst um über 77% anzuheben. Damit erreicht NOV eine jährliche Rendite von 2,4% bei einem moderaten KGV von 12 auf Basis des nächsten Jahres. Der Konzern sollte auch in Zukunft von seiner Expertise und der wachsenden Komplexität der Bohrdienste profitieren. Inzwischen ist das Geschäft ein Hightech-Business, geht es doch darum, Öl unter immer schwierigeren Bedingungen zu fördern.

Rohstoffservices								
Name	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz		Gewinn je Aktie		KGV 2015e
				2014e*	2015e*	2014e	2015e	
Fred Olsen	909635	17,25	1,2	0,9	0,96	2,40	2,50	6,9
Joy Global	779633	46,95	4,7	2,8	2,9	2,35	2,60	18,1
Nat. Oilwell Varco	903541	62,70	26,8	16,8	17,4	4,42	4,95	12,7
SMT Scharf	575198	17,79	0,07	0,045	0,06	-0,05	0,32	55,6

\*) in Mrd, alle Angaben in EUR

### Value-Perle aus Norwegen

Aus Norwegen stammt das Ölserviceunternehmen Fred Olsen. Die Gesellschaft betreibt eine umfangreiche Flotte an mobilen Bohrplattformen, Bohrschiffen und Floatern, die im Auftrag von Ölfirmen wie Chevron (Umsatzanteil 30%), Anadarko und Statoil vor allem Tiefseebohrungen durchführen. Die meisten Kapazitäten hält man derzeit in norwegischen und britischen Gewässern bereit. Hinzu kommt ein Schwerpunkt vor der brasilianischen Küste. Fred Olsen kann auf einen hohen Auftragsbestand und langjährige Verträge mit den Ölkonzernen verweisen. Ein Großteil der Flotte ist bereits bis in das Jahr 2016 ausgebucht. Erst zu Jahresbeginn nahm man ein neues Bohrschiff für den Tiefseebereich in Betrieb. Ein weiteres soll Mitte 2015 folgen. Aufgrund des in den letzten Jahren gewachsenen Angebots geraten jedoch die Tagesraten zunehmend in Druck. So sank die EBITDA-Marge im Offshore-Segment zuletzt auf unter 40% ab. Jahrelang erwirtschaftete Fred Olsen dort hingegen

Margen zwischen 50 und 60%. Die Sorgen über diese Erosion drücken sich auch im gesunkenen Aktienkurs aus. Allein seit Jahresbeginn büßte der MidCap noch einmal 30% ein. Damit wird das Papier gerade für Value-Investoren hochinteressant. Die Norweger locken mit einem planbaren Geschäftsmodell (aktueller Auftragsbestand: 4,3 Mrd. USD), hohen Ausschüttungen (Div.-Rendite 11%) sowie einem einstelligen KGV.

### Fazit

So differenziert der Rohstoffmarkt betrachtet werden muss, so unterschiedlich fällt die Bewertung der einzelnen Ausrüster und Dienstleister aus. Während vor allem die Zulieferer im Bergbau unter rückläufigen Investitionen der großen Produzenten leiden, bietet der Öl- und Gasbereich trotz eines harten Preiswettbewerbs durchaus spannende Perspektiven. Ein längerer Atem scheint allerdings in beiden Fällen gefragt.

Marcus Wessel

Anzeige



„Politikerversagen fördert Schuldenkrise, Enteignung der Sparer ist absehbar!“

Dipl.-Kfm. Dr. rer. pol. Holger Schmitz

Wir sind Ihr erfahrungstarker Partner für den realen Erhalt Ihres Vermögens!

**SCHMITZ & PARTNER AG**  
Privates Depotmanagement

SCHMITZ & PARTNER AG  
Privates Depotmanagement  
Via Albaredo 53  
CH-6646 Briene s. Minusio  
Telefon: +41 (0)91 7 44 66 65  
Telefax: +41 (0)91 7 43 44 00  
info@schmitzundpartner.ch  
www.schmitzundpartner.ch

**SCHMITZ & CIE.**  
Individuelle Fondsberatung

Schmitz & Cie. GmbH  
Individuelle Fondsberatung  
Am Sommerfeld 22  
D-81375 München  
Telefon: +49 (0)89 17 92 40 20  
Telefax: +49 (0)89 17 92 40 24  
info@schmitzundcie.de  
www.schmitzundcie.de

## Value-Aktien

# Stabilität und Rendite

Value-Anleger suchen vor allem Unternehmen mit günstigen Bewertungen, verlässlichen Einnahmen und einem erfahrenen Management. Auch unsere aktuellen Kandidaten erfüllen diese Vorgaben.

## Standortvorteil USA

Über die Energierevolution, die sich derzeit dank der Ausbeutung der Schiefergasvorkommen und dem Einsatz von Fracking in Nordamerika abspielt, haben wir bereits mehrfach berichtet. Ein direkter Profiteur dieser etwas anderen Energiewende ist der Chemieriese Dow Chemical. Der breit diversifizierte Konzern, der neben Kunststoffen und synthetischem Kautschuk auch viele Grundchemikalien produziert, bietet eine überaus spannende Mischung aus Value und Growth. Letzteres betrifft vor allem Dows Rohstoffsparte, in der ein ehrgeiziges Investitionsprogramm beschlossen wurde. Allein 4 Mrd. USD fließen in neue Kapazitäten am Golf von Mexiko, wo dank günstigem Schiefergas aus Ethan das für die Kunststoffherstellung so wichtige Ethylen gewonnen wird. Dieses ist zugleich ein wichtiger Grundstoff für das „Performance Plastics“-Geschäft des Konzerns. In dieses Segment fällt unter anderem die Produktion von Verpackungsmaterialien wie PET. Erst kürzlich gab Dow Chemical den Bau einer weiteren Ethylen-Aufbereitungsanlage im texanischen Freeport bekannt. Analysten erwarten aus den neuen Investments, wozu auch das Sadara-Joint-Venture in Saudi Arabien zählt, ab dem Jahr 2016/17 einen jährlichen EBITDA-Beitrag von bis zu 3 Mrd. USD. Hinzu kommt, dass der

Vorstand aus dem Portfolioumbau und dem Verkauf von Unternehmensteilen bis Ende 2015 weitere 4,5 bis 6 Mrd. USD an Einnahmen prognostiziert. Man scheint inzwischen fest entschlossen, versteckte Werte zu heben und die dabei erzielten Einnahmen zum Teil für höhere Dividenden und Rückkäufe zu nutzen. Bis Ende des Jahres sollen erneut eigene Aktien im Gesamtwert von 4,5 Mrd. USD über die Börse eingesammelt werden. Das dürften nicht nur Value-Anleger gerne hören.

## Gewinne mit deftigem Essen

Was wären die USA ohne ihre Restaurantketten entlang der oftmals endlosen Straßen und Highways? Das Heimatland der Erlebnisgastronomie bietet nicht nur XXL-Portionen, sondern auch aus Aktionärsicht mehr als lohnende Anlageideen. Eine davon ist die Aktie des hierzulande nur wenig bekannten Cracker Barrel Old Country Store. Das Unternehmen aus Tennessee betreibt landesweit an über 640 Standorten eigene Themen-Restaurants im ländlichen Farmer-Stil sowie ebenfalls gut besuchte Geschenke-Shops. Man bietet deftiges Essen und einen familienfreundlichen Service. Das kommt an. Im hart umkämpften Restaurantgeschäft erzielt Cracker Barrel durchaus beachtliche und vor allem stabile Gewinne. Für das Geschäftsjahr 2013/14

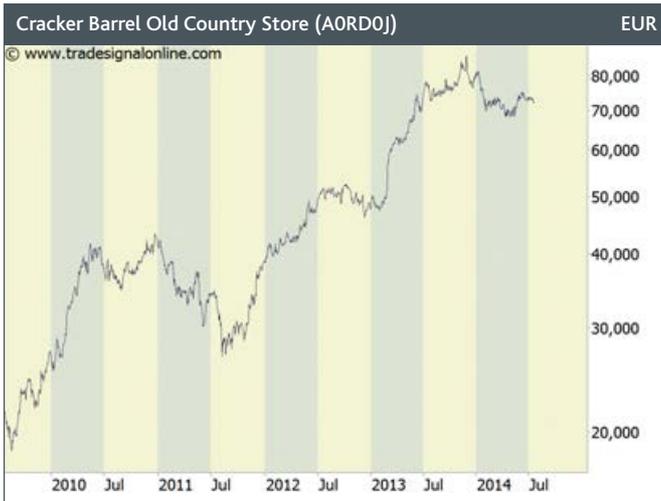
ist trotz eines wetterbedingt eher schleppenden dritten Quartals mit einem weiteren Ergebnisanstieg auf 5,58 USD je Aktie (Vj.: 4,97 USD) zu rechnen. Im kommenden Jahr sollte dann die Marke von 6 USD genommen werden. Schon lange ist die Cracker Barrel-Aktie ein Liebling der Dividendenjäger. Auf dem aktuellen Kursniveau bei knapp 100 USD erreicht das Papier eine Verzinsung von starken 4%. Daneben sorgten umfangreiche Aktienrückkäufe in den letzten zehn Jahren für mehr als eine Halbierung der Aktienanzahl. Diese ging im Zeitraum von 2003 bis 2013 von 51 auf 23,9 Mio. zurück. Mit einem Börsenwert von knapp 2,4 Mrd. USD wäre das Unternehmen auch für manch einen Private-Equity-Investor ein lohnendes Ziel. Die aktuelle Konsolidierung eröffnet Anlegern mit Weitblick eine interessante Einstiegchance. Das KGV von 16 liegt dabei klar unterhalb des Branchendurchschnitts.

## Mobiler Alleskönner

Die Übernahme der debitel-Gruppe katapultierte die freenet AG 2008 an die Spitze des deutschen Mobilfunkmarktes. Heute ist das Unternehmen mit knapp 8,8 Mio. Pre- und Postpaid-Kunden der mit Abstand größte netzunabhängige Telekommunikationsanbieter. Neben der bekannten Hauptmarke „mobilcom-debitel“ mit ihren über 500

Ausgewählte Value-Kandidaten										
Name	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz		Gewinn je Aktie		KGV 2015e	Div. 2014	Div.-Rendite
				2014e*	2015e*	2014e	2015e			
Cracker Barrel Old Country Store	A0RD0J	71,76	1,7	2,0	2,1	4,10	4,54	15,8	2,94	4,10%
Dow Chemical	850917	38,42	46,5	42,9	45,0	2,18	2,65	14,5	1,08	2,81%
Freenet	A0Z2ZZ	20,5	2,6	3,2	3,3	1,88	1,96	10,5	1,45	7,07%

\*) in Mrd, alle Angaben in EUR



Shops und 6.000 Vertriebsstellen – meist in bekannten Elektronikmärkten und Kaufhäusern – gehören auch Discounter wie „klarmobil“ und „Callmobile“ zum freenet-Verbund. Mit der Übernahme der auf Apple-Produkte spezialisierten Gravis-Fachgeschäfte baute freenet bereits Ende 2012 sein Geschäft im Bereich „Digital Lifestyle“ aus. Hier sollen nach Willen des Vorstands weitere Zukäufe erfolgen. Die zunehmende Verlagerung hin zu den profitableren Postpaid-Verträgen sowie rückläufige Abschreibungen führen bei freenet trotz

eher stagnierender Erlöse zu höheren Erträgen. Nach einem EBIT-Anstieg von über 40% auf rund 300 Mio. EUR im vergangenen Jahr stellt der Vorstand für die Jahre 2014 und 2015 weitere moderate Ergebnissteigerungen in Aussicht. Interessant ist der TecDAX-Wert vor allem aufgrund seiner Cashflow-Stärke und stabilen Einnahmehbasis, die es erlaubt, hohe Ausschüttungen zu tätigen. Von 2008 bis 2013 wurde die jährliche Dividendenzahlung sodann von 20 Cent auf zuletzt 1,45 EUR vervielfacht. Das nunmehr erreichte Niveau bildet dabei die Grundlage für die kommenden Jahre, in denen Aktionäre ähnliche Zahlungen erwarten können. Der inzwischen genehmigte Zusammenschluss von O2 und E-Plus könnte zudem helfen, den Preiskampf unter den Anbietern etwas zu entschärfen. Auch die freenet-Aktie (KGV 12) durchläuft derzeit eine Konsolidierung, die es auszunutzen gilt.

#### Fazit

Weil der Gewinn bekanntlich im günstigen Einkauf liegt, sollten Aktien unter dem Value-Aspekt vor allem in Schwächephasen eingesammelt werden. Antizyklisches Denken gehört zu den Eckpfeilern jeder Value-orientierten Anlagestrategie. Während freenet und Cracker Barrel bereits auf einem attraktiven Kursniveau angekommen sind, laufen Dow Chemical zielstrebig einem neuen Allzeithoch entgegen. Hier erscheint ein Einstieg in mehreren Tranchen ratsam.

*Marcus Wessel*

Anzeige

# Smart Investor

## Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

**3 MAL GEGEN  
DEN MAINSTREAM:**

## Smart Investor

Weekly

SmartInvestor.de



Besuchen Sie uns auf  
**Facebook!**



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

## Moneytalk

# „Umsatzverdopplung bis 2017“

Smart Investor sprach mit **Herbert Ortner**, Vorstandsvorsitzender der Palfinger AG, über die Stimmung in der Kran-Branche, neue Wachstumsimpulse und die Ziele der nächsten Jahre.

**Smart Investor: Herr Ortner, wie würden Sie aktuell das Investitionsklima in Ihrer Branche einschätzen?**

*Ortner:* Die negative Stimmung der Crash-Jahre 2008 und 2009 ist inzwischen gewichen. Nachdem unsere Branche von der Finanzkrise doch massiv in Mitleidenschaft gezogen wurde und das Geschäft in einzelnen Regionen um bis zu 90% einbrach, registrierten wir zuletzt in immer mehr Märkten deutliche Erholungstendenzen. Wir sind eben in einem extrem zyklischen Umfeld tätig und müssen uns auf diese Gegebenheiten einstellen. Wie sehr die Krise unser Geschäft getroffen hatte, zeigt das Beispiel Spanien, wo wir einst 25% unseres Konzernumsatzes erwirtschafteten. In den Jahren nach 2009 waren es hingegen weniger als 1%. Mittlerweile reden wir in Nordamerika und Zentraleuropa von einer Rückkehr zu vernünftigen Niveaus. Sogar aus Südeuropa kommen erste positive Signale, nachdem hier sogar die Ersatzteilumsätze zwischenzeitlich komplett zusammengebrochen waren. Auch dort füllt sich allmählich die Projektpipeline, was dafür spricht, dass die Geräte nach und nach wieder in Betrieb genommen werden.

**Smart Investor: Was wird im laufenden Jahr das Wachstum antreiben?**

*Ortner:* Unsere offizielle Planung sieht bislang ein Umsatzwachstum von 10% vor. Stand heute bin ich sehr zuversichtlich, dass wir dieses Ziel auch erreichen werden, wobei der Schwerpunkt des Wachstums auf dem ersten Halbjahr liegen wird. Die zweite Jahreshälfte dürfte dagegen aufgrund einer höheren Vergleichsbasis eine etwas geringere Dynamik aufweisen. Vor allem Nordamerika und Zentraleuropa zeigen eine gesunde Entwick-

lung. In den USA löste sich der wetterbedingte Rückstau aus dem ersten Quartal jüngst auf, in Europa erwarten wir einen leichten Zuwachs im Gesamtjahr. Auch der Marinebereich wird weiter expandieren. Auf der anderen Seite spüren wir ein rückläufiges Geschäft in Russland und Brasilien.

**Smart Investor: Mit welchen Gefühlen beobachten Sie die Ukraine-Krise und deren Folgen für Russland?**

*Ortner:* Natürlich lassen sich gewisse Effekte auf die russische Wirtschaft nicht leugnen. So wird dort nun vielleicht etwas weniger in Infrastruktur und dafür mehr in den Militärbereich investiert. Wir würden dieses Phänomen jedoch nicht als Crash beschreiben. Vielmehr haben wir es hier 2014 voraussichtlich mit einem Rückgang von 10 bis 20% zu tun – gemessen allerdings an einem Allzeithoch aus dem vergangenen Jahr. Langfristig glauben wir weiterhin an das Potenzial des russischen Marktes. Immerhin haben wir nicht zufällig eine eigene Produktion in Russland aufgebaut. Dank dieser sind wir derzeit von der Rubelabwertung auch nicht so stark wie unsere Wettbewerber betroffen.

**Smart Investor: Im Frühjahr sprachen Sie davon, dass die Visibilität sehr gering sei. Hat sich daran zuletzt etwas geändert?**

*Ortner:* Dabei bleibt es. Die langen Vorlauf- und Lieferzeiten der Jahre 2006 und 2007, wo es zu einer klaren Überhitzung kam, werden wir auf absehbare Zeit wohl kaum mehr wiedersehen. Die Händler haben dazugelernt. Wenn die Endnachfrage plötzlich wegbricht, wollen diese nicht erneut große Lagerbestände vorhalten, die ihnen eventuell Probleme bereiten könnten. Nach



*Herbert Ortner*

einem starken ersten Quartal, das auch von bestimmten Vorzieheffekten begünstigt war, ging die Ordertätigkeit zuletzt wieder etwas zurück. Dennoch sind wir mit der Auftragslage und dem Verlauf des ersten Halbjahres zufrieden. Dass sich die Sommermonate etwas ruhiger entwickeln, ist im Übrigen kein neues Phänomen.

**Smart Investor: Es fällt auf, dass Ihr Ergebnis trotz kontinuierlicher Umsatzzuwächse in den vergangenen Jahren eher stagnierte. Welche Erklärung gibt es hierfür?**

*Ortner:* Im Branchenvergleich können wir mit einer EBIT-Marge von 8% sicherlich zufrieden sein. Dennoch möchten wir in den nächsten ein bis zwei Jahren wieder an das zweistellige Niveau vor der Finanzkrise anknüpfen. Das Wachstum der letzten Jahre hat indes die Profitabilität sicher belastet. Doch um überhaupt wachsen zu

## Über Palfinger

Der im österreichischen Salzburg beheimatete Kranhersteller Palfinger zählt mit einem Jahresumsatz von zuletzt 980 Mio. EUR zu den Global Playern seiner Branche. Bei Ladekränen sowie Forst- und Recyclingkränen ist der Konzern weltweit die Nummer eins. Weitere Spezialkrane unter anderem für den maritimen Bereich, Brückeninspektionsgeräte, Hub- und Arbeitsbühnen sowie LKW-Aufbauten sind ebenfalls Teil des Produktsortiments, das auch über Akquisitionen in den letzten Jahren sukzessive erweitert wurde. Palfinger ist ein klassisches, börsennotiertes Familienunternehmen. So befinden sich 65% der Aktien im Besitz der Familie Palfinger, die damit die Firmenpolitik maßgeblich mitbestimmt.

Für 2013 weist der an der Börse mit rund 1 Mrd. EUR kapitalisierte Konzern einen Überschuss von 44 Mio. EUR (Vj.: 40,4 Mio.) aus. Anteilseigner erhielten als Folge des verbesserten Ergebnisses eine von 38 auf 41 Cent erhöhte Dividende. Auch der Start in das neue Jahr entwickelte sich positiv. Dank eines starken Europa-Geschäfts konnten die witterungsbedingten Rückstände in Nordamerika mehr als kompensiert werden. So zogen die Erlöse im ersten Quartal um 18% auf 267 Mio. EUR an. Der EBIT-Anstieg auf rund 20 Mio. EUR (+11%) fiel im Vergleich dazu etwas verhaltener



aus, was Palfinger selbst mit Wechselkursbelastungen (brasilianischer Real, russischer Rubel) erklärt. Erst im Mai gab man eine gegenseitige Kapitalbeteiligung mit dem chinesischen Sany-Konzern bekannt. Dieser ist nun mit 10% zweitgrößter Einzelaktionär. Die strategische Partnerschaft soll in den nächsten Monaten vertieft und ausgebaut werden.

Marcus Wessel

können, sind zunächst bestimmte Investitionen zwingend erforderlich. Hinzu kamen Einmaleffekte bei Übernahmen (Due Diligence), Integrationskosten sowie Verlagerungskosten in der Produktion. Würde man diese Posten herausrechnen, wären wir schon längst wieder bei einer zweistelligen Marge angekommen.

**Smart Investor: Sie sprechen von einem Umsatzpotenzial bis zum Jahr 2017 von 1,8 Mrd. EUR. Ist das eine konkrete**

### Prognose, an der Sie sich messen lassen wollen?

*Ortner:* Wir haben bereits vor Monaten gesagt, dass wir verglichen mit dem Jahr 2012 eine weitere Umsatzverdopplung bis 2017 anstreben. Dieses Ziel soll durch eine Kombination verschiedener Faktoren erreicht werden. Nicht nur in China, wo wir mit unserem Partner Sany ein sehr erfolgreiches Joint Venture betreiben, erwarten wir steigende Erlöse. Auch unser Marinesegment soll weiter wachsen. Gleichzeitig bleiben

Akquisitionen für uns ein wichtiger Baustein. Voraussetzung bei alledem ist natürlich ein stabiles wirtschaftliches Umfeld. Dass wir deutlich stärker als der Markt wachsen können, haben wir jedoch hinlänglich bewiesen. Zuletzt gelang uns eine Verdopplung des Konzernumsatzes im Zeitraum von 2009 bis 2013.

**Smart Investor: Herr Ortner, wir bedanken uns vielmals für das Gespräch!**

Interview: Marcus Wessel

Anzeige

## Smart Investor Sonderausgabe „Gutes Geld“

Wie Geld in die Welt kommt, woran das herrschende System krankt und was eine gesunde Geldordnung ausmacht

2. Aufl.; 2011; Preis: 10 EUR (zzgl. 1,80 EUR Versandkosten)

Jetzt bestellen!

+49 (89) 2000 339-0 ● +49 (89) 2000 339-38 ●  
 info@smartinvestor.de ● http://smart-i.de/gutesgeld



## Mittelstandsaktien

# Zweite Tesla oder viel heiße Luft?

Mit der LION E-Mobility AG ist seit dem 3. Juli ein innovatives Start-up aus dem Bereich der Elektromobilität in m:access gelistet – interessant vor allem durch ein Joint Venture mit der TÜV SÜD AG.

Wer an Elektroautos denkt, hat vermutlich sofort Bilder eines der sportlichen Tesla-Modelle im Kopf – mittlerweile immerhin ein Unternehmen mit einer Bewertung an der Börse von fast 30 Mrd. USD. Dagegen ist LION mit knapp 6 Mio. EUR Marktkapitalisierung noch ein absoluter „MicroCap“. Doch das Feld, in dem sich LION bewegt, hat zweifelsfrei Phantasie. Ob daraus auch Börsenphantasie werden kann, ist aktuell noch schwer zu beurteilen.

## Mehr Berater als Entwickler und Produzent

Kerngeschäft von LIONs 100%-Tochter LION Smart GmbH sind Beratungsleistungen und die Erstellung von Studien für Dritte zu Themen wie Batteriesysteme, elektronische Antriebssysteme oder elektronische Mobilität im Allgemeinen. Als Ingenieursdienstleister entwickelt LION Batterie-Management-Systeme und erstellt Prototypen zu Testzwecken. Von Experten wird solcher Technologie erhebliches Potenzial zugetraut. Doch das Geschäft ist bislang überschaubar: Mit sechs Mitarbeitern wurden 2013 gerade mal 252 TEUR umgesetzt. Der Gewinn fiel mit einer schwarzen Null zudem relativ bescheiden aus. Verglichen mit 2012 sind sowohl Umsatz als auch Ergebnis rückläufig. Keine Zahlen, wie man sie von einem dynamischen Start-up erwarten könnte. Die große Phantasie kommt daher also überwiegend aus dem Gemeinschaftsunternehmen mit dem TÜV.

## Der Batterien-TÜV

In andere Dimensionen entwickelt sich jedoch die Kooperation mit dem TÜV, an der LION einen Anteil von 30% hält. Knapp 3 Mio. EUR Umsatz konnten laut den vorläufigen Zahlen 2013 erzielt werden, mit 245 TEUR blieb erstmals ein Gewinn übrig. Die TÜV SÜD Battery Testing GmbH testet in ihren Laboren Akkus und Batterien auf Haltbarkeit, Funktionsfähigkeit oder Explosionsverhalten (z.B. bei einem möglichen Unfall). Kunden

sind sowohl Automobilhersteller als auch Batterieproduzenten. Selbst wenn die Zahlen des Gemeinschaftsunternehmens nicht vollständig vorliegen, die Bilanzsumme von mehr als 8 Mio. EUR zeigt die rasante Entwicklung, mit der hier Testanlagen aufgebaut wurden. Dass bereits im dritten Jahr nach der Gründung 2011 deutlich schwarze Zahlen geschrieben wurden, lässt aufhorchen. Und trotzdem gibt es einige kleine Makel an der LION AG.

## Schweizer Käse?

Börsennotiert ist keine deutsche Gesellschaft, sondern eine Holding mit Sitz in Zug in der Schweiz. Das weckt negative Erinnerungen an so manchen Börsen-Nepp mit ähnlichem Konstrukt, auch wenn es dafür bei LION auf den ersten Blick keine Anzeichen gibt. Sieht man sich die Zahlen zum ersten Halbjahr 2013 im Wertpapierprospekt an, sind diese äußerst bescheiden (Bilanzsumme 1.232 TEUR, Eigenkapital 392 TEUR). Die TÜV SÜD Battery Testing GmbH wird als Minderheitsbeteiligung von LION nicht konsolidiert. Trotzdem steht der Beteiligungswert für 75% der Aktiva. Finanziert wurde das Joint Venture bislang von beiden Partnern, in Zukunft soll jedoch die TÜV SÜD AG mit langfristigen Darlehen aushelfen. Warum ein Gigant wie TÜV SÜD in einem für ihn strategisch so wichtigen Bereich mit einem börsennotierten Winzling zusammenarbeiten muss, bleibt aus der Außenperspektive letztlich unklar. Liest man den Wertpapierprospekt, nennt LION in den Geschäftsfeldern der TÜV SÜD Battery Testing GmbH stets den TÜV selbst als möglichen Konkurrenten – offensichtlich müsste der TÜV also nicht einmal die LION AG aus dem Gemeinschaftsunternehmen herauskaufen, falls er das Geschäft selbst betreiben will. Transparenz ist außerdem eine Tugend, die LION bislang kaum beherzt: Auch Ende Juli ist noch kein Abschluss für 2013 erstellt.

Christoph Karl

LION E-Mobility AG – Töchter und Konzern							
	30%-Tochter TÜV SÜD Battery Testing GmbH		100%-Tochter LION Smart GmbH		Gesamt (fiktive Konzernzahlen)		KGV
in EUR	Umsatz	Nettoergebnis	Umsatz	Nettoergebnis	Umsatz	Nettoergebnis	
2011	403.000	-419.000	318.032	28.241	<b>438.932</b>	<b>-97.459</b>	negativ
2012	1.265.000	-236.000	289.223	48.159	<b>668.723</b>	<b>-22.641</b>	negativ
2013*	2.679.584	245.126	251.677	1.242	<b>1.055.552</b>	<b>74.780</b>	79,1x

\*) Vorläufige Zahlen; Quelle: LION E-Mobility AG

## Buy or Good Bye

**Buy: Lear Corp.**

Die Kreditkrise hat bekanntlich die Schwächen der US-Autoindustrie schonungslos offengelegt. Ein Opfer war damals die Lear Corp., der auch die enge Zusammenarbeit mit den in Schwierigkeiten geratenen US-Autobauern Ford und General Motors zum Verhängnis wurde. Der US-Autozulieferer musste 2009 Gläubigerschutz nach Chapter 11 anmelden, doch fünf Jahre später präsentiert sich das Unternehmen in überzeugender Verfassung. Die zuletzt vorgelegten Ergebnisse sind gut ausgefallen und dank der guten Zukunftsaussichten markiert der seit Mitte Juli 2012 auf Höhenflug befindliche Aktienkurs zum Redaktionsschluss neue Hochs.

Als Lieferant der ersten Stufe dürfte Lear vom Trend hin zur Digitalisierung des Autos profitieren. Denn neben der Produktion von Sitzsystemen sind die mit 122.000 Mitarbeitern in 36 Ländern produzierenden Amerikaner vor allem bei Elektronik- und Elektroprodukten für die Stromverteilung stark. Die aussichtsreichen Perspektiven der Auto-Elektronik kommen in Prognosen zum Ausdruck, die dem Segment bis 2020 fast eine Volumenverdreifachung auf 120 Mrd. USD voraussagen.

Für einen Fortbestand des bestehenden charttechnischen Aufwärtstrends spricht auch die Bewertung des Titels. Das Kurs-Umsatz-Verhältnis beläuft sich bei einem Börsenwert von 7,84 Mrd. USD und einem für 2014 erwarteten Umsatz von 17,53 Mrd. USD auf 0,45. Auf Basis der für 2014 und 2015 prognostizierten Gewinne

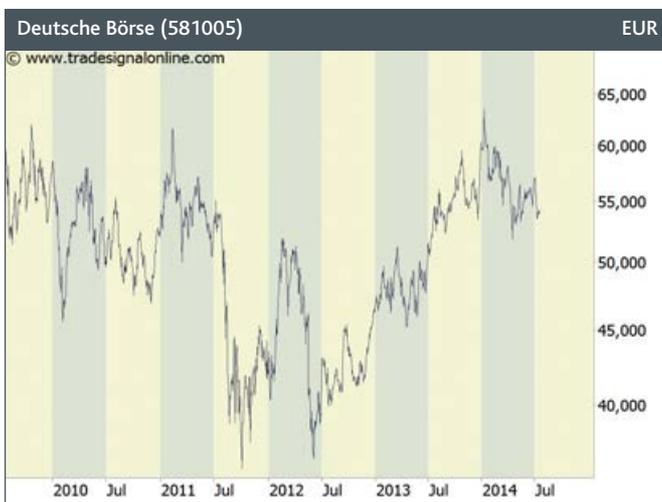


von 7,68 und 8,97 USD ergeben sich bei einer Notiz von 96,45 USD Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 12,6 und 10,8. Das ist vertretbar, wenn es dem Unternehmen wie von Analysten erwartet gelingt, das Ergebnis je Aktie in den kommenden fünf Jahren im Schnitt um 20,5% zu verbessern. Das unlängst von der Investmentbank Barclays auf 113 USD erhöhte Kursziel scheint vor diesem Hintergrund nicht zu hoch gegriffen.

Jürgen Büttner

**Good Bye: Deutsche Börse AG**

Defensive ist wichtig. Das wissen wir ganz aktuell nach der WM. Die Aktie der Deutschen Börse (IK) als dividendenstarker Titel besitzt daher in vielen Portfolios einen Stammplatz. Das ist in den Zeiten nach Lehman Bros. ein gutes Argument gewesen. Der Preis einer Aktie hängt aber auch vom Wachstum und dessen Aussichten ab. Und da sieht es ziemlich mau aus. Oder um es im Kick-Jargon



auszudrücken: Da darf die Null gerade nicht stehen. Im vergangenen Jahr war sogar ein leichter Umsatz- und auch Ertragsrückgang zu verzeichnen, im laufenden Geschäftsjahr betrug das Wachstum im 1. Quartal bereinigt lediglich 2% – gegenüber einem alles andere als berauschenden Startquartal 2013.

Demnächst stehen die Zahlen zum 2. Quartal an, und angesichts der schwachen Handelsumsätze im Juni haben einige Analysten ihre Gewinnerwartungen bereits heruntergeschraubt. Vieles deutet darauf hin, dass die Deutsche Börse wieder im Bereich von 3,50 EUR pro Aktie landen wird. Bei Kursen um 54 EUR ergibt das ein KGV 2014e von 15,4. Das ist einerseits nicht wirklich teuer. Andererseits ist derzeit nicht abzusehen, wie das Unternehmen nachhaltiges, spürbares Wachstum generieren will. Letztlich hängt das Ergebnis am Handelsvolumen, und ein Einsparprogramm ist auch schon in Umsetzung. Der Kursverlauf spiegelt die Wachstumsschwäche wider, denn seit Frühjahr 2009 tendiert die Aktie seitwärts. Das heißt: Aufwärtspotenzial ist aktuell weiterhin nicht auszumachen – ein, zwei schwächere Quartale könnten aber spürbare Rücksetzer auslösen. Da tröstet dann auch die Dividendenrendite von derzeit fast 4% nicht mehr.

Stefan Preuß

Musterdepot

# Stabiles Fundament

Während das Momentum an den Aktienmärkten auch aufgrund politischer Krisen in den vergangenen Wochen spürbar nachließ, zeigte sich unser Depot davon erfreulich unbeeindruckt.

Obwohl die Lage an den Börsen derzeit wenig eindeutig erscheint – wir stehen praktisch zwischen Crash und direkter Fortsetzung des Crack-up-Booms (siehe auch „Das große Bild“) –, blieb unser Depot in seiner Zusammensetzung bis zuletzt nahezu unverändert. Einer leichten Schwäche bei den meisten Nebenwerten standen Zugewinne bei unseren US- und Edelmetall-Engagements gegenüber. Immer mehr deutet inzwischen darauf hin, dass wir im Edelmetallbereich die Tiefstkurse hinter uns gelassen haben, wobei 2014 noch nicht zu einem neuen Bullenjahr werden muss.

## Outperformer USA

Im Vorfeld der Berichtssaison zeigten unsere US-Werte eine erfreuliche Stärke. Ohnehin macht die US-Börse derzeit den besseren Eindruck. So legten Papiere von Visa und Wellpoint im Monatsvergleich jeweils um rund 6% zu. Der Krankenversicherer Wellpoint, den wir als Value-Titel und Profiteur von „Obamacare“ identifizierten, notiert vor Bekanntgabe der Halbjahresbilanz am 30. Juli auf einem neuen Allzeithoch. Der Bericht wird weiteren Aufschluss darüber geben, wie profitabel die neuen „Obamacare“-

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR)											Stichtag: 18.7.2014 (DAX: 9.720)	
Performance: +3,6% seit Jahresanfang (DAX: +1,8%); +0,8% gg. Vormonat (DAX: -2,7%); +178,7% seit Depotstart (DAX: +280,0%)												
	WKN	Branche/ Land	SIP*	C/R*	Stück	Kauf- Datum	Kauf zu	Kurs akt.	Wert akt.	Depot- Anteil	Performance Vormonat seit Kauf	
Morphosys [D]	663200	Biotechnologie	B	8/6	300	14.12.12	28,30	67,00	20.100	7,2%	-4,0%	+136,7%
Aurelius [D]	A0JK2A	Sanierer	C	7/6	600	13.09.12	12,00	26,07	15.642	5,6%	-3,3%	+117,3%
Eurokai Vz. [D]**	570653	Hafenbetreiber	B	7/5	800	26.09.13	21,70	31,65	25.320	9,1%	+2,9%	+45,9%
Cancom [D]	541910	IT-Dienstleister	B	8/7	400	19.12.13	28,70	37,67	15.068	5,4%	-2,2%	+31,3%
Goldcorp [CAN]**	890493	Goldproduzent	B	7/5	1.000	16.01.14	17,83	20,60	20.600	7,4%	+3,2%	+15,5%
Biotest St. [D]	522720	Pharmahersteller	C	8/6	150	19.12.13	74,50	84,20	12.630	4,5%	-6,8%	+13,0%
Wellpoint [USA]	A0DNLY	Krankenversicherer	A	7/5	250	27.03.14	73,51	83,06	20.765	7,5%	+6,0%	+13,0%
DEAG [D]** IK	A0Z23G	Konzertveranstalter	A	8/5	2.400	08.05.14	5,64	6,13	14.712	5,3%	-1,8%	+8,7%
Hargreaves Services [GB]**	A0HMDY	Bergbau	B	7/5	2.000	15.08.13	9,77	10,17	20.340	7,3%	+4,7%	+4,1%
Visa [USA]	A0NC7B	Kreditkarten	B	7/5	50	19.12.13	158,50	163,25	8.163	2,9%	+6,1%	+3,0%
Bundesanleihe (Sep. 2015)	113743	Staatsanleihe	A	1/2	350	17.07.14	100,29	100,29	35.102	12,6%	-	+0,0%
Bridgestone [JPN]	857226	Automobilzulieferer	C	8/6	400	02.05.13	27,80	27,70	11.080	4,0%	+3,8%	-0,4%
LPKF Laser [D]	645000	Technologie	D	8/7	750	08.11.13	15,70	14,11	10.583	3,8%	-4,7%	-10,1%
Silver Wheaton [CAN]** IK	A0DPA9	Silberproduzent	B	8/5	1.000	26.09.12	23,41	19,48	19.480	7,0%	+7,0%	-16,8%
First Majestic Silver [CAN]** IK	A0LHKJ	Silberproduzent	B	8/5	2.800	21.06.12	10,66	7,69	21.532	7,7%	+1,2%	-27,9%
Toyota-Call (5.500; Dez 2014) [JPN]**	SG3UUE	Automobilbau	B	8/7	10.000	21.02.13	0,70	0,44	4.400	1,6%	-6,4%	-37,1%
EUR/JPY-Call (140; März 2015)	UA7SNP		C	9/7	400	28.11.13	5,09	1,47	588	0,2%	-34,4%	-71,1%
									<b>Aktienbestand</b>	276.104	99,1%	
									<b>Liquidität</b>	2.572	0,9%	
									<b>Gesamtwert</b>	278.676	100,0%	

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

\*) 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.

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

\*\*\*) Durchschnittskurs

Durchgeführte Käufe und Verkäufe					
Käufe	WKN	Kurs	Stück	Kaufwert	Datum
Bundesanl. Sep. 15	113743	100,29	350	35.102	17.7.14
DEAG	A0Z23G	6,19	400	2.476	30.6.14

Käufe	WKN	Kurs	Stück	Verk.wert	Perfor.	Datum
DEAG jg. Aktien	A11Q1V	6,19	400	2.476	+26,3 %	30.6.14

Verträge für den Konzern sind. Die Daten dürften vermutlich wichtiger sein als die reine Höhe des Quartalsgewinns. Auch nach dem jüngsten Kursanstieg bleibt das Papier mit einem KGV von rund 12 moderat bewertet. Im Fall von Visa, die von der Börse durchaus plausibel als Wachstumsstory gesehen werden (KGV 21), sorgte kürzlich die Einführung eines neuen Online-Bezahldienstes für Fantasie. „Visa Checkout“ soll den Einkauf im Internet einfacher und schneller machen. Kunden müssen nicht mehr ihre 16-stellige Kreditkartennummer eingeben. Es genügen ein Benutzername und ein Passwort, womit der Dienst in Konkurrenz zur Ebay-Tochter Paypal tritt, die Visa offiziell bislang als Partner sieht. Man hofft, vor allem die Nutzer von Tablets und Smartphones für „Visa Checkout“ gewinnen zu können. Angesichts eines Ergebniswachstums von knapp 20% in diesem Jahr sollte die Visa-Aktie ihren Aufwärtstrend fortsetzen können. Da wir hier nur mit einem geringen Betrag investiert sind, können wir uns eine baldige Aufstockung der Position sehr gut vorstellen.



### Aus 2 wird 1

Nachdem wir noch im Vormonat zwei unterschiedliche DEAG (IK)-Positionen mit jeweils eigener Wertpapierkennnummer im Depot eingebucht hatten, ist diejenige mit der WKN A11Q1V (400 Stück) zwischenzeitlich verschwunden. Gleichzeitig hat sich der Bestand unter der alten WKN um 400 Anteile erhöht, was exakt der von uns bezogenen Anzahl an jungen Aktien aus der letzten Kapitalerhöhung entspricht. Die Zusammenlegung erfolgte nach der äußerst harmonischen Hauptversammlung des Berliner Konzertveranstalters, die unter anderem über eine Dividendenzahlung für das Jahr 2013 in Höhe von 12 Cent je Aktie zu entscheiden hatte. Weil die jungen Aktien jedoch erst ab dem laufen-

den Geschäftsjahr dividendenberechtigt sind, war eine solche Trennung zwingend erforderlich. Auch in den allermeisten Depots sollte die Umstellung mittlerweile abgeschlossen und beide Gattungen zusammengelegt sein. Andernfalls sollten Aktionäre ihre Bank kontaktieren. Ein neuer Impuls für die Notiz könnte von den Ende August anstehenden Halbjahreszahlen ausgehen. Wir erwarten aufgrund eines vollen Konzertkalenders eine Fortsetzung der starken operativen Entwicklung.



### Liquidität geparkt

Unsere Überlegungen zu einer möglichen Vermögensabgabe, die nicht nur vom IWF und dessen Chefin Christine Lagarde immer wieder ins Spiel gebracht wird, hatten wir zuletzt in unserem Online-Newsletter „Smart Investor Weekly“ noch einmal vorgestellt. Um nicht unvorbereitet von dieser „Zwangsabgabe“ auf Bankguthaben getroffen zu werden, wollten wir in diesem Fall ein Zeichen setzen und unsere Cash-Position vor diesem Stichtag in den noch als sicher geltenden kurzlaufenden Bundesanleihen parken. Es handelt sich bei diesem Schritt folglich nur um eine kurzfristige Umschichtung. Mittelfristig möchten wir die Gelder natürlich für spannende Aktieninvestments einsetzen. Die anhaltende Flucht in Bundesanleihen muss indes als klarer Misstrauensbeweis gewertet werden. Anleger suchen wieder verstärkt den „safe haven“, wofür sie am Ende sogar eine Nullrendite in Kauf nehmen.

### Fazit

Die US-Börsen machen im Vergleich zu Deutschland und Europa, wo Krisen wie die in der Ukraine weitaus deutlicher spürbar sind, den klar besseren Eindruck. Da wir durchaus Gefahren auf den Markt zukommen sehen, überlegen wir uns aktuell den Aufbau einer Absicherung speziell für unsere deutschen Werte. Auf der anderen Seite möchten wir die zuletzt in der Bundesanleihe geparkte Liquidität für Zukäufe im Rohstoffbereich einsetzen. Neben dem brasilianischen Bergbauproduzenten Vale stehen die Aktien der beiden Ölservice-Unternehmen Fred Olsen und National Oilwell Varco auf unserer Wachtliste ganz oben. Mit den beiden letztgenannten beschäftigen wir uns auch in der „Branche im Blickpunkt“ (S. 64). Die nächsten Wochen versprechen somit einiges an Spannung.

Marcus Wessel

## Anleihen

# Geldparken einmal anders

Offene Immobilienfonds in Zwangsabwicklung haben ihren Besitzern hohe Verluste beschert. Ein Einstieg über die Börse könnte sich nun aber durchaus lohnen.

Lange Zeit wurden offene Immobilienfonds von institutionellen Investoren in großem Stil zum Parken freier Mittel genutzt. Ihre Anteile waren bei tendenziell steigenden Preisen relativ wertbeständig und konnten ohne Probleme jederzeit zum Net Asset Value (NAV) an die Fondsgesellschaften zurückgegeben werden. Als Mitte/Ende 2008 mit dem Ausbruch der weltweiten Finanzkrise nur noch Liquidität zählte, zogen allerdings immer mehr Anleger ihr Geld aus dieser Assetklasse ab, so dass die Mehrzahl der besagten Sondervermögen die Rücknahme von Anteilen zunächst aussetzen und später ganz einstellen musste. Inzwischen befinden sich die Produkte nun schon seit einigen Jahren in der Abwicklung. Die Immobilien werden sukzessive verkauft und die daraus resultierenden Mittelzuflüsse in regelmäßigen Abständen an die Anteilseigner ausgeschüttet.

## Hohe Wertverluste

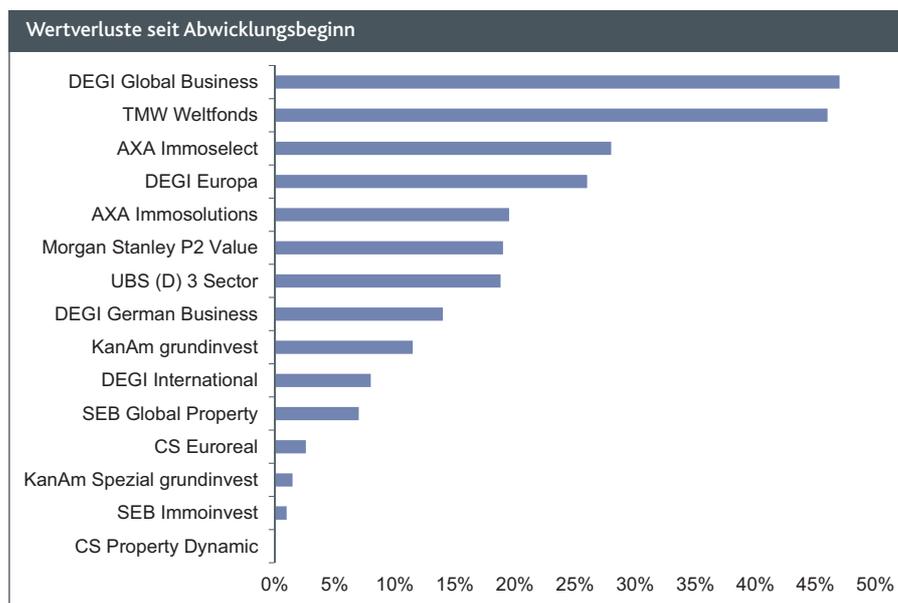
Im Rahmen dieses Prozesses mussten die NAVs der Fonds aufgrund von Abwertungs- und Verkaufsverlusten beim Immobilienvermögen immer wieder nach unten korrigiert werden. So betragen die Verluste beim DEGI Global Business und beim TMW Weltfonds gemäß einer Studie der Drescher & Cie Immo Consult AG seit dem Abwicklungsbeschluss fast 50% (Stichtag: 14.03.2014). Aber auch bei den übrigen Immobiliensondervermögen kam es zu hohen Abschlägen. Dabei ist davon auszugehen, dass sich die nicht ausschüttungsbedingten Abwertungen bei den NAVs bis zum jeweiligen Ende des Abwicklungsprozesses per Saldo weiter fortsetzen werden. Besonders stark betroffen sein dürften hiervon insbesondere Fonds mit schlechter Portfolioqualität.

## Chance auf Arbitragegewinne

Stellt sich somit die Frage, warum Anleger sich überhaupt mit diesem Segment beschäftigen sollten. Zum einen konnten verschiedene Fonds dank des inzwischen wieder gestiegenen Interesses an Gewerbeimmobilien in den vergangenen Monaten auch Verkäufe oberhalb des letzten Bewertungsansatzes durchführen, was zum Teil nicht unerhebliche Zuschreibungen beim NAV zur Folge hatte. Wesentlich entscheidender ist aber, dass die Börsenpreise der Fonds zum Teil mehr als 30% unter dem jeweiligen Net Asset Value liegen. Es bestehen somit hohe „Sicherheitsabschläge“, durch die weitere Abwertungen abgedefert werden können (siehe Tab. 1). Gleichzeitig ist erhebliches Renditepotenzial für den Fall gegeben, dass es nur noch zu geringen bis mäßigen Korrekturen nach unten kommt.

## Keep it simple

Da Privatanleger nicht die Möglichkeit haben, die Qualität der verschiedenen Portfolios zu bewerten, bietet sich bei der Fondsauswahl die Orientierung an wenigen leicht ermittelbaren Größen an. Ein wichtiger Punkt wird hierbei die Differenz zwischen Börsenkurs und Net Asset Value sein. Interessant ist auch die jeweilige Liquiditätsquote. Abzüglich einer gewissen Reserve, die beispielsweise für den Betrieb der noch vorhandenen Objekte sowie die Abdeckung etwaiger Gewährleistungsansprüche aus bereits verkauften Immobilien vorgehalten werden muss, steht die vorhandene Brutto-Liquidität für die nächste Ausschüttung zur Verfügung. Schnelle Rückflüsse sorgen aber für einen hohen internen Zinsfuß des investierten Kapitals. Rückschlüsse auf die Verkaufschancen noch im Portfolio enthaltener Immobilien lassen sich für Laien



Quelle: Drescher & Cie Immo Consult AG, Studie vom 14.04.2014

Tab. 1: Ausgewählte offene Immobilienfonds in Abwicklung

Name	WKN	NAV (EUR)	Kurs (EUR)	Abschlag zum NAV	Diff. Börsenkurs/NAV	Liquiditätsquote	Vermietungsquote
AXA Immoselect (IK)	984645	21,05	15,10	28,27%	39,40%	36,0%	76,8%
CS Euroreal	980500	42,01	30,53	27,33%	37,60%	15,0%	84,9%
DEGI Global Business	A0ETSR	14,12	10,20	27,76%	38,43%	10,9%	93,3%
DEGI International (IK)	800799	19,23	15,70	18,36%	22,48%	52,0%	92,5%
KanAm grundinvest	679180	37,85	26,50	29,99%	42,83%	14,1%	91,3%
Morgan Stanley P2 Value (IK)	A0F6G8	4,24*	3,39	20,05%	25,07%	55,6%**	97,6%
SEB Global Property	SEB1A9	810,05	610,00	24,70%	32,80%	8,3%	83,5%
SEB Immoinvest	980230	33,55	22,50	32,94%	49,11%	7,6%	82,6%
TMW Weltfonds	A0DJ32	18,81	12,25	34,88%	53,55%	13,2%	88,0%

\*) Ausschüttung von 0,50 EUR am 22.07.2014. \*\*) Ca. 30% Cash in Beteiligungsgesellschaften.

Quellen: Fondsgesellschaften, eigene Schätzungen.

am ehesten aus der Vermietungsquote ziehen, wie sie in den Fact Sheets der Fonds in der Regel angegeben ist. „Trotz des zuletzt wieder deutlich gestiegenen Investmentumsatzes ist die Veräußerung von mit Leerstand behafteten Immobilien nämlich immer noch sehr schwierig“, wie Oliver Weinrich, Geschäftsführer der Drescher & Cie Immo Consult AG, zu bedenken gibt. Alternativ bzw. ergänzend zu der hier beschriebenen sehr oberflächlichen Betrachtung ist natürlich auch der Rückgriff auf kostenpflichtige Studien professioneller Anbieter möglich.

#### Zusätzlicher Abschlag bei Dachfonds

Noch einen Schritt weiter gehen Anleger mit dem Kauf von Immobiliendachfonds. Nachdem die Anteile der Zielfonds von diesen nicht mehr zurückgenommen wurden, blieb letztendlich auch den auf dieses Segment spezialisierten Dachfonds nichts anderes übrig, als die Rücknahme von Anteilen einzustellen und sich ebenfalls in Abwicklung zu begeben. Ihre Ausschüttungen an die Fondsbesitzer werden dabei

mit entsprechender Verzögerung maßgeblich von den Liquiditätszuflüssen bestimmt, die sie von den Zielfonds erhalten. Sachlogisch wird sich der Auflösungsprozess bei den Immobiliendachfonds damit noch länger hinziehen als bei den Sondervermögen, in die sie investiert haben. Aufgrund der zusätzlichen Verwaltungsebene fallen zudem weitere Kosten an. Andererseits ist das Risiko bei ihnen breiter gestreut und ihre Börsenkurse weisen zum Teil nochmals einen signifikanten Abschlag auf den Börsenwert der von ihnen gehaltenen Immobilienfondsanteile auf. Bezogen auf den NAV ergeben sich damit Abschläge von bis zu 37%. Oder anders ausgedrückt: Die derzeitigen NAVs von Immobiliendachfonds in Abwicklung liegen bis zu 60% über den an der Börse zu zahlenden Preisen (siehe Tab. 2).

#### Fazit

Auch wenn die bis zur endgültigen Auflösung noch folgenden Ausschüttungen bei vielen offenen Immobilienfonds in Abwicklung (deutlich) unter den aktuellen NAVs

liegen werden, scheint das Chance-Risiko-Profil dieser Anlageklasse inzwischen überaus attraktiv zu sein. Für Anleger mit langem Atem könnten die „Fallen Angels“ der Fondsbranche deshalb nicht nur zum Geldparken, sondern auch als hochverzinsliche Renditeobjekte sehr interessant sein. Dabei muss natürlich keineswegs der gesamte Auflösungsprozess, der sich bei vielen Fonds noch über Jahre hinziehen wird, mitgemacht werden. Aufgrund der geringen Liquidität so-

wie der hohen Spreads sollten entsprechende Orders allerdings grundsätzlich streng limitiert aufgegeben werden. Der umsatzstärkste Börsenplatz ist bei diesen Produkten in der Regel Hamburg.

Dr. Martin Ahlers

### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 81).

Anzeige

Tab. 2: Ausgewählte Immobiliendachfonds in Abwicklung

Name	WKN	NAV (EUR)	Kurs (EUR)	Abschlag zum NAV	Diff. Börsenkurs/NAV
db ImmoFlex (IK)	DWS0N9	49,05	34,10	30,48%	43,84%
DJE Real (IK)	A0BG9C	4,05*	3,04	24,94%	33,22%
Premium Management Immobilien-Anlagen (IK)	A0ND6C	14,72	9,15	37,84%	60,87%
Stratego Grund (IK)	A0ERSF	14,04	8,85	36,97%	58,64%

\*) Ausschüttung von 0,65 EUR am 22.07.2014.

Quellen: Fondsgesellschaften, eigene Berechnungen

**BONDGUIDE**  
Das Portal für Unternehmensanleihen

Wer **A**nleihen sagt,  
meint **B**ondGuide.

News, Analysen, Statistiken  
und Hintergrundberichte zu  
deutschen Unternehmensanleihen

• [www.bondguide.de](http://www.bondguide.de) •  
BondGuide • BondGuide-Flash •

Interview mit einem Investor

# „Deutsche bevorzugen renditeschwache Anlagen“

Smart Investor im Gespräch mit **Dr. Christoph Bruns**, LOYS AG, über lange Haussen und die Schlechterstellung von Aktien durch die deutsche Politik



*Dr. Christoph Bruns ist seit 2005 Fondsmanager, Partner und Vorstandsmitglied des unabhängigen Aktienfondsspezialisten LOYS AG. Nach seiner Promotion 1994 begann er seine Karriere als Fondsmanager bei Union Investment, wo er schnell zum Leiter des Aktienfondsmanagements aufstieg. Zuletzt erhielt er den Sauren Golden Award in der Kategorie „Aktien Global“.*

**Smart Investor: Die Hausse währt historisch gesehen schon recht lange. Sie gelten als unermüdlicher Trommler für die Anlageklasse Aktien. Sollten Anleger jetzt noch einsteigen?**

*Bruns:* Ja. Zwar währt die Hausse ungewöhnlich lange, allerdings haben wir auch eine ungewöhnliche Zinssituation mit ungewöhnlich tiefen Zinsen. Solange diese Situation anhält, dürfen Anleger weiter in Aktien investieren. Dabei ist die Datenlage widersprüchlich, bestehend aus tendenziell positiven ökonomischen und schlechten politischen Nachrichten sowie teilweise anspruchsvollen Bewertungen vieler Unternehmen an den Weltbörsen. Die Dominanz der Dauerniedrigzinspolitik scheint aber einstweilen zugunsten eines fortgesetzten Börsenanstieges alles zu überwiegen. Allerdings würde bei einer Zinswende den Aktienmärkten Ungemach drohen, obwohl Gewinne und Dividenden robust aussehen. Viel wird dann davon abhängen, mit welcher Dynamik sich der mögliche Zinsanstieg manifestiert.

**Smart Investor: Rekordkurse haben dazu geführt, dass es schwieriger wird, wertehaltige Titel zu attraktiven Preisen zu finden. Wo sehen Sie noch Value?**

*Bruns:* Es ist richtig, dass die großen Indizes von Rekord zu Rekord eilen. Hier haben viele Unternehmen bereits hohe Bewertungen erreicht. Allerdings kann man abseits der großen Namen immer noch günstige Titel finden. Es gibt immer einige Branchen und Regionen, die bei Investoren in Ungnade fallen oder schlichtweg ignoriert werden. Japan gehörte lange Zeit zu so einer verschmähten Region, die im

letzten Jahr aus ihrem Dornröschenschlaf erwacht ist. Hier hat insbesondere die japanische Notenbank eine wichtige Rolle gespielt, indem sie Zins- und Preissteigerungen als erklärte Ziele ausgegeben hat. Trotz des Kursfeuerwerks gibt es in Japan aber immer noch exzellente Unternehmen zu attraktiven Preisen. Auch in Europa sind in der zweiten und dritten Reihe noch einige Gelegenheiten zu finden. Hier gilt es für jeden Anleger, über den eigenen Tellerrand hinauszuschauen und auch einmal außerhalb seines Heimatindex, in Deutschland also des DAX, zu suchen. Wenn dies außerhalb der eigenen Fähigkeit oder Reichweite liegt, sollte man sich überlegen, in einen globalen Aktienfonds zu investieren.

**Smart Investor: Die deutschen Anleger haben trotz niedrigster Zinsen immer noch viel Geld auf dem Tagesgeldkonto. Sehen Sie Chancen, dass sich das jemals ändert?**

*Bruns:* Da bin ich skeptisch. Die Deutschen machen tendenziell einen Bogen um die Beteiligung an der Wirtschaft. Stattdessen bevorzugen deutsche Anleger renditeschwache Anlagen, die zudem oft risikoreich sind. Wenn man in die entsprechende Vermögensstatistik der Bundesbank sieht, erhärtet sich dieser Befund. Neben dem Tagesgeldkonto haben die Deutschen eine große Vorliebe für Staatsanleihen, Gold und Kapitalanlagen, die staatlich gestützt werden, wie Solar-, Wind- und Biogasanlagen oder auch Film-, Schiffs- und geschlossene Immobilienfonds. Hier spielt zum einen die Politik eine entscheidende Rolle, die Aktien systematisch

schlechter stellt als andere Anlageklassen. Zum anderen die Bildung: Um die Deutschen zu Aktionären zu machen, die sich aktiv auch an ihrer Wirtschaft beteiligen, müsste man in den Schulen und Universitäten anfangen, den Analphabetismus in Sachen Kapitalanlage zu bekämpfen. Hier tut man aber gut daran, die Erwartungshaltung für die diesbezügliche Zukunft niedrig zu halten.

**Smart Investor: Wie sind Sie aktuell im Loys Global-Aktienfonds strategisch aufgestellt?**

*Bruns:* Wir sind mit einer Nettoinvestitionsquote von über 90% ungewöhnlich hoch investiert. Dabei haben wir uns in letzter Zeit insbesondere Asien zugewandt und einen relativ hohen Anteil im Ölsektor aufgebaut. Im Mittelpunkt der Börsenaufmerksamkeit standen während dieser Zeit die Konflikte im Nahen Osten sowie Äußerungen der Europäischen Zentralbank zur Dauer der Niedrigzinsphase im Euro-Raum. Wir beabsichtigen bei ausgepräg-

terer Schwäche Positionen etwa in Gazprom und Lukoil zu erweitern. Auch andere Schwellenländer, die traditionell stark von geopolitischen Krisen in Mitleidenschaft gezogen werden, könnten in den nächsten Wochen attraktive Kaufgelegenheiten bieten.

**Smart Investor: Sie leben in den USA und sind damit hautnah am dortigen Finanzgeschehen. Ist die Furcht der Aktieninvestoren vor steigenden Zinsen in den USA gerechtfertigt oder wird es Frau Yellen schon richten?**

*Bruns:* Einen gewissen Grad an Furcht beim Investieren zu haben, ist immer klug. Man sollte beim Investieren nie anfangen, leichtsinnig zu werden und Situationen für gegeben hinnehmen. Nachdem man über die Situation reichlich Überlegungen angestellt hat, sollte man sich durch Furcht aber auch nicht davon abhalten lassen zu handeln. Klar ist, dass die Zinsen zumindest in nächster Zeit niedrig bleiben. So haben es sämtliche Notenbanken der westlichen

Welt verkündet, und nachdem das nord-amerikanische Wirtschaftswachstum in einer zweiten Revision deutlich nach unten korrigiert werden musste, besteht auch bei Frau Yellen kein unmittelbarer Zwang zur Zinserhöhung. Frau Yellen gilt unter anderem als Garantin des billigen Geldes. Trotzdem hat sie ihr Amt angetreten mit der Haltung, den Kurs für den Ausstieg aus der Ära des billigen Geldes abzustecken und dies den Märkten glaubhaft zu vermitteln. Ob sie den Ausstieg auch selbst führt, bleibt abzuwarten. Anleger sollten sich mental mit der Frage steigender Zinsen beschäftigen, da diese mittelfristig eintreten werden. Insbesondere bei langläufigen Anleihen sieht man bereits erste Anzeichen dafür. So sind die Nominalzinsen zehnjähriger US-Staatsanleihen bereits seit längerem wieder signifikant über die 2%-Marke gestiegen.

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

*Interview: Christian Bayer*

Anzeige

## Ihre Vision kann auf unsere 360° Kompetenz bauen.

In Zeiten schwieriger Märkte und fortschreitender Regulierung sind wir als zentrale Plattform für unabhängiges Asset Management noch wertvoller. Wir begleiten Ihre Private-Label-Fonds-idee von der Konzeption bis zur Vertriebsunterstützung. Durch eine einzigartige Rundum-Kompetenz, auf die Sie sich in jeder Phase des Prozesses hundertprozentig verlassen können – in Frankfurt und Luxemburg. Nutzen Sie Ihre Chancen: +49 (0) 69 710 43-555 oder -7513. Improving business together

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



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

# Von den Besten lernen

## Gemeinsamkeiten und Unterschiede von Top-Tradern

### Breites Spektrum

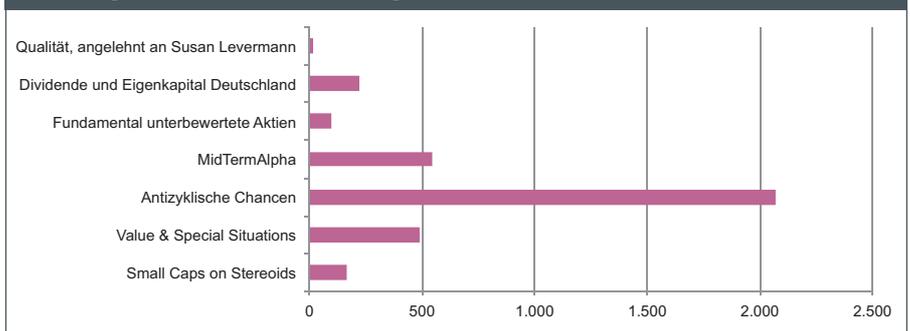
Eine der wesentlichen Eigenschaften von wikifolios ist deren Transparenz. Interessierte können den Tradern praktisch in Echtzeit über die Schultern sehen. Betrachtet man einige der Besten, so zeigen sich nicht nur Gemeinsamkeiten, sondern auch erhebliche Unterschiede – zum Beispiel beim Handelsstil (vgl. Abb. 1). Während das wikifolio „Qualität, angelehnt an Susan Levermann“ auf Jahressicht ganze 19 vollständig abgeschlossene Transaktionen, sogenannte „Round Turns“, aufweist, sind es beim wikifolio „Antizyklische Chancen“ mehr als 2.000! Der fundamental ausgerichtete Ansatz mit nur gelegentlichem Anpassungsbedarf und das Trading-orientierte Vorgehen sind natürlich Extreme eines breiten Spektrums – erfolgreich waren beide. Entscheidend ist, dass Trader und Handelsansatz in den wesentlichen Dimensionen miteinander kompatibel sind. Neben weichen Faktoren wie der Mentalität des Traders spielen da auch ganz praktische Dinge eine Rolle: Ein vielbeschäftigter Berufstätiger wird nebenbei keinen Daytrading-Ansatz verfolgen können.

### „Verlust-Intoleranz“

Die wesentliche Gemeinsamkeit der erfolgreichen wikifolios ist eine regelrechte „Verlust-Intoleranz“ der Trader. Obwohl die Jahresperformance zwischen sehr ordentlichen 18,7% und außergewöhnlichen 46,5% streute, sind die maximalen Verluste von den erreichten Höchstständen – die sogenannten Drawdowns – in keinem Fall größer als 12,5% gewesen. Bei mehr als der Hälfte der betrachteten wikifolios lagen sie sogar unter 10% (vgl. Abb. 2). Damit bestätigen die Top-Trader eine alte Börsenweisheit, wonach vor allem die Verluste zu begrenzen sind.

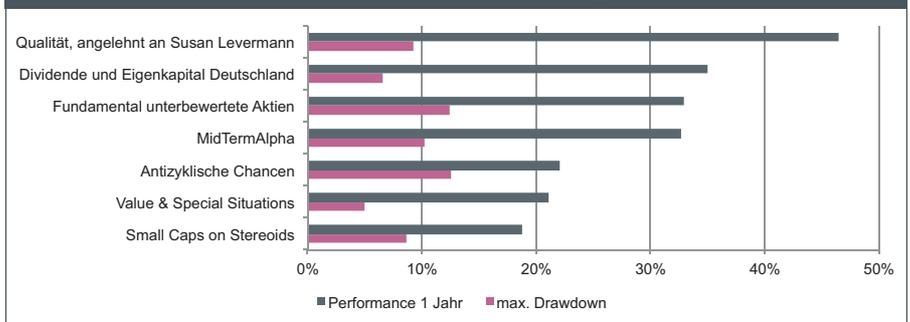
Ralph Malisch

Abb. 1: Abgeschlossene Transaktionen ausgewählter wikifolios



Unterschiedliche Handelsstile führen zu erheblichen Unterschieden bei der Transaktionshäufigkeit.

Abb. 2: Performance & maximaler Drawdown auf Jahressicht ausgewählter wikifolios



Die Performance (grau) streut stärker als der maximale Drawdown (rot) – mehr als 12,5% Verlust kamen bei den Besten nicht vor.

Aktuelle Bestenliste der handelbaren wikifolios

Rang	Bezeichnung	Performance	
		seit Beginn	1 Monat
1	Kurschancen bei Turnaround-Kandidaten	74,60%	0,60%
2	Fundamental unterbewertete Aktien	72,10%	0,90%
3	Unterbewertete Marken-Aktien & Wachstum	65,80%	0,50%
4	Deutschlands größte Familienunternehmen	49,10%	1,00%
5	Swing Konverter	47,20%	5,60%
6	Dividende und Eigenkapital Deutschland	86,60%	-1,30%
7	Value & Special Situations	33,10%	-0,10%
8	Trendfolge & Trading	14,70%	0,90%
9	Antizyklische Chancen	114,10%	-1,30%
10	SR wisdom capital spekulativ	38,70%	-0,40%

22.11.2014  
IN BERLIN  
9:00 - 19:00 Uhr

**COMPACT**Konferenz 

3. Konferenz für Souveränität | 2014\*

# Frieden mit Russland

Für ein souveränes Europa!



**JETZT  
ANMELDEN!**

[konferenz@compact-online.de](mailto:konferenz@compact-online.de)

**Referenten zu einem eurasischen Friedenskonzept**

Alexej Puschkow | Willy Wimmer | Egon Bahr  
Alexander Gauland | Albrecht Schachtschneider  
Natalia Narotchnitskaya | Jürgen Elsässer  
John Laughland und viele weitere!

\* In Kooperation mit dem Institut de la Démocratie et de la Coopération, Paris.

## Leserbriefe

# Eine Frage des Zinses

## ? Orwell und Huxley

Ihre Titelgeschichte zur Totalüberwachung à la Orwell und Huxley hat mir die Augen noch ein Stück mehr geöffnet, als das ohnehin schon der Fall war. Kürzlich war im „SPIEGEL“ ein Interview mit dem NSA-Whistleblower Thomas Drake abgedruckt, der wohl das Vorbild von Edward Snowden ist/war, in welchem viele der in Ihrer Titelgeschichte herausgestellten Entwicklungen bestätigt wurden.

*Volker Kahr*

**SI** Für viele Menschen sind die Bücher von Huxley und Orwell nur Science-Fiction-Romane. Gegen diesen Irrglauben wollten wir mit dieser Titelgeschichte anschreiben. Und in der Tat: Seit den Enthüllungen um die Geheimdienste NSA und GCHQ sollte dem letzten Bürger klar geworden sein, dass die Visionen dieser beiden Autoren schon in vielfacher Hinsicht Realität geworden sind. Wenn wir nicht auf-wachen, werden wir irgendwann total über-wacht!

## ? Orwell statt Huxley

Der arme George Orwell! Nun wird ihm in Ihrer Kolumne „Zu guter Letzt“ die „Farm der Tiere“ streitig gemacht! Peinlich!

*Herbert Meyer*

**SI** Unser Gastkolumnist Michael Gebert hatte in seiner Kolumne auf S. 82 „Die Farm der Tiere“ richtigerweise dem Autor George Orwell zugeordnet. Ihn trifft also keine Schuld. Im Eifer des Gefechts ist bei der Schlussredaktion wohl etwas durcheinander gebracht worden, und so wurde „Orwell“ gestrichen und stattdessen fälschlicherweise durch Huxley ersetzt. Die Chefredaktion bittet unseren Fehler zu entschuldigen.

## ? Krisenvorsorge

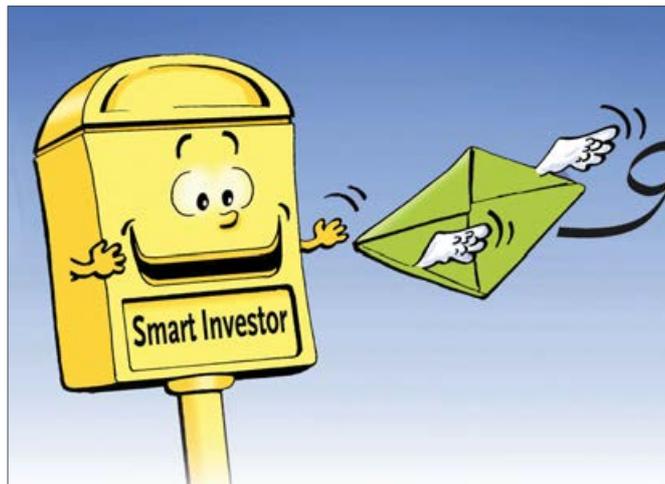
In Ihrer aktuellen Ausgabe bringen Sie einen Artikel und ein Interview zum Thema Krisenvorsorge. Ich war auf der Website des Interviewten Gerhard Spannbauer. Was hat das denn mit Investments zu tun? Mir kommt Herr Spannbauer wie ein Weltuntergangsprophet bzw. ein paramilitärischer Selbstjustiztyp vor!

*Josef Felsner*

**SI** In den letzten Monaten wurde von Seiten der Le-



*Smart Investor 7/2014*



erschaft immer wieder der Wunsch an die Redaktion herangebracht, die mittlerweile schon recht umfangreiche Literatur zum Thema „Krisenvorsorge“ vorzustellen und zu bewerten. Der genannte Artikel kam diesem Wunsch nach. Was das mit Investments zu tun hat? Direkt nichts, das gilt aber auch für unsere Titelgeschichte über Huxley und Orwell. Indirekt vielleicht aber schon. Investoren verwenden z.B. Put-Optionen, um sich abzusichern gegen unvorhergesehene Ereignisse an den Märkten. Wer Krisenvorsorge betreibt, kann sich für einen eventuellen Katastrophenfall ebenfalls absichern. Die Ukraine-Krise könnte beispielsweise dazu führen, dass die Gasversorgung für Deutschland unterbrochen wird. Was nützen einem dann die besten Finanzinvestments, wenn man im realen Leben auf dem falschen Fuß erwischt wird?

## ? Entscheidende Zinsentwicklung

Die aktuelle Ausgabe des Smart Investor ist – wie so oft – gewürzt mit Themen, die man anderswo kaum findet und die dem Leser neue Blickrichtungen aufzeigen. Danke! Was halten Sie von dem Vorschlag, in regelmäßigen Abständen die Zinsentwicklung in Deutschland, Euroraum und USA zu analysieren? Warum? Weil die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen in den kommenden Jahren die maßgebliche Einfluss-Größe für den Rentenmarkt und seine Blase, für die Aktienmärkte, für die Devisenmärkte und nicht zuletzt für die Fortschreibung oder das Platzen der Schuldenblase sein wird. Es werden sich daraus Chancen und Risiken ergeben.

*H. Geschermann*

**SI** Sie haben völlig recht: Die Entwicklung der Zinsen ist für alles andere entscheidend. Allerdings ist es auch nicht so, dass wir die Zinsentwicklung bisher außer Acht gelassen hätten. Tatsächlich ist sie allerdings oftmals nicht einfach zu analysieren, da die Zinsen sehr stark manipuliert werden. Im Augenblick sind beispielsweise Bundesanleihen sehr stark gefragt. Sie rentieren mittlerweile nur noch halb so hoch wie US-Anleihen! Warum? Das kann sich kaum jemand erklären. Vielleicht hängt es mit einer baldigen Zwangsabgabe auf Geldkonten im EU-Raum zusammen? Damit wäre der Anstieg der Anleihekurse Ausdruck eines Fluchtverhaltens wohl instruierter Kreise. Aber das ist nur eine Vermutung. Entscheidend dabei ist immer, dass man die zukünftigen Manipulationen von Regierung und Zentralbank errahnen müsste. Und das ist alles andere als einfach. Aber gehen Sie davon aus, dass wir es versuchen werden.

### ? Die Folgen der Zinsmanipulation

An Smart Investor schätze ich nicht zuletzt das Bemühen, die Phänomene der Kapitalmärkte nicht nur von außen, sondern auch vom Grundsätzlichen her zu beleuchten. So würde ich es sehr begrüßen, wenn Sie sich einmal umfassend der absehbaren Folgen der durch die Zentralbanken künstlich abgesenkten Zinssätze – vor allem der am langen Ende – annehmen könnten. Und zwar insbesondere mit Blick auf die ohnehin hohen Lasten aus den Pensionsverpflichtungen, die nach meinen Beobachtungen durchweg zu weit höheren als den seit einiger Zeit üblichen Sätzen bilanziell abgezinst werden.

*Reinhard Tiemann*

**SI** Sie treffen mit Ihrer Bemerkung voll ins Schwarze. Die von den Zentralbanken manipulierten und daher künstlich tiefen Zinsen verursachen bei nahezu allen Wirtschaftsakteuren falsche Anreize. Der Zins ist der Preis für die Überlassung von Kapital. Wenn der Zins zu niedrig ist, werden die Akteure verleitet, mehr Kredit aufzunehmen als notwendig bzw. als sie es sich unter normalen Umständen leisten könnten. Die Fehlleitung von Kapital wird dann offensichtlich, wenn aus dem Wirtschaftswachstum selbst diese niedrigen Zinsen nicht mehr bedient werden können, oder aber wenn die Zinsen tatsächlich wieder steigen sollten. Dann gibt es reihenweise Bankrotte, was als Bereinigung der vorherigen Fehlentwicklung gesehen werden kann (z.B. spanischer Immobilienmarkt). Bzgl. der Pensionsverpflichtungen ist

es ja gerade so, dass sie vom Staat gar nicht bilanziert werden. Es werden also keine Rückstellungen vorgenommen, wie dies private Unternehmen tun müssen. Prinzipiell ist es so, dass die zu tiefen Zinsen dazu führen, dass alle zukünftigen Zahlungsverpflichtungen (z.B. Pensionszahlungen oder Zinsdienst) als unrealistisch tief erachtet werden könnten. Das heißt, es besteht die Gefahr, dass sich die Wirtschaftssubjekte – auch und v.a. der Staat – überschulden. Das bedeutet: Hier entstehen „Bomben“, die in der Zukunft unweigerlich „explodieren“ werden.

### ? Weg mit dem Zins!

Ich finde bei meinen Streifzügen durch das Internet immer wieder Artikel, in denen eine Abschaffung des Zinses oder gar die Einführung von Negativzinsen gefordert wird, denn Zinsen seien das Grundübel der Menschheit. Was halten Sie von dieser These?

*Gregor Putt*

**SI** Der Zins als Preis des Geldes ist ein wesentlicher Bestandteil einer Marktwirtschaft. Wer den Zins abschafft, schafft auch die Marktwirtschaft ab und führt damit die Planwirtschaft ein. In Anbetracht der Geschichte der DDR und der Sowjetunion kann das doch nicht wirklich das sein, was wir uns erhoffen, oder? Aber Sie haben recht: Viele dieser Theorien geistern durchs Internet. In einer der kommenden Ausgaben werden wir uns daher ausführlich mit dieser Thematik beschäftigen. ■

Anzeige



# Heavytrader

Ich brauche alles an einem Ort, eine erstklassige Trading-Software für Technische Chartanalyse mit Realtime-Pushdaten, Orderrouting und integrierter Entwicklungsumgebung. Mit Tradesignal Online Terminal kann ich meine Handelssysteme, direkt im Chart, für die weltweiten Märkte backtesten und optimieren.

**Jetzt mit Realtime-Pushdaten gratis testen!**

**Neu! Version 7 mit Debugger**

**Tradesignal®**  
**onLine Terminal**  
[www.tradesignalonline.com/terminal](http://www.tradesignalonline.com/terminal)

## Buchbesprechungen

## „Geplanter Verschleiß“

Prof. Dr. Christian Kreiß erstellte 2013 gemeinsam mit Stefan Schridde im Auftrag der Bundestagsfraktion Bündnis 90/Die Grünen die erste wissenschaftliche Studie zur geplanten Obsoleszenz. Das Ergebnis war frappierend: Jeder deutsche Konsument wird „sehr konservativ geschätzt“ von der Industrie im Durchschnitt um 110 EUR pro Monat geschädigt, weil Gegenstände des Alltags wie Drucker, Mobiltelefon oder Fernseher früher als eigentlich nötig kaputtgehen. Weil Reparaturen unwirtschaftlich sind bzw. häufig noch nicht einmal Ersatzteile lieferbar sind, ist der Kunde gezwungen, in immer kürzeren Abständen neue Geräte zu kaufen.

In dem lesenswerten Buch wird das Thema in einen größeren Zusammenhang gestellt. Der Autor widerspricht entschieden dem Stanford-Ökonomen Jeremy Bulow, der 1986 in einem heute noch viel zitierten Artikel zu der Aussage kam, dass es in einer Wirtschaft mit Wettbewerb geplanten Verschleiß nicht geben kann. Christian Kreiß, ein

ehemaliger Investmentbanker, der sich heute als Hochschullehrer für eine gerechtere Wirtschaft einsetzt, hält Bulows Thesen wegen der „asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Produzenten und Käufern“ für realitätsfern. Für Kreiß ist das immer schnellere Kaputtgehen von Alltagsgegenständen Teil eines kranken Finanzsystems, in dem immer schnellere Kapitalvermehrung einen immer schnelleren Konsum erzwingt. Kreiß macht eine Vielzahl von Vorschlägen, wie man das ändern kann.

Um das Problem an der Wurzel zu packen, so Kreiß in seiner Schlussbemerkung, bräuchten wir ein Wirtschaftssystem, in dem nicht „die wohlhabendsten ein Prozent der Bevölkerung“ Konzerne, Politik und Medien kontrollieren. Sein Buch sei ein Plädoyer für „freies kapitalistisches Unternehmertum – kapitalistisch im Sinne von freier Verfügungsmacht freier Unternehmer über Kapital“.

Rainer Kromarek



„Geplanter Verschleiß; Wie die Industrie uns zu immer mehr und immer schnellerem Konsum antreibt – und wie wir uns dagegen wehren können“, Christian Kreiß, Europa Verlag Berlin, 240 Seiten, 18,99 EUR

## „Die Plünderung der Welt“



„Die Plünderung der Welt – Wie die Finanz-Eliten unsere Enteignung planen“, Michael Maier, Finanzbuch Verlag, 288 Seiten, 19,99 EUR

Michael Maier, Herausgeber und Chefredakteur des Online-Dienstes „Deutsche Wirtschafts Nachrichten“, versucht eine Analyse der derzeitigen weltweiten Verschuldungskrise, die einen etwas zwiespältigen Eindruck hinterlässt: Er schreibt kaum etwas, was man als falsch bezeichnen müsste; der kundige Leser hat vieles jedoch schon anderswo gelesen. Das Buch ist zum Teil in einer allzu plakativen Sprache abgefasst und folgt keiner stringenten Gliederung. Für den Laien ohne Vorinformationen setzt es jedoch zu viele Kenntnisse voraus. Stellt sich die Frage: Wer soll das kaufen?

Die „Plünderung der Welt“ ist bei Michael Maier, zu Recht, in einem doppelten Sinn zu verstehen: Eliten und Superreiche profitieren von der weltweiten Schuldnechtschaft, Staaten und Bürger sind die, die ausgeplündert werden. Exponentielles Schuldenwachstum erfordert exponentielles Wirtschaftswachstum, wodurch der Planet Erde an seine Ressourcengrenzen gerät. Bevor am Ende das Papiergeldsystem zusammenbricht, kommt es zum Kampf Jeder gegen Jeden um die letzten realen Werte, bei dem der ehrliche Sparer, der sein Leben

lang gearbeitet hat, enteignet wird. Der von den Banken abhängige Staat zeigt sein repressives Gesicht.

Interessant ist das Kapitel, in dem die Studie der ETH Zürich zum Thema „Wer kontrolliert die Welt?“ vorgestellt wird (siehe hierzu auch Titelseite SI 7/2013!). Die Daten sind erschreckend: Die Macht in der hyperglobalisierten Weltwirtschaft wird von einem Netzwerk meist angelsächsischer Banken und Fondsgesellschaften ausgeübt, deren Spitzen darüber hinaus mit den Notenbanken, IWF und Weltbank verhandelt sind. Eine winzige Gruppe von 0,123% der Eigentümer kontrolliert über Aufsichtsratsposten und Aktienpakete 80% der weltweit 43.000 größten Konzerne, die 50 Topspieler beherrschen 40% des Netzwerks. Ein freiheitlicher Kapitalismus, wie einst von Friedrich August von Hayek gefordert, sieht anders aus.

Rainer Kromarek

Fünfseitige Zusammenfassungen zahlreicher Wirtschafts- und Finanzbücher finden Sie bei [www.getabstract.com](http://www.getabstract.com).

## Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
Adidas	A1EWWW	53	Lear Corp	A0YERL	69
Alpha Bank S.A.	876116	23	Liberty Global	A1W0FN	10
Atlas Copco	858209	10	LPKF Laser	645000	70
Aurelius	A0JK2A	70	Lukoil	899954	20
BASF	BASF11	53	Morphosys	663200	70
Beiersdorf	520000	53	Motor Oil Hellas S.A.	794038	23
Berkshire Hathaway	A0YJQ2	16	Mytilineos Holdings S.A.	934398	23
BHP Billiton Ltd.	850524	20	National Oilwell Varco	903541	62
Biotest St.	522720	70	Nordex	A0D655	36
Bridgestone	857226	70	Old Mutual Plc.	A1JVCC	20
Cancom	541910	70	Palfinger AG	919964	66
China Railway Constr. Corp. Ltd.	A0NEWB	20	PNE Wind	A0JBPG	36
Cracker Barrel Old Country Store	AORD0J	64	Public Power Corporation S.A.	982549	22
DEAG	A0Z23G	70	Samsung Electronics Co. Ltd.	896360	20
Deutsche Börse AG	581005	69	Sasol Ltd.	865164	20
Dow Chemical	850917	64	Silver Wheaton	A0DPA9	59, 70
EDP Renovaveis	A0Q249	36	SMT Scharf	575198	62
Enel Green Power	A1C5AT	36	Suzlon Energy	A0NJ7L	36
Eurokai	570 653	70	Swatch Group	865126	10
First Majestic Silver	A0LHKJ	60, 70	Sysco	859121	10
Fred Olsen	909635	63	Tata Motors Ltd.	A0DJ9M	20
Freenet	A0Z2ZZ	64	Toyota	853510	70
Gamesa	A0B5Z8	36	Vale S.A.	897998	20
Gazprom	903276	10, 20	Vestas Wind Systems	913769	36
Goldcorp	890493	70	Visa	A0NC7B	70
Hargreaves Services	A0HMDY	10, 70	Wellpoint	A0DNLY	70
Hellenic Exchanges S.A.	941206	23	<i>Die in dieser Ausgabe auf S. 60 in der Tabelle gelisteten Edelmetallfirmen werden aus Platzgründen nicht an dieser Stelle aufgeführt.</i>		
Hyundai Motor Co. Ltd.	885166	20			
Joy Global	779633	62			

## Themenvorschau bis Smart Investor 12/2014

**Immobilienaktien:** Betongold an der Börse

**Old Tech:** Das Revival von Microsoft, IBM & Cisco

**Bedingungsloses Grundeinkommen:** Sinnvoll?

**Alternative Sachwerte:** Ein Performance-Check

**Wachstumsaktien:** Schwenkt das Pendel wieder um?

**Paradies auf Erden:** Nullzins und Grundeinkommen!?

**Nachhaltigkeit:** Welche Investments eignen sich?

**Cleantech:** Über saubere Technologien

**Kapitalschutzreport:** Know-how für harte Zeiten

**Börsenstrategien:** Die besten Analyseansätze

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

**Volatilität:** Für die meisten Börsianer ein Mysterium

**Gleichschaltung:** In Wirtschaft und Gesellschaft

**Medien:** Wie die vierte Gewalt ihre Macht missbraucht

**Trendfolge-System:** Know-how, Tipps und Tricks

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

## Smart Investor

12. Jahrgang 2014, Nr. 8 (August)

## 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), Christian Bayer,  
Ralph Malisch

## Redaktionsanschrift:

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

## Freie Mitarbeiter:

Dr. Martin Ahlers, Jürgen Büttner, Petr Bystron,  
Dr. Hubert Dichtl, Michael Heimrich, Christoph  
Karl, Rainer Kromarek, Magdalena Lammel,  
Marc Moschettini, Stefan Preuß, Marcus Wessel

## Gast-Autoren:

Erika Axelsson, Rüdiger Braun, Daniel Haase,  
Dr. Werner Koch, Werner Krieger, Stephan Kuhnke,  
Uwe Lang, Dr. Sebastian Wanke

## Interviewpartner:

Dr. Christoph Bruns, Paul Ehrlichman, Markus  
Elsässer, Janne Jörg Kipp, Herbert Ortner,  
Prof. Thorsten Polleit

## Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung, Bildredaktion),  
Rudolf Schuppler (Titelbild, Cartoons),  
Marc Moschettini (Bildredaktion)

## Bilder:

flickr, fotolia, iStock

## Anzeigen:

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

## Erscheinungstermine 2014:

14.12.13 (1/14), 25.1. (2/14), 22.2. (3/14),  
29.3. (4/14), 30.4. (5/14), 31.5. (6/14), 28.6. (7/14),  
26.7. (8/14), 30.8. (9/14), 27.9. (10/14),  
25.10. (11/14), 22.11. (12/14), 20.12. (1/15)

## Redaktionsschluss:

18.7.2014

## Preise:

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

## Abonnementverwaltung:

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

## Charts:

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

## Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

## Haftung und Hinweise:

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

## Börsenpflichtblatt:

Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt  
der Börsen Düsseldorf und München.

## Nachdruck:

© 2014 Smart Investor Media GmbH, München.  
Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in  
fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche  
Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist  
es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus  
auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikro-  
kopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen  
auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken,  
Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479

## Interessenkonflikte:

Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbei-  
ter, die an der Erstellung einer Aktienempfehlung  
beteiligt sind, haben sich verpflichtet, etwaige Inter-  
essenkonflikte offen zu legen. Alle mit der Erstellung  
von Aktienanalysen und -empfehlungen betrauten  
Parteien haben sich verpflichtet, jeweils fünf Börsen-  
tage vor und fünf Börsentage nach dem Erscheinen  
dieser Publikation keine Transaktionen in der betref-  
fenden Aktie durchzuführen. Eine Glättstellung einer  
bisherigen Position ist nur in dem Ausnahmefall  
gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums von  
zehn Börsentagen sehr gravierende negative Ent-  
wicklungen im Aktienkurs, im Unternehmen oder im  
Gesamtmarkt ergeben, die in der zur Empfehlung  
führenden Analyse nicht berücksichtigt werden  
konnten. In dem Fall, dass zum Zeitpunkt der Ver-  
öffentlichung des Smart Investor in einer zum Kauf  
oder Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-  
Positionen gehalten werden, wird dies im entspre-  
chenden redaktionellen Artikel kenntlich gemacht.  
Auszuweisende Interessenkonflikte können nur bei  
Analysen zu Wertpapieren wie z.B. Aktien oder  
Anleihen auftreten, jedoch nicht bei Analysen zu  
Märkten wie z.B. DAX, Gold oder EUR/USD.

Zu guter Letzt

# Scripted Reality

Von Stefan Preuß, Redakteur Smart Investor

Das Verhältnis zu unseren lieben angelsächsischen Verbündeten mag ja mitunter Belastungen ausgesetzt sein. In einem sind USA und UK aber unverzichtbar: Es gibt so wunderbar treffende Ausdrücke für die Dinge, die wir oft weder brauchen noch haben wollen, die aber dennoch zu uns rüberschwappen: Scripted Reality zum Beispiel. Scripted Reality ist, wenn Dokumentarfilm drauf steht, aber eine Inszenierung drin ist. Gut, beim „Bauer sucht Frau“ war das klar. Sooo doof kann niemand sein. Aber jetzt wissen wir: Auch beim ZDF hat die vordefinierte Realität Einzug gehalten.

Statt die – welch großes Wort – Wahrheit zu berichten, betätigt sich der öffentlich-rechtliche Sender als Ratingagentur und stufte für die Abendshow „Deutschlands Beste“ etwa Plauderer Beckenbauer von bb- auf a+ hoch (oder so ähnlich), die Nachrichtenmänner anderer Sender wurden Richtung Ramschniveau abgewertet, dafür durfte sich eine gewisse Helene Fischer über ein sattes Upgrade freuen. Wenn sie nicht aufpasst, wird sie bald entweder Bundestrainer oder Kanzlerin.

Man kennt das Prinzip bereits von der Ratingagentur ADAC, könnte sich sein Teil denken und zur Tagesordnung übergehen. Aber ist die Tagesordnung wahr – oder auch eine Form der Scripted Reality? Die Tagesordnung wird von den Massenmedien

vorgegeben, und das wirft Probleme auf: „Was wir über unsere Gesellschaft, ja über die Welt, in der wir leben, wissen, wissen wir durch die Massenmedien [...] Andererseits wissen wir so viel über die Massenmedien, daß wir diesen Quellen nicht trauen können“, hat es der deutsche Soziologe Niklas Luhmann formuliert.



An der aktuellen Berichterstattung über den Konfliktherd Ukraine lässt sich das ganz gut ablesen. Putin böse, USA gut, Europa muss bei Sanktionen mitmachen. So lässt sich dieses Script zusammenfassen. Das führt mitunter zu bemerkenswerten Nachrichten. So wurde ebenso breit wie kritiklos die Aufforderung westlicher Politiker vermeldet, Putin müsse die Ukraine weiter mit Gas beliefern. Obschon das Land ausgesprochen säumig mit der Begleichung der Rechnung ist. Immerhin dürfen sich Sozialhilfempfangern hierzulande freuen: Die gleichen Politiker werden ihnen ganz bestimmt zur Seite springen, wenn im Winter Strom und Heizung wegen offener Rechnungen abgedreht werden.

Die Machenschaften in der ZDF-Unterhaltungsabteilung waren ein Versehen? Sicher kann man da nur sein, was das Leak angeht. Also ab ins Internet und bei Bloggern und Whistlern informieren? Muss nicht besser sein, wie uns eine jüngere Enthüllung Edward Snowdens eröffnet: Der britische Geheimdienst GHQC hat längst Tools entwickelt, um Online-Abstimmungen zu manipulieren oder Rankings etwa auf Youtube zu beeinflussen. Am Ende des Tages erscheint da auch die Internet-Affinität Obamas, im Wahlkampf von der jungen Wählerschaft sehr goutiert, in ganz anderem Licht.

Die ganze „Welt“ im Sinne Luhmanns eine Scripted Reality? Wer will schon seine Hand dafür ins Feuer legen, dass es angesichts stetig neuer Enthüllungen nicht so ist? Kleiner Trost zum Schluss: Das ganze Thema ist nicht wirklich neu. Schon als Steintafeln noch Massenmedien waren, haben sie die Tagesordnung bestimmt. Um eine Wahrheit Ringelnatz' abzuändern: Wahr ist, dass nichts wahr ist. Noch nicht mal das. ■



**Jetzt bestellen!**  
Versandkostenfreie Lieferung  
innerhalb Europas

# Warum die **US-Machtelite** die Destabilisierung islamischer Staaten forciert

■ Seit einigen Jahren rollt eine Welle des Krieges und der Gewalt um den Globus. Meist führen dabei »innere Unruhen«, hervorgerufen von »Separatisten«, »Freiheitskämpfern« oder »islamistischen Terroristen«, zu immer heftigeren Auseinandersetzungen. Welche verborgene Strategie steckt hinter diesen Krisen?

Die Recherchen des Geostrategen und internationalen Bestsellerautors F. William Engdahl enthüllen eine Zusammenarbeit westlicher, vornehmlich US-amerikanischer Geheimdienste mit islamistischen Dschihad-Organisationen.

Unmittelbar nach den Anschlägen auf das World Trade Center kündigte US-Präsident Bush einen »Kreuzzug« an. Einen »Krieg gegen den Terror, der lange Zeit in Anspruch nehmen wird«.

In diesem Buch zeigt F. William Engdahl anhand schockierender Details, dass es sich beim »Krieg gegen den Terror« in Wahrheit um einen Krieg gegen den Islam handelt. Und dass dieser zum Kreuzzug stilisierte Kampf nur Mittel zum Zweck bei einem viel wichtigeren Vorhaben ist: Amerika sieht seine Vormachtstellung in der Welt bedroht. Die Nuklearmacht Russland, das aufstrebende China und das zusammenwachsende Europa beginnen den USA den Rang abzulaufen.

## Amerika hat den »heiligen Krieg« deshalb auch nach Europa getragen

Amerika hat einen »Eurasischen« Gegner ausgemacht. Und es nutzt den Islam, um gegen ihn vorzugehen. Das Kalkül: Die USA forcieren den Krieg gegen den Islam. Sie schüren damit den Hass von Muslimen auf die nicht-islamische Welt – und den Hass unter den Muslimen selbst. So wird es zu Kriegen und Terrorakten kommen, die die Länder in Asien und Europa destabilisieren und Amerika einen Vorwand liefern, Stützpunkte in verschiedensten Staaten zu errichten.

## Eine Strategie, vor langer Zeit entwickelt – und für eine lange Zeit geplant

F. William Engdahl erschließt Ihnen die ganze Dimension des »Kriegs gegen den Terror«. Denn der »heilige Krieg« begann nicht erst mit dem 11. September. Schon nach dem Zweiten Weltkrieg förderten die USA islamistische Fundamentalisten.

**Doch bei diesen Aktivitäten wird es nicht bleiben. Amerikas Machtelite hat sich auf einen langen Krieg eingestellt. Wie dieser Feldzug aussehen wird und was auf Europa zukommt, lesen Sie in diesem Buch.**

F. William Engdahl: *Amerikas heiliger Krieg* • gebunden • 288 Seiten • zahlreiche Abbildungen • Best.-Nr. 937 300 • 19.95 €



**KOPP VERLAG**

Bestelltelefon (0 74 72) 98 06 10 • Telefax (0 74 72) 98 06 11 • info@kopp-verlag.de • www.kopp-verlag.de

The background is a textured blue surface. Two hands, painted in a light skin tone, are pointing towards the text. One hand is in the top right corner, pointing down and left. The other is in the bottom left corner, pointing up and right.

ZWEI SÄTZE, DIE SIE NIEMALS  
VON UNS HÖREN WERDEN:  
„WIR HABEN DA EIN INTERESSANTES  
PRODUKT FÜR SIE!“ UND  
„IHR BERATER HAT GEWECHSELT“.

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

Ein Unternehmen der August von Finck Gruppe