

# Smart Investor

www.smartinvestor.de



## Großes Tief über Europa!

### Was preist der DAX gerade ein?

**Interview:**  
Ralph Acampora  
bleibt bullish

**Immobilienaktien:**  
Wie tragfähig sind  
die Geschäftsmodelle

**Nebenwerte:**  
Langfristig besser  
als die erste Liga



# DIE VERSICHERUNG FÜRS VERMÖGEN. UND DIE LEIDENSCHAFT FÜRS SAMMELN. DEGUSSA STEHT FÜR BEIDES.

Die einen möchten mit kühlem Kopf ihr Vermögen absichern. Die anderen kommen zu uns, weil ihr Herz für Sammlermünzen schlägt. Und natürlich freuen wir uns auch über jeden, der bei uns Gold verkaufen möchte. Denn wir sind immer Ihr verlässlicher Partner: Mit Degussa Anlagebarren, Anlagemünzen, numismatischen Kostbarkeiten und einem umfassenden Service. In unseren Niederlassungen. Im Internet. Und auf der internationalen Edelmetall- und Rohstoffmesse München am 7. und 8. November 2014, Stand 1.80.

**DEGUSSA-GOLDHANDEL.DE**



## Mario Draghi auf die Couch!

Als ich vor rund 20 Jahren mit der Wertpapieranalyse begann, da stand das Studieren von Firmenbilanzen oder volkswirtschaftlichen Datenkränzen noch im Vordergrund. Heute dagegen habe ich den Eindruck, dass die Bewertung der Maßnahmen der Zentralbanker und Wirtschaftspolitiker weit höher zu gewichten ist.

So werden inzwischen z.B. Verträge (No-Bailout-Klausel) nach dem Motto „Not kennt kein Gebot“ gebrochen oder per Knopfdruck durch die Zentralbank Geld geschaffen (Quantitative Easing), mit dem man Managementfehler bei Banken ausbügelt oder ganze Märkte (US-Hypotheken) hochkauft. Wenn das die neue Form des „Wirtschaftens“ ist, dann muss man sich doch fragen, ob man nicht besser Psychologie studieren und Mario Draghi, Barack Obama oder Angela Merkel auf die Couch bitten sollte, um die Windungen in ihren Hirnen zu ergründen.

Ganz aktuell kam z.B. Folgendes über die Nachrichtenticker: Angeblich plant die EZB den baldigen Ankauf von Unternehmensanleihen. Wenn das wirklich wahr werden sollte, dann kann sich der Anleiheinvestor die Analyse der Bonität und der Zinsdeckungsfähigkeit der Emittenten zukünftig sparen. Viel wichtiger wird es nämlich für ihn sein, welche Papiere die EZB favorisieren wird und welche Unternehmen bzw. welche Branchen dann in den Genuss der indirekten Staatsfinanzierung kommen werden.

Was heute noch als Gerücht gehandelt wird, könnte sich bald schon als Realität entpuppen. Denn wie Sie unserer diesmaligen Titelgeschichte (ab. S. 48) entnehmen können, wird es mit der Konjunktur in Europa vermutlich weiter abwärts gehen, dementsprechend dürften einige Firmen ins Trudeln kommen. Aber keine Sorge! Dem Psychogramm von Herrn Draghi entnehmen wir, dass der EZB-Chef dann, wenn Schaden abzuwenden ist, zu den adäquaten Mitteln greifen wird. Und das könnten dann eben solche Käufe von Unternehmensbonds sein.



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Apropos Schaden. Wenn durch EZB-Käufe ein niedriges Zinsniveau bei Unternehmensanleihen zementiert wird, dient dies kurzfristig den Haltern dieser Papiere und langfristig den Schuldenkönigen unter den Unternehmen. Leider mit einem Nebeneffekt: Solide eigenkapitalfinanzierte Unternehmen kommen nicht in den Genuss dieser indirekten Staatsfinanzierung und haben daher einen Wettbewerbsnachteil. Vom Bürger, der diese EZB-Maßnahme, welche einer Geldmengenausweitung entspricht, zukünftig mit dem Kaufkraftverlust seines Vermögens „bezahlen“ muss, wollen wir hier gar nicht sprechen...

Aber diese Nebeneffekte interessieren SuperMario nicht. So zumindest schließen wir aus den umfangreichen Auswertungen seiner bisherigen Taten. Herr Draghi ist nämlich „kurzsichtig“, zumindest mental gesehen. Deshalb stopft er immer nur das nächstliegende Loch und sieht den Graben nicht, der sich folglich dahinter auftut.

Der Banken-, Volks- und bald auch Firmen-Beglücker wird's also schon richten. Oder wie typische Verdränger-Persönlichkeiten zu sagen pflegen: „Alles wird gut!“

Wir haben diesmal wieder jede Menge spannende Themen für Sie parat. Viel Spaß beim Lesen!

Ihr

**FXFLAT**  
WERTPAPIERHANDELSBANK

**DE30 & US30  
ab 1 Punkt Spread**



**MetaTrader 4**

**Mehrfach  
ausgezeichneter  
CFD-Broker**

<p><b>CFD-Broker-Test</b></p> <p><b>Bester Kundenservice</b> Ausgabe 25/2013</p> <p>AM SONNTAG <b>euro</b> <small>Deutscher Bundesverband</small> <b>DKI</b> 15 CFD-Anbieter im Test</p>	<p><b>CFD-Broker-Test</b></p> <p><b>Gesamtsieger</b></p> <p>AM SONNTAG <b>euro</b> <small>Deutscher Bundesverband</small> <b>DKI</b> Ausgabe 25/2013 - Im Test: 12 CFD-Broker</p>
<p><b>CFD-Broker</b></p> <p><b>Testsieger</b> Ausgabe 21/2011</p> <p>AM SONNTAG <b>euro</b> <small>Deutscher Bundesverband</small> <b>DKI</b> Im Test: 24 Finanzdienstleister</p>	<p><b>CFD-Broker-Test</b></p> <p><b>Kundenservice Platz 1</b></p> <p>AM SONNTAG <b>euro</b> <small>Deutscher Bundesverband</small> <b>DKI</b> Ausgabe 23/2014, 13 CFD-Anbieter im Test</p>

Risikohinweis: Der Handel mit Wertpapieren und Derivaten birgt Risiken und ist nicht für jeden Anleger geeignet.

**www.fxflat.com**

**KOSTENFREIE HOTLINE:**  
0800-FXFLAT (39 35 28)

**Kostenfreie Hotline (Weltweit):**  
0080-000 39 35 28

**Märkte**

- 6 Schifffahrtsaktien:  
Teils zweistellige Dividendenrenditen
- 8 Nebenwerte Einführung: Nicht immer ist die Größe entscheidend
- 10 Nebenwerte Deutschland:  
Champions von heute und morgen
- 14 Nebenwerte international:  
Chancen weltweit
- 18 Immobilienaktien:  
Betongold in Aktienverpackung
- 26 Immobilienaktien: Strong Sell
- 28 Immobilien: Antizyklische Worte zum Wohnungskauf

**Hintergrund**

- 32 Österreichische Schule  
Betriebliche Vorsorge auf österreichisch!?
- 34 Lebensart & Kapital – International  
Latinos haben das Wohlfühl-Gen
- 36 Nachhaltiges Investieren  
Mit CSR und „grünen“ Produktlinien punkten
- 38 Phänomene des Marktes  
Rauschen und Information
- 39 Politik & Gesellschaft  
Aktenzeichen MH370 ungelöst

**Fonds**

- 42 **Inside**  
Small-Cap- und Immobilienaktien-Fonds
- 44 **Analyse**  
H&A Lux Unternehmerfonds; Gastbeitrag von Patrick Reuther, FondsConsult Research AG
- 45 **Analyse**  
BANTLEON Family & Friends, Gastbeitrag von Norbert Neunhoffer, MMD Multi Manager GmbH
- 46 **Kolumne**  
Wollen Sie ein „Semiprofessioneller“ sein?!; Gastbeitrag von Detlef Schumacher, SCP INVESTMENT DEUTSCHLAND GmbH
- 47 **News, Facts & Figures**  
Verluste minimiert



8, 10, 14

**Nebenwerte**

Größe ist nicht immer entscheidend, vor allem an der Börse nicht. Ab S. 8 beleuchten wir daher die langfristige Perspektive von Nebenwerten und ab S. 10 zeigen wir interessante Titel aus Deutschland und Österreich. Ab S. 14 gehen wir auf die Suche nach weltweiten Chancen bei Small- und MidCaps.

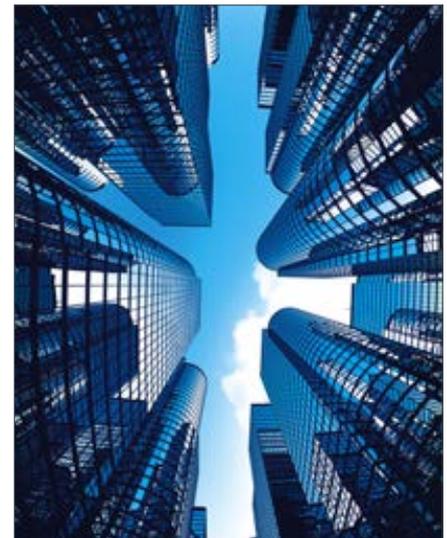


Foto: iStock / Tomasz Wysochinski

18, 26

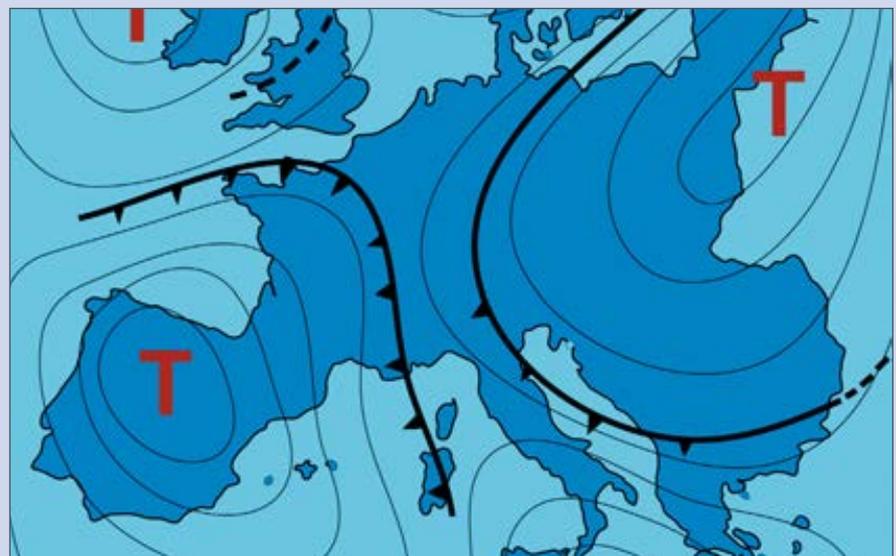
**Immobilienaktien**

Betongold in Aktienverpackung – mit Immobilienaktien konnte man in den letzten Jahren an der Börse viel Geld verdienen. Doch lohnt sich heute noch ein Einstieg? Ab S. 18 geben wir einen Überblick zu den notierten Unternehmen und deren Zahlen. Schließlich beleuchten wir zwei fragwürdige Geschäftsmodelle aus dem Immobiliensektor (S. 26).

**Großes Tief über Europa!**

48

Die vorgeschobene Begründung für den Einbruch an Europas Börsen sind die Wirtschaftsindikatoren, so z.B. der deutliche Rückgang des ifo-Index. Einzelne Ausschläge sollten hier aber nicht überbewertet werden, die wahren Gründe für die schwachen Börsen müssen also aus einer anderen Richtung kommen. Zum Beispiel von den Devisenmärkten, an denen sich in jüngster Zeit dramatische Bewegungen abspielen. Im „Großen Bild“ (S. 48) gehen wir den Gründen der Baisse auf die Spur. Ist das Ende des Quantitative-Easing-Programms der Fed verantwortlich oder wird vielleicht eine völlig neue Qualität der Euro-Krise antizipiert?





# 39

## Flug MH370

Das Verschwinden der Boeing 777 der Malaysia Airlines auf ihrem Weg von Kuala Lumpur nach Peking gibt weiterhin Rätsel auf. So spurlos, wie oft berichtet wird, ging das Ganze allerdings nicht vonstatten. Im Artikel S. 39 stellen wir einige aufschlussreiche Fakten sowie weiterführende Literatur zu diesem Thema dar.



# 74

## Interview

Ralph Acampora, der „Godfather of Technical Analysis“, spricht im Interview (S. 74) unter anderem darüber, wie sich die Technische Analyse unter dem Einfluss der Notenbanken gewandelt hat. Aktienanlegern eröffnet er trotz der jüngsten Kurseinbrüche eine erstaunlich positive Perspektive.

### Research – Märkte

- Titelstory
- 48 Das große Bild  
Großes Tief über Europa
- 52 Zyklischer prophezeit Fortsetzung des Crashes
- 54 Löcher in der Matrix
- 55 Charttechnik  
Fällt Butter, fällt Käse?
- 56 Relative Stärke  
Absoluter Sturm, relative Ruhe
- 57 Quantitative Analyse
- 57 Intermarketanalyse
- 58 sentix Sentiment
- 58 Sektoranalyse
- 59 Demografie & Börse
- 60 Edelmetalle  
Balsam für die Seele

### Research – Aktien

- 62 Branche im Blickpunkt  
Die Software am Krankenbett
- 64 Value-Aktien  
Werte finden, heben & bewahren
- 66 Buy or Good Bye  
Nike und Adidas
- 67 Mittelstandsaktien  
Krisensichere Nischenprodukte?
- 68 Moneytalk  
„Wir erwarten auch für 2015 Wachstum“; Gespräch mit Jürgen Abromeit, INDUS Holding AG
- 70 Musterdepot  
Ein Stück freier Fall
- 72 Anleihen  
Beton-Anleihen

### Potpourri

- 74 Interview mit einem Investor  
Ralph Acampora
  - 76 wikifolio  
„Cash ist fesch“
  - 78 Leserbrief  
Über Gold und andere Sachwerte
  - 80 Buchbesprechung  
„Gefangen im Euro“
  - 82 Zu guter Letzt  
Über Steckdosen und Geldautomaten
- 
- 81 Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 3/2015

EST. 1978

**STOCKINGER**  
SAFETY FIRST CLASS

**SICHERHEIT**  
FÜR  
UNSICHERE ZEITEN



FEINSTE,  
SICHERSTE  
DEUTSCHE TRESORE.

STOCKINGER.COM  
HANDCRAFTED IN GERMANY

Stockinger GmbH · Neuried, Germany · Tel +49 (0)89 7590-5828

## Schifffahrtsaktien

# Teils zweistellige Dividendenrenditen

Schifffahrtsaktien sind ein riskantes Investment. Doch dafür glänzen ausgewählte Branchenvertreter auch mit üppigen Ausschüttungen.

Die Schifffahrt ist bestimmt keine Branche für Witwen und Waisen. Zahlreiche Deutsche haben sich schon mit der Finanzierung von Schiffen die Finger verbrannt und auch die Kurse der Aktien aus dem Sektor schlagen gerne volatil aus. Auf der Achterbahnfahrt ging es mit den Notierungen dabei zuletzt heftig nach unten. So verlor der PHLX Marine Shipping Index in weniger als zwei Monaten fast 30%. Nachdem die Kurse schon seit März den Rückwärtsgang eingeschaltet haben, ist die zuvor seit Anfang 2013 fast erreichte Verdoppelung größtenteils wieder aufgezehrt.

Wie auch sonst an den Weltbörsen machen sich die zuletzt wieder gestiegenen Sorgen um den Zustand der Weltwirtschaft negativ bemerkbar. Die Aktien aus der Schifffahrtsbranche reagieren auf jede Wasserstandsmeldung zur Weltkonjunktur deshalb besonders sensibel, weil davon die Frachtraten abhängen. Außerdem fallen die Gewinnspannen oftmals nicht gerade üppig aus, wodurch bei sinkenden Frachtraten schnell die Verlustzone erreicht wird. Wer Zweifel hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Weltwirtschaft hegt, lässt deshalb besser die Finger von dem Sektor bzw. wartet noch eine Weile ab.

## Branche sehr abhängig vom Welthandel

Doch nach dem jüngsten Ausverkauf winkt für mutige Anleger auch eine reiche Belohnung für den Fall einer letztlich sich doch besser als befürchtet schlagenden Weltkonjunktur. Völlig ausgeschlossen ist dies nicht. Glaubt man beispielsweise einer Umfrage der Großbank HSBC unter mehr als 5.500 Unternehmen weltweit, dann wird sich der weltweite Warenhandel bis 2030 mehr als verdreifachen. Für die Vertreter der Schifffahrtsbranche

wäre ein Eintreffen dieser Prognose ein Segen. Auf eine aussichtsreiche Zukunft scheinen auch Finanzinvestoren zu vertrauen. Denn zuletzt haben verstärkt US-Investmentbanken und Private-Equity-Häuser bei der Finanzierung von Schiffen mitgemischt, die früher nicht am Ball waren.

Obwohl auch mit Hilfe dieser Investoren wieder viele Frachtschiffe gebaut werden, sehen Experten deswegen keine Gefahr von zusätzlichen Überkapazitäten. Das hat auch mit der größeren Energieeffizienz der neuen Schiffe zu tun. Diese hilft beim Senken der Treibstoffkosten und bei der Erfüllung der immer strenger werden den Umweltauflagen. Letztlich führen diese Vorzüge zur Ausmusterung der alten Schiffsflotte. Wie wichtig Kostenaspekte sind, hat erst jüngst der Reederei-Marktführer A.P. Møller-Mærsk mit der Warnung herausgestrichen, nur kostengünstig ausgestellte Branchenvertreter hätten eine Chance auf ein langfristiges Überleben.

Diese Einschätzung der Dänen unterstreicht, wie groß nach wie vor der Wettbewerb in der Branche ist. Hoch gehalten wird der Druck auch durch die niedrigen Preise für Eisenerz und Kohle, die zusammen für mehr als die Hälfte des Transports von Rohstoffen in der Massengutschifffahrt verantwortlich zeichnen. Doch auch hier gibt es Analysten, die einen Silberstreif am Horizont erkennen wollen. Die US-Investmentbank Jefferies rechnet mit einem deutlich steigenden Angebot von Eisenerz aus Australien und Brasilien in den kommenden 15 Monaten. Ähnlich sieht das auch die Deutsche Bank. Wobei die Analysten dort auch auf die sehr hohe Korrelation der Aktien der Massengut-Transporteure mit dem Baltic Dry Index hinweisen. Dieser

Illustration: iStock / Ivan Baranov



Anlageideen aus der Schifffahrtsbranche

Name	WKN	Land	Kurs	Höchstkurs 1 Jahr	Tiefstkurs 1 Jahr	Gewinn/ Aktie 14e	KGV 14e	Div./ Aktie 14	Div.- rend. 14e
China Shipping Developm. Company Ltd.	A0M4XQ	China	0,44	0,58	0,37	0,01	40,56	0,00	0,00%
Mitsui OSK Lines Ltd.	862503	Japan	2,25	3,38	2,35	0,24	9,38	0,04	1,91%
Navios Maritime Partners LP	A0M7X8	USA	12,36	15,80	10,62	0,81	15,35	1,41	11,41%
Knightsbridge Shipping Ltd.	905356	USA	5,84	11,88	5,25	0,22	27,16	0,63	10,82%

Alle Angaben in EUR

Preisindex für das weltweite Verschiffen von Hauptfrachtgütern wiederum hänge stark von der Capesize Route 9 ab, auf der Brasilien Eisenerz nach Asien verschifft. „Getrieben von einer verbesserten Angebots-Nachfrage-Dynamik, erhöhten Auslastungsgraden und dem vorhandenen Kapital zur Finanzierung von Wachstum sehen wir die See-Schifffahrt vor einer neuen Ära der Prosperität“, zeigt sich Deutsche-Bank-Analyst Amit Mehrotra sehr optimistisch. Den von ihm beobachteten Unternehmen aus der Branche traut er von 2013 bis 2016 im Schnitt fast eine Verdoppelung zu.

#### Lukrative Bewertungskennziffern

Aus Anlegersicht ist der Schifffahrtsektor insbesondere aus Bewertungsüberlegungen heraus interessant. Denn nach der jüngsten Krise des Sektors sind ausgewählte Aktien nach wie vor moderat bewertet. Unter anderem trifft das auf die chinesische Reederei **China Shipping Development** zu. Das KGV ist hier optisch betrachtet zwar hoch, doch Morgan Stanley beziffert das Kurs-Buchwert-Verhältnis auf lediglich 0,5 und das Verhältnis von Kurs zum Nettoinventarwert auf 0,8. Zudem soll China Shipping Development wegen eines geschäftlichen Schwerpunkts in diesem Bereich besonders stark von einem anziehenden Eisenerzhandel profitieren. Zusammen mit erhofft positiven Effekten aus ergriffenen Sparmaßnahmen hat Morgan Stanley das Kursziel auf 6,81 HKD gehoben, was theoretisch 47% Luft nach oben lässt. Ähnlich günstig bewertet kommt auch die japanische Reederei **Mitsui OSK Lines** daher. Das KGV für 2104 bewegt sich im einstelligen Bereich, das Kurs-Buchwert-Verhältnis bei unter 0,6 und das Kurs-Umsatz-Verhältnis bei 0,22. Die Citigroup hält diese Bewertung für zu niedrig und gibt als Kursziel 420 JPY an. Das liegt gut 29% über dem aktuellen Kurs von 325 JPY.

Richtig auf ihre Kosten kommen im Schifffahrtsektor übrigens auch Dividendenjäger. Es gibt etliche Unternehmen, die auf Basis der Analystenschätzungen ansehnliche Dividendenrenditen von mehr als 5% bringen. Besonders üppig sieht es in dieser Hinsicht



*Der Baltic Dry Index, ein wichtiger Preisindex für das weltweite Verschiffen von Hauptfrachtgütern auf Standardrouten, notiert tendenziell im unteren Bereich seiner langjährigen Hoch-Tief-Spanne.*

bei **Navios Maritime Partners** und bei **Knightsbridge Shipping** aus. Die beiden mit einer Kaufempfehlung von Jefferies ausgestatteten US-Titel kommen auf Basis der aktuell gültigen Prognosen für das laufende Geschäftsjahr auf Dividendenrenditen von 12,2% und 12,6%.

Für eine passable Performance würde es da schon reichen, wenn sich die Kurse nur stabil halten würden. Allerdings gibt es dafür in der volatilen Schifffahrtsbranche keine Garantie. Ein Investment ist hier mit überdurchschnittlichen Risiken verbunden und chart-technisch betrachtet drängt sich derzeit kaum ein Sektorvertreter als Kauf auf. Vor einem Einstieg ist es deshalb sinnvoll, erst einmal auf eine Bodenbildung zu warten. Wer trotzdem schon jetzt kaufen will, sollte zur Absicherung unbedingt mit Stopp-Loss-Kursen hantieren.

Jürgen Büttner

Anzeige

www.philoro.de

**philoro**  
EDELMETALLE

**sicher.zukunft**

Die Veranlagung in Edelmetalle hat sich über Generationen hinweg bewährt. Die Goldbarren von philoro EDELMETALLE garantieren Ihnen dabei, dass höchste ethische und ökologische Werte gewahrt bleiben.

Berlin • Leipzig • Wien • Salzburg • Eschen • Budapest

## Nebenwerte Einführung

# Nicht immer ist die Größe entscheidend

Langfristig entwickeln sich Nebenwerte besser als die Börsenschwergewichte

Wenn die Börsen zittern, dann zittern regelmäßig auch Nebenwerteanleger. Denn typischerweise zeigen sich die Aktien aus der zweiten Börsenliga deutlich volatil als die Blue Chips aus DAX und MDAX. Gerade in Marktphasen wie der aktuellen sind daher starke Nerven gefragt. Doch langfristig lohnt das Investment in die kleineren Werte: Der sogenannte Size- oder Small-Cap-Effekt sorgt dafür, dass Anleger mit den Nebenwerten auf lange Sicht besser fahren. So haben Anleger, die seit März 2009 (also dem Wendepunkt an den Börsen nach der Lehman-Insolvenz) auf den SDAX gesetzt haben, bis heute rund 180% Performance erzielt, Anleger, die auf die 30 DAX-Werte setzten, dagegen nur rund 140%.

Erstmals belegt wurde der Effekt durch den US-Ökonomen Rolf W. Banz. In seiner

1981 publizierten Studie über den Zusammenhang zwischen Marktkapitalisierung und Aktienkursentwicklung in den USA konnte er zwar nachweisen, dass Small Caps langfristig besser abschneiden, die Gründe dafür sind jedoch nach wie vor unklar.

### Was machen die Kleinen besser?

Auch wenn es nur bei Vermutungen bleibt: Die Kleinen an der Börse scheinen langfristig innovativer und dynamischer zu sein als die Großen. Den Marktwert betreffend starten sie von einer kleineren Basis, die Wachstumsmöglichkeiten sind allein schon deswegen deutlich größer. Nur zum Vergleich: Sollte sich die Apple-Aktie verdoppeln, läge der Marktwert bei deutlich mehr als einer Billion US-Dollar. Eine so große Firma hat es noch nie gegeben, vielleicht auch, weil es gewisse Grenzen des Wachstums gibt. Solche

Grenzen sind bei nahezu allen Small Caps in weiter Ferne. Neben dem Größenvorteil ist es vermutlich die Flexibilität, die die Kleinen dynamischer macht. Häufig sind die Nebenwerte Nischenanbieter, in ihrer jeweiligen Nische jedoch Marktführer (Stichwort Hidden Champion). Für Teresa del Alcazar vom Londoner Asset-Manager Alken war 2014 bislang kein gutes Jahr für Small Caps. Die Fondsmanager von Alken setzten jedoch nach wie vor auf die kleinen Werte, denn noch immer finden sie im Nebenwerte-Universum jede Menge interessanter Einzeltitel. Sollte es zu einer Kreditausweitung kommen, würden Small Caps davon überproportional partizipieren. Die Schwergewichte an der Börse hätten dagegen schon heute genug Zugang zu billigem Geld. An der Börse werden ihre Aktien jedoch deutlich weniger gehandelt. Eine Tatsache, die Vor- und Nachteile mit sich bringen kann.

### Volatilität und Liquidität gering

Je kleiner der Marktwert der Unternehmen, desto geringer ist auch das Volumen, das in der Aktie gehandelt wird. Weniger Handel sorgt auch für größere Schwankungen, ein Nebenwerte-Anleger muss damit umgehen können. Doch Volatilität muss per se kein Nachteil sein: Wer diszipliniert und limitiert ordert, hat bei Nebenwerten eine sehr viel größere Chance, ein Schnäppchen zu machen, als bei DAX-Aktien. Gerade wenn die großen Hedgefonds und die computergestützten Algorithmus-Händler einen Bogen um eine Aktie machen, bleibt der Markt oft wunderbar ineffizient. Informationen werden deutlich langsamer verarbeitet, dafür aber mit plötzlichen und schnellen Bewegungen.

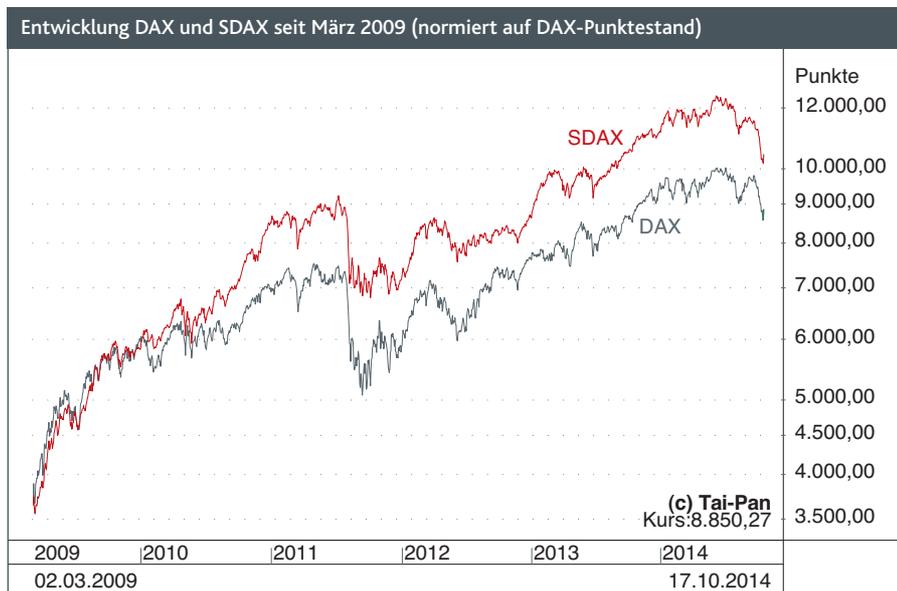


Illustration: iStock / submanga



### Traditionell unser Fokus

Als Anlegermagazin beschäftigt sich Smart Investor von Beginn an mit der zweiten Reihe an der Börse, auch aktuell haben Nebenwerte für uns Charme. Im aktuellen Heft stellen wir einige interessante Nebenwerte aus Deutschland und Österreich (siehe S. 10) sowie eine Auswahl an interessanten internationalen Nebenwerten vor (siehe S. 14). Gerade die jüngsten Bewegungen an den

Devisenmärkten lassen uns jedoch aufhorchen. Seit Wochen ist der Euro extrem schwach, der US-Dollar respektive umso stärker. Bislang gehen wir nicht von einem Ende dieser Entwicklung aus. Der Markt scheint hier etwas von einer völlig neuen Qualität einzupreisen. Zumal traditionelle Muster – wie etwa starke deutsche Börsen bei einem starken US-Dollar – in den letzten Wochen nicht gegolten haben. Anleger aus dem Euro-Raum sollten daher auch geografisch diversifizieren und Aktien außerhalb des Euro-Raumes bei ihrer Allokation berücksichtigen.

### Baisse noch nicht vorbei

Doch nicht nur auf der Währungsseite droht Ungemach, weltweit haben die Börsen in den letzten Tagen den Rückwärtsgang eingelegt. Die Baisse ist nach wie vor intakt, auch die jüngste Gegenbewegung hat daran nichts geändert. Angesichts der Bewegungen an den Devisenmärkten, der schwachen Konjunkturzahlen und der mitunter schlechten Zahlen der Unternehmen gehen wir von weiteren schwachen Monaten an den Börsen aus. An Nebenwerten interessierte Anleger sollten daher weiterhin vorsichtig bleiben. Die vorgestellten Aktien halten wir für grundsolide und gut aufgestellt, doch gerade aufgrund der hohen Volatilität und unseres Gesamtszenarios für die Märkte können Anleger Käufe hier noch etwas zurückstellen.

*Christoph Karl*

Anzeige

MERKUR  
BANK 

# Worauf noch länger warten?

Mit Depot bis zu

**1,40 % p.a.**

Zinsen für Tagesgeld

[www.merkur-bank.de](http://www.merkur-bank.de)

## Nebenwerte Deutschland

# Champions von heute und morgen

Nach herben Kursverlusten lassen sich nun im Nebenwertesegment wieder günstige Perlen finden

Die Schere zwischen Börsenstars und Fehl-investments geht bei Small- und MidCaps oftmals besonders stark auseinander. Wir stellen nachfolgend eine Reihe spannender Anlageideen aus dem deutschen Nebenwertesegment vor.

## Der Deutschen liebstes Kind

An der Börse befinden sich die Aktien der Automobilunternehmen und ihrer Zulieferer schon länger auf Talfahrt. Der Markt preist hier eine deutliche Abschwächung der Weltkonjunktur ein. Längerfristig bleibt die Branche jedoch dank des steigenden Mobilitätsbedürfnisses und der Perspektiven auf wichtigen Absatzmärkten wie den USA und Asien auf Wachstumskurs. Gerade Unternehmen, die wie der schwäbische Zulieferer SHW Komponenten zur Reduzierung von Kraftstoff und CO<sub>2</sub> entwickeln, sehen sich für die Trends der Autobranche gut positioniert. Das SDAX-Unternehmen fertigt u.a. variable Ölpumpen, elektrische Pumpen für Start-Stopp-Funktionen sowie Bremsscheiben. Auf letztere entfallen rund ein Viertel der Konzernumsätze. Einträglicher ist das Geschäft mit Pumpen und anderen Motor-komponenten. Hier erreicht SHW eine Marge im hohen einstelligen Bereich. Neue Serien- und Prototypenaufträge aus Brasilien und Kanada, der Ausbau der Kapazitäten in China sowie eine nahezu voll ausgelastete Produktion stimmen den Vorstand trotz mancher konjunktureller Sorgen optimistisch. So hob man mit Vorlage des Berichts zum zweiten Quartal die Erwartungen für 2014 bei Umsatz und EBITDA leicht an. Gleichwohl büßte das Papier im Zuge der jüngsten Turbulenzen verglichen mit dem Hoch aus dem Winter inzwischen über 40% an Wert ein.

Interessante Nebenwerte aus Deutschland und Österreich

Name	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz		EpS 14e	EpS 15e	KGV 15	Div.-Rend.
				14e*	15e*				
adesso	A0Z23Q	11,47	66,4	155	167	0,77	0,89	12,9	2,09%
C-Quadrat**	A0HG3U	27,05	117,9	-	-	1,86	1,50	18,0	6,28%
Dr. Hönle	515710	15,73	86,7	82	85	1,12	1,24	12,7	3,18%
GFT	580060	9,77	257,2	355	376	0,66	0,79	12,4	2,56%
Grenkeleasing**	586590	72,90	1075,3	-	-	4,10	4,52	16,1	1,51%
Hornbach***	608440	27,85	885,9	3300	3400	1,77	2,12	13,1	2,15%
KWS Saat	707400	261,99	1729,1	1180	1240	12,50	13,60	19,3	1,15%
SHS Viveon	A0XFWK	6,75	14,3	24	26	0,25	0,50	13,5	0,00%
SHW	A1JBPV	32,42	189,7	390	395	2,65	2,60	12,5	3,08%
WashTec	750750	12,16	170,0	300	314	0,75	0,90	13,5	2,88%

\*) in Mio, alle Angaben in EUR; \*\*) Keine vergleichbaren Umsatzzahlen, da Unternehmen aus dem Finanzsektor; \*\*\*) Hornbach-Baumarkt

Wesentlich stabiler präsentiert sich die Aktie der Augsburger WashTec AG. Mit rund 30.000 weltweit installierten Waschanlagen erhebt das Unternehmen den Anspruch auf die Technologieführerschaft in seiner Nische. Die Waschsyste-me und Waschstraßen „Made in Germany“ sind auf allen fünf Kontinenten im Einsatz. Diese Diversifikation hilft, regionale Schwächen auszugleichen. WashTec forciert nach einem soliden ersten Halbjahr mit einem EBIT-Anstieg von 2,8 auf 5,9 Mio. EUR sein laufendes Effizienzprogramm, das bis zum Jahr 2016 eine operative Marge von 8% auf Konzernebene ermöglichen soll. Das nahezu schuldenfreie Unternehmen weist zudem eine starke Eigenkapitalquote von über 45% aus. Interessant ist, dass der lang-jährige Rational-Chef Dr. Günter Blaschke im Sommer von der Hauptversammlung in den Aufsichtsrat gewählt wurde. Dessen Kenntnis von Produktionsabläufen dürfte WashTec sicherlich zugutekommen.

Auch die Dr. Hönle AG weist einen Bezug zur derzeit schwächelnden Automobilindustrie auf. Allerdings beliefert das in Gräfelfing bei München beheimatete Unternehmen mit seinen industriellen UV-Technologien noch viele andere Hightech-Branchen. Überall dort, wo Farben und Lacke getrocknet oder Kleb- und Kunststoffe gehärtet werden sollen, können die von Dr. Hönle entwickelten UV-Bestrahlungsgeräte eingesetzt werden. Mit einem Börsenwert an der Grenze zu 100 Mio. EUR bietet der Titel vor dem Hintergrund der seit Jahren soliden Geschäftsentwicklung eine intakte Wachstumsperspektive.

## Wachstumsfeld IT

Die steigende Komplexität der IT-Infrastruktur macht zunehmend den Rückgriff auf Spezialisten notwendig. Die Dortmunder adesso AG ist so einer. Der IT-Dienstleister hält neben technischen Lösungen und eigenen Produkten wie dem Content-

Management-System „FirstSpirit“ auch Know-how zur Optimierung betriebswirtschaftlicher Abläufe bereit. Auf diese vertrauen vor allem Kunden aus der Finanzwirtschaft. Neben Banken und Versicherungen berät das Unternehmen aber auch Behörden und Konzerne der Energiewirtschaft. Adesso erzielt den Großteil seiner Umsätze in Deutschland. Hinzu kommen Aktivitäten in Österreich, der Schweiz, Benelux, den USA und der Türkei. Für 2014 stellt der Vorstand nach einem soliden ersten Halbjahr nunmehr einen Umsatzanstieg auf 153 bis 158 Mio. EUR (Vj.: 136 Mio. EUR) in Aussicht. Dabei werde ein EBITDA zwischen 8,5 und 9,0 Mio. EUR erwartet. Aufgrund von Vorleistungen und neuen Projekten bei einer zugleich geringeren Zahl an Arbeitstagen musste adesso im zweiten Quartal einen Ergebniseinbruch verkraften, der allerdings laut Vorstand nur aus einer Stichtagsbetrachtung resultiert. Die bestätigte Ergebnisprognose belegt diese Zuversicht.

Auch TecDAX-Kandidat GFT bedient vorrangig die Finanzindustrie. Trotz der guten Kursentwicklung der vergangenen Monate weist die Aktie eine nur moderate, mit adesso vergleichbare Bewertung auf. Das aktuelle KGV liegt bei rund 13.

Im Fall des IT- und Softwareunternehmens SHS Viveon müsste man eigentlich von einem MicroCap sprechen. Der Börsenwert des Spezialisten für Kunden- und Risikomanagement-Lösungen beläuft sich auf lediglich rund 15 Mio. EUR. Unter dem seit



April 2012 amtierenden Vorstandschef Stefan Gilmozzi durchlief die Gesellschaft eine fundamentale Transformation. Heute liegt der Schwerpunkt auf eigenen Software-Produkten aus dem Big-Data-Umfeld, mit denen sich Kundendaten in Echtzeit analysieren lassen, sowie entsprechenden IT-Service- und Cloud-Diensten. Nach einem schwierigen Jahr 2013, das zum Teil von Sonderfaktoren belastet war, kehrte das Unternehmen im ersten Halbjahr auf EBITDA-Basis in die Gewinnzone zurück. Hierzu trug maß-

Anzeige

## Wir gestalten die Energiewende – Windpark-Projektierung seit 1995



### Onshore und Offshore – Projektentwicklung aus einer Hand

- Standortentwicklung
- Finanzierung
- Bau und Inbetriebnahme
- Verkauf
- Technische und kaufmännische Betriebsführung

PNE WIND AG –  
Ihr Partner für nachhaltige Windenergie



geblich der Ausbau des Lizenzgeschäfts bei. Ein Erfolg des indirekten Vertriebs ist der Gewinn von zwei Neukunden aus UK, die langfristig die Kreditmanagement-Lösung von SHS einsetzen wollen. Der marktenge MicroCap eignet sich dennoch nur als Depotbeimischung für durchaus risikoaffine Nebenwerteanleger.

#### Säen und Ernten

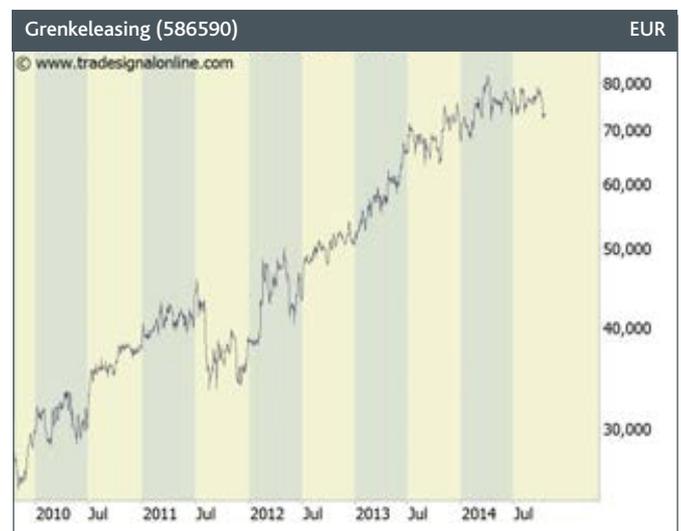
Es mag ein Klischee sein, doch der Deutsche liebt das Heimwerken, Bauen und seinen Garten. Entsprechend dicht ist hierzulande das Netz aus Bau- und Gartenmärkten. Daran hat sich auch nach der Praktiker-Insolvenz wenig geändert. Immerhin wurde der harte Wettbewerb hierdurch etwas entschärft. Mit einer in Kundenumfragen wiederholt bestätigten Service- und Beratungskompetenz gelang es der Hornbach-Baumarkt AG, in den letzten Jahren ihre Marktposition sukzessive zu verbessern. Dabei sicherte man sich zuletzt ausgesuchte Praktiker- und Max-Bahr-Standorte, die inzwischen alle zu eigenen Bau- und Gartenmärkten umgebaut wurden. Die Kosten hierfür fielen zum Teil in das erste Halbjahr 2014/15 (März bis August). Mit voraussichtlich 146 Märkten wird die Gesellschaft das laufende Geschäftsjahr beenden – fünf mehr als im Vorjahr. Der Vorstand erwartet auch deshalb ein Umsatzplus im mittleren einstelligen Prozentbereich bei einem gleichzeitig überproportionalen Ertragszuwachs. Nach dem jüngsten Kursrutsch notiert die schuldenfreie Gesellschaft, die über eine Nettoliquidität von über 100 Mio. EUR verfügt, nach langer Zeit wieder unter ihrem Buchwert von 29 EUR je Aktie.

Als die weltweite Nr. 4 ist SDAX-Mitglied KWS Saat ein Global Player auf dem Saatgutmarkt. Das Hauptgeschäft liefern die Segmente Mais und Zuckerrüben, die zusammen rund 90% des Konzernumsatzes auf sich vereinigen. Die Stärke von KWS liegt in einer hohen Forschungskompetenz – Jahr für Jahr investiert der Konzern 15% seiner Umsätze in den Bereich F&E – und der Entwicklung neuer, ertragreicherer Sorten. Gerade dort liegt der Schlüssel, um die weltweit schrumpfenden Anbauflächen produktiver zu bewirtschaften. Gegen ein Investment in den recht defensiven Titel spricht aktuell nur die bereits recht hohe Bewertung (KGV 22, KUV 1,5).

#### Finanzexperten

Zum Ende unserer Reise durch das Nebenwerte-Universum wagen wir einen kleinen Abstecher zu unseren Nachbarn in Österreich. Dort residiert die C-Quadrat Investment, ein bankenunabhängiger Vermögensverwalter, der sich insbesondere auf Total-Return-Strategien und Dachfonds-Investments konzentriert. Beides sichert der Gesellschaft eine profitable Einnahmehasis. Dazu kommen wie im vergangenen Jahr bei vielen Produkten erfolgsabhängige Managementgebühren. Der Versicherer Talanx, mit dem C-Quadrat auch in mehreren Ländern kooperiert, hält eine Beteiligung von rund einem Viertel an dem Asset Manager. Weitere 40% liegen bei den beiden Vorständen. Dadurch fällt der Streubesitz und Handelsumsatz an der Börse recht gering aus. Entschädigt werden Aktionäre mit einer hohen Ausschüttung (2 EUR je Aktie für das Jahr 2013) sowie einem nicht zuletzt in Baisse-Zeiten bewährten Geschäftsmodell.

Auf langjährige Erfolge blickt auch die Grenkeleasing AG zurück. Die Baden-Badener sind führend im Bereich des „Small-Ticket-Leasing“. Darunter fallen meist IT-Produkte mit einem Anschaffungswert zwischen 500 und 25.000 EUR. In diesem Preissegment arbeitet Grenkeleasing mit standardisierten Verträgen, was der Gesellschaft eine hohe Profitabilität und schlanke Strukturen ermöglicht. Über die Grenke Bank bietet man seinen meist mittelständischen Kunden auf Wunsch auch Bankdienstleistungen an. Nach einem Wachstum im Neugeschäft von 15% in den ersten neun Monaten liegt Grenke bei seinen Jahreszielen erneut voll auf Kurs. Die Börse honoriert die intakten Aussichten mit kontinuierlichen Kurszuwachsen und einer hohen relativen Stärke.



#### Fazit

Die letzten Wochen haben gezeigt, dass vor allem Nebenwerte-Anleger über durchaus starke Nerven verfügen sollten. Marktbedingte Verwerfungen treffen kleine Werte spürbar härter. Dafür bieten sich im nächsten Aufschwung oftmals überdurchschnittliche Chancen. In jeder Börsenphase bleibt überdies das richtige Stock Picking der Schlüssel zum Erfolg. ■

Marcus Wessel



**LIFETIME EXCELLENCE:**  
**ZUVERLÄSSIGKEIT FÜR**  
**VIELE, VIELE JAHRE**

Niemand weiß, was die Zukunft bringt. Deshalb setzen unsere Kunden auf die langlebigen Produkte von PALFINGER. Höchste Belastbarkeit, Premium-Qualität und das weltweite Service-Netzwerk sorgen dafür, dass man sich jederzeit auf unsere Hebe-Lösungen verlassen kann. Wie Sie von der PALFINGER LIFETIME EXCELLENCE profitieren, lesen Sie auf [www.palfinger.ag](http://www.palfinger.ag)

**PALFINGER**

LIFETIME EXCELLENCE

## Nebenwerte international

# Chancen weltweit

An den weltweiten Aktienmärkten meiden Anleger in diesem Jahr Titel aus der zweiten und dritten Reihe. Chancen gibt es dennoch.

An den Weltbörsen rumpelt es derzeit mal wieder. Eine Situation, an die sich die Anleger erst wieder gewöhnen müssen. Denn fast drei Jahre lang ging es ohne größeren Schwächeanfall sehr stetig nach oben. Doch weil Aktienmärkte ein- und ausatmen müssen, ist die jüngste Abwärtsbewegung als längst überfällig einzustufen. Besonders reif für eine Korrektur waren die Nebenwerte. Schließlich waren Small- und MidCaps in den vergangenen fünf Jahren besonders stark gestiegen. Für Anhänger von Nebenwerten war das zwar eine schöne Sache, durch diesen Lauf waren diese kleineren Werte aber sowohl absolut als auch relativ im Vergleich zu den Standardwerten teuer geworden. Folgerichtig kamen diese Titel in diesem Jahr schon etwas früher ins Rutschen als die großen Aktienleitindizes.

## Kursrückgang bietet Chancen

Diese relative Schwäche ist ein Trend, der zunächst noch etwas anhalten könnte. Denn im Zehnjahresverlauf weisen die Nebenwerte trotz der diesjährigen überproportionalen Verluste weiter eine etwas bessere Performance auf als die Standardwerte (siehe Tabelle). Zudem liegt auch ihre Bewertung noch immer etwas über jener der Standardwerte, wobei sich die Daten in der Tabelle auf Ende September beziehen. Durch die seitdem erlittenen Kursverluste haben sich die Bewertungsrelationen weiter nach unten bewegt. Ein Groß-

teil der Korrektur könnte demnach schon über die Bühne gegangen sein. Aber ohnehin sollte man trotz der jüngsten Kurswackler in diesem Segment eines nicht vergessen: Kleinere Unternehmen bringen von Haus aus größeres Wachstumspotenzial mit als die ganz großen Weltkonzerne. Die damit verbundenen überdurchschnittlich guten Gewinnaussichten werden laut Studien im Schnitt mit einer etwas besseren Langfrist-Performance belohnt. Unabhängig davon ist das Anlage-Universum der Nebenwerte so groß, dass sich stets irgendwo interessante Small- und Mid-Caps finden lassen. Wir haben die weltweiten Kurszettel durchforstet und acht langfristig aussichtsreiche Titel herausgefiltert.

## Zwei Favoriten aus Europa

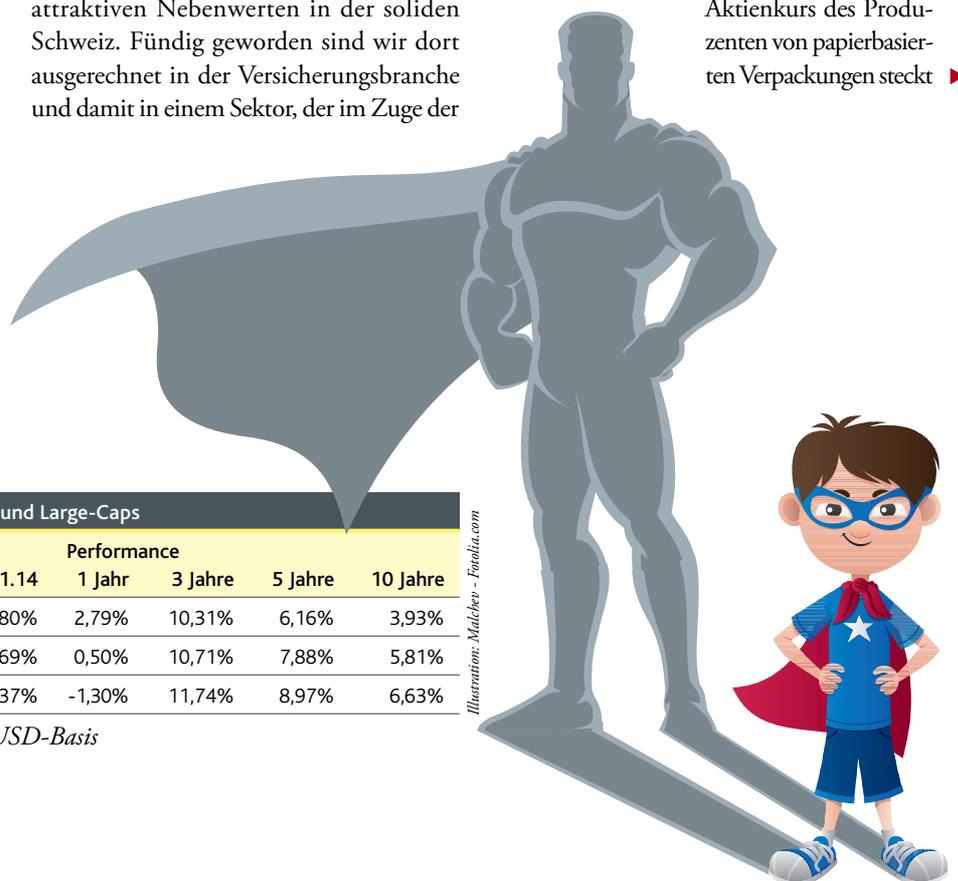
Los geht unsere Reise auf der Suche nach attraktiven Nebenwerten in der soliden Schweiz. Fündig geworden sind wir dort ausgerechnet in der Versicherungsbranche und damit in einem Sektor, der im Zuge der

Kreditkrise viele Negativschlagzeilen produzierte. Doch die **Vaudoise Assurances Holding** ist ein Branchenvertreter, der davon profitiert, auch in den Boomjahren bei seinen Leisten geblieben zu sein. Das von der Vaudoise-Genossenschaft kontrollierte Institut ist auf die Westschweiz fokussiert und hat in der deutschsprachigen Schweiz noch immer Wachstumspotenzial, das sich dank einer guten Kapitalisierung auch heben lassen sollte. Im ersten Halbjahr wurde der Gewinn deutlich gesteigert, trotzdem wird dem Titel nur ein einstelliges KGV zugebilligt. Zudem deutet auch ein über dem Kurs von 415,50 CHF liegender Buchwert von 453 CHF je Aktie auf eine Unterbewertung hin. Unsere zweite Station in Europa ist Irland. Dort haben wir Gefallen an der **Smurfit Kappa Group** gefunden. Der Aktienkurs des Produzenten von papierbasierten Verpackungen steckt ▶

Tab. 1: Performance-Vergleich von Small-, Mid- und Large-Caps

Index	Performance					
	3 Monate	seit 1.1.14	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
MSCI World Large-Cap	-6,71%	-3,80%	2,79%	10,31%	6,16%	3,93%
MSCI World Mid-Cap	-8,04%	-4,69%	0,50%	10,71%	7,88%	5,81%
MSCI World Small-Cap	-8,37%	-7,37%	-1,30%	11,74%	8,97%	6,63%

Quelle: MSCI Inc., Stand: 15.10.14, auf USD-Basis





## **DJE – InterCash**

### *Alternative zu Niedrigzinsanlagen*

Im aktuellen Niedrigzinsumfeld suchen Anleger nach alternativen Anlagen. Der Rentenfonds **DJE – InterCash** (ISIN: LU0159549814) bietet Ertragschancen durch eine breite Mischung kurzlaufender Anleihen. Fortlaufend analysiert ein Team von Experten die ganze Bandbreite des Anleihenmarktes und wählt Anlagen mit einem angemessenen Chance-Risiko-Verhältnis für den Fonds aus.

Seit 40 Jahren zeigt der familiengeführte und bankenunabhängige Vermögensverwalter DJE, der Anlageberater der DJE Fonds, wie man durch das Auf und Ab der Börsen steuern kann. Das Markenzeichen ist eine Analysemethode, die mit Hilfe fundamentaler, monetärer und markttechnischer Indikatoren die Anlagequote dem Risiko des Marktumfeldes anpasst. Somit werden weniger riskante und wertstarke Anlagen identifiziert.

Informieren Sie sich über die Ertragschancen dieses erfolgreichen Kurzläuferfonds.

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlungen dar. Festverzinsliche Anlagen unterliegen je nach Zinsniveau Schwankungen und bergen Bonitäts- und Währungsrisiken. Weitere Informationen zu Chancen und Risiken finden Sie auf der Webseite [www.dje.de](http://www.dje.de). Der Verkaufsprospekt und weitere Informationen sind kostenlos bei der DJE Kapital AG erhältlich.

Sie haben Fragen? Unser Team steht Ihnen gerne unter **089/790453-0** oder **info@dje.de** zur Verfügung. Weitere Informationen finden Sie auch unter **www.dje.de**.



Tab. 2: Acht interessante internationale Nebenwerte im Überblick

Unternehmen	WKN	Land	Kurs	Höchst-kurs 1 J.	Tiefst-kurs 1 J.	EPS 2014e	KGV 2014e	Div. 2014	Div.-Ren. 14e
Vaudoise Assurances Holding SA	A0ETZV	Schweiz	339,26	362,80	331,87	38,00	8,9	10,50	3,09%
Smurfit Kappa Group Plc.	A0MLCS	Irland	15,39	20,41	14,82	1,48	10,4	0,45	2,94%
Fossil Group Inc.	A1W0DE	USA	76,50	100,27	71,78	5,71	13,4	0,00	0,00%
Trinity Industries Inc.	856427	USA	27,60	39,30	16,56	3,05	9,0	0,26	0,94%
ORIX Corp.	851769	Japan	9,45	13,14	9,09	1,12	8,4	0,19	1,96%
Hollysys Automation Technologies Inc.	A0X91G	China	17,15	17,95	11,36	1,24	13,8	0,00	0,00%
China Railway Construction Corp. Ltd.	A0NEWB	China	0,73	0,86	0,52	0,12	6,2	0,02	2,46%
Steinhoff International Holdings Ltd.	916484	Südafrika	3,77	4,14	2,71	0,28	13,5	0,10	2,76%

Angaben in EUR; Quellen: Finanzen.net, Comdirect

zwar seit gut einem Jahr in einem Seitwärtstrend fest, doch wenn der Vorstand mit seiner bisherigen Einschätzung der Geschäftsaussichten richtig liegt, sollte es mittelfristig wieder aufwärts gehen mit der Notiz. Zum Halbjahr wurden verbesserte Gewinnmargen ausgewiesen und mit Blick auf die Nachfrage war bis mindestens 2017 von Wachstum die Rede. Untermuert wurde die Zuversicht auch durch eine für 2014 deutlich erhöhte Ausschüttung. Laut Vorstand ist das als Vertrauensbeweis in die guten Perspektiven zu werten, weitere Dividendenerhöhungen wurden in Aussicht gestellt.

**Zwei Favoriten aus den USA**

Als nächstes geht es über den großen Teich in die USA. Dort überzeugt uns die in Texas ansässige **Fossil Group**. Die Aktie des Spezialisten für Fashion-Accessoires leidet in diesem Jahr zwar unter der Sorge der Anleger, die in Mode kommenden Smart Watches könnten einen Teil des Geschäftes abzwacken. Doch wir halten diese Ängste auch deshalb für übertrieben, weil Fossil unter anderem zusammen mit Intel und Google selbst an sogenannten Wearables arbeitet. Wer einen der Verkaufsläden besucht, wird jedenfalls eine hohe Kundenfrequenz feststellen. Analysten rechnen hier für die kommenden fünf Jahre mit einem Gewinnplus von fast 12% p.a. Wird entsprechend geliefert, dürfte das von den derzeit skeptischen Marktteilnehmern honoriert werden. Ebenfalls aus Texas stammt mit **Trinity Industries** unser zweiter US-Favorit. Der Hersteller von Eisenbahn-Waggons, Tank-Containern und Tankschiffen stand zuletzt



heftig unter Druck. Zurückzuführen war das nicht nur auf die allgemeine Marktkorrektur, sondern auch auf Schwierigkeiten mit einigen Bundesstaaten, die Sicherheitstests bei bestimmten Waggons von Trinity verlangen. Wir gehen davon aus, dass die Verantwortlichen diesem Verlangen nachkommen und so weiterer Schaden vom Unternehmen abgewendet wird. Das KGV liegt im einstelligen Bereich, und das bei einem Gewinnwachstum von 10%, das der Gesellschaft auf Sicht der nächsten fünf Jahre zuzutrauen ist.

**Drei Favoriten aus Asien**

Die fünfte Kaufempfehlung bringt uns nach Japan. Hier halten wir **ORIX**, einen Leasing-Spezialisten, für unterbewertet, der unter anderem mit dem Leasing-Geschäft von Robotern Geld verdient. Die Börsianer hatten gegenüber diesem Wert zuletzt zwar gewisse Vorbehalte, doch die Analysten der Credit Suisse rechnen von 2013/14 bis 2016/17 mit einer kontinuierlichen Gewinnverbesserung von rund 142 JPY auf rund 196 JPY je Aktie. Der Vorstand will durch den Verkauf einiger Assets stille Reserven heben. Das KGV liegt im einstelligen Bereich – damit wird es der Phantasie kaum gerecht, die in dem Titel steckt. Einen weiteren Stopp legen wir in China ein. Auf dem Papier finden sich dort viele günstig bewertete Aktien, allerdings ist es oft mit dem Shareholder Value nicht so weit her. Als staatlich beeinflusstes Unternehmen hat auch die **China Railway Construction Corp.** unter gewissen Vorbehalten zu leiden. Doch die Risiken sind mit einem mittleren ein-

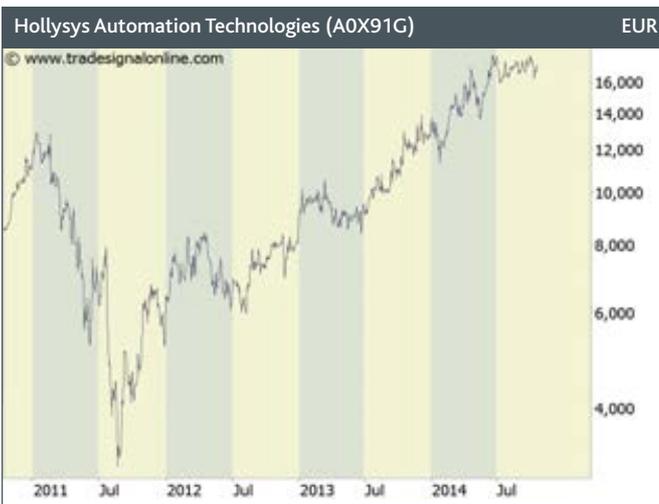


Tab. 3: Bewertungsvergleich von Small-, Mid- und Large-Caps

Index	KGV	KBW	Div.-Ren.
MSCI World Large-Cap	17,31	2,16	2,55%
MSCI World Mid-Cap	21,56	2,12	1,98%
MSCI World Small-Cap	24,18	1,87	1,95%

KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis, KBW = Kurs-Buchwert-Verhältnis, Div.-Ren. = Dividendenrendite; Stand: 30.09.14,

stelligen KGV gut abgegolten und es besteht die Hoffnung, dass die geplanten Reformen der Regierung auch auf Unternehmensebene durchschlagen. Die eigentliche Story bei China Railway Construction ist nämlich der Ausbau des chinesischen Schienennetzes, der auch aus Umweltgründen dringend angeraten scheint. Wie viel Bedarf besteht, zeigt ein Vergleich: Während die derzeit vorhandenen 103.000 Schienen-Kilometer in China 1,37 Mrd. Menschen versorgen, haben die USA bei 300 Mio. Einwohnern ein Schienennetz von 272.000 Kilometern – und das obwohl die USA kein echtes Eisenbahnland sind. Das bringt uns dazu, mit **Hollysys Automation Technologies** einen Eisenbahn-Zulieferer zu empfeh-



len, der vom Aufrüstungsbedarf ebenfalls profitieren dürfte. Bestärkt wird das vorteilhafte Langfristurteil zu dieser Aktie durch weitere Aktivitäten im allgemein aussichtsreichen Automatisierungsgeschäft.

#### Ein Favorit aus Afrika

Den letzten Halt machen wir in Südafrika, wo bei **Steinhoff International Holdings** die Wurzeln ursprünglich aus Deutschland, oder genauer gesagt aus Westerstede bei Bremen stammen. Auch aktuell gibt es einen wichtigen Bezug zu Deutschland, strebt der südafrikanische Möbelhändler, der rund 75% der Umsätze in Europa erwirtschaftet, doch hierzulande einen Börsengang an. Ob daraus wie geplant noch im Herbst angesichts der jüngsten Marktschwäche etwas wird, bleibt zwar abzuwarten. Der nach IKEA zweitgrößte Möbelhersteller in Europa scheint aber grundsätzlich gut aufgestellt zu sein. Vertrauen in das eigene Unternehmen hat im September auch Gründer Bruno Ewald Steinhoff bewiesen, als er eigene Aktien im Wert von gut 1 Mio. USD kaufte. Im Zuge des Börsengangs in Europa dürfte der Bekanntheitsgrad steigen und damit auch die diesem Titel zugestandene Bewertung. ■

Jürgen Büttner

Anzeige

# S hat Perspektive.

Wir erkennen Potenziale, nützen Marktchancen und setzen Projekte erfolgreich um. Unser aktueller Fokus liegt auf dem aussichtsreichen Berliner Immobilienmarkt: [www.simmoag.at](http://www.simmoag.at)

## Immobilienaktien

# Betongold in Aktienverpackung

Erneut haben Immobilienaktien ein erfolgreiches Jahr hinter sich, der Boom am deutschen Wohnimmobilienmarkt hält nach wie vor an. Doch bei einigen Titeln könnte der Glanz bald verblasen.

## Boom-Branche

Wenn vom Betongold gesprochen wird, dann wird die Analogie zum Edelmetall ganz bewusst hergestellt – Sicherheit soll das Immobilieninvestment versprechen, ewiger Werterhalt damit möglich sein. Spätestens seit 2008 erfreut sich die Immobilie auch in Deutschland wieder reger Nachfrage. In einigen Regionen wie München oder Berlin haben sich die Preise teilweise verdoppelt. Günstige Zinsen und der Anlagedruck der Anleger steuern das Ihre dazu bei. Weitere Treiber sind der intakte Arbeitsmarkt und das internationale Geld, das in den deutschen Markt fließt. Mit steigenden Preisen erfreuen sich auch indirekte Immobilieninvestments großer Beliebtheit. Nachdem sich offene Immobilienfonds in den letzten Jahren teilweise als „wenig offen“ erwiesen haben (die Rücknahme der Anteile einiger Fonds wurde im Zuge der Finanzkrise zeitweise ausgesetzt), stellt sich für Anleger die Frage nach alternativen Immobilienanlagen. Immobilienaktien führen zwar in Summe immer noch ein Schattendasein an der Börse in Deutschland, mit einigen Neuemissionen ist jedoch in den letzten Jahren Volumen und Bewegung in den Markt gekommen. Laut Dirk Richolt, Managing Director Capital Markets beim globalen Immobiliendienstleister und Makler CBRE, sind die meisten Player am deutschen Markt für große internationale insti-

tutionelle Anleger jedoch immer noch zu klein. „Zum größten Teil ist der Fremdkapitaleinsatz der Immobilienaktiengesellschaften zu hoch, ihre Marktkapitalisierung dagegen zu klein.“ Insgesamt entspricht die Größe des Marktes nicht der Bedeutung der deutschen Wirtschaft. Laut Richolt bedienen sich institutionelle Investoren nach wie vor anderer Vehikel (z.B. Spezialfonds, Private-Equity-

Fonds), um am deutschen Immobilienmarkt zu partizipieren. Wohnimmobilien sind weiterhin gefragt, primär sind die Institutionellen jedoch im Bereich der Gewerbeimmobilien aktiv. Hier gibt es offensichtlich noch ein vollkommen anderes Preisniveau. Angesichts der stabilen Konjunktur in Deutschland sind jedoch auch hier steigende Preise zu beobachten. Generell ist der Boom im Betongold

Illustration: Stock / Benoit Chartron

## Fachbegriffe und Kennzahlen kurz erklärt

Im Beitrag und in der Tabelle sind einige Abkürzungen und Bezeichnungen enthalten, die hier näher erklärt werden sollen.

**FFO:** Die Funds From Operations sind eine wichtige Ergebnisgröße in der Immobilienbranche, um die operative Geschäftsentwicklung zu beurteilen. Die Kennziffer setzt sich zusammen aus dem Ergebnis vor Abschreibungen und Steuern sowie Gewinnen aus Verkäufen und Entwicklungsprojekten. Die Zahl zeigt, wie viel Cashflow im operativen Geschäft erwirtschaftet werden kann. Daran orientieren sich zum Beispiel Dividenden oder künftige Investitionen der Gesellschaft.

**LTV-Ratio:** Die Loan-to-Value-Ratio beschreibt das Verhältnis der Summe der kurz- und langfristigen finanziellen Verbindlichkeiten zum Wert der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien.

**NAV:** Der Net-Asset-Value gibt den Substanzwert oder inneren Wert eines Immobilienunternehmens an. Er ist die Summe aller Vermögenswerte abzüglich Schulden und wird um latente Steuern sowie derivative Finanzinstrumente bereinigt. Der NAV kann eine ungefähre Indikation dafür geben, ob eine Gesellschaft eher unter- oder überbewertet ist. Bei Projektentwicklern und intransparenten Bestandhaltern fehlt die NAV-Angabe in der Tabelle.

nicht ungefährlich für Anleger. So beobachtet Dr. Ernst Konrad, Geschäftsführer bei der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH, zunehmende Übertreibungen: „Wenn etwas gerade besonders heiß ist, zieht es natürlich auch graue und schwarze Schafe an – so aktuell bei den Immobilienaktien. Eine starke Selektion ist daher dringend notwendig.“

#### Von Private zu Public Equity

Wenn die cleveren Investoren Kasse machen, sollte der Privatanleger es ihnen nachtun. Falls dieses Motto stimmt, müssten aktuell bei Wohnungs-Immobilienaktien die Alarmglocken schrillen. Denn alleine 2013 wurden zwei der größten Wohnungsportfolios aus den Händen der „Heuschrecken“ an die Börse gebracht. Das Timing war gut, denn die Preise, die Terra Firma für die **Deutsche Annington** oder Goldman Sachs für **LEG Immobilien** beim Börsengang erzielten, lagen jeweils knapp unter dem NAV (Net Asset Value). Bereits 2011 wurde vom Duo Goldman Sachs/Cerberus die Berliner **GSW Immobilien** platziert, ein Unternehmen mit rund 60.000 Wohnungen im Bestand. Einer der größten Namen im Private-Equity-Geschäft, die New Yorker Blackstone, verkaufte 2013 seinen Bestand an Berliner Wohnimmobilien an die **Deutsche Wohnen AG**. Die Beteiligung von knapp 5%, die Blackstone dafür erhielt, wurde mittlerweile veräußert. Daneben notiert bereits seit einigen Jahren mit **Gagfah** ein Immobilienunternehmen an der Börse, in dem die deutschen Wohnimmobilienbestände des US-Investors Fortress gebündelt wurden. Nach der Übernahme der GSW hat die Deutsche Wohnen mit 150.000 Wohneinheiten zum Marktführer Deutsche Annington aufgeschlossen, das Portfolio des Unternehmens wird von den Analysten von JP Morgan als das beste am Markt angesehen.

#### Hohe Schulden, niedrige Zinsen

Damit haben nun praktisch alle Private-Equity-Häuser ihre Wohnungsbestände an die Börse gebracht und dabei ihre Beteiligungen an den jeweiligen Unternehmen reduziert. Unterstellt man diesen Investoren nun besondere Cleverness, so deutet dies auf einen Peak der Preise für deutsche Wohnimmobilien hin. Tendenziell haben die oben genannten Unternehmen einen hohen Verschuldungsgrad (Loan-to-Book-Ratio). Aktuell wird darin vom Markt kein Problem gesehen, denn die Kurse notieren mittlerweile sogar oberhalb des NAV. Das war nicht immer so: Als in Folge der Lehman-Insolvenz die Refinanzierungsmöglichkeiten zu einem großen Thema wurden, notierte die bereits damals gelistete Gagfah unterhalb von 20% des NAV. Kaum ein Marktteilnehmer schien sich damals eine erfolgreiche Refinanzierung vorstellen zu können. Diesbezüglich hat sich nun die Stimmung komplett gedreht. Steigende Kurse und steigende Marktwerte der zugrundeliegenden Immobilien haben die Finanzierungsmöglichkeiten extrem verbessert. Deutsche Annington besitzt z.B. mittlerweile ein BBB-Rating. Fünfjährige Anleihen des Unternehmens rentieren aktuell mit lediglich 1,1%, im Durchschnitt betragen die Finanzierungskosten 3,3%.

#### Aufschlag auf den Buchwert

Um zu verstehen, was hier eigentlich in den letzten Jahren passiert ist, muss sich ein Anleger die Historie der Wohnungsportfolios ansehen, die heute an der Börse gehandelt werden. Überwiegend handelt es sich dabei um frühere kommunale Wohnungen bzw. um ►

## BANKEN VERKAUFEN VERSPRECHEN...



## ...WIR VERKAUFEN ECHTE WERTE !



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

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

Betriebswohnungen. Die Qualität des Bestandes ist damit eher unterdurchschnittlich, die Mietrenditen dafür verhältnismäßig hoch. Die größtenteils angelsächsischen Investoren haben bereits kurz nach der Jahrtausendwende begonnen, große Immobilienbestände einzusammeln. Das Geschäftsmodell war dabei stets klar: Billiger Einkauf, schnelle Erhöhung der Mieten, später dann der Verkauf einzelner Wohnungen an die Mieter oder der Verkauf im Paket an einen weiteren Finanzinvestor oder über die Börse. Kaum eine große Private-Equity-getriebene Immobiliengesellschaft hat daher Bestände in München oder Stuttgart, die Standorte konzentrieren sich eher in B- und C-Städten in NRW oder Norddeutschland. Der Betongold-Boom der letzten Jahre konzentrierte sich jedoch überwiegend auf die A-Standorte. Fraglich, warum für solch einen Bestand nun ein Preis oberhalb des Buchwertes bezahlt werden sollte.

**Rechenbeispiel**

Wichtig im Immobiliengeschäft sind die sogenannten Funds From Operations (kurz FFO). Dabei handelt es sich grob gesprochen um das Ergebnis vor Abschreibungen, jedoch nach Finanzierungskosten. Der Kennziffer liegt die Annahme zugrunde, dass die Immobilien im Zeitverlauf mindestens wertbeständig sind, eventuell sogar im Preis zulegen. Die Abschreibung stellt daher eine lediglich buchhalterische Größe dar, die die tatsächliche Ertragskraft der Immobilien jedoch nicht beeinflusst. Anleger sollten diese Kennziffer jedoch nicht unkritisch verwenden, denn bei manchem alten Immobilienbestand darf tatsächlich ein gewisser Wertverlust im

Zeitverlauf unterstellt werden. Ein weiteres Thema sind die Instandhaltungskosten. Nicht alle Unternehmen weisen eine um diese Kosten bereinigte Kennzahl aus, die sogenannten Adjusted Funds From Operations (AFFO). Gut nachvollziehen lässt sich die Rechnung anhand der Zahlen des Branchen-Primus Deutsche Annington. 2013 lagen die FFO vor Instandhaltungskosten bei knapp 200 Mio. EUR, nach Instandhaltung (AFFO) bei rund 130 Mio. EUR oder ca. 54 Cent je Aktie. Bezogen auf den Kurs von 22,11 EUR eine AFFO-Rendite von lediglich 2,4%. Bei LEG Immobilien betragen die AFFO 2013 rund 98 Mio. EUR, eine AFFO-Rendite von 3,2%, die Gagfah bringt es immerhin auf eine Rendite (AFFO) von 4,6%. Steigern konnten die Unternehmen in den letzten Jahren ihre FFO hauptsächlich durch gesunkene Refinanzierungskosten – die gestiegenen Einnahmen resultierten also nicht aus höheren Mieten oder reduziertem Leerstand, sondern aus niedrigeren Zinsen auf den Finanzmärkten. Droht hier also ein Kartenhaus einzustürzen? Vermutlich nicht so bald, denn solange sich die Finanzierungsbedingungen nicht dramatisch verändern, sind auch die zinsensiblen Branchengrößen auf der sicheren Seite. Um eine Vorstellung von den notwendigen Instandhaltungsinvestitionen zu bekommen, sollten Anleger, soweit verfügbar, auch immer die AFFO im Auge behalten. Teilweise fallen die Renditen nach Instandhaltung nämlich dramatisch niedriger aus.

**Deutsche REITs**

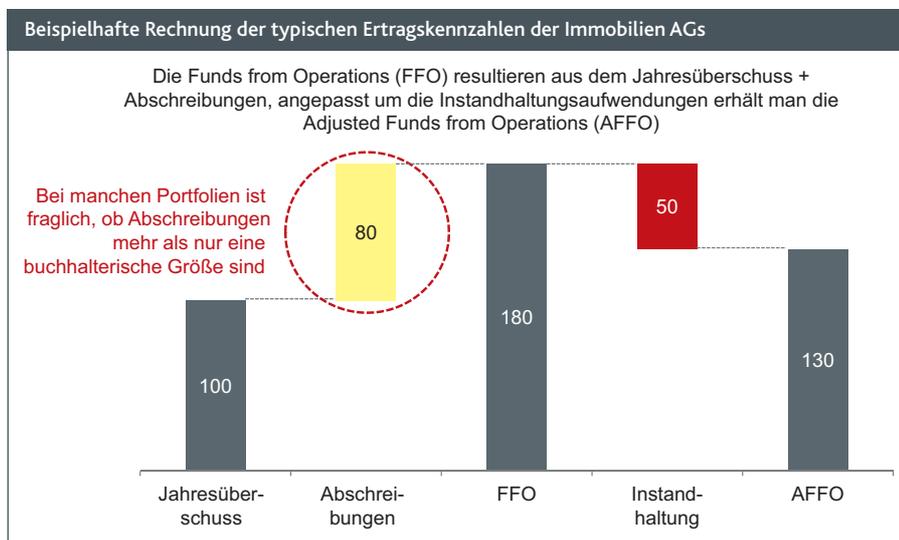
Mit vollkommen anderen Zahlen präsentieren sich die wenigen REITs (Real Estate



Wenn etwas gerade besonders heiß ist, zieht es natürlich auch graue und schwarze Schafe an

**Dr. Ernst Konrad,**  
Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

Investment Trusts), die hierzulande notieren. Seit 2007 gibt es mit dem REIT-Gesetz die entsprechende Grundlage, um spezielle steuerbegünstigte Immobilien-Aktiengesellschaften zu schaffen, analog zu entsprechenden Regelungen im Ausland. Die über das Aktiengesetz hinausgehenden Regelungen betreffen vor allem die Mindestausschüttung (min. 90% des ausschüttungsfähigen Gewinns), die Beschränkung auf Gewerbeimmobilien und definierte Eigenkapitalvorschriften (min. 45% EK-Quote). Dafür gibt es eine Befreiung von der Körperschaft- und Gewerbesteuer. Besteuert wird lediglich auf der Ebene der Aktionäre. Wirklich abgehoben ist das Segment bislang jedoch nicht – auch im Jahr sieben nach der Einführung des Gesetzes gibt es mit **alstria**, **Hamborner** und **Fair Value** lediglich drei notierte REITs, keiner davon mit einem Marktwert größer als 1 Mrd. EUR. Gerade weil das Interesse an REITs am Markt offensichtlich nicht besonders ausgeprägt ist, können diese für Anleger jedoch interessant sein. Die Limitierung auf Gewerbeimmobilien sorgt zusätzlich dafür, dass die Gesellschaften gerade nicht im Wohnimmobiliensegment aktiv sind, in dem aktuell die höchsten Bewertungen abgerufen werden.



# UNTERNEHMENSWACHSTUM VOM KAPITALMARKT.

WIR SIND IHR SPEZIALIST FÜR  
UNTERNEHMENSANLEIHEN.

Als Pionier für bankalternative Unternehmensfinanzierung war youmex allein in den letzten 3 Jahren mit einem Platzierungsvolumen von über 700 Millionen Euro am Erfolg von mehr als 40 Unternehmensanleihen in Deutschland beteiligt.



[www.anleihe.youmex.de](http://www.anleihe.youmex.de)



## Auszug unserer Referenzen:

<p>Juni 2014</p> <p><i>Beate Uhse</i></p> <p>Beate Uhse AG</p> <p><b>EUR 30.000.000</b> Unternehmensanleihe</p> <p>Sole Lead Manager &amp; Bookrunner</p>	<p>April 2014</p> <p><b>GREIFFENBERGER AG</b></p> <p>Greiffenberger AG</p> <p><b>483.850 Aktien</b> Kapitalerhöhung</p> <p>Sole Lead Manager &amp; Bookrunner</p>	<p>Januar 2013</p> <p><b>DIC</b></p> <p>DIC Asset AG</p> <p><b>Aufstockung um EUR 30.000.000</b> Unternehmensanleihe</p> <p>Lead Institutional Sales</p>	<p>Juni 2012</p> <p><b>BOECKER</b></p> <p>Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH &amp; Co. KG</p> <p><b>EUR 30.600.000</b> Inhaberschuldverschreibung</p> <p>Lead Manager</p>
---	---	--	---

youmex Invest AG – Ihr Finanz- und Kapitalmarktpartner  
Taususanlage 19, 60325 Frankfurt / Germany, +49 69 505045 000, [www.youmex.de](http://www.youmex.de)



Deutsche Immobilienaktien im Überblick

Unternehmen	Segment	WKN	Kurs 17.10.	Perf. 1 J.	Perf. 3 J.	Perf. 5 J.	Aktien- zahl (in Mio.)
Adler Real Estate AG	Wohnimmobilien	500800	8,00	+166,7%	+1500%	+1027%	29,0
Stern Immobilien AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	A1EWZM	48,00	+140,0%	+200%	-	1,6
Gateway Real Estate AG	Logistik-Immobilien	A0JJTG	1,00	+122,2%	-36%	-52%	2,8
DEMIRE AG	Gewerbeimmobilien	A0XFSF	1,48	+116,7%	+92%	-67%	14,1
CR Capital Real Estate AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	A0WMQ5	1,31	+69,9%	+129%	+19%	18,8
Grand City Properties SA	Wohnimmobilien	A1JXCV	10,29	+69,5%	-	-	115,4
Patrizia Immobilien AG	Co-Investments, Spezialfonds	PAT1AG	10,30	+56,6%	+259%	+251%	69,4
GAG Immobilien AG	Wohnimmobilien	586353	61,20	+41,3%	+98%	+199%	7,4
AVW Immobilien AG	Einzelhandelsimmobilien	508890	2,36	+41,2%	-35%	-19%	12,8
CA Immobilien Anlagen AG (AT)	Gewerbeimmobilien	876520	14,80	+36,8%	+68%	+31%	97,9
Gagfah SE	Wohnimmobilien	A0LBDT	14,18	+36,0%	+213%	+89%	216,0
Helma Eigenheimbau AG	Projektentwicklung / Dienstleistungen	A0EQ57	23,79	+28,4%	+146%	+290%	3,1
Sedlmayr Grund und Immobilien KgaA	Wohn- und Gewerbeimmobilien	722400	1.760,00	+25,7%	+38%	+71%	0,7
LEG Immobilien AG	Wohnimmobilien	LEG111	53,10	+25,2%	-	-	57,1
Deutsche Wohnen AG	Wohnimmobilien	A0HN5C	16,35	+24,8%	+62%	+109%	289,2
S IMMO AG (AT)	Wohn- und Gewerbeimmobilien	902388	5,75	+23,6%	+48%	-1%	66,9
VIB Vermögen AG	Logistik, Einzelhandel, Industrie	245751	13,80	+21,1%	+97%	+101%	22,2
GSW Immobilien AG	Wohnimmobilien	GSW111	38,08	+19,7%	+75%	-	56,7
Isaria Wohnbau AG	Projektentwicklung	A1E8H3	3,43	+18,3%	-51%	-	23,8
Fair Value REIT AG	Einzelhandels- und Büroimmobilien	A0MW97	4,95	+18,0%	+22%	-7%	9,4
Hahn Immobilien Beteiligungs AG	Einzelhandelsimmobilien	600670	2,18	+15,3%	+8%	+12%	13,0
Deutsche Annington Immobilien SE	Wohnimmobilien	A1ML7J	22,11	+13,7%	-	-	240,2
Agrob Immobilien AG (Stämme)	Medien- und Gewerbepark	501900	12,80	+12,3%	+42%	+51%	3,9
Polis Immobilien AG	Büroimmobilien	691330	11,05	+11,1%	+17%	+34%	11,1
RCM Beteiligungs AG	Wohnimmobilien	A1RFMY	1,75	+9,2%	+16%	+25%	13,4
TAG Immobilien AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	830350	9,27	+9,0%	+49%	+171%	131,3
Hamborner REIT AG	Einzelhandelsimmobilien	601300	7,77	+6,5%	+27%	-6%	45,5
Deutsche Euroshop AG	Shoppingcenter	748020	33,49	+4,3%	+31%	+47%	53,9
Stinag Stuttgart Invest AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	731800	16,00	+2,9%	-2%	-20%	15,0
InCity Immobilien AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	A0HNF9	1,14	+1,9%	-51%	-84%	12,6
alstria office REIT-AG	Büroimmobilien	A0LD2U	9,62	+0,5%	+6%	+20%	79,0
conwert Immobilien Invest SE (AT)	Wohnimmobilien / Projektentwicklung	801475	8,94	-0,7%	-10%	-7%	85,4
Estavis AG	Wohnimmobilien	A0KFKB	1,95	-2,7%	-6%	-8%	24,4
IFM Immobilien AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	A0JDU9	9,87	-3,2%	+25%	+39%	9,5
KWG Kommunale Wohnen AG	Wohnimmobilien	522734	6,20	-7,4%	+26%	+43%	15,9
Franconofurt AG	Wohnimmobilien	637262	5,60	-9,3%	-22%	+70%	7,3
DIC Asset AG	Büroimmobilien	A1X3XX	6,36	-13,3%	+5%	-23%	68,6
IMMOFINANZ AG (AT)	Einzelhandels- und Büroimmobilien	911064	2,20	-15,2%	+20%	-16%	1.129,0
Colonia Real Estate AG	Wohnimmobilien	633800	4,12	-15,7%	+7%	-8%	44,4
DO Deutsche Office AG	Büroimmobilien	PRME02	2,75	-16,3%	-42%	-	180,5
Deutsche Grundstücksauktionen AG	Wohn- und Gewerbeimmobilien	553340	9,32	-28,6%	-20%	-18%	1,6
Eyemaxx Real Estate AG	Einzelhandelsimmobilien	A0V9L9	4,90	-33,1%	+2%	-16%	3,2
Primag AG	Projektentwicklung Wohnimmobilien	587032	1,00	-39,4%	-51%	-24%	4,3
CD Deutsche Eigenheim AG	Projektentwicklung	620833	0,99	-40,7%	-57%	-53%	5,3
Yuniq AG	Wohnimmobilien / Projektentwicklung	A0B7EZ	0,98	-60,0%	-85%	-92%	10,4
BUWOG AG (AT)	Wohnimmobilien	A1XDYU	14,33	-	-	-	99,6

Quellen: fnanztreff.de, boerse-frankfurt.de, Unternehmensangaben, Geschäftsberichte und Zwischenberichte, Analystenschätzungen, eigene Schätzungen, (AT) = österreichischer Titel

MCap (Mio. EUR)	EpS 2013	KGV 2013	EpS 2014	KGV 2014	Divid. 2013	Div.-R. 2013	NAV *	+/- zum NAV **	NAV v. Datum	FFO 2013 *	FFO-R. 2013	FFO 2014 *	FFO-R. 2013
232	2,57	3,1	4,00	2,0	0,00	0,0%	9,78	-18,2%	6-2014	-	-	0,31	3,9%
75	2,47	19,5	-	-	4,80	10,0%	-	-	-	-	-	-	-
3	0,79	1,3	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
21	-0,43	-	-	-	0,00	0,0%	1,04	+42,3%	3-2014	-	-	-	-
25	0,00	325,1	0,23	5,7	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
1.188	2,97	3,5	1,15	8,9	0,00	0,0%	8,71	+18,1%	6-2014	0,50	4,9%	0,56	5,4%
715	0,54	19,2	0,66	15,6	0,00	0,0%	5,70	+80,7%	6-2014	-	-	0,64	6,2%
451	2,65	23,1	-	-	0,50	0,8%	-	-	-	4,55	7,4%	-	-
30	0,12	19,7	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
1.449	0,55	26,9	0,68	21,8	0,40	2,7%	20,40	-27,5%	6-2014	0,88	5,9%	0,74	5,0%
3.062	0,00	-	0,82	17,3	0,00	0,0%	12,96	+9,4%	6-2014	0,83	5,9%	0,85	6,0%
74	1,85	12,9	2,04	11,7	0,53	2,2%	-	-	-	-	-	-	-
1.162	35,11	50,1	-	-	31,00	1,8%	-	-	-	-	-	-	-
3.030	2,55	20,8	3,08	17,2	1,73	3,3%	48,14	+10,3%	6-2014	2,63	5,0%	2,97	5,6%
4.728	1,21	13,5	0,87	18,8	0,34	2,1%	14,20	+15,1%	6-2014	0,78	4,8%	0,73	4,5%
385	0,41	14,0	0,45	12,8	0,20	3,5%	9,80	-41,3%	6-2014	0,49	8,5%	0,66	11,5%
306	1,16	11,9	1,13	12,2	0,45	3,3%	14,58	-5,3%	6-2014	1,07	7,8%	1,20	8,7%
2.158	1,18	32,3	2,12	18,0	0,00	0,0%	30,02	+26,8%	12-2013	1,48	3,9%	1,53	4,0%
82	0,05	68,6	0,14	24,5	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
47	-0,56	-	0,57	8,7	0,25	5,1%	8,63	-42,6%	6-2014	0,69	13,9%	0,56	11,3%
28	0,20	10,9	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
5.312	2,26	9,8	1,18	18,7	0,70	3,2%	20,97	+5,4%	6-2014	1,18	5,4%	1,17	5,3%
50	0,41	30,9	-	-	0,16	1,3%	-	-	-	-	-	-	-
122	0,74	14,9	0,68	16,3	0,00	0,0%	14,84	-25,5%	6-2014	0,45	4,1%	-	-
23	0,06	30,0	0,12	14,6	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
1.217	0,21	44,1	0,67	13,8	0,35	3,8%	9,17	+1,1%	6-2014	0,52	5,6%	0,67	7,2%
353	0,19	40,9	0,41	19,0	0,40	5,1%	8,09	-4,0%	6-2014	0,52	6,7%	0,56	7,2%
1.807	3,17	10,6	2,09	16,0	1,25	3,7%	25,54	+31,1%	12-2013	2,08	6,2%	2,16	6,4%
240	0,12	137,6	-	-	0,41	2,6%	-	-	-	-	-	-	-
14	-0,16	-	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
760	0,49	19,6	0,59	16,3	0,50	5,2%	10,26	-6,2%	6-2014	0,57	5,9%	0,62	6,4%
763	0,09	99,3	0,16	55,9	0,00	0,0%	15,23	-41,3%	6-2014	0,63	7,0%	0,36	4,0%
48	0,09	21,7	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
94	-0,38	-	0,09	109,7	0,00	0,0%	12,65	-22,0%	6-2014	-	-	-	-
98	0,07	88,6	0,46	13,5	0,00	0,0%	11,55	-46,3%	6-2014	0,33	5,3%	0,33	5,3%
41	0,83	6,8	-	-	0,05	0,9%	-	-	-	-	-	-	-
436	0,33	19,3	0,34	18,7	0,35	5,5%	12,58	-49,4%	12-2013	0,94	14,8%	0,72	11,3%
2.484	0,18	12,2	0,18	12,2	0,00	0,0%	4,57	-51,9%	4-2014	-	-	0,21	9,5%
183	-0,23	-	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
496	0,04	68,8	0,42	6,5	0,00	0,0%	4,35	-36,8%	6-2014	-	-	0,28	10,2%
15	0,37	25,4	0,74	12,6	0,39	4,2%	-	-	-	-	-	-	-
16	1,07	4,6	1,10	4,5	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
4	-0,02	-	-	-	0,10	10,0%	-	-	-	-	-	-	-
5	0,05	18,5	-	-	0,00	0,0%	-	-	-	-	-	-	-
10	-5,20	-	-0,53	-1,8	0,00	0,0%	2,60	-62,3%	12-2013	-	-	-	-
1.427	-0,13	-	0,72	19,9	-	-	16,05	-10,7%	4-2014	-	-	0,60	4,2%

\*) Die Kennzahlen NAV und FFO werden nicht von allen Aktiengesellschaften, die Immobilien im eigenen Bestand haben, veröffentlicht. Mit FFO ist hier der FFO I gemeint, d.h. ohne Bereinigung um Instandhaltungsaufwendungen (=AFFO), da viele Unternehmen diese Kennzahl nicht ausweisen. \*\*) Premium (+) oder Discount (-) zum NAV

### Die besseren Anleihen

Verglichen mit anderen Immobilienaktien sind REITs daher wenig volatil. Einige Anleger sehen deshalb auch Alternativen zu Anleihen in diesen Aktien. Laut Dr. Ernst Konrad von Eyb & Wallwitz kann man dies sogar an harten Zahlen festmachen: „Das Beta einer durchschnittlichen Investment-Grade-Anleihe beträgt aktuell rund 0,35, die in Deutschland notierten REITs weisen dagegen ein Beta von 0,5 auf.“ Mit Beta ist die Korrelation zum Aktienmarkt gemeint. Schwankt der Aktienmarkt in Gänze um 1%, steigt eine REIT-Aktie nur um 0,5%, eine Anleihe dagegen nur um 0,35%. „Angesichts dieser nur leicht höheren Volatilität fühlen wir uns bei REITs relativ wohl, immerhin bekommen wir hier 5 bis 6% Dividendenrendite. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass der Dividendenabschlag jeweils wieder aufgeholt wurde, man kann also eine gewisse Parallele zum Coupon einer Anleihe sehen“, sagt Dr. Konrad. Nicht nur verglichen mit Anleihen – auch im Vergleich mit anderen Immobilienaktien zeichnen sich REITs durch geringe Volatilität aus. Allerdings lediglich in den letzten Jahren. Innerhalb eines etwas längeren Betrachtungszeitraums, z.B. ab 2008, zeigt sich, dass auch REITs den Einbruch nach der Lehman-Insolvenz voll mitgemacht haben. Im Unterschied zu geschlossenen oder offenen Immobilienfonds schätzen die Asset Manager von Eyb & Wallwitz die Bewertung der Unternehmen über den Markt. Damit werden die Immobilien präziser bewertet als durch das Gutachten eines Wirtschaftsprüfers.

### Sündenfall am REIT-Markt

Mit Prime Office (zwischenzeitlich in **DO Deutsche Office** umfirmiert) gibt es zudem ein wenig ruhmreiches Beispiel am REIT-Markt: Mitte 2011 gestartet als Kombination mehrerer geschlossener Immobilienfonds, stellte sich der REIT bald als Rohrkrepiierer am Kapitalmarkt heraus. Die Aktie des Unternehmens – das unter anderem so prominente Gebäude wie den neuen SZ-Turm in München im Portfolio hatte – fiel vom Emissionspreis bei 6,20 EUR auf heute nur noch rund 2,75 EUR. Durch eine veränderte Finanzstruktur wurde der REIT-Status verspielt, in einer Fusion mit einer Tochter des US-Finanzinvestors Oaktree wurden die Aktionäre maßgeblich verwässert. Die bei der Fusion 2013 angesetzten Bewertungen wurden von einigen Aktionären der Prime Office REIT stark bezweifelt.



### Solide Adressen

Mit Alstria und Hamborner sind jedoch auch zwei solide Adressen am Markt notiert, beide Aktien notieren mit Abschlag zum inneren Wert (Net Asset Value). Auf Basis der FFO nach Instandhaltung liegt die Rendite hier zum aktuellen Kurs bei rund 4,9% bzw. 6,4%. Beide Unternehmen sind derzeit eher auf der Verkäufer-Seite am Markt aktiv bzw. optimieren ihr Portfolio. Die Gefahr von teuren Investments zu Boom-Zeiten ist daher gering. Die Fremdkapitalseite ist langfristig strukturiert, der größte Teil der Schulden wird erst 2020 fällig. 80% der Mieter von Alstria REIT sind die öffentliche Hand und große Unternehmen, die mit Investment Grade Rating ausgestattet sind. Hamborner REIT hat lediglich einen Verschuldungsgrad von 44,1% bezogen auf den Immobilienwert – trotzdem fällt das Unternehmen durch eine hohe Mietrendite und eine überdurchschnittliche Dividendenrendite (2015 voraussichtlich rund 5,5%) auf. Hamborner ist stark im Einzelhandelssegment aktiv, zu den Mietern gehören Unternehmen wie EDEKA, Kaufland und OBI. Die Mietverträge sind überwiegend sehr langfristig abgeschlossen, parallel dazu ist auch der größte Teil des Fremdkapitals langfristig.

### Die Besten und die Schlechtesten

Genau wie letztes Jahr ist **ADLER Real Estate** erneut der Bestperformer der vergangenen zwölf Monate. An der Wachstumsstory des Unternehmens gibt es trotzdem erhebliche Zweifel. Die Ergebnisse scheinen überwiegend aus Neubewertungen des Portfolios zu kommen, Rücklagen für notwendige Instandhaltungen sind dagegen nicht vorhanden (mehr dazu auf S. 26). Ebenfalls extrem positiv entwickelt hat sich der Kurs von **Stern Immobilien**, einem Projektentwickler mit Fokus auf den Immobilienmarkt in München, Kitzbühel und Istanbul. Gerade im Entwicklungsgeschäft lässt sich aktuell schnell Geld verdienen. Stern kauft und verkauft die Immobilien in relativ kurzer Zeit, die annualisierten Eigenkapitalrenditen der einzelnen Projekte erreichen dabei teilweise mehrere hundert Prozent. Fraglich ist, ob sich in einem überkauften Markt ähnliche Projekte wiederholen lassen. Mit **YOUNIQ** landete eine der schwächsten Aktien aus dem Vorjahr diesmal sogar auf dem letzten Platz der Performance-Tabelle. Trotz interessantem Geschäftsmodell – das Errichten und Betreiben von Studentenwohnheimen – kommt das Unternehmen

operativ nicht in die Spur. Angesichts der Historie sollte hier abgewartet werden. Mit **EYEMAXX** hat die Aktie eines weiteren Projektentwicklers im letzten Jahr entgegen dem Trend eine deutlich negative Entwicklung genommen. Die Aktie büßte im Jahresvergleich rund 30% ein. EYMAXX ist einer der aktivsten Emittenten am Mittelstandsanleihemarkt (siehe S. 72), der Wachstumskurs basiert daher auf verhältnismäßig teurer Fremdfinanzierung. Eine Strategie, die wohl nur in steigenden Immobilienmärkten funktioniert. Drehen diese, fährt EYEMAXX wohl einen zu heißen Reifen.

#### Interne Geschäfte ohne Substanz?

Eine der größeren Erfolgsgeschichten der vergangenen Jahre ist die Aktie der **TAG Immobilien AG** (Kursplus von 170% seit 2009). TAG war seit 2010 extrem stark gewachsen, doch parallel zu ADLER kann die Solidität der Zahlen bezweifelt werden. Durch interne Geschäfte zwischen einzelnen Tochtergesellschaften wurden erhebliche Wertsteigerungen auf dem Papier realisiert, gleichzeitig ging TAG mit dem Rückenwind eines steigenden Kurses auf Akquisiturstour. Zahlreiche Kapitalerhöhungen spülten frische Mittel in die Kasse. Das Unternehmen wurde vom früheren Vorstand Rolf Elgeti wohl eher nach der Maßgabe einer funktionierenden Börsenstory geführt als nach nachhaltigen Ertragsgesichtspunkten. Vielleicht nur konsequent, dass Elgeti nun überraschend aufhört – vielleicht noch genau zum richtigen Zeitpunkt.

#### Du glückliches Österreich?

Verhältnismäßig groß ist der österreichische Markt für Immobilienaktien. Interessant sind hier vor allem die **CA Immobilien Anlagen AG** und die **S IMMO AG**. Letztere ist die Immobilien-AG mit der längsten Historie an der Wiener Börse, der Fokus liegt aktuell auf dem Bestand in Wien und Berlin, zunehmend auch in Osteuropa. Investiert hat das Unternehmen in Wohnimmobilien, Büros, Einzelhandelsobjekte und Hotels. Basierend auf den FFO bringt es S IMMO auf eine Rendite von mehr als 5% auf den NAV, dennoch notiert die Aktie noch immer mit 40% Discount auf diesen.

#### Cleverer Immobilien-Asset-Manager

Auch wenn der Name **Patrizia** regelmäßig bei großen Portfoliokäufen genannt wird – das Geschäftsmodell der Augsburger ist ein völlig anderes als das der meisten Immobilienaktiengesellschaften. Patrizia versteht sich als Asset Manager für institutionelle Investoren im Immobiliensektor. Durch Co-Investments steckt das Unternehmen meistens etwas eigenes Geld in einzelne Portfolios. Die größte Transaktion 2013 war die Übernahme der GBW AG mit rund 32.000 Wohnungen von der BayernLB. Der Übernahmepreis lässt Phantasie zu, die AuM (Assets under Management) haben sich in den letzten zwei Jahren fast verdoppelt. 80% der Erträge kommen nun aus Verwaltungsgebühren und erfolgsabhängiger Vergütung, 2014 wird damit ein neues Rekordergebnis erwartet. Das Eigenkapital soll Ende 2015 zwischen 80 und 90% liegen. Patrizia ist ein risikoarmer Weg, um indirekt die Immobilien-Story mitzuspielen.

#### Fazit

Die Mieten in manchen Regionen Deutschlands sind bereits am Anschlag, die Preise reflektieren größtenteils das günstige Zinsniveau – so auch bei den börsennotierten Immobilien-AGs. Angesichts dieser Situation kommen einem die Bewertungen mancher Gesellschaften doch sehr ambitioniert vor. Ergebnissteigerungen können bei vielen Gesellschaften nur noch durch sinkende Finanzierungskosten bewerkstelligt werden und nicht durch die Erhöhung der Mieten. Die Immobilienaktien hängen damit am Tropf der Banken und der Kapitalmärkte. Noch glänzt das Betongold, wenn auch nur noch matt, denn viel Luft nach oben bleibt bei vielen Titeln nicht mehr. Startet dagegen ein Crack-up-Boom, dürften Immobilienaktien weiterhin als sicherer Hafen angesehen werden. In zwei weiteren Artikeln zum Thema Immobilien beschäftigen wir uns zusätzlich mit den unseriösen Bilanzierungspraktiken zweier Gesellschaften (siehe S. 26) und mit den Anleihen verschiedener Immobilienunternehmen an den Mittelstandssegmenten (siehe S. 72).

*Christoph Karl*

Anzeige

## Sie haben es in der Hand: VERDIENEN SIE MIT JEDEM VERKAUFTEN SMARTPHONE.

2012 wurden weltweit mehr als 717 Millionen Smartphones verkauft – Tendenz steigend. Mit TRADIUM profitieren Sie von diesem Trend. Investieren Sie jetzt in Seltene Erden und Strategische Metalle.



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

**TRADIUM**  
The key element in your business

## Immobilienaktien

# Strong Sell

## Kreative Buchführung kommt auch in der Immobilienbranche vor

Mit einem Plus von fast 170% war die ADLER Real Estate AG (WKN 500800) in den letzten 12 Monaten erneut die am besten laufende Immobilienaktie in Deutschland. In den letzten drei Jahren hat das Papier sogar eine Performance von mehr als 1.500% eingebracht. Beeindruckende Zahlen – doch geht hier wirklich alles mit rechten Dingen zu?

### Expansion durch Akquisition

Insbesondere in den letzten beiden Jahren hat ADLER Real Estate ein sehr schnelles Wachstum, gepaart mit einer aggressiven Bilanzierung, an den Tag gelegt. Der Expansionskurs gipfelte im Frühjahr dieses Jahres damit, dass durch einen Aktientausch 92,4% an der Estavis AG übernommen wurden (im Verhältnis 25 Estavis-Aktien zu 14 ADLER-Aktien). Zuvor hatte sich die Estavis AG ein Wohnungsportfolio mit Beständen in Bayern, Berlin, Nordrhein-Westfalen, Sachsen und Sachsen-Anhalt mit insgesamt 4.300 Einheiten gesichert. Im Mai erwarb ADLER zusätzlich weitere acht Wohnungsportfolios mit insgesamt 8.000 Wohnungen und 450 Gewerbeeinheiten für 409 Mio. EUR. Finanziert wurde der Zukauf u.a. mit zwei Mittelstandsanleihen. Im Juli konnte das Volumen der im April begebenen Anleihe von 50 auf 100 Mio. EUR aufgestockt werden. Das Halbjahresergebnis wirkt mit einem Gewinn nach Steuern in Höhe von über 105 Mio. EUR sehr beeindruckend.

### Einmaleffekte und Wertanpassungen

Ein genauerer Blick sorgt dann aber für eine gewisse Ernüchterung. Eliminiert man das Ergebnis um die Einmaleffekte aus Anpassungen des Fair Values von 105 Mio. EUR und um den Sonderertrag aus der Konsolidierung der Estavis AG in Höhe von 25 Mio. EUR, ist das Ergebnis mit 25 Mio. EUR tiefrot. Auch die Ergebnisse der Jahre davor wurden durch solche Bilanztricks geschönt. Diese Zuschreibungen stehen im krassen Widerspruch zur Realität. Das große Problem bei Immobilienportfolios, wie dem von ADLER erworbenen, ist die Tatsache, dass der Verkäufer in der Regel keinerlei Rücklagen für Reparaturen gebildet hat. Diese wurden

aus den laufenden Mietüberschüssen bezahlt. Sollten dagegen Rücklagen vorhanden sein, verbleiben diese beim Verkäufer. In der Halbjahresbilanz 2014 werden Rückstellungen von knapp 4,6 Mio. EUR ausgewiesen, diese aber dienen nur für etwaige Gewährleistungsansprüche gegenüber Dritten. Bis heute bildet die Gesellschaft keinerlei Rückstellungen für Instandhaltung, sondern bezahlt anfallende Reparaturen erneut aus dem laufenden Geschäft. Dies erklärt auch, warum bei Mieteinnahmen in Höhe von 26,2 Mio. EUR im ersten Halbjahr 2014 ein Materialaufwand von 14,7 Mio. EUR angefallen ist. Die Bewirtschaftungskosten machen mehr als 50% der Einnahmen aus. Dabei sind Personalkosten in Höhe von 1,1 Mio. EUR und Zinsaufwendungen von 13 Mio. EUR nicht mitberücksichtigt.

### Kann das langfristig funktionieren?

Bei einem Zinsniveau von 2 bis 3% für das Fremdkapital könnte ADLER eventuell mit seinem Portfolio Gewinne erwirtschaften. Dreht das Zinsniveau jedoch, wird es kritisch. Mit den Anleihen ist ADLER derzeit übrigens zu 8,75% und 6,00% verschuldet. Für die Fair Value-Bewertung hat die Gesellschaft 2013 verglichen mit 2012 zwei von vier Parametern entscheidend verändert. Die angenommenen Verwaltungskosten wurden von 6,5% auf 5,0% und die Instandhaltungskosten je Quadratmeter von 12 auf 10 EUR gesenkt. Somit konnten auch 2013 die Bestände, welche bereits 2012 von einer Fair-Value-Anpassung profitiert haben, erneut eine solche erfahren. Den Nachweis, ob die ausgewiesenen Werte bei einem externen Verkauf erzielt werden können, blieb ADLER bis heute schuldig. Viele Konkurrenten verzichteten auf eine solche Bilanzkosmetik und weisen erst bei einem erfolgreichen Verkauf den entsprechenden Gewinn aus. Bis Ende 2013 hat die ADLER AG dagegen noch keine steuerpflichtigen Gewinne erzielt. Der körperschaftsteuerliche Verlustvortrag betrug Ende 2013 ca. 6,2 Mio. EUR (Vorjahr 1,6 Mio. EUR) und der gewerbesteuerliche Verlustvortrag 8,1 Mio. EUR (Vorjahr 3,1 Mio. EUR). Ob und wann diese Verlustvorträge aufgebracht sein werden, ist derzeit noch nicht abschätzbar.

Illustration: iStock / Isyert

# Perspektive: Expansion

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.

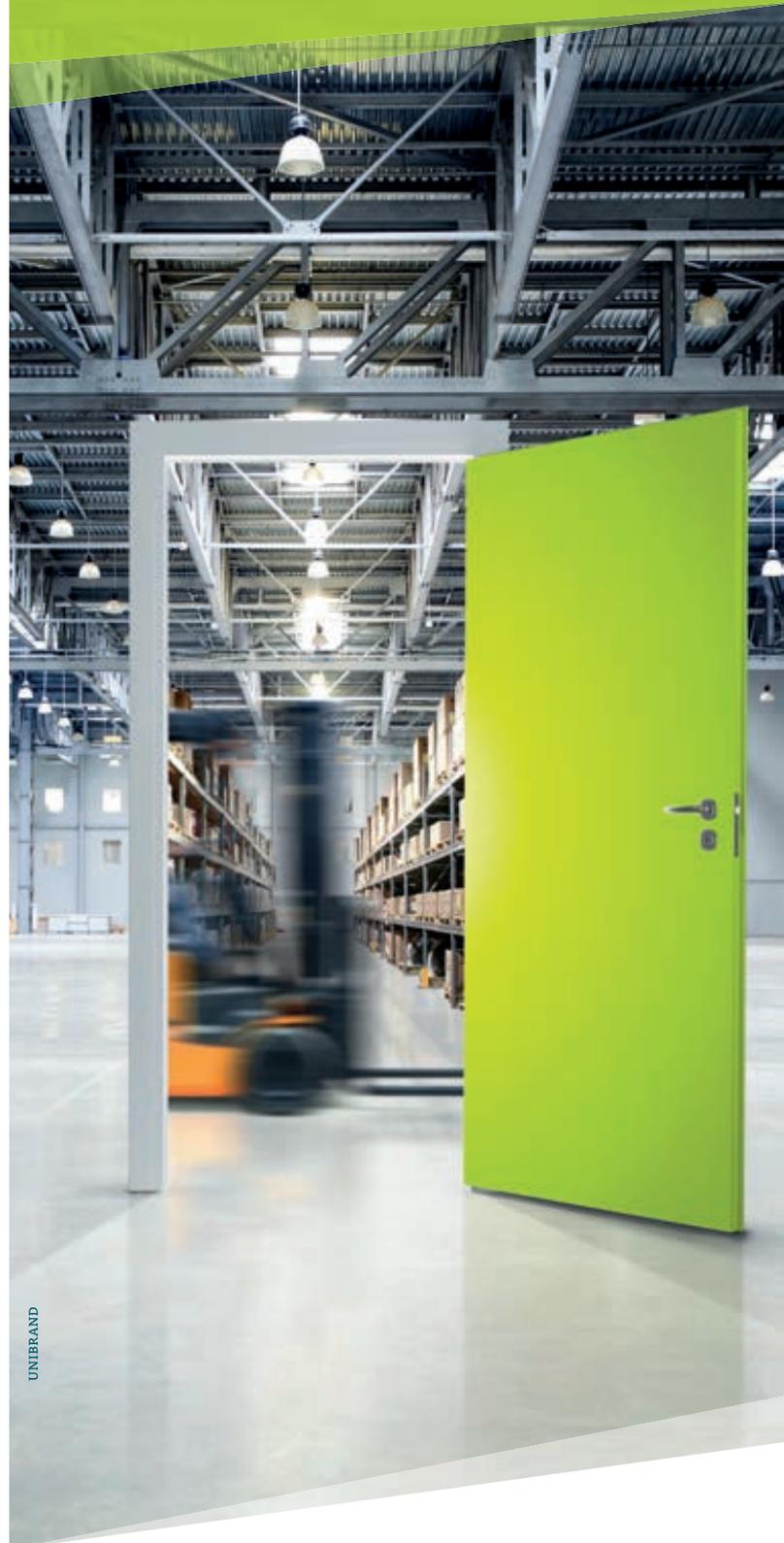
## Osteuropa-Connection macht auf Mittelstand

Nachdem die Versuche in Osteuropa gescheitert sind, versucht die DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG (WKN A0XF5F), früher firmierend unter MAGNAT Real Estate AG, ihr Glück nun in Deutschland. Seit der Neuausrichtung mit dem neuen Fokus auf Investitionen in deutsche Gewerbeimmobilien hat sich der Kurs von seinem Tief bei 0,23 EUR schon mehr als verfünffacht und notiert mit 1,59 EUR mittlerweile beim mehr als vierfachen NAV. Es darf stark bezweifelt werden, ob hier noch weitere Kurszuwächse zu erwarten sind. Denn auch DEMIRE bewertet sofort nach einem Kauf den Wert einer Immobilie neu. Im letzten Geschäftsjahr wies das Unternehmen einen Beitrag zum Ergebnis von 2,9 Mio. EUR aus der Anpassung des Fair Values aus. Die zugrundeliegenden Immobilien haben gemäß dem Konzernabschluss 2013 einen Leerstand zwischen 31,8 und 49,2%. Für eine Neubewertung wäre es zumindest angebracht gewesen, mit einer Zuschreibung so lange zu warten, bis dieser Leerstand deutlich reduziert ist. Für eine Gesellschaft mit einer Bilanzsumme von 48 Mio. EUR sind auch Verwaltungskosten von 4,6 Millionen eindeutig zu hoch. Hier verstärkt sich vielmehr der Eindruck, dass alles versucht wird, um weitere Aktionärsgelder in andere Taschen zu leiten. Auf jeden Fall müssen in den kommenden Jahren die Mieteinnahmen deutlich steigen (2013 nur rund 0,7 Mio. EUR) – allein schon, um die laufenden Kosten zu decken. Ganz zu schweigen von den Zinsen der im September emittierten Anleihe über 50 Mio. EUR, die mit 7,5% Coupon ausgestattet ist.

## Fazit

Eigentlich ist das Geschäftsmodell solcher Unternehmen klar: Zunächst wird ein Portfolio gekauft, um auf der Immobilien-Welle mitzureiten – finanziert wird dieses jedoch viel zu teuer (Stichwort Mittelstandsanleihe). Entstehen daraus die erwartbaren Verluste, werden diese mittels Bilanzakrobatik „ausgeglichen“. In der Zwischenzeit werden üppige Gehälter und Boni bezahlt. Natürlich hält das Management bei solchen Konstruktionen nicht allzu viele Aktien selbst – keiner weiß schließlich besser, was hinter der Aktie steckt. Solange der Kapitalmarkt mitspielt, lassen sich neue Zukäufe finanzieren und es geht in die nächste „Wachstumsrunde“. Falls das „gut“ geht, lässt sich der Bestand irgendwann an einen noch Dümmeren verkaufen (Bigger-Fool-Theorie). In diesem Fall wird aus der Luftnummer tatsächlich echter Gewinn. Geht es aber schief, ist die Insolvenz vorgezeichnet – lediglich die handelnden Personen haben in der Zwischenzeit schon ihren Schnitt gemacht. ■

*Tom Höder*



UNIBRAND

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

183059  
3261891  
320937  
börse  
münchen

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

## Immobilien

# Antizyklische Worte zum **Wohnungskauf**

Warum es sich lohnen dürfte, im aktuellen Immobilienboom einen kühlen Kopf zu bewahren.



## Bauboom der Extraklasse

Derzeit findet in Deutschland ein regelrechter Bauboom statt. Die niedrigen Hypothekenzinsen auf der einen und die niedrigen Zinsen für Sparguthaben auf der anderen Seite „zwingen“ die Anleger praktisch zum Immobilienkauf (Abb. 1). Der ungewöhnlich starke Preisanstieg der letzten Jahre feuert die Kaufbereitschaft weiter an. Potenzielle Investoren erwarten weitere Preissteigerungen, so unwahrscheinlich diese auch sein mögen. Nüchtern betrachtet ist insbesondere ein Kauf von Eigentumswohnungen trotz Mietersparnis weniger lohnenswert als von vielen erwartet.

Aber nicht nur die Wertsteigerung der letzten Jahre begeistert Investoren. Seit 1976 sind die Preise für Eigentumswohnungen (Neubau) um satte 129% gestiegen (Abb. 2). So eindrucksvoll das auf den ersten Blick erscheint, entspricht es lediglich einer Wertsteigerung von 2,2% pro Jahr. Die Inflationsrate lag im gleichen Zeitraum übrigens bei 2,3% pro Jahr.

Zu berücksichtigen ist zudem, dass sich auch die Preise für Eigentumswohnungen historisch in Zyklen bewegt haben. Nach einer Preissteigerung von 31% während der letzten fünf Jahre ist die Luft dünn geworden. Von 1995 bis 1999 kam es – ebenfalls nach überproportionalen Preissteigerungen – in diesem Segment beispielsweise zu einem Rückgang um 6%. Aus antizyklischer Sicht ist aktuell also nicht der beste Zeitpunkt, um solche Immobilien zu kaufen (Abb. 3).

## Realistische Bewertung

Entscheidend für die Preiswürdigkeit einer Wohnung ist das Verhältnis von jährlicher Kaltmiete zum Kaufpreis (Bruttomietrendite). Während die Immobilienpreise stark schwanken, sind die Mietrenditen relativ konstant. Von 1976 bis 2013 betrug die durchschnittliche Bruttomietrendite für Eigentumswohnungen in den größten deutschen Städten 3,9% p.a. (Abb. 4). Aufgrund des Preisanstiegs der letzten Jahre fielen diese Renditen deutlich und liegen in Top-Lagen deutscher Großstädte aktuell nur noch bei rund 3% p.a.

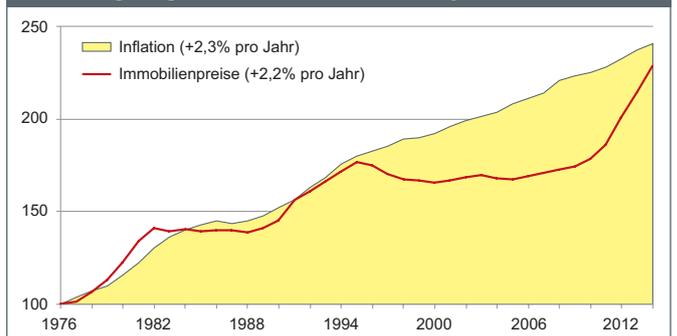
Abb. 1: Zinsen auf Rekordtief – ein „zwingender“ Investitionsgrund?



Foto: iStock / JOHN GOMEZ

Zinssatz für Wohnungsbaukredite, mind. 10 Jahre Laufzeit  
Deutschland, Januar 1976 - August 2014

Abb. 2: Langfristiger Aufwärtstrend mit starken Zyklen



Immobilienpreise für Eigentumswohnungen und Inflation in  
Deutschland (1976–2013); Quelle: bulwiengesa AG,  
Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

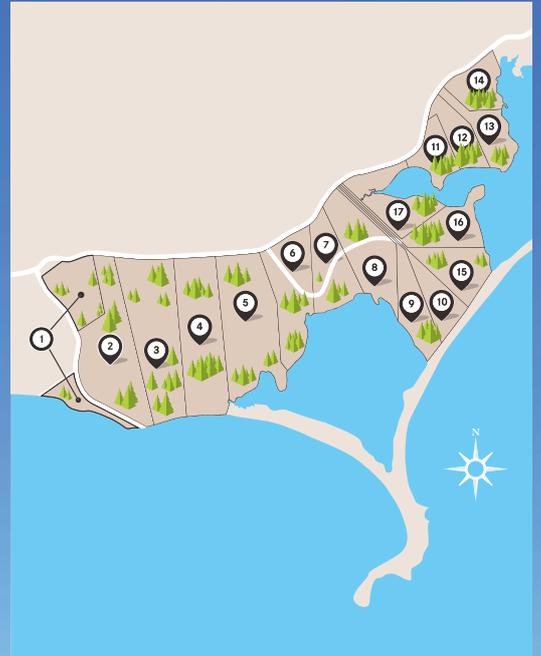
## Kosten nicht vergessen

Von dieser Bruttomietrendite müssen noch die laufenden Nebenkosten abgezogen werden. Instandhaltungsaufwendungen sind beispielsweise am Anfang der Immobiliennutzung relativ gering, erhöhen sich aber im Zeitablauf deutlich. Bei einer angenommenen Nutzungsdauer einer Wohnung von 50 Jahren ergibt sich so ►

## *Knapp und begehrt*

### Solides Investment in Kanada

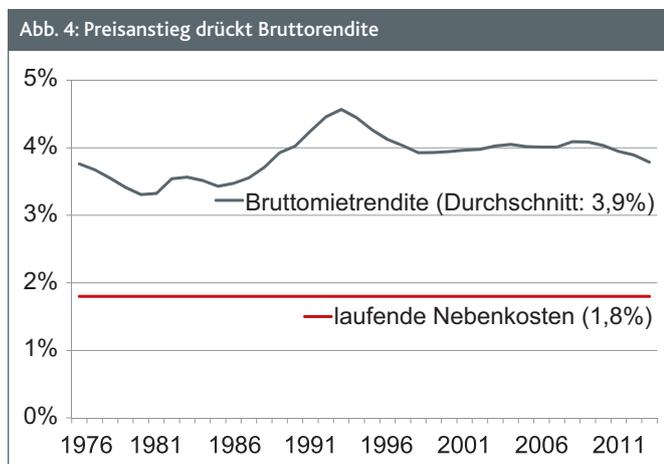
- Optimales Kapitalschutz-Investment oder Ferien- / Ruhestandsdomizil
- Wunderschöne Seeufer- / Atlantikufelage; voll erschlossen, zur Bebauung geeignet
- Großzügige Grundstücke zwischen 20.000 m<sup>2</sup> und 90.000 m<sup>2</sup>; Besichtigung direkt vor Ort jederzeit möglich



Jetzt Exposé anfordern:  
[www.solit-canada.com](http://www.solit-canada.com)  
**0800-4004 220**  
(kostenlose Servicehotline)



Jährliche Veränderung der Immobilienpreise für Eigentumswohnungen in Deutschland (1976–2013), Quelle: bulwiengesa AG, eigene Berechnungen



Bruttomietrendite für Eigentumswohnungen in Dtl. (1976–2013); Quelle: bulwiengesa AG, eigene Berechnungen

ein jährlicher Instandhaltungs- bzw. Abschreibungsaufwand von durchschnittlich 2% p.a. Diese beziehen sich aber nur auf den Gebäudeteil. Bei einer Eigentumswohnung in einem Mehrfamilienhaus dürfte der Gebäudeanteil ca. 85% und der Grundstücksanteil entsprechend nur ca. 15% betragen. Die Instandhaltungsaufwendungen betragen dann 1,7% bezogen auf die gesamte Immobilie (2% x 0,85). Daneben entstehen für Wohnungseigentümer noch Kosten für die Hausverwaltung in Höhe von ca. 0,1% p.a. Umlagefähige Nebenkosten wie Heizungskosten werden nicht berücksichtigt, da Mieter diese genauso bezahlen müssen wie die Besitzer selbstgenutzter Eigentumswohnungen. Nach Abzug der laufenden Nebenkosten (1,8%) von der Bruttomietrendite (3,9%) ergibt sich eine Nettomietrendite von nur noch 2,1%.

**Teurer Erwerb**

Auch beim Kauf von Immobilien entstehen Kosten: Die Grunderwerbsteuer beträgt – je nach Bundesland – aktuell zwischen 3,5% und 6,5% – im Durchschnitt 5,0%. Hinzu kommen Notargebühren (1,0%) und Kosten für den Grundbucheintrag (0,5%). Muss ein Makler beauftragt werden, fällt zusätzlich Provision an, die wir hier mit durchschnittlich 3,5% des Kaufpreises annehmen. Durch gesetzliche Änderungen („Bestellerprinzip“) können in dieser Hin-

sicht künftig auch beim Verkauf noch einmal Kosten auf den Eigentümer zukommen, zumindest dann, wenn er darauf angewiesen ist, schnell einen Käufer zu finden. Zusammengerechnet belaufen sich die Anschaffungsnebenkosten auf 10% des Kaufpreises. Über die gesamte Nutzungsdauer einer Immobilie von 50 Jahren ergeben sich so zusätzliche Kosten in Höhe von 0,2% pro Jahr.

**Renditevergleich**

Nach Abzug aller Kosten errechnet sich ein Gesamtertrag für selbstgenutzte Eigentumswohnungen von 4,1% p.a. Unter Berücksichtigung der Inflationsrate beträgt der reale Gesamtertrag lediglich 1,8% (Tab.). Dies ist wahrscheinlich deutlich weniger als die meisten Immobilienkäufer erwarten. Im Falle einer Fremdfinanzierung müssten die Finanzierungskosten auch noch abgezogen werden. Je nach Fremdkapitalanteil kann die reale Gesamterrendite selbst bei den aktuell rekordtiefen Zinsen dann sogar negativ werden.

Hinsichtlich der langfristigen Maximierung der Kaufkraft ist die Aktienanlage dem Wohnungskauf deutlich überlegen. Der Deutsche Aktienindex DAX erzielte im selben Zeitraum eine Rendite von 7,7% vor Abzug der Inflation und 5,4% nach Abzug der Inflation (s. Tab.).

Mit Aktien beteiligt man sich an Unternehmen. Diese nutzen sich im Gegensatz zu Immobilien nicht ab, sondern gewinnen im Zeitablauf an Wert, falls die Produktivität gesteigert werden kann. Mit einer Investition in das reale Produktivvermögen konnte man so von 1976 bis 2013 durchschnittlich 3,6% pro Jahr mehr an Kaufkraft schaffen als mit Immobilien (Abb. 5).

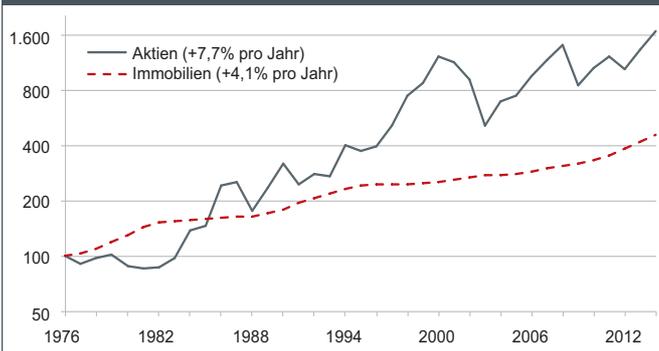
**Gravierende Nachteile**

Immobilien erzielen aber nicht nur weniger Rendite als Aktien, sondern haben auch noch weitere Nachteile. Wie der Name schon sagt, sind Immobilien immobil, also nicht beweglich. Während man ein Wertpapierdepot problemlos bei einem Umzug „mitnehmen“ kann, bleibt die Immobilie ortsgelassen.

Ein zweiter großer Nachteil von Immobilienbesitz ist dessen Illiquidität. Im Gegensatz zu Aktien werden Immobilien nicht an der Börse gehandelt und sind deshalb auch nicht jederzeit veräußerbar. Es kann lange dauern, bis man einen Käufer für seine Immo-

Jährliche Ertragsprofile im Vergleich (Deutschland 1976-2013)		
	Eigentumswohnungen	Aktien
Bruttomietrendite (= Mietersparnis) bzw. Aktien (Kursentwicklung + Dividenden)	3,9%	7,7%
- laufende Nebenkosten	1,8%	-
= Nettomietrendite	2,1%	-
Wertsteigerung	2,2%	-
- Inflation	2,3%	2,3%
= Reale Wertsteigerung	- 0,1%	-
- Kaufkosten (über 50 Jahre verteilt)	0,2%	-
= Realer Gesamtertrag	1,8%	5,4%

Abb. 5: Aktien schlagen Immobilien



Wertentwicklung Immobilien und Aktien in Dtl. (1976–2013);

Quelle: bulwiengesa AG, Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

bilie gefunden hat. Ist man unter Zeitdruck, dann ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass man Preiszugeständnisse machen muss und auch unter Verkehrswert verkauft. Für die Ersatzimmobilie entstehen wiederum hohe Kaufkosten (s.o.).

Zuletzt sei noch erwähnt, dass eine Immobilie bei den meisten Personen den größten Teil ihres Vermögens ausmacht. Dadurch besteht ein erhebliches Klumpenrisiko. Würden Sie in einen Fonds investieren, der nur eine Aktie enthält?

### Fazit

Immobilien sind grundsätzlich eine attraktive, ertragsbringende Anlageklasse. Eine selbstgenutzte Wohnung kann deshalb nicht nur die Lebensqualität erhöhen, sondern auch zum Vermögensaufbau beitragen. Die zu erzielende Rendite mit Eigentumswohnungen dürfte aber überschätzt werden. Seit 1976 konnte man damit eine durchschnittliche Rendite von 4,1% p.a. vor Inflation und 1,8% p.a. nach Abzug der Inflationsrate erzielen. Wer jetzt noch eine Immobilie in guter Lage erwirbt, sollte mit einer geringeren Rendite rechnen. Eine Finanzierung mit Fremdkapital kann sogar zu einer leicht negativen Realrendite führen. Darüber hinaus sind Immobilien immobil und illiquide. Eine Anlageklasse, die deutlich mehr Rendite abwirft und die genannten Nachteile nicht hat, ist die Aktie. Wer tiefer in das Thema einsteigen will, dem sei das Buch „Kauf oder Mieten“ von Gerd Kommer empfohlen, der dem Autor auch viele wertvolle Hinweise für diese Ausarbeitung gegeben hat.

Benjamin Knöpfler



„Kauf oder mieten? Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen“, Gerd Kommer, Campus Verlag, 248 S., 24,90 EUR

Anzeige

## MACK & WEISE

### VERMÖGENSVERWALTUNG

„Durch alle Papiergeldmanöver hat das Gold seine Rolle als Wertmaß nie verloren.“

(Hjalmar Schacht, 1877 – 1970, Reichsbankpräsident)

## Österreichische Schule

# Betriebliche Vorsorge auf österreichisch!?

Mit PensFlex starten die Privatbankiers von Reichmuth & Co in Deutschland ein Zeitwertkonten-Angebot nach Schweizer Vorbild

Seit Einführung des „Gesetzes zur sozialrechtlichen Absicherung flexibler Arbeitszeitkontenmodelle“, kurz Flexi-Gesetz, sind in Deutschland sogenannte Zeitwertkonten möglich. Damit wird es Arbeitnehmern und Arbeitgebern gestattet, Arbeitszeiten flexibler zu gestalten und kapitalgedeckt Vorsorge zu betreiben. Was für Großkonzerne in der Umsetzung ein Leichtes ist, fällt vielen Mittelständlern häufig schwerer. Mit dem PensFlex-Angebot, das die Schweizer Privatbank Reichmuth zusammen mit den Experten der netvisory GmbH aus Frankfurt anbietet, gibt es nun auch eine für kleine und mittlere Unternehmen praktikable Lösung. Auf einer Veranstaltung in München stellten Anfang Oktober Karl Reichmuth und Dr. Thomas Haßlöcher von der netvisory GmbH ihren Ansatz vor. Dazu hatten sie mit Dr. Peter Hartz (früherer VW-Arbeitsdirektor und später Leiter der Hartz-Kommission der Regierung Schröder) einen Vorreiter des Zeitwertkontos eingeladen. Volkswagen führte bereits vor mehr als 15 Jahren sogenannte Zeit-Wertpapiere ein, mehr als 95% der Beschäftigten nutzen mittlerweile dieses Instrument.

## Zeit einbezahlen

Grundsätzlich gibt es zwei Wege, um das Zeitwertkonto zu befüllen: Durch das „Einbezahlen“ von Arbeitszeit in Form von Überstunden, Mehrarbeit und Urlaubsverzicht oder durch Ansparen aus dem Bruttolohn. Solche Einzahlungen müssen nicht kontinuierlich geleistet werden, sondern können auch durch Einmalzahlungen erfolgen. Daneben kann ein Arbeitgeber Zuschüsse gewähren. Der Ausgleich von geleisteter Mehrarbeit erfolgt durch Umrechnung zu aktuellen Stundensätzen. Überstun-



Foto: iStock / Ivan Bliznetsov

*Arbeitszeit konservieren statt Überstunden abfeiern?*

den und Rest-Urlaubstage müssen nicht mehr sinnlos „abgefeiert“ werden. Dafür gibt es Steuervorteile, denn die Bruttobeträge werden 1:1 auf das Zeitwertkonto einbezahlt. Bei einer privaten Vorsorge müsste ein Arbeitnehmer daher entsprechend mehr aus dem versteuerten Nettoeinkommen ansparen. Unter Annahme des Spitzensteuersatzes kann damit fast doppelt so viel Vermögen aufgebaut werden. Die Steuerlast und die Sozialabgaben auf die im Zeitwertkonto angesparte Summe werden in die Zukunft verschoben und damit gestundet.

## Zeit abheben

Doch das Zeitwertkonto ist keine Einbahnstraße – gerade die Möglichkeiten der Auszahlung ermöglichen viel Flexibilität. Plant der Arbeitnehmer früher in Rente zu gehen (Stichwort Rente mit 67), ein Sabbatical-Jahr zu nehmen, ein Studium aufzunehmen, die kranken Eltern zu pflegen oder bei vollem Lohnausgleich Teilzeit zu arbeiten (z.B. um sich der Kindererziehung widmen zu können), kann das Zeitwertkonto ausbezahlt werden.

Der in diesem Zeitraum ausbezahlte Lohn wird dann aus dem Kapitalstock entnommen. Nun wird auch die zuvor gestundete Steuer bezahlt. Idealerweise jedoch zu einem deutlich geringeren Steuersatz, da das zu versteuernde Einkommen im Normalfall während der Auszeit geringer ausfällt. Das Gehalt muss während der Auszeit zwischen 70 und 130% des letzten Gehalts betragen. Zu jedem Zeitpunkt können einem Arbeitnehmer seine Alternativen vorgerechnet werden.

## Kapitaldeckung macht den Unterschied

Anders als die staatlichen Sozialversicherungen basiert das Zeitwertkonto auf Kapitaldeckung und nicht auf einem Umlageverfahren. Die Höhe der Auszahlungen bemisst sich also ausschließlich am vorhandenen Kapitalstock, nicht an willkürlich durch Politiker definierten Renten- und Pflegesätzen. Das System sorgt für Transparenz, denn der Arbeitnehmer hat zu jedem Zeitpunkt Zugriff auf seinen Kontostand. Auch der Arbeitgeber profitiert vom Zeitwertkonto: Rückstellungen für Urlaub

und Überstunden werden aus der Bilanz genommen. Die Anlagen aus den Zeitwertkonten werden im Auftrag der Angestellten von einem Treuhänder gehalten. Dadurch sind die Anlagen auch im Fall einer Insolvenz sicher – Arbeitnehmern droht hier also nicht der zeitgleiche Verlust von Job und Vorsorgekonto. Scheidet ein Arbeitnehmer aus dem Unternehmen aus, kann er sein Zeitwertkonto auch von der Deutschen Rentenversicherung verwalten lassen.

#### **Bestandsgarantie schränkt Anlagespektrum ein**

Problematisch ist in Deutschland weiterhin die vom Gesetzgeber geforderte Bestandsgarantie. Die Auszahlung aus dem Zeitwertkonto darf damit zu keinem Zeitpunkt unter den Einzahlungen liegen. Der Staat möchte damit den Arbeitnehmer vor Verlusten beschützen – in Realität erreicht er damit jedoch exakt das Gegenteil. Denn je sicherer eine Anlage sein muss, desto unflexibler wird sie. Mittels Garantiefonds (unter anderem von der DWS erhältlich)

oder einer Garantie des Arbeitgebers kann diese Vorgabe erfüllt werden, beides beinhaltet jedoch Fallstricke: Garantiert der Fondsanbieter die Auszahlung von mindestens 100%, ist das Investitionsspektrum des Fonds von vornherein klar umrissen: vermeintlich sichere Anleihen. Gibt der Arbeitgeber die Garantieverpflichtung ab, dürfen theoretisch auch im größeren Stile Aktien oder andere Sachwerte gekauft werden. Das Unternehmen läuft jedoch Gefahr, genau jene Risiken erneut in seine Bilanz zu bekommen, die mittels Zeitwertkonto ja eigentlich ausgegliedert werden sollten.

#### **Kapitaldeckung ja, Sachwert bislang nein**

Von einer wirklich „österreichischen“ Anlage ist der Zeitwert-Sparer also weit entfernt. „Wir wollen die größtmögliche Flexibilität und maximale Eigenverantwortung der Arbeitnehmer in der betrieblichen Vorsorge erreichen. Wir sind Vorreiter einer modernen Vorsorge in Deutschland und werden dies auch gerichtlich klären lassen“ sagt Dr. Haßlöcher von der netvisory GmbH dazu.

In der Schweiz gibt es seit 2007 im Übrigen nichts Analoges, dennoch sind hier je nach Alter des Arbeitnehmers gewisse Obergrenzen für die Aktienquote definiert. In der Regel definieren Unternehmen drei verschiedene Anlagemöglichkeiten mit verschiedenen Risikoeinstellungen zum Ansparen. Grundsätzlich zulässig sind alle für den Vertrieb in Deutschland zugelassenen Fonds. Unter diesen erschwerten Bedingungen muss ein Zeitwertkonto derzeit mindestens Inflationsausgleich sicherstellen – denn nur dann lässt sich Arbeitszeit tatsächlich über längere Zeiträume konservieren. Bei den jetzt tiefen Zinsen dürfte dies schwierig sein. ■



*Dr. Thomas Haßlöcher,  
netvisory GmbH*

*Christoph Karl*

Anzeige

**INTERNATIONALE**

**EDELMETALL- & ROHSTOFFMESSE 2014**

**DIE NUMMER 1 IN EUROPA!**

**7. & 8. NOVEMBER 2014**  
**EVENT ARENA / OLYMPIAPARK MÜNCHEN**

Organisation & Veranstalter:

**GOLDSEITEN.DE**  
DIE GOLDSEITEN

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

[WWW.EDELMETALLMESSE.COM](http://WWW.EDELMETALLMESSE.COM)

## Lebensart &amp; Kapital – International

# Latinos haben das Wohlfühl-Gen

Der Gallup-Healthways Well-Being Index verrät einiges über das Wohlbefinden der Menschen in unterschiedlichen Regionen der Welt.

Das Leben ist in den vergangenen zwei Jahrhunderten weltweit im Schnitt sicherlich einfacher geworden (siehe auch Kasten: Die Lebensqualität hat sich verbessert). Glücklich sind deswegen aber noch lange nicht alle Menschen. Wie aus dem aktuellen Gallup-Healthways Well-Being Index hervorgeht, sind nur 17% der Einwohner in den einbezogenen 135 Ländern (befragt wurden 133.000 Menschen) bei drei oder mehr Wohlfühl-Faktoren sehr zufrieden. Berücksichtigung fanden dabei die fünf Kriterien Berufsleben, Privatleben, finanzielle Lage, Wohnort/Gemeinschaft sowie Gesundheit.

## Aussagekräftige Länder-Rangliste

Sehr interessant ist auch die Länder-Rangliste selbst: Diese wird angeführt von Panama, Costa Rica und Dänemark, während die letzten drei Plätze von den Ländern Haiti, Afghanistan und Syrien belegt werden. Unter den zehn „glücklichsten“ Ländern befinden sich sechs mittel- und südamerikanische Staaten. Weil dort der Wohlstand nicht am höchsten ist, macht dieses Ergebnis wieder einmal deutlich: Das Wohlbefinden hängt nicht nur vom finanziellen Wohlstand ab. Darauf weist auch ausdrücklich Angus Deaton von der Princeton Universität hin: „Nur Dinge wie das Bruttoinlandsprodukt zu messen, greift viel zu kurz. Das Einkommen ist für die Leute zwar wichtig, zählt aber nicht allein. Man kann auch reich und unglücklich sein oder arm und glücklich.“

Wenn das nicht stimmen würde, wäre Deutschland deutlich besser platziert als nur auf Rang 29. Denn finanziell gesehen geht es 55% sehr gut und nur 13% leiden finanziell. Weltweit ist das der fünfbeste

Wert und das liegt auch deutlich über den Durchschnittswerten für Europa (37% und 23%). Sehr zufrieden sind zudem 42%

(Platz sechs weltweit) mit der Gemeinschaft, in der sie leben. Europaweit sagen das nur 28% von sich. Nur mittelmäßig

## Die Lebensqualität hat sich verbessert

Speziell wir Deutschen neigen dazu, unser Leben schlechter zu reden als es ist. Doch in Wahrheit geht es uns verglichen mit früheren Generationen nicht so schlecht. Wer das nicht glaubt, der sollte sich die OECD-Studie „How was life? Global well-being since 1820“ ansehen. Darin wird die Entwicklung der Lebensqualität seit 1820 verglichen. Und siehe da: Die Lebensqualität der Menschen hat sich seit dem frühen 20. Jahrhundert gemessen an Einflussfaktoren wie Gesundheit, Bildung, soziale Gleichheit, Umwelt oder persönliche Sicherheit in großen Teilen der Welt verbessert. Mit Ausnahme der Länder südlich der Sahara haben sich zudem gerade in jüngerer Zeit die Lebensbedingungen global stärker angeglichen als das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf.

Ein kombinierter Indikator aller erforschten Dimensionen zeigt aber auch, dass verbesserte Einkommen und höhere Wirtschaftskraft nicht notwendig auch zu Fortschritten in anderen Lebensbereichen führen. Das Bruttoinlandsprodukt allein spiegelt also die Lebensqualität nur ungenügend. Laut der Studie sind die Löhne einfacher Arbeiter seit 1820 inflationsbereinigt um das Achtefache gestiegen, während das globale BIP sogar zehn Mal so hoch kletterte. Der

Anstieg fiel allerdings in Westeuropa, Nordamerika, Australien, Nahost und Nordafrika stärker aus als in anderen Regionen. Die Ungleichheit der Einkommen hat sich zwischen dem Ende des 19. Jahrhunderts und 1970 verringert und ist danach wieder erheblich gewachsen. In Osteuropa kam es nach dem Zusammenbruch des Kommunismus zu einem rasanten Anstieg der Ungleichheit. Auch in China ist die Ungleichheit seit den 90er Jahren auf dem Vormarsch. Insgesamt hat die Globalisierung seit den 1980er Jahren dazu geführt, dass die soziale Ungleichheit innerhalb der Staaten wuchs, während sie zwischen den Ländern zurückging.

In einigen Bereichen wie Bildung und Gesundheit ist die statistische Korrelation mit dem Bruttoinlandsprodukt pro Kopf zunächst relativ stark. 1820 konnte weltweit nur etwa jeder fünfte Mensch lesen und schreiben. Nach 1945 verbesserte sich die Alphabetisierung erheblich, im Jahr 2000 konnten bereits acht von zehn Menschen lesen und schreiben. Ähnlich dramatisch war der Fortschritt bei der Lebenserwartung, die von weniger als 30 Jahren 1880 auf beinahe 70 Jahre im Jahr 2000 stieg.

Jürgen Büttner

fallen dagegen die Zufriedenheitswerte der Deutschen mit ihrem Alltagsleben aus (26% sind sehr zufrieden verglichen mit 22% europaweit). Mit ihrem Sozialleben sind zudem 24% (Europaweit: 27%) der Deutschen sehr zufrieden, während dieser Wert bei der Gesundheit bei 25% (Europaweit: 22%) liegt.

#### Oh, wie schön ist Panama

Die überdurchschnittlich hohen Zufriedenheitswerte in den lateinamerikanischen Staaten lassen sich teilweise auch damit erklären, dass man dort kulturell gesehen einfach besser in der Lage zu sein scheint, sich auf das Positive im Leben zu fokussieren. So zeigen auch andere Umfragen, dass etwa die Menschen in Panama häufig einen Grund zum Lachen und zum Genießen des Lebens finden. Wobei diese Einstellung aber auch durch eine boomende Wirtschaft erleichtert wird und es die Menschen als leicht empfinden, einen Job zu finden. Dinge wie diese führen dazu, dass in Panama 61% der Menschen in

Die 10 „glücklichsten“ Länder weltweit		
Rang	Land	% *
1	Panama	61
2	Costa Rica	44
3	Dänemark	40
4	Österreich	39
4	Brasilien	39
6	Uruguay	37
6	El Salvador	37
8	Schweden	36
9	Guatemala	34
9	Kanada	34

*\*) Anteil der Befragten, die mit drei oder mehr Wohlfühl-Faktoren sehr zufrieden waren; Quelle: Gallup-Healthways Well-Being Index, eigene Darstellung*

mindestens drei Wohlfühl-Kriterien sehr zufrieden sind. Das liegt stattliche 17 Prozentpunkte über dem Wert, auf den es Costa Rica als zweitplatziertes Land bringt. Ganz anders sieht das in den von Konflikten geplagten Ländern Syrien und Afgha-

nistan aus, die sich am Tabellenende des Well-Being-Index wiederfinden. Dort ist die Lage so schlecht, dass es nicht weiter verwundert, dass gerade einmal 1% aller Bewohner mit drei oder mehr Wohlfühlkategorien sehr zufrieden sind. Schwierige Lebensbedingungen sind es auch, die allgemein bei den afrikanischen Staaten zu einer schlechten Platzierung führen.

Wie eingangs bereits erwähnt, besteht in Sachen Wohlbefinden aber nicht nur in Afrika, sondern weltweit noch einiges Potenzial nach oben. Mit Blick auf Europa rechnet Gallup-Healthways Well-Being Index Research Director Dan Witters in den kommenden 20 Jahren aber mit Verbesserungen. Wobei in diesem Zusammenhang auch das Thema Alterung der Gesellschaft und das Phänomen zu beachten ist, wonach ältere Menschen psychologisch bedingt dazu neigen, ihr Leben zufriedener zu beurteilen.

Jürgen Büttner

Anzeige



Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands e.V.  
Landesverband der Int. Federation of Technical Analysts



## VTAD Award 2015

### 3.000,-€

Preisgeld

Ausgeschrieben sind folgende Preise:

1. Preis: 1.500 Euro 2. Preis: 1.000 Euro 3. Preis: 500 Euro

Der VTAD Award wird von der Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands (VTAD e.V.) ausgeschrieben. Co-Sponsor ist der Smart-Investor.

### Preisverleihung am: 21. März 2015

Sie findet in Frankfurt am Main, im Rahmen der jährlichen VTAD Frühjahrskonferenz, statt.

Die ausgewählten Autoren erhalten dort Gelegenheit ihre Arbeiten einem breiten Publikum sowie der Presse vorzustellen.

Prämiert werden neue Erkenntnisse auf dem Gebiet der Technischen Analyse oder Untersuchungen, die etablierte Techniken entscheidend weiterführen.

### Letzter Abgabetermin ist: 2. Februar 2015

Informationen unter: [www.vtad.de/vtadaward](http://www.vtad.de/vtadaward)

VTAD ➔ Mit uns kommen Sie weiter

Nachhaltiges Investieren

# Mit CSR und „grünen“ Produktlinien punkten

Auch kleine und mittelgroße Unternehmen können Nachhaltigkeit zeigen, ohne betriebswirtschaftliche Nachteile in Kauf nehmen zu müssen.



Vor allem sind es Global Player, die die unternehmerische Gesellschaftsverantwortung, auch Corporate Social Responsibility (CSR) genannt, in ihre Philosophie aufgenommen haben. Doch können auch kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) einen Nutzen daraus ziehen, wenn sie ökonomische, ökologische und soziale Aspekte berücksichtigen?

## Wie in KMU ein Miteinander entsteht

Die Teilnahme an dem CSR-Konzept ist natürlich freiwillig und nur in dem Rahmen zu leisten, in dem kein wirtschaftlicher Verlust zu erwarten ist. Daher müssen KMU genau abwägen, ob sie sich CSR-Projekte überhaupt leisten können. Generell ist es für kleinere Firmen aber ein Vorteil, wenn sie das Konzept in ihrer Grundphilosophie fest verankern und nicht nur Projekte durch Spenden oder Sponsoring fördern. Schließlich ist es werbewirksam, wenn sie Ressourcen schonen, Emissionen minimieren, Erneuerbare Energien nutzen, die Arbeitssicherheit groß schreiben oder für ein positives Arbeitsklima sorgen.

Auch für KMU gilt: Unternehmerische Verantwortung schafft Vertrauen in der Gesellschaft. Dadurch wird auch Kundenbindung erzeugt. Seitens der Mitarbeiter erleichtert das CSR-Konzept die interne Kommunikation, was ebenfalls zu einer verstärkten Bindung führt. Als Folge steigt die Produktivität, was wiederum die Aktionäre zufrieden stellt. Da die Politik der Verantwortung ein stabiles Umfeld schafft und das Image in der Öffentlichkeit aufwertet, sind die Aussichten von KMU gut, sich von der Konkurrenz auffällig und positiv zu unterscheiden.

## Norma Group: Nachhaltigkeit aus Verantwortung

Ein vom CEO Werner Deggim geleitetes Komitee ist für die Festlegung langfristiger Nachhaltigkeitsziele und -maßnahmen der **Norma Group** verantwortlich. Der weltweit angesehene Hersteller hochentwickelter Verbindungstechniken profitiert nicht nur von einer gestiegenen Nachfrage nach neuen Produkten als Folge einer strengeren Abgasnorm für Lkw, sondern möchte mit seinen Produkten auch dazu beitragen, Energiequellen sauberer und effizienter zu nutzen. Norma Group hat – verbindlich für alle Mitarbeiter – einen „Code of Conduct“ und zwei Richtlinien verabschiedet, die Interessenkonflikte sowie Bestechung und Korruption regeln.

Der im MDAX notierte Automobilzulieferer hat an fast allen Standorten ein zertifiziertes Umweltmanagementsystem implementiert. Umweltkennzahlen veröffentlichen er jedoch bisher nicht, heißt es in einem vom Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft (imug) für die EthikBank erstellten Unternehmensprofil. Dies dürfte sich jedoch bald ändern, da Norma Group für das aktuelle Geschäftsjahr erstmals einen Nachhaltigkeitsbericht veröffentlichen will, um Stakeholder über Fortschritte bei der Umsetzung der Nachhaltigkeitsstrategie zu informieren. Die Gruppe, in der jede vierte Führungskraft eine Frau ist, hat sich zur Einhaltung von vier der fünf von der International Labour Organization (ILO) definierten Kernarbeitsnormen verpflichtet, da sie auch in Ländern mit einem erhöhten Risiko für Menschenrechtsverletzungen tätig ist. Allerdings wurden laut imug bisher nur in eingeschränktem Umfang Systeme zur Umsetzung, Überwachung und Berichterstattung eingeführt.

Illustration: iStock / Freifric

## Nachhaltige Nebenwerte

Unternehmen	Geschäftsfeld	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2013	Umsatz 2014e	EpS 2013	EpS 2014e	KGV 2013	KGV 2014e
Delignit	Spezialsperrholz	A0MZ4B	3,73	30,5	35,3	41,0	0,21	0,22	17,8	17,0
Norma Group	Verbindungstechnik	A1H8BV	34,67	1.104,6	635,5	675,0	1,95	2,14	17,8	16,2
Takkt	Versand v. Geschäftsausstattungen	744600	11,70	767,6	952,5	980,0	0,80	0,98	14,6	11,9
Verbio**	Biokraftstoffe	A0JL9W	1,34	84,4	733,8	550,0	0,12	0,10	11,2	13,4

\*) in Mio. EUR; \*\*) gebrochenes Geschäftsjahr 2013/14 und 2014/15; alle Angaben in EUR; Quellen: Reuters, onvista.de, Geschäftsberichte

## Takkt will Branchenvorbild werden

Als international agierender B2B-Versandhändler langlebiger Ausstattung für Gewerbebetriebe hat sich die **Takkt AG** zum Ziel gesetzt, bis 2016 zum Vorbild der Branche in puncto Nachhaltigkeit zu werden. Das im SDAX notierte Unternehmen betrachtet nach den Worten von CEO Felix Zimmermann Sustainability „als integralen Bestandteil verantwortungsvollen unternehmerischen Handelns“. Mit SCORE hat Takkt ein Programm aufgelegt, das Nachhaltigkeit strukturell und inhaltlich im Unternehmen fest verankert. Um die CSR-Leistung glaubwürdig abbilden zu können, orientiert sich der Versandhändler an international anerkannten Standards. Dazu zählen die Indikatoren der Global Reporting Initiative (GRI) und die Prinzipien der UN-Initiative Global Impact. Takkt hat einen Verhaltenskodex für Mitarbeiter erarbeitet, dessen Einhaltung streng überwacht wird. Auch mit der Erstellung von Klimabilanzen und der Einführung von Umweltmanagementsystemen für seine Gesellschaften will der Konzern Fortschritte erzielen. „Wir werden das Angebot ressourcenschonender ‚grüner‘ Produktlinien konsequent ausbauen und den CO<sub>2</sub>-kompensierten Versand verstärken“, verspricht Vorstand Dirk Lessing.

## Bioenergie und nachwachsende Rohstoffe

„Corporate Social Responsibility ist ein zentraler Bestandteil unserer täglichen Arbeit“, sagt Claus Sauter, CEO der **Verbio AG**. Die Gesellschaft mit Sitz in Zörbig (Sachsen-Anhalt) gehört zu den führenden konzernunabhängigen Anbietern von Spirit aus nachwachsenden Rohstoffen. Der Konflikt „Teller oder Tank?“ ist für sie künftig weniger beunruhigend, da sie ein Verfahren entwickelt hat, das als Erdgas-Alternative Stroh zu Biomethan macht. Vor eine neue Herausforderung stellt Verbio im Geschäftsjahr 2014/15 die von der Bundesregierung geplante Treibhausgasquote. Wenn mit ihr die bisherige Biokraftstoffquote abgelöst wird, soll es im Verkehrssektor vor allem um die Einsparung von CO<sub>2</sub>-Emissionen gehen. Mit den Biokraftstoffen von Verbio lassen sich diese Emissionen gegenüber Benzin und Diesel um bis zu 90% senken.

„Der Ersatz endlicher Rohstoffe durch die nachwachsende Faser Holz wird immer interessanter“, ist Markus Büscher, Chef der **Delignit AG**, überzeugt. Das Unternehmen aus Blomberg stellt sich als Systempartner für die Industrie auf. Dabei setzt es auf Gesamtlösungen, neue Märkte und neue Verbundstoffe. Die heimische Buche bleibe aber weiterhin die Basis, so Büscher weiter. Die von den Westfalen produzierten Leichtbausysteme für tragende Anwendungen sind CO<sub>2</sub>-neutral, extrem leicht, freitragend und recyclebar. Delignit ist erheblich besser aufgestellt als noch vor der Wirtschaftskrise 2007/2008. Der Aktienkurs hat sich binnen drei Jahren vervielfacht.

## Fazit

In der Unternehmensphilosophie fest verankerte Nachhaltigkeitsprinzipien und/oder Geschäftsmodelle, die auf nachhaltige Technologien und Werkstoffe setzen, bieten Vorteile auch für kleinere und mittelgroße Unternehmen. Geben Gesellschaften wie Takkt oder Norma Group auch noch einen Nachhaltigkeitsbericht heraus, ist das nicht nur gut fürs Image. Der Bericht taugt auch dazu, Kosten in Unternehmensbereichen und bei der Finanzierung zu senken sowie Krisen besser zu managen. Für kleinere Firmen wie Verbio und Delignit bietet das Internet weniger aufwändige Alternativen. Anleger sollten bei der Aktienauswahl bedenken, dass auch Unternehmen als Investments infrage kommen, die zwar noch nicht in letzter Konsequenz nachhaltig wirtschaften, sich aber schrittweise ändern wollen.

Michael Heimrich

Anzeige

Für alle, die Großes bewegen wollen.

BayWa



BayWa AG

Investor Relations  
Arabellastraße 4  
81925 München

Telefon +49 89 9222-3887  
Telefax +49 89 9212-3887  
www.baywa.de

## Prinzipien des Marktes

# Rauschen und Information

## Über neue Verfahren der Signalverarbeitung in der Technischen Analyse

### Stumpfe Werkzeuge

In weiten Teilen verlassen sich Technische Analysten auch heute noch auf Werkzeuge, die seit Jahrzehnten bekannt und über die Zeit entsprechend stumpf geworden sind. Dies dürfte auch damit zu tun haben, dass vielen der mathematische Hintergrund fehlt, um die vorhandenen Werkzeuge zu verbessern oder neu zu erfinden. Die Befruchtung der Disziplin erfolgt daher häufig von außen. Der promovierte Physiker Manfred Dürschner hat mit „Technische Analyse mit EMD“ ein Werk vorgelegt, das genau diesen Transfer etablierter statistisch-mathematischer Verfahren auf die Analyse von Kurszeitreihen leisten will.

### Anregung aus der Wissenschaft

Ein Auslöser für Dürschners Beschäftigung mit dem Thema war seine Lektüre des Buches „Rocket Science for Traders“ von John F. Ehlers aus dem Jahr 2001. Ehlers war als promovierter Elektroingenieur ebenfalls Quereinsteiger und wandte unter anderem die sogenannte Hilbert-Transformation auf Kurszeitreihen an. Das Problem: Dieses Verfahren erfordert eigentlich schmale Frequenzbereiche – eine Eigenschaft, die Kurszeitreihen ganz offensichtlich fehlt. Ein weiteres Puzzleteil für Dürschners Überlegungen waren die Arbeiten von Norden E. Huang, der heute als Professor an der Universität von



„Technische Analyse mit EMD: Die Anwendung der EMD auf Indizes, Rohstoffe, Währungen und Aktien“, Manfred G. Dürschner, Wiley-VCH, 312 S., 79 EUR

Taipeh lehrt. Dieser veröffentlichte bereits 1998 ein Verfahren, mit dessen Hilfe beliebige Zeitreihen in schmalbandige Frequenzgruppen zerlegt werden konnten – jene Empirical Mode Decomposition (EMD), die titelgebend für Dürschners Buch wurde. EMD trägt auch zwei weiteren Eigenschaften von Kurszeitreihen Rechnung – der Nichtstationarität und der Nichtlinearität.

### „Technische Analyse 2.0“

Dürschner bezeichnet diese neue Klasse der mathematisch-statistischen Kurszeitreihenanalyse als „Technische Analyse 2.0“. Bereits die Anwendung des EMD-Verfahrens habe sich dabei als sehr erfolgreich erwiesen. Weiteres Potenzial sieht er in einer anschließenden Anwendung der Hilbert-Transformation, für die nach der EMD-Zerlegung auch die Anwendungsvoraussetzungen gegeben sind. Dieser Schritt ist allerdings ebenso wenig Bestandteil des Buches wie eine vertiefte, praxisorientierte Anleitung zur Anwendung von EMD. Für die konkrete Umsetzung ist ohnehin mehr als die handelsübliche Standardbörsensoftware erforderlich.

### Fazit

Diese kurzen Hinweise sollten vor allem eines deutlich machen: Ohne mathematische Kenntnisse und eine entsprechende Hard- bzw. Softwareausstattung geht bei den hochinteressanten, neueren Verfahren der Zeitreihenanalyse nichts. Vermutlich ist das einer der Gründe, warum es diese Verfahren bei vielen Praktikern schwer haben. Dürschners Werk leistet vor allem die Hinführung zum Thema, ohne jedoch eine Anleitung zur praktischen Umsetzung sein zu wollen. Wer das EMD-Verfahren wirklich anwenden will, kommt um eine intensive Auseinandersetzung mit weiterführender Literatur nicht herum.

Ralph Malisch

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>





Politik &amp; Gesellschaft

# Aktenzeichen MH370 ungelöst

Auch mehr als sieben Monate nach dem mysteriösen Verschwinden der Boeing 777 der Malaysia Airlines gibt es keinen Durchbruch bei der Suche. Kann oder soll sie nicht gefunden werden?

## Ein Flugzeug verschwindet

Am Samstag, den 8. März 2014, um 0:41 Uhr lokaler Zeit, startete Malaysia Airlines Flug MH370 seine Reise von Kuala Lumpur nach Peking. An Bord waren neben den beiden Piloten und dem zehnköpfigen Kabinenpersonal 227 Fluggäste. Für die 4.345 Kilometer lange Strecke, die von der Malaiischen Halbinsel über das Südchinesische Meer, Vietnam, Kambodscha, Thailand, Laos bis ins Chinesische Festland führen sollte, war eine Flugzeit von ca. sechs Stunden vorgesehen. Zunächst lief alles nach Plan – das Flugzeug begann seinen Steigflug und nach 26 Minuten bestätigte die Besatzung, dass man die Reishöhe von 35.000 Fuß (10.668 m) erreicht habe. Um 1:07 Uhr übermittelte das sogenannte ACARS (Aircraft Com-

munications Addressing and Reporting System), eine Art Kurznachrichtendienst, das automatisch Zustand und eventuelle Betriebsanomalien im Flugzeug via Satellit an die Airline sendet, turnusgemäß seine Daten. Unmittelbar danach wurde ACARS abgeschaltet, ebenso wie 14 Minuten später der Transponder, ein Funk-Kommunikationsgerät, mit dem Flugzeuge eindeutig identifiziert werden können. Ohne zu ahnen, dass es der letzte Funkkontakt mit der Maschine sein würde, wünschte die malaiische Flugüberwachung um 1:19 Uhr dem Cockpit eine „Gute Nacht“ mit der Aufforderung, sich mit Ho-Chi-Minh-Stadt (der vietnamesischen Flugüberwachung) in Verbindung zu setzen. Der Erste Offizier an Bord der MH370 bestätigte – der Aufforderung wurde allerdings

nicht Folge geleistet. Als die Boeing 777 wenig später vom malaiischen Luftraum in den vietnamesischen Luftraum eintrat, verlor sich (zunächst) ihre Spur.

## Komplexität nimmt zu

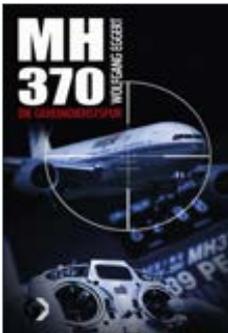
Seitdem ist eine Vielzahl an neuen Erkenntnissen an die Öffentlichkeit gelangt, die u.a. Autor Nigel Cawthorne in seinem Buch „Das Geheimnis um Flug MH370“ gesammelt und in einen chronologischen Zusammenhang gebracht hat. Je mehr Details ans Tageslicht gelangten, umso rätselhafter und komplexer wird allerdings der Sachverhalt. So war die Boeing 777 beispielsweise zusätzlich mit dem Tracking-System Inmarsat ausgerüstet, das ebenfalls regelmäßig Daten via Satellit sandte (allerdings nicht an die Fluglinie, sondern an

Illustration: iStock / photoartcher, eigene Komposition



„Das Geheimnis um Flug MH370“ von Nigel Cawthorne, Kopp Verlag, 240 S., 19,95 EUR

Gutes Kompaktwerk, das auch auf die Biographien der vermissten Passagiere eingeht.



„Flug MH370: Die Geheimdienstspur“ von Wolfgang Eggert, Kai Homilius Verlag, 200 S., 14,95 EUR

Für Leser, die sich gerne in die Tiefe wagen – fachkundig, fundiert und plausibel.



„Goodnight Malaysian 370: The Truth Behind The Loss of Flight 370“ von Geoff Taylor und Ewan Wilson, Wilson Aviation, 256 S., 19,31 EUR  
Ein Buch, das die Welt nicht braucht! – kein Wunder, dass es im Eigenverlag publiziert wurde.

Boeing und den Triebwerkhersteller Rolls-Royce). „Wenn die Bodenstation eine Stunde lang nichts von der Maschine empfängt, schickt sie über Satellit ein Signal («heartbeat»), mit dem sie anfragt, ob immer noch eine Verbindung besteht. Die Maschine schickt dann automatisch eine kurze Meldung (dieser Austausch wird als «handshake» bezeichnet). Um 2:11 Uhr morgens tauschte Inmarsat einen Handshake mit Flug MH370 aus“, so Cawthorne. Und damit nicht genug – um 8:11 Uhr (!), also weit über eine Stunde nachdem die Maschine in Peking hätte landen sollen, gab es einen weiteren Handshake mit Flug MH370, erst danach war das Flugzeug komplett verschwunden. Nachdem der Funkkontakt zu MH370 abgebrochen war, wurde die Maschine zudem auf dem Radar des malaiischen Militärs entdeckt, allerdings weit ab von ihrem eigentlichen Kurs. Südlich der Insel Phuket, hunderte Kilometer von der eigentlichen Flugroute entfernt, ging der Kontakt dann wieder verloren. Ferner stellte sich heraus, dass die Maschine nach ihrem Kurswechsel auf eine Höhe von 45.000 Fuß (13.700m – die maximal zulässige Höhe für eine Boeing 777 beträgt 13.140m) gestiegen war, um danach in weniger als einer Minute auf 23.000 Fuß (7.000m) zu sinken. Dies wäre eine Erklärung, warum die Handys der Passagiere auch Stunden nach dem letzten Funkkontakt noch erreichbar waren, die Besitzer allerdings nicht antworteten – durch den plötzlichen Druckabfall infolge des Steigflugs hätten die Passagiere in diesem Szenario zunächst das Bewusstsein verloren, bevor nach weiteren vier bis sechs Minuten der Tod eingetreten wäre. Die Tatsache, dass der Treibstoffvorrat der Boeing 777 nach ihrer letzten bekannten Position für weitere 4.000 km gereicht hätte, führte zudem dazu, dass das Suchgebiet auf eine Fläche von 78 Mio. Quadratkilometern ausgeweitet wurde. Dies entspricht zweimal der Größe Afrikas.

#### Eine Fülle von Optionen

Technischer Defekt, Naturgewalten, menschliches Versagen, Materialfehler, Explosion, terroristischer Akt, Flugzeugentführung, Selbstmordattentat – die Vermutungen und Hypothesen zum Verbleib der MH370 schossen wild ins Kraut. Die mangelnde Informationsbereitschaft der malaiischen Regierung, die nur widerwillig und schleppend zusätzliche Informationen preisgab, sowie die Aussage von Azharuddin Abdul Rahman, Chef der zivilen malaiischen Luftfahrt – „Es gibt Dinge, die ich Ihnen sagen darf, und andere, die ich Ihnen nicht sagen darf“ – führten dazu, dass die Glaubwürdigkeit offizieller Stellungnahmen erschüttert wurde. Zudem ist es mindestens als befremdlich zu bewerten, dass man die internationalen Suchtrupps zunächst im falschen Gebiet suchen ließ, obwohl man zu diesem Zeitpunkt bereits wusste, dass Flug MH370 an anderer Stelle (und zu einem späteren Zeitpunkt)

geortet worden war. Dass Boeing und Roll-Royce keinen Kommentar zu den Inmarsat-Daten liefern wollten (durften?), ist ein weiterer Aspekt mit schalem Beigeschmack. Ein plötzlicher technischer Defekt, der zum Absturz oder zumindest zu einem kompletten Ausfall der Kommunikation geführt hätte, konnte zumindest bereits frühzeitig ausgeschlossen werden. Auch die Selbstmordtheorie, nach der Flugkapitän Zaharie Ahmad Shah aufgrund persönlicher und familiärer Probleme zum Selbst- und damit auch zum Massenmörder mutierte, ergibt bei näherer Betrachtung keinen Sinn und wirkt komplett konstruiert. Umso bedauerlicher, dass die beiden Autoren Ewan Wilson und Geoff Taylor in ihrem Buch „Goodnight Malaysian 370“ ungehindert wild spekulieren und Shah als Person von „psychopathischer Grausamkeit“ und „frei von Menschlichkeit und Ehre“ bezeichnen. Noch ärgerlicher (und entlarvender) ist es allerdings, dass der SPIEGEL in seiner Ausgabe 36/2014 unter der Überschrift „Psychopath im Cockpit?“ ausgerechnet diesen beiden Autoren eine Bühne bot, statt auf Publikationen zu diesem Thema zu verweisen, die viel eher geeignet erscheinen, etwas Licht ins Dunkel zu bringen. Allen voran sei an dieser Stelle das Buch „Flug MH370: Die Geheimdienstspur“ von Wolfgang Eggert genannt, in dem mögliche Szenarien und Hintergründe mit einer bemerkenswerten Akribie und Recherchearbeit dargelegt wurden. Warum also bespricht der SPIEGEL ein Buch, welches eine gemäß SPIEGEL-Worten kaum haltbare These vertritt, wenn zeitgleich wirklich gute Enthüllungsbücher erschienen sind? Soll ähnlich den Suchmanövern in den falschen Regionen auch der Leser des Nachrichtenmagazins auf die falsche Fährte gelockt werden?

#### Erklärungsversuch oder Hirngespinnst?

Am 9. Oktober 2014 stellte dann SPIEGEL ONLINE ein Interview mit Tim Clark, Präsident und CEO der Fluggesellschaft Emirates, ins Netz, das aufhorchen ließ. Für Clark, der als profunder Kenner der Luftfahrtbranche gilt, muss „etwas von außen die Kontrolle über das Flugzeug“ übernommen haben. Auf die Bitte, diesen Aspekt zu konkretisieren, antwortete Clark: „Jeder muss sich selbst überlegen, wer da was getan hat. Wir müssen wissen, wer wirklich in diesem Flugzeug war, und wir müssen wissen, was es geladen hatte. Bei allen, die an der Untersuchung beteiligt waren, müssen wir Druck machen.“ Interessanterweise kommt auch Eggert in seinem Buch zu ähnlichem Schluss – dass es sich um ein Entführungsverbrechen handelt, das nur mit immensum technischem und organisatorischem Know-how vollzogen werden konnte. Dass die „feindliche Übernahme des Cockpits von außen“ prinzipiell möglich ist, findet sich auch bei Cawthorne wieder. Er führt auf, dass der Sicherheitsberater Hugo Teso bereits im

## Freiheit und Selbstbestimmung durch Eigeninitiative –



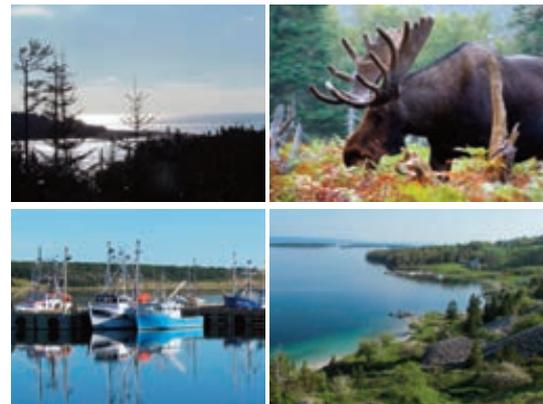
Ihr Land in Kanada

[www.FE-PropertySales.com](http://www.FE-PropertySales.com)

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

Weitere Informationen unter:

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



### Nova Scotia ist eine Reise wert

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

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



**E.E. Property Sales**

**Smart Investor**



Nach einem letzten Funkkontakt um 1:19 Uhr verlässt MH370 seine ursprüngliche Flugroute (rot gestrichelte Linie) und fliegt Richtung Festland zurück (grüne Linie). Um 2:40 Uhr soll sich die Maschine laut malaiischem Radar am nördlichen Ende der Straße von Malakka nahe der Insel Pulau Perak befunden haben mit Kurs auf die Andamanen (orange Linie). Ging die Reise dann weiter zur US-Basis Diego Garcia, wie vielfach vermutet wird?

April 2013 beim Sicherheitsgipfel „Hack in the Box“ in Amsterdam eine App präsentierte und demonstrierte, die es dem Benutzer ermöglichte, vom Boden aus ein Flugzeug zu kontrollieren. Es kam also nicht von ungefähr, dass die britische Antiterror-Expertin Dr. Sally Leivesley am 16. März 2014 die Möglichkeit in den Raum stellte, dass es sich bei Flug MH370 „um die allererste Cyberentführung der Welt“ handeln könnte. So ist das Abschalten von ACARS, um nur einen Aspekt zu nennen, keine einfache Sache und die Piloten sind dazu auch nicht ausgebildet – wozu auch, schließlich macht es keinen Sinn, den Datentransfer zu unterbrechen und damit Sicherheitschecks zu unterlassen.

#### Fazit

Das Verschwinden von Flug MH370 ist noch viel facettenreicher, als es in diesem Artikel dargestellt werden kann. So gibt es beispielsweise Passagiere, die sich mit gefälschten Pässen an Bord befunden haben; eine Ladung, die in den Frachtpapieren nicht ordnungsgemäß aufgelistet war, und Augenzeugenberichte, die eine niedrig fliegende

Maschine in den Farben der Malaysia Airlines quer über den Indischen Ozean in Richtung US-Militärbasis Diego Garcia gesehen haben wollen. Wer sich selbst mit den einzelnen Puzzle-Stücken auseinandersetzen möchte, dem sei das bereits genannte Buch von Wolfgang Eggert empfohlen. Sollte sich die These der Cyberentführung verdichten und publik werden, hätte dies wohl weitreichende Folgen. Zumindest hätte es der Vorschlag des europäischen Netzwerks Enlets sicherlich schwerer – diesem zufolge soll künftig allen Neuwägen in der EU ein Modul zum ferngesteuerten Anhalten (des Motors) als Pflichtausstattung eingebaut werden. Und um auf den Flug MH370 zurückzukommen: Ganz gleich, welche Meinung man sich darüber gebildet hat – dass ein 60m langes und fast sechs Stockwerke hohes Verkehrsflugzeug spurlos verschwindet, ohne dass Militär, Geheimdienste oder Regierungen etwas davon mitbekommen haben wollen, ist nur schwer denkbar. Insofern bleibt abzuwarten, ob MH370 nicht zu einem späteren Zeitpunkt noch von sich reden machen wird.

Marc Moschettini

Inside

# Small-Cap- und Immobilienaktien-Fonds

## Portfoliomanager bei der Auswahl von Aktienzweigen und Betongoldunternehmen

### Nebenwerte mit Value-Touch

Frank Fischer von der Shareholder Value Management AG ist im Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen (WKN: A0M8HD) auf der Suche nach unterbewerteten Nebenwerten. Neben dem Stockpicking ist ein wesentlicher Anteil des Investmentprozesses auch das Risikomanagement. Bevor Fischer Aktien von Unternehmen kauft, die ihn nicht überzeugen oder die ihm zu teuer sind, stellt er sich lieber an die Seitenlinie. Der Fonds ist zu über 53% in Aktien investiert, gut 27% sind in Anleihen angelegt und knapp 20% in Cash. Angesichts dieser vergleichsweise niedrigen Aktienquote kam Fischers Fonds in der jüngsten Abwärtsbewegung aber über die Maßen unter die Räder.

### Wegen Erfolg geschlossen

Bei Small-Cap-Fonds müssen Manager in besonderer Weise darauf achten, dass Geldzuflüsse nicht den Investmentansatz zerstören. Aus diesem Grund ist der Alken Small Cap Europe (WKN: A0MX9P) seit Oktober 2013 bis auf weiteres geschlossen. Mit über 22% des Volumens setzt Fondsmanager und Alken-Gründer Nicolas Walewski auf Financials. Zu den Top 3-Positionen gehören neben dem Telekom- und Internetunternehmen Jazztel die britische OneSavings Bank und die italienische Banca IFIS. Bislang hat Walewski, direkter Nachkomme Napoleons I. und der Gräfin Walewska, bei der Aktienausswahl gutes strategisches Geschick bewiesen.

### Aktiv und passiv

Auf eine europäische Small-Cap-Benchmark, nämlich den MSCI Total Return Net Europe Small Cap Index, ist vom Emittenten ComStage ein entsprechender ETF erhältlich (WKN: ETF126). Der Index ist über eine Vielzahl von Aktien diversifiziert. Die Aktie mit der stärksten Gewichtung macht gerade einmal 0,59% des Index aus. Der Index wird in USD berechnet. In EUR konnten Anleger in den letzten fünf Jahren über 64% Ertrag einfahren. Wenig glücklich agierte Holger Stremme, der Fondsmanager des Nebenwertefonds LBBW Aktien Dynamik Europa (WKN: 978050). Auf Sicht von fünf Jahren liegt das Portfolio mit knapp -9% im Verlustbereich.

## 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**<sup>®</sup>  
[www.starcapital.de](http://www.starcapital.de)

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

Mit freundlicher Unterstützung von:

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

## Small-Cap- und Immobilienaktien-Fonds

Name	WKN	Perf. 1 J. (%)	Perf. 3 J. (%)	Max. Draw- down 3 J. (%)	Volumen*
<b>Small-Cap-Fonds</b>					
Alken Small Cap Europe	A0MX9P	2,7	81,5	-17,0	144,2
ComStage MSCI Europe Small Cap TRN UCITS ETF	ETF126	-0,6	54,8	-34,4	28,8
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	-0,8	28,7	-9,8	640,1
LAM-Euro-Small Caps-Universal	A1CU8A	-6,4	31,1	-16,9	5,6
LBBW Aktien Dynamik Europa	978050	-7,2	20,4	-19,6	7,2
Mandarine Unique – Small & Mid Caps Europe	A1CWBQ	-2,6	49,3	-13,1	233,3
Parvest Equity Japan Small Cap C H (EUR)	A0B5UZ	9,0	93,3	-20,5	397,3
Schroder ISF US Smaller Companies A Acc	933426	10,0	65,2	-8,1	424,3 **
Squad Growth	A0H1HX	6,7	58,2	-9,9	49,7
<b>Immobilienaktien-Fonds</b>					
AXA WF Framlington Global Real Estate Securities	A0LF6L	5,5	53,1	-17,3	96,0
db X-trackers FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Real Estate ETF	DBX0F1	9,6	43,5	-15,0	111,8
Henderson Horizon Pan European Property Equities	989232	13,6	54,9	-13,8	316,5
Lacuna – US REIT	939943	10,5	43,5	-22,6	5,0

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

### Einzigartige Unternehmen

Viele Anleger denken bei Marktführern an Large Caps, bei näherer Betrachtung sieht es anders aus. Mancher Nebenwert an der Börse führt ein höchst erfolgreiches Dasein in der ersten Reihe als Weltmarktführer. Der von Marie-Jeanne Missoffe und Diane Bruno gemanagte Mandarine Unique – Small & Mid Caps Europe (WKN: A1CWBQ) setzt beispielsweise auf Unternehmen, die in ihrem Geschäftsbereich weltweit dominieren. Dazu gehört Ingenico aus Frankreich, Marktführer bei elektronischen Bezahlsystemen.

### Fernöstliche Aktienzwerge

Der Investmentfokus des Parvest Equity Japan Small Cap C H (EUR) (WKN: A0B5UZ), nämlich japanische Nebenwerte, ergibt sich bereits aus seinem Namen. Fondsmanager Shunsuke Matsushima ist seit vielen Jahren in diesem Aktiensegment erfolgreich aktiv. Für Euro-Anleger ist von Vorteil, dass in der genannten Fonds-Tranche der Euro gegenüber dem Yen abgesichert ist und Gewinne auf der Aktienseite für Investoren aus Euroland nicht durch Währungsverluste verloren gehen.

### Immobilienaktien-Fonds: Inhalt entscheidend

Gerade bei passiven Indexprodukten auf Immobilienaktien ist ein Blick auf die Zusammensetzung des Index entscheidend. Der ETF-Investor bekommt bei Indexprodukten eine möglichst genaue Abbildung des Index, nicht mehr und nicht weniger. Die Überprüfung von Klumpenrisiken durch regionale Konzentration liegt in der Verantwortung des Anlegers. db X-trackers bietet einen ETF auf eine europäische Immobilienaktien-Benchmark, den FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Real Estate-Index, an (WKN: DBX0F1). Mit Blick auf das Innenleben des ETF wird klar, dass britische Unternehmen mit 37% den Index sehr stark dominieren.

### US-Betongold

Allerdings fällt auch bei aktiv gemanagten Immobilienaktien-Fonds oftmals eine starke Konzentration auf einzelne Regionen auf, die häufig den Vorgaben durch die Benchmark geschuldet ist. Der AXA WF Framlington Global Real Estate Securities (WKN: A0LF6L) gehört zu den global orientierten Immobilienaktien-Fonds mit starkem Fokus (über 51%) auf die USA. Ein spezielles Segment der Immobilienaktien sind REITs. Die Real Estate Investment Trusts genießen Steuervorteile und müssen im Gegenzug einen Großteil des Gewinns an die Anleger ausschütten. Ausschließlich auf REITs aus den Vereinigten Staaten konzentriert sich der Lacuna – US REIT (WKN: 939943).

### Fazit

Fondsmanager mit entsprechender Erfahrung können gerade bei Nebenwerten für Anleger Mehrwert schaffen. Denn etliche dieser Aktien, vor allem wenn sie nicht Mitglieder gängiger Indizes sind, werden von Analysten häufig vernachlässigt. Bei Immobilienaktien-Fonds ergeben sich die Unterschiede bei Performance und Risiko häufig aus regionalen Anlageschwerpunkten des Portfolios. Gerade bei dieser Aktiengattung muss beobachtet werden, ob in den Fonds länderspezifische Klumpenrisiken drohen. ■

Christian Bayer



**Smart Investor  
auf Facebook**

Sagen Sie uns Ihre Meinung

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



## Analyse

# H&A Lux Unternehmerfonds

Gastbeitrag von Patrick Reuther, FondsConsult Research AG

## FONDS-SNAPSHOT

WKN: A0MNUN

Fondsmanager: Volker Riehm

Volumen: 18,3 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 02.07.2007

Typ: Aktien Europa



*Patrick Reuther studierte Finanzmathematik an der Technischen Universität Chemnitz. Seit 2008 ist er für die FondsConsult Research AG als Analyst tätig. Sein Schwerpunkt liegt auf der Selektion von europäischen Aktien- sowie alternativen Investmentfonds.*

Inhabergeführte Aktiengesellschaften zeichnen sich grundsätzlich durch einen Großaktionär aus, der meist auch das Unternehmen selbst gründete oder der Gründerfamilie angehört. Dies führt im Gegensatz zu rein durch externe Manager geführten Unternehmen zu vielen Vorteilen in der Unternehmenssteuerung. Der größte Unterschied liegt in der langfristigen Ausrichtung der Unternehmensstrategie, unabhängig von der Erreichung kurzfristiger Quartalszahlen. Angestellte Unternehmensmanager stehen hingegen oftmals unter Druck, die von Analysten erwarteten Quartalsergebnisse stetig abliefern zu müssen, und treffen dabei nicht immer Entscheidungen, die dem Unternehmen langfristig dienen.

### Vor- und Nachteile

Die sogenannten Familienunternehmen verfügen über eine überdurchschnittliche Eigenkapitalquote, was vor allem in wirtschaftlich schlechten Zeiten Rückhalt sowie Freiraum für antizyklische Investitionsentscheidungen bietet. Grundsätzlich sind Entscheidungswege aufgrund der schlanken Aufstellung der Unternehmensführung kürzer. Es können also schneller Maßnahmen zur Anpassung der Unternehmensausrichtung ergriffen werden, sollte der Markt dies erfordern. Die herausgehobene Position des Großinvestors, der meistens auch Vorstandsvorsitzender ist, birgt jedoch auch Nachteile. Deutlich sichtbar wird dies bei der Nachfolgeregelung. Nicht immer gibt es einen geeigneten Nachfolger innerhalb der Familie, der das Unternehmen nahtlos fortführen kann.

### Stockpicking gefragt

Um als Investor an den Vorteilen inhabergeführter Unternehmen profitieren zu können, ohne gleichzeitig die Risiken zu

vernachlässigen, kommt es auf eine vernünftige Selektion der Unternehmen an. Hierfür gibt es eine Handvoll Aktienfonds, die genau dieses Universum nutzen. Ein Vertreter ist der bereits im Juli 2007 aufgelegte H&A Lux Unternehmerfonds. Da keine eindeutige Definition für inhabergeführte Unternehmen existiert, liegt dies im Ermessen des Fondsmanagers. Volker Riehm setzt hier auf eine Sperrminorität von mindestens 25% der Stimmrechte. Sollte der Großaktionär als Vorstand tätig sein oder im Aufsichtsrat sitzen, genügen auch 20%.

### Anlageuniversum

Im europäischen Universum erfüllen 550 Aktiengesellschaften diese Kriterien. Mittels einer quantitativen Kennzahlenanalyse reduziert sich die Anzahl auf 110. Eine qualitative Fundamentalanalyse identifiziert schließlich 30 bis 50 Aktien für das Portfolio. Es zeichnet sich im Gegensatz zu Mitbewerberfonds durch eine Konzentration auf Large Caps aus. Lediglich 20% des Fondsvolumens werden in Small bzw. Mid Caps angelegt. Hinsichtlich der Sektoren ist auffällig, dass vor allem kapitalintensive Unternehmen wie Versorger, Energieunternehmen oder auch Banken eine untergeordnete Rolle spielen. Inhabergeführte Unternehmen finden sich vorrangig im Industriebereich sowie bei Konsumwerten. Konnte der Fonds viele Jahre eine Outperformance erzielen, liegt er im aktuellen Kalenderjahr hinter dem breiten europäischen Aktienmarkt zurück. Durch seinen speziellen Investmentansatz und den strukturellen Abweichungen auf Sektorebene kann es jedoch gelegentlich zu deutlichen Performanceabweichungen kommen. Insgesamt stellt ein solcher Fonds eine interessante Beimischung im Portfolio dar. ■

## Analyse

# BANTLEON

## Family & Friends

Gastbeitrag von Norbert Neunhoeffer, MMD Multi Manager GmbH

Das ursprünglich im institutionellen Anleihen-Management beheimatete Unternehmen BANTLEON verwaltet mittlerweile mehr als 10 Mrd. EUR in Publikums- und Spezialfonds. Obwohl auch die beiden Geschwisterprodukte des BANTLEON Family & Friends, der BANTLEON Opportunities S und der BANTLEON Opportunities L, mit einem Volumen von mehr als 4 Mrd. EUR den Kinderschuhen entwachsen sind, bleibt das Unternehmen seinen Grundsätzen wie langfristiger Verlustminimierung statt kurzfristiger Gewinnmaximierung treu. Das Anlageuniversum des BANTLEON Family & Friends beschränkt sich auf sehr liquide Segmente, wobei strukturierte Anleihen, Genussscheine, Nachranganleihen, Kreditderivate und kleine Nebenwerte nicht berücksichtigt werden. Während sich sowohl der BANTLEON Opportunities S als auch der BANTLEON Opportunities L in einem engeren Anlageuniversum bewegt, darf der BANTLEON Family & Friends auch partiell in Unternehmensanleihen und High Yields sowie in Rohstoffe (exklusiv Agrarrohstoffe) und die globalen Aktienmärkte investieren. „Die extremen Schwankungen an den globalen Kapitalmärkten infolge der Eurokrise waren in den vergangenen Jahren eine große Herausforderung für global anlegende vermögensverwaltende Fonds“, gibt Dr. Harald Preißler zu bedenken, der als Chefvolkswirt das Anlagemanagement von BANTLEON Family & Friends verantwortet.

### Klarer Investmentprozess

Die Basis des BANTLEON Family & Friends bilden, wie bei allen vermögensverwaltenden Lösungen aus dem Hause BANTLEON, immer mindestens 50% hochqualitative Anleihen. Diese sind neben einem Höchstmaß an Kapitalsicherheit auch

für den Risikoausgleich im Gesamtportfolio verantwortlich. Hinzu kommen bis zu 40% globale Aktien, maximal 20% Rohstoffe und zur Erhöhung des Zinsertrags eine High-Yield- bzw. Emerging-Markets-Quote von bis zu 10%. Das primäre Ziel der Ertragsstabilität wird über die laufende Anpassung der Gewichtungen an den Konjunkturzyklus und den grundsätzlichen Schutz durch erstklassige Anleihen angestrebt. Bei negativen wirtschaftlichen Perspektiven wird in hochliquide Staatsanleihen investiert und die Duration verlängert. Darüber hinaus werden die Positionen an den Aktien- und Rohstoffmärkten konsequent abgebaut – falls erforderlich bis auf 0%. Hellt sich der Ausblick auf, werden die Investitionsquoten konjunktursensitiver Anlagen, wie Aktien und Rohstoffe, wieder aufgebaut und im Anleihebereich die Duration verkürzt.

### Gute Aussichten

Vergleicht man die Ergebnisse des BANTLEON Family & Friends mit dem BANTLEON Opportunities L über drei Jahre, ergeben sich bei der Rendite (23,10% vs. 17,66%), der Volatilität (6,67% vs. 5,83%) und damit bei der Sharpe-Ratio (0,97 vs. 0,84) lediglich marginale Unterschiede. Die einjährige Betrachtungsweise lässt schon eher die differenzierte Ausgestaltung der Investmentprozesse erkennen. Hier kann sich der BANTLEON Family & Friends gegenüber dem Geschwisterprodukt sowohl bei Rendite (11,59% vs. 1,91%) als auch der Volatilität (3,52% vs. 5,52%) deutlich absetzen. Die Tatsache, dass nicht nur die Bantleon Bank AG, sondern auch die Familie Bantleon, die Führungskräfte und Mitarbeiter in diesen Fonds investiert haben, spricht für ein großes Maß an Vertrauen in das Managementkonzept. ■

### FONDS-SNAPSHOT

WKN: A1JBVE

Fondsmanager: BANTLEON Bank AG

Volumen: 194 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 07.09.2011

Typ: vermögensverwaltender Fonds (ausgewogen)



Norbert Neunhoeffer ist seit 1999 als freier Berater in der Finanzbranche tätig und baute u.a. über viele Jahre eine Datenbank für Dachfonds und das Analyseportal Visiofund auf. Seit 01.01.2012 ist er Geschäftsführer der MMD Multi Manager GmbH und ist dort für den Bereich Analyse und Research verantwortlich.

## Kolumne

# Wollen Sie ein „Semi-professioneller“ sein?!

## Neue Möglichkeiten mit dem KAGB

Gastbeitrag von Detlef Schumacher, SCP INVESTMENT DEUTSCHLAND GmbH



*Detlef Schumacher ist Geschäftsführer der SCP INVESTMENT DEUTSCHLAND GmbH und Anbieter des österreichischen Offenen Immobilienfonds SemperReal Estate, der in Zukunft in Deutschland als einzig weiterhin täglich handelbarer Offener Immobilienfonds ausschließlich für semiprofessionelle und professionelle Anleger angeboten wird. Er hat den SemperReal Estate in den Jahren 2009/2010 als Fondsmanager und Geschäftsführer der Semper Constantia Immo Invest GmbH verantwortet, nachdem er ab 2007 den Geschäftsbereich Deutschland der heutigen Semper Constantia Privatbank AG leitete.*

### Alte Welt

Bisher konnte man in der Regel zwei Arten von Investmentfondsvertrieb: „Öffentlicher Vertrieb“, wenn die dazu erforderliche Zulassung von der Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin) erteilt wurde, oder die „Privatplatzierung“. Diese war die häufigste Variante, einen nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen oder in Deutschland nicht zulassungsfähigen Fonds zu erwerben. Sie wurde oft von institutionellen, aber auch erfahrenen Privatanlegern genutzt. Im Rahmen des neuen Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) entfällt nun jedoch die Privatplatzierung – es gibt nur noch „Vertrieb“ oder eben „kein Vertrieb“. Die BaFin betont auch in diesem Zusammenhang ganz klar, dass das relevante Kapitel 4 des KAGB die Überschrift „Vorschriften über den Vertrieb und den Erwerb von Investmentvermögen“ heißt. Und nun wird es für den Anleger interessant, denn ebenso wie Produktanbieter und Berater an diese Vorschriften gebunden sind, ist es auch der Anleger!

### Drei Anlegertypen

Hierbei ist auch neu geregelt, dass im Rahmen dieser Vertriebs- und Anlagevorschriften zwischen drei sog. Anlegertypen unterschieden wird: Privatanleger sind alle Anleger, die weder professionelle noch semiprofessionelle Anleger sind. Professionelle Anleger sind z.B. Banken, Versicherungen usw. (Festlegung per EU-Verordnung). Semiprofessioneller Anleger kann z.B. jeder Anleger sein, der mindestens 200.000 EUR investiert, die Risiken dieser Anlage kennt, ausreichend Erfahrung mit (solchen) Kapitalanlagen hat und bei dem das gewünschte Investment für den Anleger angemessen ist. Hiervon muss der Anleger und der Anbieter bzw. Berater überzeugt sein und dieses schriftlich bestätigen. Im

Prinzip also alles keine außergewöhnlichen Vorgaben, sondern eher normaler, gesunder Menschenverstand. Was aber hat der Anleger davon? Zum einen gibt es für Investmentfonds, die außerhalb Deutschlands aufgelegt sind, unterschiedliche Zulassungsverfahren und -voraussetzungen für „Privatanlegerprodukte“ und Produkte für „semiprofessionelle/professionelle Anleger“.

### Europapass

Man spricht hier von einem „Europapass“, der den semiprofessionellen und professionellen Anlegern in Deutschland ein größeres investierbares internationales Produktspektrum ermöglicht. Ganz deutlich wird dieser Vorteil bei in Österreich aufgelegten Offenen Immobilienfonds, die mit den deutschen Pendanten großteils fast identisch sind. Im Wesentlichen gibt es aber bei ihnen per Gesetz keine Mindestanlagedauer, Kündigungsfrist oder Betragsbeschränkung für Verkäufe. Das neue KAGB sieht bei deutschen Offenen Immobilienfonds sowie für ausländische Offene Immobilienfonds, wenn deren Vertrieb/Erwerb an bzw. durch Privatanleger erfolgen soll, seit dem 21.07.2013 u.a. eine 24-monatige Mindestanlagedauer sowie eine 12-monatige Kündigungsfrist für Verkäufe vor. Beim Vertrieb/Erwerb eines österreichischen Offenen Immobilienfonds an bzw. durch semiprofessionelle und professionelle Anleger hingegen ist in Deutschland auch weiterhin keine gesetzliche Mindestanlagedauer, Kündigungsfrist oder Betragsbeschränkung vorgesehen. Sie sind voll täglich handelbar. (Ausnahme Rücknahmeaussetzung). Offene Immobilienfonds weiterhin ohne gesetzliche Mindestanlagedauer oder Kündigungsfrist wieder verkaufen können – will man da nicht ein „Semiprofessioneller“ sein? ■

## News, Facts &amp; Figures

# Verluste minimiert

Durch eine Absicherungsstrategie wurde der Verlust zum Vormonat im Fondsmusterdepot auf -4,4% begrenzt, während der MSCI World EUR -7,2% abgab.

## Fonds mit roten Vorzeichen

Verglichen mit dem vergangenen Monat konnte sich kein einziger Fonds im Musterdepot dem Abwärtstrend an den Börsen entziehen. Am stärksten hat es mit einem Verlust von über 10% den Rohstoff-Fonds Sunares (WKN: A0ND6Y) erwischt. Mit einem Minus von 2,4% konnte der anleihenlastige Bantleon Opportunities L (WKN: A0NB6R) die Verluste am stärksten begrenzen. Von Fondszukäufen sehen wir momentan aufgrund der schwankungsintensiven Märkte ab. Vielmehr werden wir uns in steigende Kurse hinein vermutlich von zwei Positionen trennen. Neben dem Sunares-Fonds steht auch der Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen (WKN: A0M8HD) auf der Verkaufsliste. Der Fonds kann neben dem Eingehen von Cashpositionen auch Absicherungen nutzen. Vor diesem Hintergrund haben wir in turbulenten Märkten eine stärkere Begrenzung der Verluste erwartet. Da die

Märkte schnell nach unten marschieren und sich im Anschluss auch wieder deutlich erholen, ist es schon aufgrund der Transaktionskosten wenig sinnvoll, das Depot leerzuräumen und dann auf günstigerem Niveau wieder einzusteigen. Aus diesem Grund nutzen wir bei Bedarf kurzfristig Hebelprodukte, die der Absicherung dienen.

## Absicherungsstrategie

Da in der Vergangenheit die Absicherung mittels Short-ETFs wenig zufriedenstellend verlief, haben wir diesmal ein Knockout-Zertifikat auf den DAX genutzt. Am 10.10. wurden über eine Buy-Stop-Order 1.000 Anteile an dem Short-Knockout-Zertifikat auf den DAX mit der WKN TD1L7G zu einem Kurs von 10,00 EUR erworben. Am 16.10. wurde das Hebelprodukt bereits wieder zu einem Kurs von 13,40 EUR verkauft. Die Gewinne aus dem Erlös wurden der Cash-Position zugeschlagen und haben

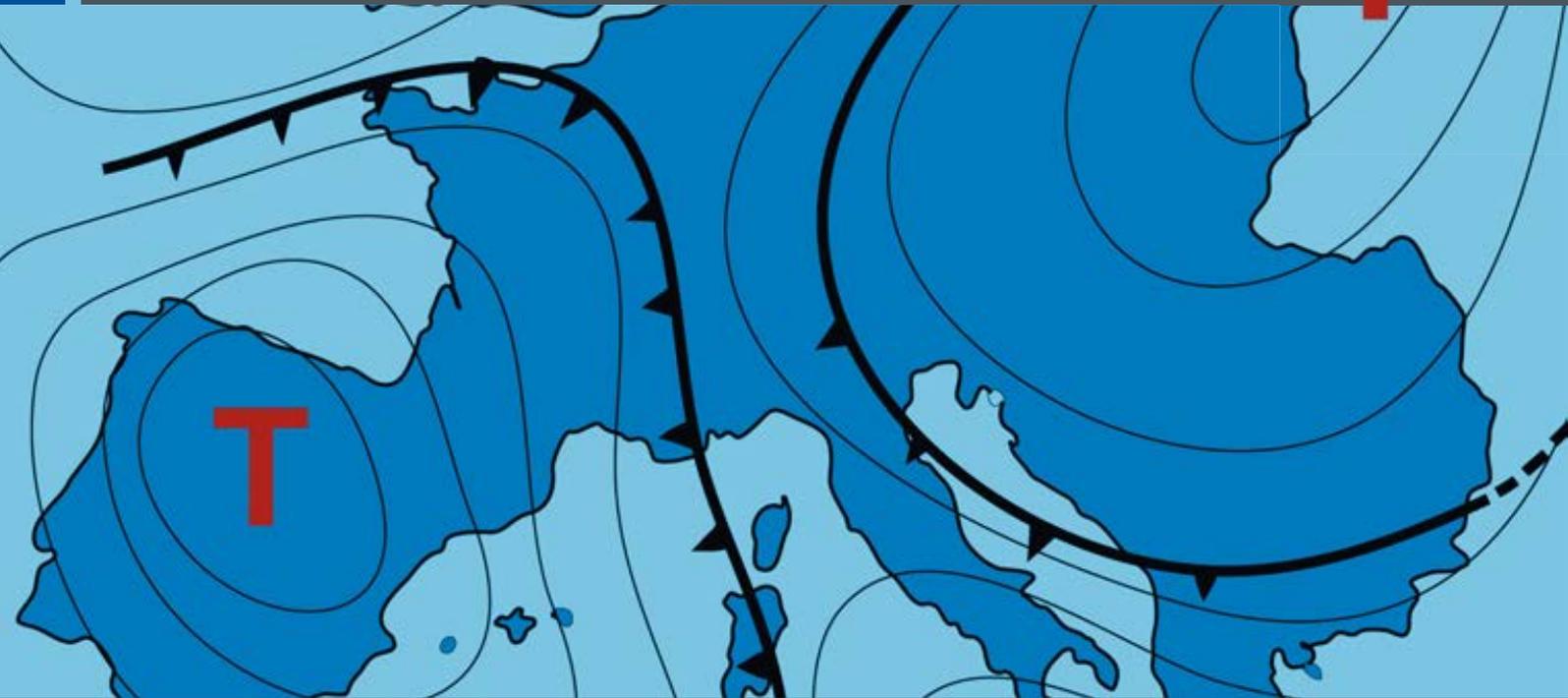
zu der im Vergleich zum Vormonat erhöhten Liquidität beim Fondsmusterdepot geführt. Die Details der Transaktionen können dem SI Weekly und unserer Webseite [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) entnommen werden.

## Ausblick

Nach den deutlichen Kursrückgängen gehen wir von einer technischen Erholung aus, die bis in den November andauern kann. Allerdings ist damit voraussichtlich die Baissephase noch nicht ad acta gelegt. Zu gegebener Zeit nutzen wir wieder ein Short-Hebelprodukt auf den DAX zur Absicherung. Die europäischen Aktienmärkte und speziell der DAX werden sich aus unserer Sicht schlechter entwickeln als die Börsenindizes anderer Regionen. Aus diesem Grund scheint uns der deutsche Leitindex als Basiswert am geeignetsten, um von sinkenden Kursen zu profitieren. ■

Christian Bayer

Musterdepot (Start: 01.01.2009 mit 100.000 EUR)										Stichtag:
Performance: seit Auflage: +42,4% (MSCI Welt: +89,5%); 2014: +4,7% (MSCI Welt: +4,8%); seit dem Vormonat: -4,4% (MSCI Welt: -7,2%)										17.10.2014
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	58,60	16.115	11,3%	-7,6%	51,6%
FCP OP Medical BioHealth-Trends	941135	Aktien Health Care	85	29.03.10	126,3	265,85	22.597	15,9%	-5,9%	110,5%
Bantleon Opportunities L	A0NB6R	Mischfonds	100	18.05.12	108,95	119,97	11.997	8,4%	-2,4%	10,1%
iShares MSCI Japan € Hedged**	A1H53P	Aktien Japan	400	21.02.13	32,47	35,22	14.088	9,9%	-9,8%	8,5%
Tocqueville Gold P	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	122,24	8.557	6,0%	-4,8%	10,2%
Alger American Asset Growth Fund	986333	Aktien USA	400	01.08.13	28,49	33,56	13.425	9,4%	-9,4%	17,8%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Aktien Europa Nebenw.	120	26.09.13	94,00	94,14	11.297	7,9%	-5,2%	0,1%
Saxo Invest CPH Capital Global Equities	A1JJJ5	Aktien Global	80	07.11.13	159,44	162,20	12.976	9,1%	-7,6%	1,7%
Sunares	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	110	13.02.14	56,90	51,88	5.707	4,0%	-10,4%	-8,8%
db X-trackers MSCI Brazil Index-ETF	DBX1MR	Aktien Brasilien	300	25.04.14	34,60	35,50	10.649	7,5%	-9,5%	2,6%
<b>Fondsbestand:</b>				127.407,08	89,5%					
<b>Liquidität:</b>				14.977,25	10,5%	*) ACHTUNG: Die Fondswährung lautet auf USD, Kaufkurs in EUR: 38,65.				
<b>Gesamtwert:</b>				142.384,33	100%	**) Der Kaufkurs ist ein Mischkurs.				



Titelstory / Das große Bild

# Großes Tief über Europa

Was preist die Börse gerade ein?

Der dramatische jüngste Einbruch an den europäischen Börsen (z.B. DAX: -16% in vier Wochen) wurde in der Presse in erster Linie mit rückläufigen Wirtschaftsindikatoren begründet. So wurde z.B. für das EU-Hauptzugpferd Deutschland zuletzt eine markant rückläufige Industrieproduktion gemeldet (grüne Linie in Abb. 1). Zwar verläuft diese Kurve recht erratisch, weshalb man einzelne große Ausschläge zunächst nicht überbewerten sollte. Allerdings weist auch die deutlich ruhiger verlaufende gelbe Linie, welche für die Zukunftserwartung der vom ifo-Institut befragten deutschen Unternehmen steht (hier als 3-Monatsdurchschnitt), mittelfristig auf einen weiteren Rückgang der Wirtschaftstätigkeit hin. Diese spielt sich ohnehin auf recht niedrigem Niveau ab, wie die blauen Balken (= BIP) in Abb. 1 verdeutlichen. Es sieht also nicht danach aus, dass sich die konjunkturelle Lage hierzulande auf Sicht der kommenden Monate deutlich verbessern würde – eher das Gegenteil. Wenn aber das eigentliche Zugpferd schwächelt, dann hat es der ganze EU-Tross umso schwerer, in der Spur zu bleiben.

## Downgrade-Schlappe für die Euro-Retter

Ob allerdings nur die sich seit Monaten abzeichnende konjunkturelle Schwäche in der EU den heftigen Rückgang bei DAX, CAC und Co. verursacht hat, ist so klar nicht. So setzte die Ratingagentur Standard & Poor's zusätzlich inmitten des Aktienabschwungs ein wichtiges Signal an die Rentenmärkte ab: Dem Rating für Frankreich werde künftig das Attribut „Ausblick negativ“ beigefügt.

Damit ist mittelfristig dessen AA-Rating in Gefahr. Im gleichen Atemzug wurde auch der Ausblick für den Euro-Rettungsschirm EFSF auf „negativ“ gesetzt. Letztendlich nur konsequent, da der EFSF lediglich das Abbild seiner Garantiegeber ist – und Frankreich ist nun einmal der zweitgrößte Garantiegeber hinter Deutschland. Auf den ersten Blick trotzdem ein Non-Event für die Märkte, meint Harald Preißler, Leiter Anlagemanagement bei der Schweizer Bantleon Bank, wenn er sagt: „Selbst im Fall eines tatsächlichen Downgrades würden sich die Refinanzierungskosten für Frankreich und den EFSF nur um wenige Basispunkte erhöhen, davon geht keinerlei Gefahr für die Stabilität der Rentenmärkte aus.“ Und auch der in London ansässige Anleihefondsmanager Matteo Pusineri vom Assetmanager BCM & Partners (C-QUATRAT Gruppe) hat dazu eine klare Meinung: „Der EFSF finanziert sich zurzeit sowieso kaum über eigene Emissionen. Sollten sich die Refinanzierungskosten leicht erhöhen, hat das in unseren Augen keinen großen Effekt.“ ▶



Harald Preißler,  
Bantleon Bank



Matteo Pusineri,  
BCM & Partners

# mkk

## Münchner Kapitalmarkt Konferenz

9. & 10. Dezember 2014

The Charles Hotel – Rocco Forte Hotels  
Sophienstraße 28  
80333 München

MC Services HealthCare Forum  
am 9. Dezember 2014  
und  
m:access-Forum  
am 10. Dezember 2014

Anmeldung und Informationen  
auf [www.mkk-investor.de](http://www.mkk-investor.de)



Veranstalter



Forenpartner



powered by

MC SERVICES

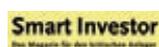
Rechtspartner



Medienpartner Gold



Medienpartner Silber



IR Partner



CROSS ALLIANCE communication GmbH



Die Indikatoren deuten für die deutsche Wirtschaft nichts Gutes an. Quelle: YPOS



Mittelfristig dürfte der Dollar weiter gegen den Euro gewinnen.

### Euro-Krise 2.0!?

Smart Investor interpretiert die Entwicklung jedoch etwas vorsichtiger als Preißler und Pusineri: Der markante jüngste Verfall des Euro gegenüber dem US-Dollar zeigt unserer Ansicht nach, dass eine Entwicklung oder ein Ereignis eingepreist wird, welches in seiner Tragweite noch nicht abgeschätzt werden kann: Der seit Wochen schwache Euro signalisiert einen Vertrauensverlust in den Euroraum. Möglicherweise stellt Frankreichs Downgrade einen Weckruf dar! Wenn schon die größten Garantiegeber keine soliden Finanzen haben, wie muss es dann um den Rettungsschirm im Ganzen aussehen? Eventuell könnte die erschwerte Refinanzierung für EFSF und ESM auch ein erster Schritt in Richtung Banklizenz für die Rettungsschirme sein. Quantitative Easing durch die Hintertür steht damit auch in der EU vielleicht unmittelbar bevor. Alles in allem zeigen die Märkte kein Vertrauen in die Eurozone, gerade auch die jüngste Kursschwäche der griechischen Börse – in der Spitze -40% seit März dieses Jahres – zeigt die Gefahr eines erneuten Aufflammens der Euro-Krise – mit entsprechend destruktiven Folgen für die Investorenstimmung. Der schwache Euro

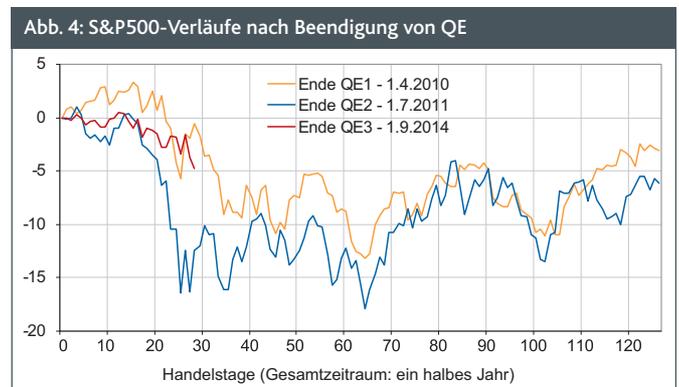
ist daher vielleicht gar nicht der Auslöser, sondern die vorgezogene Reaktion der Marktteilnehmer auf ein noch nicht klar beschreibbares Ereignis in der Zukunft!? Womöglich liegt der Grund für die ausgeprägte EU-Aktienchwäche auch in diesem Problemkomplex?

### Internet-Blase vor dem Platzen?

Schon in unserer letzten Ausgabe haben wir uns mit den Exzessen bei Internetaktien befasst. Mit den Börsengängen von Zalando und Rocket Internet schwappte die Welle in der Zwischenzeit von der Wall Street nach Deutschland. Beide Titel haben ihren Aktionären bislang nur Verluste beschert, ihre Gründer jedoch nun auch offiziell zu Milliardären gemacht. Die Samwers, drei in der Venture-Capital-Szene nicht unumstrittene Brüder, haben erneut das Gespür für das perfekte Timing bewiesen. Über die Aktienbewertungen müssen wir an dieser Stelle nicht noch einmal im Detail diskutieren (s. SI 10/2014 ab S. 56 und S. 77), doch es bleiben andere Fragen offen: Beide Samwer-Aktien sollen mehr als zehnfach überzeichnet gewesen sein. Dennoch begannen beide Papiere unmittelbar nach dem Handelsstart zu fallen. Die leer ausgegangenen Zeichner hatten also offensichtlich gar kein langfristiges Interesse an den Aktien, denn sonst hätten



Die blauen Linien zeigen den Start-, die orangenen Linien den Endpunkt der drei QE-Phasen. Quelle: Wellenreiter Invest



Rund 65 Tage nach dem Start von QE kam es bisher zu einem Aktienmarktief. Setzt man das Ende von QE III für den 1.9. an (wie im Chart angedeutet), so würde der 65-Tage-Zeitraum bis Ende Dezember 2014 dauern. Legt man als Endpunkt den 30.10. fest, so würde sich gemäß dem 65-Tage-Abstand das Börsentief Mitte Februar 2015 ergeben. Quelle: Wellenreiter Invest



*Internetaktien vor dem Absturz?*

sie ja beherzt zu günstigeren Kursen zugreifen können. Wenn kurzfristige Spekulation der Treibstoff für Börsengänge ist, steht der Absturz jedoch meist kurz bevor. Man erinnere sich an die Jahre 2000 oder 2007. Zwar gab es dieses Mal bislang noch keine Flut an Börsengängen, diese beiden dafür jedoch zu besonders absurden Preisen. Vielleicht steht deswegen auch nur eine kurze, dafür aber schmerzhaft Baisse an den Börsen bevor?

#### End of QE

Seit der Finanzkrise im Jahre 2008/2009 ist die amerikanische Zentralbank „Fed“ von dem einst ehernen Grundsatz abgewichen, nicht programmäßig die Anleihen des eigenen Staates aufzukaufen. Diese sogenannten QE-Programme (QE steht für „Quantitative Easing“ und bedeutet übersetzt „Mengenmäßige Lockerung“) wurden seit damals insgesamt dreimal umgesetzt – zuletzt im Herbst 2012. Die Anleihenkäufe durch die Fed sind, salopp formuliert, gleichzusetzen mit dem Anwerfen der „Dollar-Druckerpresse“. Während QE I und QE II abrupt endeten, wurde das nun im Oktober endende QE III sukzessive zurückgefahren, was mit dem englischen „Tapering“ beschrieben wird. Die Start- und Endpunkte (blau und orange markiert) der drei QE-Programme verdeutlicht Abb. 3. Auch wenn sich daraus keine zwangsläufige Gesetzmäßigkeit ableiten lässt, so kann man doch Folgendes feststellen: Während QE I und QE II tendierte der S&P500 nach oben, und nach dem Auslaufen der beiden Programme ging ihm (etwas) die Luft aus. Anders ausgedrückt:

Wenn die Fed für eine Geldschwemme sorgte, stiegen die Aktien – hörten die Geldinjektionen auf, hatten es auch die Aktien schwer.

Abb. 4 zeigt die Entwicklung des S&P500 nach Beendigung der jeweiligen QE-Programme in einer Gegenüberstellung. Interessanterweise endete die Abwärtsbewegung jeweils rund 65 Handelstage nach dem Ende von QE I und QE II. Wenn es diesmal vergleichbar abläuft, so dürfte der amerikanische Aktienmarkt je nach Startpunkt (von 1.9. bis 30.10.2014 wäre alles denkbar) Ende Dezember 2014 bis Mitte Februar 2015 sein Tief finden. Da die europäischen Börsen von zusätzlichen Faktoren belastet werden (siehe oben: Konjunktur und Euro), ist davon auszugehen, dass die anstehende Baisse hier einige Wochen länger dauern könnte. Zumindest war dieses Phänomen, dass Europas Börsen nach den amerikanischen ihren Boden finden, auch schon in früheren Baissen zu beobachten (z.B. 2003 und 2009). In diesem Zusammenhang sei auf die Resultate des Zyklen-Forschers Wilfried Kölz auf S. 52 verwiesen, der das Baisse-Ende beim DAX im Februar oder März 2015 erwartet.

#### Unsere Gastanalysten

Während bis zur letzten Ausgabe 10/2014 die Aussagen unserer Gastanalysten nur ein gemischtes Resümee zuließen, hat sich dies in diesem Monat völlig geändert. Einzig die „Börsensignale“ von Uwe Lang (S. 57) deuten auf ein ungetrübtes Börsenumfeld hin. Hervorzuheben ist vor allem die „Börsenampel“ von Werner Koch ▶

## 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

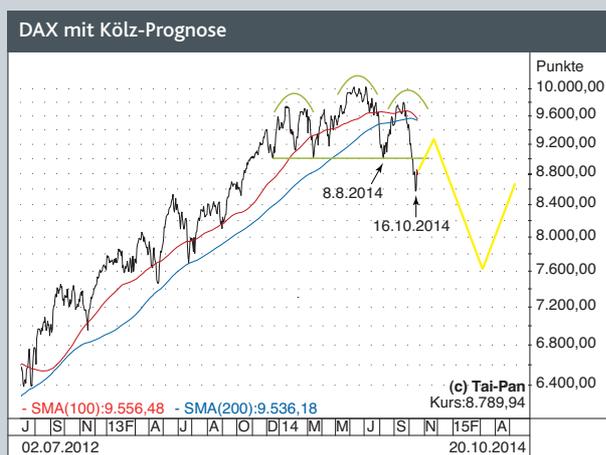
Kostenlose Anmeldung über  
[www.BankM.de](http://www.BankM.de)

## Zyklischer prophezeit Crash

Schon einmal hatten wir an dieser Stelle den Zyklus-Forscher Wilfried Kölz erwähnt. Der Franke aus der Nähe von Nürnberg sucht nach aussagefähigen Zyklen an den Börsen und achtet dabei vor allem auf Cluster. Wenn er solche Zusammenballungen von aussagekräftigen Zyklen findet, kann er manchmal sogar taggenaue Prognosen für einen Extrempunkt in der Zukunft abgeben – und dies oft schon Monate im Voraus. Je weiter sich seine Prognose allerdings auf eine entfernte Zukunft bezieht, desto weniger klar ist dann meist, ob es sich um ein Hoch oder ein Tief handeln wird. Aussagen darüber kann er erst treffen, wenn der prognostizierte Zeitpunkt genügend nahe herangerückt ist.

### Volltreffer!

In seinem Jahresausblick für 2014, den er im Dezember 2013 erstellte, wies Kölz z.B. auf zwei markante DAX-Wendepunkte am 8. August 2014 und am 16. Oktober 2014 hin.



*Der DAX hat seit dem Beginn des Jahres 2014 eine mustergültige Kopf-Schulter-Formation (SKS) absolviert. Der Durchbruch unter die Nackenlinie erfolgte jüngst im Oktober. Sowohl die 200- als auch die 100-Tage-Durchschnittslinien haben bereits nach unten gedreht und unterstreichen damit die negative Aussage der SKS. Gemäß den Aussagen von Wilfried Kölz hätte der DAX nach einem jetzigen kurzen Aufbäumen einen nochmaligen dramatischen Abstieg bis weit in das erste Quartal 2015 vor sich.*



Wilfried Kölz

Beide Tage stellten erstaunlicherweise exakt die wichtigen unteren Wendepunkte der letzten Wochen dar. Diese Exaktheit ist selbst für Kölz etwas überraschend, zumal er normalerweise bei seinen Prognosen einen Spielraum von einem Tag vor und nach seinen berechneten Terminen erlaubt.

### Jetzt schnell nach oben

Kölz, der Mitglied in der Vereinigung der Technischen Analysten Deutschlands ist, hat noch weitere Termine berechnet. So ist der nächste zu beachtende Wendepunkt der 3. November 2014. Dem bisherigen DAX-Verlauf nach zu urteilen wird es sich dabei höchstwahrscheinlich um einen Hochpunkt handeln. Allerdings gibt er zu bedenken, dass hier die zeitliche Ungenauigkeit etwas größer ausfallen könnte. Von dort aus sollte es dann mit dem DAX wieder abwärts gehen.

### Das dicke Ende kommt erst noch!

Der Zykliker behauptet nämlich, dass das jüngste Tief vom 16. Oktober, dem ein Einbruch von mehr als 1.500 Punkten in vier Wochen vorausging, definitiv noch nicht das Ende der Abwärtsbewegung bzw. Baisse sein kann. Aus einem mächtigen Vierjahreszyklus leitet der Franke einen Tiefpunkt ab, welcher deutlich unter dem letzten Low bei rund 8.350 Punkten liegen sollte. Hinsichtlich des exakten Zeitpunkts will er sich hier nicht festlegen lassen, allerdings muss dieses Tief seiner Ansicht nach bis 31. März 2015 erfolgt sein. Dann steht eine neue Hausse bevor.

### Gold unter 1.000 USD

Auch für die Goldanleger hat Kölz leider keine guten Nachrichten. So geht er davon aus, dass der Preis für die Feinunze im Laufe des Jahres 2015 noch die Marke von 1.000 USD unterschreiten wird. Anschließend könnte ein neuer großer Bullenmarkt starten.

Ralf Flierl

und Werner Krieger (Rubrik „Quantitative Analyse“; S. 57), welche nach mehr als zwei Jahren nun von Grün bzw. Gelb auf Rot gesprungen ist. Die Demografie-Überlegungen von Rüdiger Braun (S. 59) mahnen ohnehin schon seit längerem zur Vorsicht, ebenso die „Sektoranalyse“ von Daniel Haase (S. 58). Das „sentix Sentiment“ (S. 58) lässt noch etwas Hoffnung zu, aber auch hier senkt sich merklich der Daumen. Alles in allem zeichnen die Gastanalysen ein recht negatives Bild für die weitere Entwicklung des DAX, an welchem auch eine kurze und heftige Aufwärtskorrektur nichts ändern würde.

### Crash oder Crack-up!?

In unserer August-Ausgabe fragten wir uns, ob die Börsen vor einer Dynamisierung nach oben (Crack-up-Boom, kurz CuB) stehen, oder aber ob ein Crash droht. Unsere damalige Aussage lautete: Selbst wenn ein Crash-Szenario ansteht, dürfte es eher von kurzer Dauer sein, denn insgesamt befinden sich die Börsen bereits im Crack-up-Boom-Modus (mehr hierzu in Ausgabe 8/2014). Auch Rüdiger Braun sowie der Charttechniker Ralph Acampora gehen von einer schnellen und dafür aber vielleicht heftigen Korrektur/Baisse bei den Aktien aus.

# 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

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



Smart Investor 8/2014

Sowohl der DAX als auch andere Börsen in Europa haben in den letzten Monaten nahezu mustergültige Kopf-Schulter-Formationen ausgebildet. Die daraus abzuleitende Indikation ist klar negativ – umso mehr als die SKS-Formation (s. Abb. S. 52) in vielen Indizes Europas aufgetreten ist. Zwar würde eine scharfe Aufwärtskorrektur im jetzigen Stadium nicht überraschen, dennoch sollte man einen anschließenden weiteren Einbruch mit eventuell sogar noch größerer Fallgeschwindigkeit deshalb nicht ausschließen.

### Talfahrt beim Gold beendet?

Grundsätzlich und langfristig ist unsere Einstellung zu Gold positiv. Zu offensichtlich sind die Konstruktionsfehler und Zerfallerscheinungen der weltweiten Fiat-Money-Systeme. Spätestens wenn die Überschuldungskrisen um US-Dollar, Euro, Yen & Co. erneut die Schlagzeilen füllen, wird die positive Neubewertung des Goldes in die nächste Phase gehen. Selbst der jüngste, rund dreijährige Preisrückgang ändert an dieser grundsätzlichen Einschätzung nichts. Fraglich – und damit kommen wir zu Timing-Fragen – ist aber, ob schon jetzt das Ende dieser Abwärtsphase proklamiert werden sollte. Positiv erscheint, dass Anfang Oktober zum dritten Mal in Folge ein Abwärtsschub des Preises im Bereich von 1.181 USD/Feinunze stoppen konnte. Auch die Heftigkeit der anschließenden Aufwärtsreaktion, die den Preis in nur acht Handelstagen um nahezu 70 USD auf rund 1.250 USD/Feinunze katapultierte, legt den Gedanken an einen tragfähigen Boden durchaus nahe. ▶



Der Dreifach-Boden ließ bei den Gold-Bullen Hoffnung aufkommen. Das teils schon wieder überschäumende Sentiment und der starke Dollar sollten aber nicht den Blick davor verstellen, dass ein nochmaliges Abtauchen des Goldpreises – wie von Wilfried Kölz prognostiziert – bevorstehen könnte.

## Löcher in der Matrix

**„Zins-Klau: Das können Sparer jetzt dagegen tun!“**  
(bild.de, 25.09.2014)

Es ist eher die Ausnahme, dass sich der Boulevard des Themas Geldanlage annimmt. Häufig genug befindet man sich dann bereits an den Wendemarken einer Entwicklung, die schon lange lief und entsprechend spät einem breiten Publikum bekannt gemacht wird. Das ist mit der herrschenden Niedrigzinsphase nicht viel anders. Das Ungewöhnliche an diesem Beitrag ist daher weniger der Inhalt als die Wortwahl – „Zins-Klau“, heißt es da. Das ist nicht nur ungewöhnlich, sondern regelrecht entlarvend. Denn die niedrigen Zinsen sind eben nicht die Folge einer natürlichen Entwicklung von Angebot und Nachfrage, sondern das Ergebnis eines „Klau“-Akts. Und wie das beim Klauen so ist, gibt es Klauende und Beklaute. Wer in dem Beitrag allerdings Aufklärung über Täter und Opfer des „Zins-Klaus“ erwartet, der kann lange warten. Denn



schon im Fließtext ist dort nur noch windelweich und unverfänglich vom „Rekord-Zinstief“ die Rede. Wie das entstanden ist? Fehlanzeige. Stattdessen kommen einige Experten zu Wort, die darüber nachdenken, welche Optionen den Anlegern nach(!) dem Raubzug verbleiben. Was dagegen nicht geliefert wird, ist das versprochene „Das“ in „Das können Sparer jetzt dagegen tun!“ Gegen den „Zins-Klau“ an sich können sie nämlich rein gar nichts tun, außer ein bisschen an den Symptomen herumzudoktern. Aber wer steckt denn nun eigentlich hinter dem Zins-Klau und wer sind die Opfer? Fragen Sie Herrn Draghi bzw. schauen Sie auf Ihr Konto. ■

Ralph Malisch

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

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

Leider haben aber nicht nur die Kurse, sondern auch die Stimmung rasch ins Positive gedreht. Das Magazin Euro am Sonntag titelte gar „Krisenwährung Gold – Warum das Edelmetall seine Talfahrt beendet hat“. Wir meinen „leider“, weil derart eindeutige Titelblätter des Mainstreams erfahrungsgemäß eher mit gegenläufigen Preisentwicklungen einhergehen. Auch die plakative Aussage „Preis unten, Beliebtheit hoch“, die sich im Heftinneren der EuramS findet, ist kritisch zu sehen: Erstens ist aktuelle Beliebtheit gerade



„Euro am Sonntag“ vom 11.10.14

kein Indiz für weitere Preissteigerungen und zweitens könnte sich der Hinweis „Preis unten“ als bloßes Wunschdenken entpuppen. Unbestritten ist lediglich, dass der Preis zuvor gefallen war, ob er damit aber wirklich auch „unten“ ist, kann durchaus angezweifelt werden. Nicht nur, dass noch kurz zuvor „Stoppschilder“ wie der seit dem Jahr 2002 gültige Aufwärtstrend glatt überfahren wurden. Auch wäre ein neuer Bullenmarkt im Gold vor dem Hintergrund der anhaltenden Stärke des US-Dollar ziemlich

ungewöhnlich. Das gelbe Metall und die US-Währung entwickeln sich bekanntermaßen in der Regel gegenläufig. Schließlich ist der relative Abwärtstrend des Goldes gegen den Dow-Jones-Index trotz der jüngsten Kursrückgänge am Aktienmarkt noch(!) immer intakt. Insgesamt wären wir also nicht überrascht, wenn die Neubewertung des gelben Metalls noch ein wenig auf sich warten ließe, kommen wird sie aber auf jeden Fall.

### Fazit

Der Euroraum ist von konjunkturellen Störfeuern überproportional betroffen, da der Exportweltmeister Deutschland in der EU ein starkes Gewicht hat. Hier spielen sicherlich auch die Brems-effekte mit hinein, die aus den Sanktionen gegenüber Russland herrühren – der unsensiblen Handlungsweise unserer hiesigen Politiker sei Dank. Ob allerdings alleine diese Gründe ausreichen, um die relative Schwäche der EU-Aktienmärkte zu erklären, mag bezweifelt werden. Unserer Ansicht nach bahnt sich gerade ein „Unfall“ im Euroraum an, den die Devisenmärkte bereits eskomp-tieren. Und ein solcher Unfall dürfte natürlich auch Wirkungen auf die Aktienbörsen haben – ein dramatischer Crash ist dabei keinesfalls auszuschließen. Die momentane Baisse könnte so gesehen also ein schnelles, aber heftiges Ende finden: Womöglich ist nach dem ersten Quartal 2015 schon alles vorbei und die Börsen bereits im nächsten Crack-up-Boom-Zyklus nach oben. ■

Ralf Flierl, Christoph Karl, Ralph Malisch

## Charttechnik

# Fällt Butter, fällt Käse?

Ein differenzierter Blick auf die jüngste Abwärtsbewegung

## Schlechter Ruf

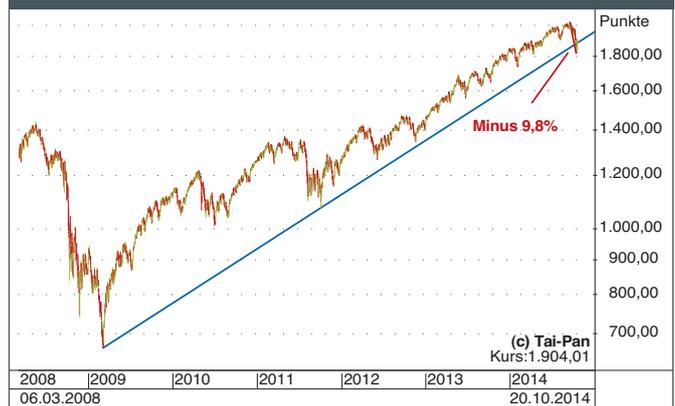
Schließlich hat es der Herbst doch noch geschafft, seinem Ruf als ausgesprochen lausige Börsenzeit gerecht zu werden. Weltweit gingen die Märkte auf Tauchstation. Allerdings lohnt es sich auch in diesem Fall, genauer hinzusehen.

## ATHEX Composite

Wie hart die Krise Griechenland getroffen hat, zeigte sich schon daran, dass der ATHEX Composite erst im Jahr 2012 einen Boden fand. Zwar konnten sich die Kurse in der Folge nahezu verdreifachen, richtig voran ging es aber bereits seit Herbst 2013 nicht mehr. Ab Mitte Mai 2014 fächerte sich der Trend nach unten auf – ein frühes Warnzeichen nachlassender Aufwärtsdynamik. Vom Bewegungshoch bei 1.379,42 Punkten verlor der Athener Index in der Spitze mehr als 38%.



Abb. 2: S&P 500



## S&P500

Auch der S&P500 musste in den letzten Wochen kräftig Federn lassen, sieht aber wesentlich stärker aus. Sein Krisentief erreichte er bereits im Frühjahr 2009. Der in der Folge etablierte Aufwärtstrend wurde erst im Rahmen des aktuellen Kurseinbruchs kurzzeitig verletzt. Der Verlust vom Bewegungshoch, das gleichzeitig das Allzeithoch ist, belief sich auf lediglich 9,8%. Beim ATHEX Composite liegt das 2014er Bewegungshoch dagegen rund 74% unter dem Allzeithoch von 2007.

## Fazit

Auch oberflächlich unkoordinierte Abverkäufe sind Teil größerer Strukturen. Die bewiesene relative Stärke spricht weiter für den S&P500.

Ralph Malisch

Anzeige

**ALBENE**

Links zwei, drei, vier...

Sport- & Werbeartikel

...von Albene finden Sie hier!

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

Albene GmbH · Marketing Handel · Zumpestrasse 6 · D-81675 München  
Tel.: +49/89/47 07 86-00 · Fax: +49/89/47 07 86-01 · E-Mail: info@albene.de

Relative Stärke

# Absoluter Sturm, relative Ruhe

## Kurseinbrüche ändern an der Rangfolge nur wenig

### Auf dem falschen Fuß

Mitte September war die Laune vieler Marktteilnehmer noch weitgehend ungetrübt. Immerhin war man bereits unbeschadet durch die Hälfte jenes Monats gekommen, der statistisch als der schlechteste für Aktienanlagen gilt. Auch wurden bedrohliche Nachrichten lange Zeit regelrecht weggelacht. Manch einer mag sich da mental schon auf die starken Monate um den Jahreswechsel eingestellt haben. Dann aber kam es knüppeldick: Geopolitische Risiken und eine erlahmende Konjunktur holten die Börsianer doch noch ein und erwischten sie auf dem sprichwörtlichen falschen Fuß. Bis Mitte Oktober kannten die Kurse dann nur noch eine Richtung – abwärts. Das Erstaunliche ist, dass dieser abrupte Richtungswechsel in der Spitzengruppe kaum etwas durcheinander geworfen hat. Auf den Rängen 1 bis 5 gab es gar keine Rangverschiebungen und auch auf den weiteren Rängen bis einschließlich Rang 9 waren die relativen Bewegungen nur minimal.

### Flucht in Sicherheit

Einzigste Ausnahme stellt in diesem Bereich der Index der 10jährigen Bundesanleihen REXP10 dar, der sich um zehn Ränge auf Rang 6 verbessern konnte – die übliche Flucht in Sicherheit. Ein Thema, das auch für den Goldpreis Rückenwind bedeutete. Er konnte ebenfalls um zehn Ränge zulegen (Rang 11). Größter relativer Verlierer war mit einem Minus von sechs

Rängen der DAX. Langsam zeigt sich, dass die deutsche Wirtschaft in besonderem Maße von der Sanktionspolitik gegenüber Russland betroffen ist, was die Abkühlung der Konjunktur noch beschleunigt hat. Hinzu kommt, dass der DAX bei allgemeiner Marktschwäche traditionell zu den überproportionalen Verlierern gehört.

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	
		17.10.	19.9.	22.8.	18.7.	20.6.	23.5.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
Merval	Arg	1	1	1	1	2	2	31	67	80	+0,36	+21,6
Shenzhen A	China	2	2	2	15	26	26	57	90	93	+0,17	+15,8
S.E.T.	Thai	3	3	3	3	3	11	3	66	84	+0,07	+2,1
Sensex	Indien	4	4	4	2	1	1	8	75	89	+0,10	+3,1
NASDAQ 100	USA	5	5	6	4	10	13	12	46	83	+0,07	-1,0
REXP 10 *	D	6	16	14	16	24	18	44	75	91	+0,04	+2,4
Hang Seng	HK	7	7	5	11	21	19	6	35	74	+0,02	-2,3
DJIA 30	USA	8	9	13	9	15	17	18	18	82	+0,01	-2,5
H Shares	China	9	8	7	8	19	22	6	32	50	+0,01	-2,6
S&P 500	USA	10	6	9	6	9	9	12	22	83	+0,02	-2,9
Gold		11	21	18	19	22	20	92	27	7	-0,06	-3,4
Nikkei 225	J	12	10	12	13	14	24	0	25	77	+0,01	-4,1
SMI	CH	13	12	16	18	11	3	19	19	82	+0,00	-3,7
PTX	Polen	14	13	20	22	25	16	9	21	51	-0,03	-2,7
KOSPI	Korea	15	11	8	12	20	4	0	0	55	-0,04	-5,5
All Ord.	Aus	16	19	10	7	16	6	33	19	75	-0,01	-3,7
FTSE 100	GB	17	14	15	14	13	8	14	14	65	-0,04	-6,4
MDAX	D	18	22	23	25	23	21	22	16	77	-0,03	-6,5
IBEX 35	E	19	15	21	21	4	7	16	15	75	-0,01	-6,6
TecDAX	D	20	20	22	24	5	14	30	21	75	-0,01	-6,6
Silber		21	24	17	10	17	25	26	9	2	-0,11	-11,0
DAX	D	22	16	24	20	12	15	18	16	72	-0,04	-7,6
CAC 40	F	23	18	25	26	18	10	16	14	67	-0,06	-8,0
Rohöl	USA	24	23	26	17	8	5	12	7	14	-0,17	-15,8
HUI *	USA	25	25	11	5	7	23	1	0	0	-0,12	-16,5
RTX	Rus	26	26	19	23	6	12	17	7	3	-0,09	-11,9
grün: verbessert rot: verschlechtert schwarz: unverändert								grün: >=70		grün: >0 grün:<-15		
*) REXP 10: Index 10jähriger Anleihen; HUI: Goldminen-Index								rot: <=30		rot: <0 rot:>15		

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

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

## Quantitative Analyse

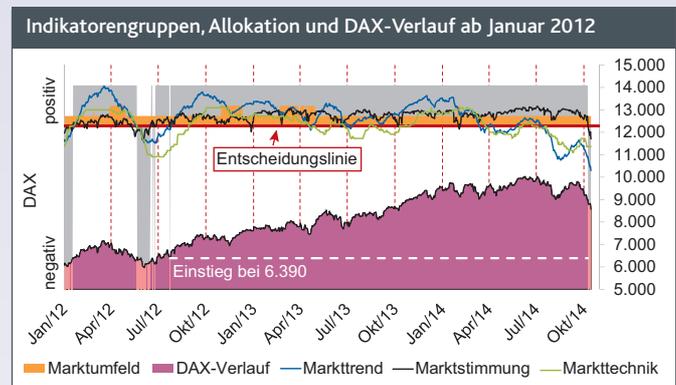
## Börsenampel steht auf „ROT“

Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch ([www.boersenampel.de](http://www.boersenampel.de))

Die am 15.06.2012 eingeleitete „GRÜN“-Phase der Börsenampel mit ihrem positiven Aktien-Votum ist nach zwei Jahren und drei Monaten beendet. In diesem Zeitraum konnte der DAX um rund 40% zulegen. Mit dem jüngsten Durchbruch des DAX durch seine Unterstützungslinie bei 8.900 Punkten aus der seit Oktober 2013 bestehenden Trading-Range zwischen 8.900 und 10.000 Punkten steht nun unsere Börsenampel auf „ROT“. Verantwortlich für den Signalwechsel von „GELB“ – der Farbe der Orientierungsphase – auf „ROT“ war die Marktstimmung, die am 10.10. durch die Entscheidungslinie durchgerutscht ist (siehe Abb.).

Wie in den letzten Ausgaben des Smart Investor dokumentiert, stand die Börsenampel bereits seit 16. Juli 2014 auf „GELB“, da mit negativem Markttrend und ebenfalls negativer Markttechnik bereits zwei Indikatorengruppen gegen Aktien votierten. Wir sind daher keine gehebelten Aktien-Engagements (z.B. über LevDAX-ETFs) in den offensiven Varianten mehr eingegangen.

Weiterhin positiv ist unser vierter Indikatorenblock, das Marktumfeld. Dieser Indikator bestimmt im Falle eines Aktienausstiegs, ob wir einfach nur „Kasse halten“ oder stattdessen sogar „Short“ gehen und damit auf fallende Kurse setzen. Der Marktumfeld-Indikator zeigt verlässlich an, ob größere Crashes oder länger anhaltende Bärenmärkte wahrscheinlich und mittelfristige Short-Engagements deshalb Erfolg versprechend sind. Aktuell verneint



Signalwechsel auf „ROT“: Nach Markttechnik und Markttrend hat am 10.10. auch die Stimmung ins Negative gedreht. Dank des noch immer positiven Marktumfeldes steht die Börsenampel nun auf Geldmarkt bzw. Rentenstrategie. Stand: 15.10.2014. Datenquellen: Bloomberg, [boersenampel.de](http://boersenampel.de)

er diese Frage, so dass es durchaus vorstellbar ist, dass wir in Kürze schon wieder in den Aktienmarkt zurückkehren. Nach klassischer Charttechnik jedoch könnte der DAX-Abwärtstrend noch bis nahe der 8.000er-Marke anhalten.

Auch in dieser Situation vertrauen wir letztendlich auf die Entscheidung der Börsenampel. ■

## Intermarketanalyse

## Die Signale trotzen der Korrekturbewegung!

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der BÖRSENSIGNALE ([www.boersensignale.de](http://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 5:0
- Anleihezinsen: **Positiv!**  
 Ölpreis: **Positiv!**  
 CRB-Index: **Positiv!**  
 US-Dollar in Euro: **Positiv!**  
 Saisonfaktor: **Positiv!**

## Fazit

Politische Krisen und Stimmungsverschlechterung aufgrund enttäuschender Konjunkturdaten haben die Weltbörsen nach unten gezogen. Doch erscheint der Kurseinbruch angesichts unserer durchweg positiven Signale völlig übertrieben. Mit der Rendite von Aktien kann keine andere Anlageform konkurrieren. Das werden die Panikverkäufer sehr bald zu spüren bekommen. Engagiert bleiben, eingedenk der alten Börsenregel: „Hin und her macht Taschen leer!“ ■

sentix Sentiment

# Nur eine Schrecksekunde für die Bullen?

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

In den letzten Wochen wurden die Bullen am Aktienmarkt ziemlich auf dem falschen Fuß erwischt. Zwar rechnen die Anleger, wie der sentix Konjunkturindex zeigt, mit Problemen an der Konjunkturfrente, aber ihre Aktienmarkterwartungen haben sie dennoch nicht angepasst. Vor allem die Institutionellen Investoren sehen die Aktien weiter als alternativlos an (siehe Chart). Entsprechend groß ist deshalb die Enttäuschung über die starken Kursverluste.

Kurzfristig deuten die hohen Umsätze in der jüngsten Abwärtsbewegung sowie das bearishe Sentiment auf eine gewisse Kapitulation der Anleger hin. Damit stehen kurzfristig die Zeichen auf Kurserholung. In dieser wird sich zeigen müssen, ob die negativen Konjunkturerwartungen oder die optimistische Aktiensichtweise zu korrigieren sind. Denn das zwischen diesen beiden Indikatoren beschriebene Spannungsfeld wird so dauerhaft nicht bestehen bleiben und sich in die eine oder andere Richtung auflösen müssen.

Nicht nur für den Aktienmarkt, auch für den Rentenmarkt ist diese Frage von großer Bedeutung. In Euroland ist bei weiter anhaltender konjunktureller Schwäche ein Wiederaufflammen der



Konjunkturerwartungen der Institutionellen (blau) fallen, doch deren Grundüberzeugung für Aktien (rot) bleibt stabil. Quelle: sentix GmbH

Eurokrise wahrscheinlich, während es in den USA zu einem Abgang auf Zinserhöhungserwartungen kommen könnte. Noch können die Anleger hoffen, dass es nicht so kommt. Doch die Bringschuld liegt nun klar bei den Konjunkturoptimisten. ■

## Sektoranalyse

# Bärenmarkt mit Rally-Chancen

Gastbeitrag von Daniel Haase (www.folgedemtrend.de)

Seit Monaten warne ich in dieser Kolumne, dass auf die Flucht der Anleger in vermeintlich sichere Segmente des Aktienmarktes (defensive Sektoren, große Standardwerte) üblicherweise eine generelle Flucht aus dem Aktienmarkt heraus folgen werde. Inzwischen haben wir die ersten Ausläufer eines neuen Bärenmarktes gesehen. Die große Mehrzahl der europäischen Sektorenindizes hat im jüngsten Kursrutsch ihr Korrekturtief vom 8. August – teils deutlich – unterschritten. Kurzfristig sind die Märkte ohne Frage klar überverkauft, so dass sich gewisse Rally-Chancen ergeben. Jene offensiven Sektoren, welche am meisten unter Druck kamen, sollten nun auch am deutlichsten wieder nach oben federn. Meine Prognose lautet jedoch, dass es den Bullen nicht gelingt, neue Jahreshochs zu generieren, und dass vermutlich noch vor Jahresende die Bären das Zepter wieder übernehmen und die Märkte weiter abwärts schicken. Spätestens dann haben defensive Sektoren wieder die Nase vorn. Hohe Kassenbestände dürften mit Blick aufs erste Halbjahr 2015 aber vermutlich eine noch bessere Wahl sein. ■

Performance-Ranking der STOXX-600-Sektoren (8.8.14 bis 17.10.14)					
Rang	Sektor		Rang	Sektor	
1	Gesundheit	+3,0%	13	STOXX Europe 600	-1,6%
2	Versicherungen	+1,6%	14	Telekom.	-1,7%
3	Reisen & Freizeit	+1,2%	15	Finanzdienstl.	-2,0%
4	Konsumgüter	+0,1%	16	Mid 200	-2,5%
5	Chemie	-0,1%	17	Small 200	-2,5%
6	Nahrung	-0,2%	18	Bau	-3,4%
7	Banken	-0,2%	19	Industrie	-3,5%
8	Versorger	-0,3%	20	Automobile	-3,6%
9	Immobilien	-1,1%	21	Einzelhandel	-6,6%
10	Medien	-1,3%	22	Öl & Gas	-9,1%
11	Large 200	-1,4%	23	Grundstoffe	-9,1%
12	Technologie	-1,5%			

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 Large Caps gefragt sein.

## Demografie & Börse

# Schach!

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

Erfolgreiches Investieren gleicht einem Schachspiel. Genauer: einem dreidimensionalen Schachspiel. Es stehen sich nicht nur zwei Parteien gegenüber, Angebot und Nachfrage, welche es richtig einzuschätzen gilt. Es kommt auch der Faktor Zeit als dritte Dimension hinzu. Die zeitliche Streckung von Ereignissen an den Märkten für Anleihen, Aktien, Devisen und Rohstoffe erschwert das Erkennen von Kausalitäten. Folge: Unstimmigkeiten werden mit Paradigmenwechseln „erklärt“. Im Gegensatz zum Brettspiel besteht darüber hinaus Unklarheit über die „Spielregeln“ selbst. Welche Akteure (z. B. Politik, Notenbanken) machen wann und warum welche Züge? Nach welchen Gesetzmäßigkeiten entwickeln sich Angebot und Nachfrage im Zeitablauf?

Die Verwendung demografischer Daten bringt dem „Spieler“ eindeutig Vorteile. Er kennt zu jedem Zeitpunkt die Anzahl der „gegnerischen Truppen“: Wir wissen, wie sich die Zahl der jungen, erwachsenen Konsumenten in der Zukunft entwickeln wird. Damit haben wir die wichtigste Komponente in einer Volkswirtschaft, den privaten Verbrauch, unter Kontrolle.

FAZ-Index vs. Timing Indikator



Illustration: iStock / Roue55

In Kenntnis dieser Zusammenhänge haben wir seit Ende 2013 vor dem Aktienmarkt gewarnt und Anleihen empfohlen. Aber erst jetzt, wo die Kursverluste der ersten Oktoberhälfte die scheinbar nicht enden wollende Topbildung für alle erkennbar abgeschlossen haben, ist König DAX plötzlich Schach geboten! Wir befinden uns in einer klassischen Baisse. Die Point & Figure Chart-Technik nennt ein (Minimum-)Kursziel von DAX 6.500. Unser rein demografisch basierter Timing-Indikator sagt, dass nach einer Zwischenerholung (A) die Kurse weiter bis zum Ende des ersten Quartals 2015 unter Druck bleiben (B). Erst danach beginnt eine neue Partie. ■

Anzeige

## Smart Investor E-Paper

**Exklusiv für Abonnenten:**

Lesen Sie jetzt das  
unabhängige  
Anlegermagazin als  
E-Paper:

**Mobil & smart**

**Volltextsuche**

**Für PC & Tablet**

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

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



## Edelmetalle

# Balsam für die Seele

Die Besucher der Veranstaltung „Das geheime Wissen der Goldanleger“ verließen den Tagungsort nachdenklich, aber zufrieden.

Obwohl die Investoren von Gold und Silber seit geraumer Zeit die Gnadenlosigkeit der Finanzmärkte zu spüren bekommen, pilgerten einen Tag nach der Deutschen Einheit rund 600 Besucher in die Stuttgarter Filderhalle. Geladen hatte der Kopp Verlag mit Referenten der Extraklasse: Bruno Bandulet, Peter Boehringer, Dimitri Speck, Thorsten Schulte und Marc Faber. Sie glauben, dass so etwas zu teuer ist? Ist es nicht, das Ticket kostete nur 99 EUR! Um eines vorwegzunehmen: Es wird wohl niemand die Halle verlassen haben, der sich in seiner positiven Einstellung gegenüber Edelmetallen nicht bestätigt gefühlt hat.

## Hochintelligent, aber skrupellos

Als erster Redner betrat Prof. Bandulet die Bühne. Dort stand – man staune – ein uralter Overhead-Projektor für den „Grand-seigneur der deutschen Edelmetallszene“ bereit. Diese Bezeichnung benutzte Moderator Ralf Flierl in der Anmoderation. Dabei war Bandulets Vortrag keinesfalls altbacken oder langweilig, ganz im Gegenteil. Mit seinem ultratrockenen Humor ginge das auch gar nicht. Viel erwarten dürfe man sich, so Bandulet, in nächster Zeit allerdings nicht vom Goldpreis. Einschüchtern lassen sollte man sich von den „hochintelligenten, aber skrupellosen“ Jungs von Goldman Sachs aber auch nicht. Mit einem emotionslosen „ja, so läuft halt das Geschäft“



Smart Investor-Chefredakteur Ralf Flierl (r.) moderierte die Podiumsdiskussion mit Bruno Bandulet, Peter Boehringer, Thorsten Schulte, Dimitri Speck und Marc Faber (v.l.).

kommentierte Bandulet „die Propaganda“ der US-Bank, die schon vor einiger Zeit mit einer Prognose von 1.050 USD für die Feinunze aufhorchen ließ. Vielmehr solle man vorgehen wie die Chinesen: Leise und langfristig das gelbe Metall zukaufen. Das gleiche gilt für die Goldminengesellschaften. Im Pausentalk nannte der Gold-Experte seine Favoriten: Eldorado Gold und Franco-Nevada. Schließlich wird der Goldschatz im Reich der Mitte seinen Insiderinformationen nach eines Tages größer sein als der amerikanische in Fort Knox – sofern es diesen überhaupt noch gibt.

## Kinderfest der Bundesbank

Da wären wir gleich beim nächsten Thema: dem Gold der Notenbanken. Freunde werden Peter Boehringer, der zweite Redner auf der Bühne, und die Bundesbanker wohl keine mehr. Denn alles, was die Zentralbank in Frankfurt über das deutsche Staatsgold behauptet, versichert und postuliert, wird vom Initiator der Initiative „Holt unser Gold heim“ entkräftet, widerlegt und über den Haufen geworfen. Das Katz-und-Maus-Spiel erinnert an einen Kindergarten. Nicht nur, weil die Notenbank in Frankfurt anlässlich der Rückkehr der ersten Barren aus Übersee ein Kinderfest veranstalte. Ja, Sie lesen richtig: ein Kinderfest! Inzwischen sind die Fronten verhärtet. Boehringer will Beweise von der Bundesbank. Diese aber dreht die Beweislast um: Boehringer soll beweisen, dass das Gold weg ist. Tja...

## Gold als Protestmittel

Nach dem Mittagessen ging es mit der Manipulation des Goldpreises weiter. Experte



„Dr. Doom“ Marc Faber (l.) und „Silberjunge“ Thorsten Schulte

## 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 Salzfluren

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

Diese Anzeige dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleinnige Grundlage für den Anteilserwerb sind der aktuelle Verkaufsprospekt, das Verwaltungsgereglements 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.

### Edelmetallpreise, -indizes und -ratios

	Kurs				Veränderung seit		
	17.10.14	19.09.14	30.12.13	02.01.06	Vormonat	30.12.13	02.01.06
Gold in USD	1.238,55	1.219,75	1.196,78	516,88	+1,5%	+3,5%	+139,6%
Gold in EUR	969,89	948,09	867,61	437,30	+2,3%	+11,8%	+121,8%
Silber in USD	17,27	17,83	19,57	8,87	-3,1%	-11,8%	+94,7%
Silber in EUR	13,52	13,88	14,19	7,61	-2,6%	-4,7%	+77,7%
Platin in USD	1.261,50	1.337,00	1.360,00	966,50	-5,6%	-7,2%	+30,5%
Palladium in USD	755,50	813,00	709,00	254,00	-7,1%	+6,6%	+197,4%
HUI (Index)	187,01	208,49	193,03	298,77	-10,3%	-3,1%	-37,4%
Gold/Silber-Ratio	71,72	68,41	61,15	58,27	+4,8%	+17,3%	+23,1%
Dow Jones/Gold-Ratio	13,23	14,17	13,79	21,20	-6,6%	-4,1%	-37,6%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,2770	1,2830	1,3794	1,1819	-0,5%	-7,4%	+8,0%

auf diesem Gebiet ist Dimitri Speck. Die Gründe hierfür liegen auf der Hand. Stellen Sie sich nur vor, was los wäre, wenn nach jeder Entscheidung der Fed und EZB der Goldpreis durch die Decke ginge? Das käme einem Affront gleich. Es wäre der Beleg, dass mit dem Finanzsystem etwas nicht stimmt. Mehr noch: „Es würde das Verhalten der Menschen beeinflussen.“ Und zwar in eine Richtung, wie es die Machteliten nicht wünschen. Um dem entgegenzuwirken, folgen eben – wenn es die Situation erfordert – ein paar kurze Schocks vom Terminmarkt. Und zwar bevorzugt am Morgen in Australien. Zu dieser Zeit nippen die Angelsachsen unschuldig am Feierabendbier oder träumen von der expansiven Geldpolitik. Speck forderte in seinem ausgezeichneten Vortrag gar zum Edelmetallkauf auf. Nur dadurch könne man sich den Machenschaften des Systems entziehen – trotz der Manipulation. Daran gibt es nach seinem Auftritt eigentlich keine Zweifel mehr.

### Volk ohne Geschmack

Im Anschluss sorgte „Silberjunge“ Thorsten Schulte rhetorisch gewandt dafür, dass das bis dato wenig beachtete Silber nicht gänzlich in Vergessenheit geriet. Schließlich ist der kleine Bruder des Goldes ein Industriemetal mit vielen Eigenschaften. Der Höhepunkt des Tages war aber zweifelsohne der Auftritt von Investor-Legende Marc Faber. Über Gold sprach der Schweizer eigentlich kaum. Den Zuschauern war es egal. Sie spendeten ihm den längsten Applaus von allen. Wohl auch deswegen, weil er die Amerikaner als ein „blödes Volk ohne Geschmack bei Luxusartikeln“ bezeichnete. Die US-Notenbanker sind in

seinen Augen einfach nur „Dummköpfe“. Und für Stalin war es wichtig, wer die Stimmzettel auszählt, und nicht, wer wählt. Inhaltlich ging es in Fabers Vortrag sehr stark um China. Im Gegensatz zu den Industrieländern steigen dort die Reallöhne seit zwei Dekaden signifikant an. Deswegen hat in vielen Schwellenländern wie China die junge Generation bessere Chancen auf Wohlstand als die ältere. In den westlichen Nationen und Japan haben es Faber zufolge die Kinder dagegen heute schwerer als ihre Eltern. Dennoch erwartet er keine hohen Wachstumsraten im Reich der Mitte, da die Löhne inzwischen höher seien als in Mexiko. Gute Möglichkeiten sieht er in Vietnam, Kambodscha und Myanmar.

### Wie Europa im 20. Jahrhundert

Da Peking eine immer größere Rolle im Welthandel spielt, muss es seine Handelsrouten schützen. Geopolitische Spannungen mit den USA sind vorprogrammiert. Deshalb würde sich der Star-Investor wünschen, dass sich US-Präsident Obama gänzlich dem Golfspiel widme. Denn wo immer die USA im Nahen Osten auftauchen, bricht das Chaos aus. Faber erkennt Parallelen zum Beginn des 20. Jahrhunderts. Als Deutschland im Begriff war, Frankreich und Großbritannien den Rang abzulaufen, kam es zur Katastrophe. Gold ist für ihn als Schutz gegen den unausweichlichen Zusammenbruch des Finanzsystems unverzichtbar. Wann das ist, weiß der Börsen-Guru natürlich nicht, aber so viel sagte er dann doch: „Morgen oder in fünf Jahren!“

Claus Brockmann

Branche im Blickpunkt

# Die Software am Krankenbett

## Medical-IT: Vernetzung im Gesundheitswesen



Pharma- und Healthcare-Aktien zählen zu den Kerninvestments vieler Portfolios. Der Bereich der Medical-IT gerät zunehmend ins Blickfeld, denn die Digitalisierung von Patientenakten, die Vernetzung von Praxis, Labor, Klinik sowie die Steuerung letztgenannter mit Krankenhaus-Informationen-Systemen (KIS) schreiten voran. Transparency Market Research erwartet bis 2019 global eine CAGR-Rate von 7,1% für Medical-IT-Anwendungen. Neben den Schwergewichten GE Healthcare und Siemens Healthcare als Sparten der Mutterkonzerne, bei denen Medical IT jeweils ein eigenes Geschäftsfeld bildet, hat sich eine Reihe spezialisierter Unternehmen etabliert.

### Entwicklung aus drei Richtungen

Marktführer bei KIS in Deutschland ist die Agfa Gevaert N.V. (Belgien), seit 2005 die GWI AG übernommen worden war. Agfa ist in den Medical IT-Markt als Experte für bildgebende Verfahren eingetreten. Nach zwei Verlustjahren gelang 2013 der Turnaround. Zwar verminderte sich der Umsatz um 7% auf 2,8 Mrd. EUR – auf den Bereich Healthcare entfielen 1,16 Mrd. EUR – der Gewinn wurde aber auf 25 Cent/Aktie gesteigert. Zum Halbjahr 2014 wurde bei weiterem Umsatzrückgang ein Gewinn von 59 Mio. EUR erzielt. Der Buchwert der Aktie wird im Geschäftsbericht 2013 mit 2,19 EUR pro Aktie angegeben. Bei Kursen um 1,72 EUR notiert Agfa derzeit also darunter. Auch das KUV von 0,12 ist extrem niedrig, und bei gleichbleibendem Ergebnis errechnet sich ein KGV von 7. Investoren zweifeln offensichtlich, dass die Umschuldung einer 2015 auslaufenden Anleihe reibungslos gelingt, und gehen offenbar davon aus, dass das Unternehmen im Bereich Graphics (Drucklösungen) und Specialities (Fotolösungen) weiter Umsatz verliert und der Gewinn wieder bröckelt.

### Compugroup rasant gewachsen

Die Compugroup Medical AG ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen. Mit Praxissoftware groß geworden, bietet es mittlerweile aber ein umfassendes Programm auch für Krankenhäuser und Labore. Im ersten Halbjahr wuchs der Umsatz um 11% auf 248 Mio. EUR, das Ergebnis ist aber bei 0,23 EUR pro Aktie stehen geblieben. Das Unternehmen ist im Konsortium für die elektronische Gesundheitskarte vertreten und erwartet daraus in den kommenden Jahren erhebliche Umsatzpotenziale. Im Bereich Apotheken und zahnmedizinische Praxen besitzt die Compugroup die Marktführerschaft. Demgegenüber verlor der Bereich KIS im 1. HJ 2014 leicht an Umsatz. Für das lau-

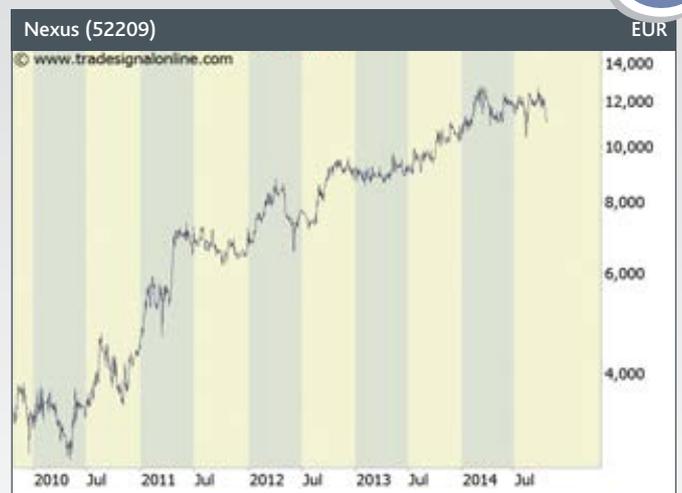


Illustration: iStock / graphischmilitäry

fende Jahr wurde die Rekord-Umsatzprognose von mehr als 514 Mio. EUR bestätigt. Der Gewinn werde aber wegen zahlreicher Übernahmen und Investitionen stagnieren. 2014 wird der Gewinn voraussichtlich bei 0,55 Cent pro Aktie zum liegen kommen (wie 2013 auch schon), was bei Kursen um 18 EUR das stolze KGV von 34 ergibt.

### Nexus mit gutem Track Record

Die Nexus AG hat es geschafft, in den vergangenen Jahren sehr konstantes Umsatz- und Gewinnwachstum zu realisieren. Als Anbieter von KIS-Systemen gestartet, hat sich Nexus durch Akquisitionen zu einem Anbieter erweitert, der vor allem spezifische Software für Fachbereiche wie Zytologie, Radioonkologie, Psychiatrie oder Pflege anbietet. Nexus hat im 1. Halbjahr 2014 den Umsatz um 10% auf 37,8 Mio. EUR gesteigert, das EBT wuchs um 11% auf 3,6 Mio. EUR. Die Stärke von Nexus liegt in der erfolgreichen Integration der Akquisitionen, die das stete Gewinnwachstum ermöglicht haben. Der hohe Anteil des internationalen Geschäfts, das mehr als 40% zum Umsatz beiträgt, täuscht etwas, denn hier dominiert die Schweiz, wo Nexus Marktführer ist. 2013 betrug das Ergebnis 50 Cent/Aktie, eine weitere 10%ige Steigerung eingerechnet ergibt sich bei aktuellen Kursen ein KGV 2014e von 20.

### Cerner macht Schlagzeilen

Cerner Inc. macht derzeit Schlagzeilen, denn das nach der GE-Sparte größte Medical-IT-Unternehmen der USA übernimmt für 1,3

## Ausgewählte Aktien im Medical-IT-Segment

Name	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 14e*	Umsatz 15e*	EpS 14e	EpS 15e	KGV 15e
Agfa	920872	1,77	297	2700	2.700	0,2	0,22	8,0
Compugroup	543730	18,01	942	520	570	0,55	0,75	24,0
Nexus	522090	11,10	166	82	90	0,55	0,62	17,9
Cerner	892807	44,79	15.230	3.100	7.000	1,17	1,52	29,5
Merge	A0NHKD	1,76	159	156	165	-0,02	0,1	17,6
Allscripts	607917	9,96	1.790	1.132	1.190	-0,1	0,08	124,5
Quality Sys.	867700	10,45	635	360	380	0,2	0,29	36,0

\*) in Mio. EUR; alle Angaben in EUR; Umrechnungskurs EUR/USD 1,28

Mrd. USD das KIS-Geschäft von Siemens Healthcare. Im extrem zersplitterten US-Markt mit mehr als 100 Anbietern für KIS-Software wird Cerner damit zu einem Schwergewicht. Cerner bietet die gesamte Palette von KIS, Praxis- und Fachbereichssoftware an. Bereits ohne die Siemens-Akquisition wächst Cerner stark. Der Halbjahresumsatz konnte um 20% auf 1,6 Mrd. USD ausgebaut werden. Das Ergebnis pro Aktie stieg allerdings langsamer von 63 auf 71 Cent. Bei Kursen um 57 USD und einem Ergebnis 2014e von 1,50 USD pro Aktie ist Cerner mit einem KGV von 38 bereits fürstlich bewertet.

#### Mehrere kleinere Player

Mit Merge, Allscripts und Quality Systems sind weitere börsennotierte Unternehmen im Markt unterwegs. Merge ist Spezialist für cloud-basierte medizinische Bild-Informationssysteme und Software für

klinische Studien. Nach Verlusten zwischen 30 und 41 Cent pro Aktie in den Vorjahren soll im laufenden Jahr eine schwarze Null erreicht werden. Nach sechs Monaten steht ein Minus von 4 Cent zu Buche, allerdings ging auch der Umsatz im 1. Halbjahr 2014 um 5% auf 100 Mio. USD zurück.

Allscripts zählt zu den Anbietern von KIS- und Praxissoftware und konnte im 1. Halbjahr 2014 leicht auf 691 Mio. USD Umsatz wachsen, verharrt aber weiterhin in der Verlustzone wie schon in den vergangenen beiden Jahren. Die offene Architektur der Allscript-Software wird aber als zukunftsfähig erachtet, so dass sich der Kurs mit mehr als 12 USD weiterhin in ambitionierten Regionen bewegt.

Quality Systems schließlich hat sich auf Patientenakten, Abrechnungssoftware und

KIS für kleine Häuser spezialisiert. Während in der Vergangenheit profitables Wachstum gelang, leidet seit 2011 die Marge. Das am 31.3. beendete Geschäftsjahr 2013/14 endete mit einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,26. Da das 1. Quartal 2014/15 zwar einen Umsatzanstieg auf 118 Mio. USD brachte, das Ergebnis aber zurückging, ist kaum mit Besserung zu rechnen. Damit errechnet sich ein KGV von mehr als 50 für das laufende Jahr.

#### Fazit

Der Medical IT-Markt ist weiterhin stark fragmentiert. Die genannten börsennotierten Unternehmen werden also weiterhin viele Akquisitionsziele finden. Die zum Teil sehr hohen Bewertungen spiegeln die Erwartung wider, dass irgendwann die globalen Player zuschlagen, wenn die Kleinteiligkeit der Anbieter konsolidiert ist. Immer wieder schwirren Gerüchte durch den Markt, GE oder Siemens oder auch Microsoft, SAP oder Oracle würden zu gegebener Zeit Übernahmen anstreben, denn im Grunde ist ein KIS nichts anderes als ein spezielles ERP-System. Dass nun Cerner das Siemens-KIS-Geschäft übernimmt, passt da zunächst nicht ins Bild. Die aussichtsreichen Titel sind allesamt sehr ambitioniert bewertet, selbst wenn man die sehr guten Wachstumsaussichten bejaht. Es empfiehlt sich, eine allgemeine Marktschwäche für einen Einstieg abzuwarten.

Stefan Preuß

Anzeige



**Auch nach der Finanz- und Immobilienkrise scheint es kaum mehr sichere Häfen für das gesparte Geld zu geben.** Die Deutschen nehmen Zuflucht in Wohnimmobilien, Lebensversicherungen und Bankguthaben.

Doch die demografische Entwicklung stellt genau diese Anlagen als sichere Häfen infrage. Es sei denn, man versteht und berücksichtigt den Zusammenhang zwischen Bevölkerungsentwicklung und Wirtschaftsentwicklung. Dafür plädiert Guido Lingau. Fundiert und faktenreich zeigt er, inwiefern die Generation der »Babyboomer«, der geburtenstarken Jahrgänge in den 1960er-Jahren, den Takt unserer Volkswirtschaft bestimmen – und damit auch die Richtung der Aktienmärkte. Kraft ihrer großen Zahl stoßen sie Trends an, lösen Krisen auf den Aktien- und Immobilienmärkten aus und sind entscheidend dafür, ob es Deflation oder Inflation gibt, ob Boom oder Rezession.

**Die Demografie ist die optimale Landkarte für die persönliche Geldanlage. Sie hilft, das eigene Geld auch vor einem möglichen Totalschaden durch Inflation, Währungsreform, Staatsbankrott, Überalterung und Bevölkerungsschrumpfung zu schützen.**

Guido Lingau

**Auch die sicheren Häfen sind in Gefahr**

Schützen Sie Ihr Vermögen vor der demografischen Katastrophe  
288 Seiten | 24,99 € | ISBN 978-3-89879-869-3



## Value-Aktien

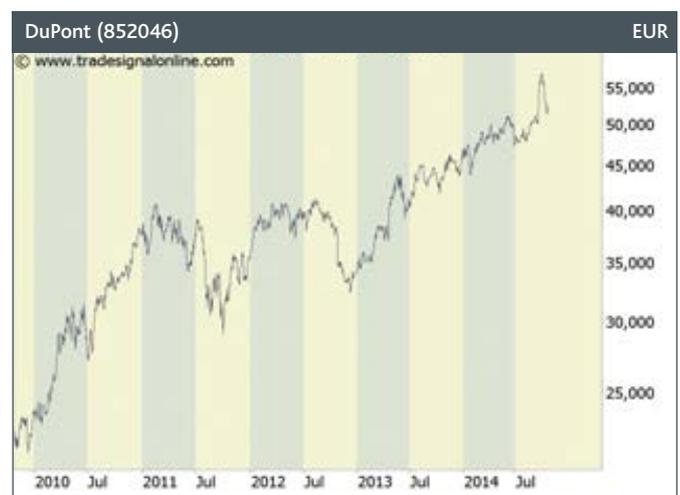
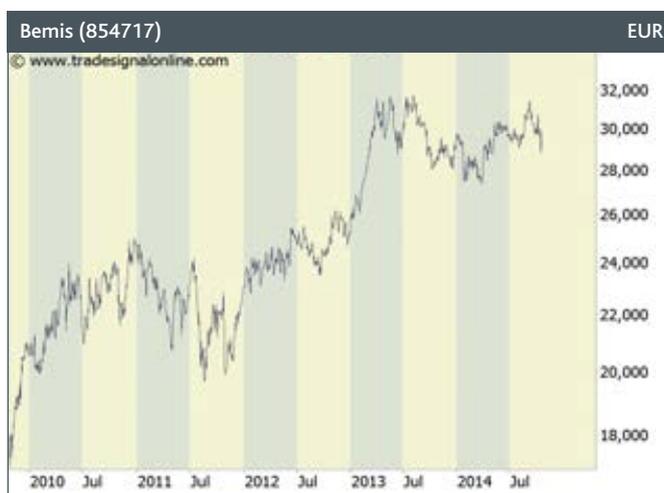
# Werte finden, heben & bewahren

Nicht selten verstecken sich in unübersichtlichen Konzerngeflechten wahre Schätze, die erst auf Druck von Investoren gehoben werden.

Und manchmal liegt gerade im Bewahren von Werten der echte Schatz.

## Unbekannter Verpackungskünstler

Auf Neudeutsch heißen Unternehmen, die für sich eine profitable Nische besetzt haben, „Hidden Champions“. Ein solcher ist auch das US-Unternehmen Bemis. Gegründet 1858 in Wisconsin, ist das S&P 500-Mitglied ein weltweit führender Hersteller von Verpackungen. Der Hauptumsatz entfällt auf die Lebensmittelbranche sowie auf Kunden aus der pharmazeutischen und medizinischen Industrie, für die unterschiedliche Verpackungsmaterialien entwickelt werden. Gerade der globale Healthcare-Markt hat das Bemis-Management schon länger als Wachstumstreiber identifiziert. Auf der anderen Seite zog man sich aus weniger profitablen Segmenten zurück. So gab man nach dem Verkauf der Papiersparte zuletzt auch die Trennung vom Geschäft mit drucksensitiven Verpackungen bekannt. Käufer ist eine Private-Equity-Gesellschaft. Das Geld will Bemis in die Stärkung seines Kerngeschäfts stecken. Im Heimatmarkt USA erzielt der Konzern inzwischen bereits eine sehr starke operative Marge von fast 14%. Aus Sicht eines Value-Anlegers sind zudem die beständigen Rückkaufprogramme und stabilen Cashflows von Interesse. Im zweiten Quartal kaufte man weitere 1 Mio. Anteile über die Börse zurück. Dazu hob der Vorstand die Ergebnisplanung für das Gesamtjahr leicht an. Mit den Erlösen aus dem Verkauf sollte auch das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA wieder sinken. Dieses lag im zweiten Quartal bei einem eher mittelmäßigen Faktor von 2,2. Die mit einer Dividendenrendite von 2,8% und einem KGV von



knapp 15 recht attraktiv bewertete Aktie lässt sich derzeit am unteren Ende ihrer rund anderthalbjährigen Seitwärtsrange einsammeln.

## Der Druck der Wall Street

Mit einem Jahresumsatz von 64 Mrd. USD zählt DuPont zu den Top-Adressen im globalen Chemiegewerbe. Dennoch sieht sich der BASF-Konkurrent einem beständigen Druck von Investorensseite ausgesetzt. Dieser mag auch bei der letztjährigen Entscheidung zur Abspaltung der „Performance Chemicals“-Aktivitäten eine Rolle gespielt haben. Bis Mitte kommenden Jahres will DuPont diese Sparte an die Börse gebracht haben. In das Segment fällt vor allem die Produktion von Titandioxid, das als Weißpigment u.a. in Farben, Lacken, Beschichtungen und bei Kosmetik genutzt wird. Aufgrund eines Preisverfalls gingen die Erlöse in den letzten Quartalen jedoch trotz einer höheren Produktion sukzessive zurück. Wachstum und neue Werte für Aktionäre verspricht sich der DuPont-Vorstand hingegen vom Ausbau seines Agrochemie- und Nahrungsmittelgeschäfts. Schon heute zählt der Konzern zu den Top 6 der Branche. Ebenfalls wachsen will man in seiner „Advanced Materials“-Sparte, die für rund ein Drittel des Konzernumsatzes steht. Neben einer Erhöhung der Forschungsausgaben sind dort auch Zukäufe und Joint Ventures vorstellbar. Seit 2009 hat DuPont insgesamt 12 Mrd. USD in Dividenden und Aktienrückkäufe „investiert“. Ein im Januar beschlossenes Rückkaufprogramm beläuft sich auf bis zu

## Ausgewählte Value-Aktien

Name	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2014e*	Umsatz 2015e*	EpS 14e	EpS 15e	KGV 15	Div. 14
Bemis	854717	29,29	2,9	3,9	3,8	2,00	2,10	13,9	0,86
DuPont	852046	52,71	48,0	28,8	30,3	3,22	3,72	14,2	1,50
Rosenbauer	892502	62,59	0,4	0,78	0,81	5,10	5,75	10,9	1,40

\*) in Mrd, alle Angaben in EUR; Umrechnungskurs EUR/USD: 1,25

5 Mrd. USD. Ob sich damit bestimmte Hedgefonds, die vehement eine Aufspaltung in ein „High Growth“-Unternehmen sowie in die zyklischen, aber Cashflow-starken Chemieaktivitäten fordern, besänftigen lassen, scheint allerdings fraglich. Beflügelt von neuerlichen Spekulationen um eine Aufspaltung scheint das Papier seinen Aufwärtstrend fortsetzen zu wollen.

**Familienunternehmen & Global Player**  
Spürbar anders „ticken“ die Uhren beim österreichischen Rosenbauer-Konzern. Die Gesellschaft sieht sich als Weltmarkt- und Technologieführer bei Lösch- und Hubrettungsfahrzeugen. Ergänzt wird das Angebot um die für Feuerwehren und den Brandschutz notwendige Ausrüstung. Mit dieser Ausrichtung befindet man sich in

Oberösterreich schon seit Jahren in der Erfolgsspur. Dabei sichert die rechtzeitige Internationalisierung Rosenbauer wiederkehrende Großbestellungen aus aller Welt. Gerade die Golf-Region trug erheblich zum Wachstum der letzten Jahre bei. Zum Halbjahr erreichte das Auftragspolster einen neuen Rekordwert von über 730 Mio. EUR (+7%). Gleichzeitig legten Umsatz und operativer Gewinn um 5 respektive 20% zu. Erst vor wenigen Wochen feierte Rosenbauer sein 20-jähriges Börsenjubiläum. In dieser Zeit wuchs nicht nur der Konzern, auch die Ausschüttungen an die Aktionäre – die Aktienmehrheit befindet sich weiterhin im Besitz der Familie – nahmen kontinuierlich zu. Von 2000 bis 2013 vervielfachte sich die Dividende von 0,15 auf 1,20 EUR. Für das laufende Jahr dürfte eine

weitere Erhöhung oder ein Bonus so gut wie sicher sein. Die stabile Eigentümerstruktur ist ein wichtiger Anker. Gleiches gilt für die solide Konzernbilanz (EK-Quote von über 45%) und hohe Kontinuität im Management. Obgleich das Unternehmen an der Börse längst kein Leichtgewicht mehr ist (aktueller Börsenwert: 470 Mio. EUR), empfiehlt es sich, Aufträge für Rosenbauer-Aktien an der Heimatbörse Wien zu platzieren. Angesichts eines moderaten KGVs von 13 besitzt der Titel selbst nach der guten Kursentwicklung der letzten zwei Jahre weiteres Potenzial.

**Fazit**

Die Wege, auf denen Aktien als Value-Titel wahrgenommen werden, verlaufen oft sehr unterschiedlich. Während das Beispiel Rosenbauer die etwas langweilige, weil unspektakuläre Option aufzeigt – steigende Erträge, Substanzwerte und Dividenden im Zeitablauf bei moderater Bewertung –, liegt der Value-Hebel bei beiden US-Werten vorrangig in der Abspaltung von Konzernteilen, Sonderausschüttungen und einer Konzentration auf höhermargiges Geschäft. ■

Marcus Wessel

Anzeige

# Smart Investor

## 3 MAL GEGEN DEN MAINSTREAM:

## Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

## Smart Investor

Weekly

## SmartInvestor.de



Besuchen Sie uns auf  
**Facebook!**

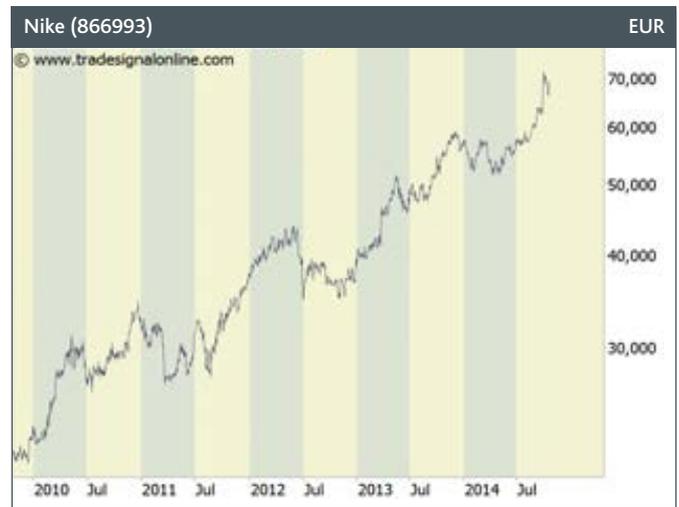


Lernen Sie eine Sicht der Dinge kennen, die Sie im Mainstream nicht finden werden.

Buy or Good Bye

**Buy: Nike**

Genau wie unser Goodbye-Kandidat Adidas (siehe unten) ist der US-Sportartikelhersteller Nike ein Profiteur der steigenden Nachfrage aus den Emerging Markets. Im Unterschied zu Adidas ist Konkurrent Nike jedoch stark an den Kapitalerträgen orientiert, der Shareholder Value zählt bei Nike mehr als das pure Mengenwachstum. Vielleicht auch ein Grund, warum sich Nike jüngst bei einem kostspieligen Sponsorendeal vom Konkurrenten Adidas überbieten hat lassen. In Zukunft bezahlen die Deutschen dem Fußball-Club Manchester United rund 95 Mio. EUR pro Jahr für das Trikotsponsoring – also für einen Verein, der aktuell nicht mal in der Champions League vertreten ist. Nur zum Vergleich: Den Bayern, an denen die Herzogenauracher immerhin eine Beteiligung von knapp 10% halten, wird aktuell nur ein Betrag zwischen 20 und 25 Mio. EUR pro Saison überwiesen. Ob solche Summen noch durch Trikotverkäufe refinanzierbar sind, wird in der Branche stark bezweifelt. Anders als Adidas hat Nike ein striktes Währungshedging-Programm. Jüngste Turbulenzen, wie die im Russischen Rubel, werden dadurch aufgefangen. Generell ist Nike deutlich besser in der Lage, nachhaltige Cashflows zu generieren. Aktienrückkäufe können daher aus dem freien Cashflow finanziert werden. Der Konkurrent aus Herzogenaurach hat dagegen gerade eine Anleihe über 1 Mrd. EUR platziert. Vermutlich hauptsächlich, um damit „auf Pump“ Aktienrückkäufe

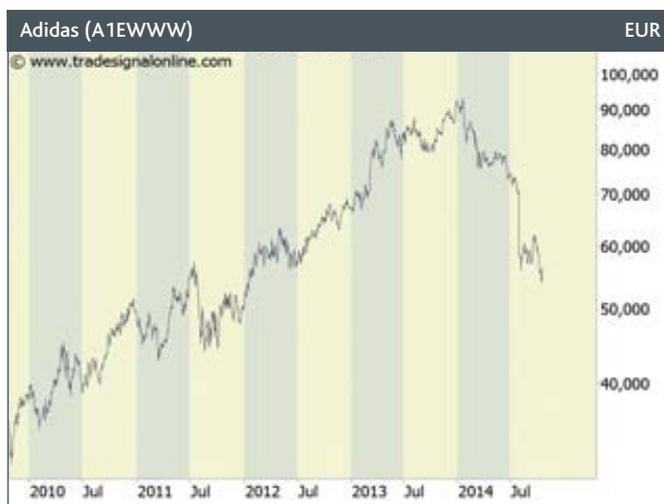


zu finanzieren. Bleibt die Aktie von Adidas weiter schwach, wird hier gerade massiv Geld der Aktionäre vernichtet. Nike dagegen kann seit mehr als fünf Jahren seine Eigenkapitalrendite steigern, auf aktuell rund 25%. Günstig ist die Nike-Aktie bei einem 2014er KGV von 24 natürlich nicht – aber Qualität hat eben ihren Preis.

*Christoph Karl*

**Good Bye: Adidas**

Zu Beginn des Jahres sah es für Adidas noch nach der besten aller Welten aus. Allein die Fußball-Weltmeisterschaft in Brasilien hätte dem Herzogenauracher Sportartikel-Hersteller ein Rekordjahr bescherten müssen. Doch es kam alles anders: Mit einer Gewinnwarnung korrigierte Adidas CEO Herbert Hainer die Prognosen für 2014, als Grund wurden die Schwäche des Kernmarktes Russland (Umsatzanteil 2013: 7,5%) und Probleme im Golfgeschäft (Marke Taylormade) genannt. Die Aktie legte genau zum Jahreswechsel den Rückwärtsgang ein, vom Hoch bei 93 EUR liegt sie mittlerweile rund 40% im



Minus. Bis zum letzten Jahr hatte Adidas dagegen von mehreren Trends profitiert: Steigende Konsumausgaben in den Emerging Markets sorgten dort für starkes Wachstum, durch die Ausweitung des eigenen Einzelhandels konnte der Anteil an der Wertschöpfung vergrößert werden. Warum kommt der Konzern also gerade dieses Jahr ins Schlingern? Die Probleme sind hausgemacht: Im Unterschied zu Nike hedged Adidas keine Fremdwährungsgeschäfte. Nicht unproblematisch, vor allem angesichts des starken Engagements in den Schwellenländern. Auch deswegen sind die Ergebnisse von Adidas deutlich volatiler als beim US-Konkurrenten. Das Einzelhandelsgeschäft bringt zwar eine deutliche Umsatzsteigerung, die operative Marge liegt hier jedoch nur bei etwas mehr als 15%, im Kerngeschäft dagegen deutlich über 30%. Im Einzelhandel steht Adidas dabei in direkter Konkurrenz zu Zalando und Amazon. Gerade hat eine Gruppe asiatisch-arabischer Investoren ein Kaufangebot für die US-Marke Reebok unterbreitet. Die Offerte ist angeblich 1,7 Mrd. EUR schwer, 2006 hatte Adidas den US-Konzern noch für rund 3 Mrd. EUR übernommen. Adidas ist also erneut mit einer Akquisition gescheitert. Problematisch ist wohl auch die mangelnde Orientierung an der Kapitalrendite, auf die auch bei der Managervergütung nicht abgestellt wird. Das Unternehmen ist daher mehr auf Wachstum als auf Kontinuität und Profitabilität gepolt. 2015 droht erneut ein schwaches Jahr zu werden, für eine Value-Aktie ist Adidas (KGV von 18 für 2014) daher immer noch zu teuer.

*Christoph Karl*

## Mittelstandsaktien

# Krisensichere Nischenprodukte?

## Interessante Mittelständler von der m:access Konferenz in Frankfurt

Die von der Börse München veranstaltete m:access-Konferenz machte Mitte Oktober einen Abstecher nach Frankfurt. Den gelisteten Unternehmen wird damit die Möglichkeit gegeben, sich neben der Münchener Nebenwerteszene auch dem Frankfurter Publikum zu präsentieren. Die Konferenz war dieses Jahr auch in Frankfurt sehr gut besucht – nach wie vor scheinen also die Mittelständler in m:access das Interesse der Anleger zu wecken. Interessant waren dieses Mal Unternehmen aus den Bereichen Sicherheitstechnik, Software und eine Traditionsbrauerei.

### artec technologies AG – Turnaround geschafft?

Die in Diepholz in Niedersachsen ansässige artec technologies AG bietet ihren Kunden Systemlösungen für die Auswertung von Video- und Audiodaten. Anwendungsbeispiele liegen im Bereich der Sicherheitstechnik sowie Internet TV/IPTV. Mit dem sogenannten Multieye-System von artec können beispielsweise Supermärkte das Laufverhalten ihrer Kunden optisch analysieren. Die Xentaurix-Lösung ermöglicht eine Art Google Alerts für Video- und Fernsehinhalte. So können Alarm-Meldungen generiert werden, wenn gewisse Schlüsselwörter und Themen in Fernsehinhalten vorkommen. Typische Kunden sind hierfür Fernsehsender, die das System zum Monitoring ihrer Inhalte benutzen. Theoretisch ist der Einsatz eines solchen Systems natürlich auch zu Zwecken der Zensur möglich. Mit der aktuellen Entwicklung ist Vorstand Thomas Hoffmann mehr als zufrieden, das erste Halbjahr 2014 brachte einen Umsatzanstieg von fast 50% mit sich. 2013 hatte artec noch mit Industriespionage durch

Kennzahlen der vorgestellten Mittelstandsaktien							
Unternehmen	WKN	Kurs	Umsatz 2013*	Divid. 2013	KGV 2013	KGV 2014e**	MCap*
Ökoworld AG (Vz)	540868	5,77	9,2	0,36	15,2	14,1	44,4
artec technologies AG	520958	1,28	1,8	0,00	negativ	11,6	2,8
Kulmbacher Brauerei AG	700700	31,60	208,6	0,11	35,0	25,9	106,2

*\*) in Mio. EUR; \*\*) eigene Schätzungen; Quelle: Finanztreff.de, Stand 17.10.2014*

einen angeblichen Kunden zu kämpfen, hinter dem ein Konkurrent des Unternehmens steckte. Für das restliche Jahr plant artec die Stärkung von Vertrieb und Marketing. Beides waren in der Vergangenheit die Schwachpunkte des Unternehmens.

### Kulmbacher Brauerei AG – Premiembier zu Premiumpreisen

Die regional aktive Brauereigruppe mit den Marken Kulmbacher, Mönchshof, EKU, Kapuziner, Würzburger Hofbräu, Scherdel, BrauStolz und Sternquell sieht sich als Hersteller von Premiembieren. Daher kann Kulmbacher auch Preiserhöhungen durchsetzen, obwohl der Biermarkt in Deutschland sich insgesamt rückläufig entwickelt. Markus Stodden, Vorstand der Kulmbacher Brauerei AG, berichtete von wachsender Nachfrage aus Asien und einem Umsatzanstieg von rund 7% im ersten Halbjahr 2014. Die Aktien der Regionalbrauerei sind überwiegend in festen Händen, rund 64% gehören der Brau Holding International GmbH & Co KGaA, einem Joint-Venture der Münchener Schörghuber Gruppe (Paulaner, Hacker-Pschorr) und der niederländischen Heineken-Gruppe. Weitere 26% werden vom örtlichen Backmittelhersteller IREKS gehalten. Lediglich 4% der Aktien sind im Free-Float. Kulmbacher erzielt rund 210 Mio. EUR Umsatz, das Unternehmen ist an der Börse 106 Mio.

EUR wert. 2013 wurde ein Ergebnis von rund 3 Mio. EUR erwirtschaftet, 2014 sollte es aller Voraussicht nach deutlich ansteigen. Wirklich günstig ist die Aktie damit jedoch noch immer nicht.

### Ökoworld AG – Ethische Kapitalanlagen

Die frühere versiko AG sieht sich als ethisch-ökologische Vermögensberatung. In Frankfurt wurde Ökoworld vom IR-Verantwortlichen Gunter Schäfer vorgestellt. Das Unternehmen ist seit 40 Jahren als Vermittler von Versicherungen und Kapitalanlagen tätig, die unter Berücksichtigung ökologischer, ethischer und sozialer Ziele Rendite erwirtschaften. Für 2014 plant das Unternehmen eine Dividende von 0,24 EUR und zusätzlich einen Bonus von 0,12 EUR je Vorzugsaktie zu bezahlen. Mit einer Dividendenrendite von 6,2% zählt Ökoworld damit zu den dividendenstärksten Titeln in m:access. Aktuell versucht Ökoworld den Vertrieb in den Niederlanden und UK mit einem neuen Vertriebspartner zu organisieren. In der Vergangenheit hatte das Unternehmen hier mit Fortis zusammengearbeitet, diese Partnerschaft jedoch beendet, als Fortis von der französischen BNP übernommen wurde. Operativ scheint Ökoworld auf dem richtigen Weg. Nachdem der Kurs zuletzt etwas nachgegeben hat, liegt nun wieder ein interessantes Einstiegsniveau vor. ■

Christoph Karl

Foto: iStock / Meinrad

## Moneytalk

# „Wir erwarten auch für 2015 Wachstum“

Smart Investor sprach mit **Jürgen Abromeit**, Vorstandsvorsitzender der **INDUS Holding AG**, über aktuelle Krisenszenarien, die weitere Wachstumsperspektive und neue Übernahmepläne.

**Smart Investor: Herr Abromeit, mit Ihrem breit diversifizierten Beteiligungsportfolio sind Sie nahe am Puls der Konjunktur. Wie steht es zurzeit um die Wirtschaftslage in Deutschland und Europa?**

*Abromeit:* Nähme man die Schlagzeilen zum Maßstab, dann müsste uns eine mittlere Katastrophe bevorstehen. Diesen Eindruck kann ich aus meiner täglichen Arbeit allerdings nicht bestätigen. Würde man ein „Indus-Konjunkturbarometer“ konstruieren wollen, so wären dessen Signale vollkommen intakt. Lediglich im Automotive-Bereich, und hier bei zwei Zulieferbetrieben, sind die Abrufe und Bestellvolumina derzeit rückläufig. Hinzu kommt punktuell eine etwas nachlassende Dynamik im Maschinen- und Anlagenbau. Dort lassen sich im Auftragsengang sicherlich gewisse Bremspuren erkennen. In keiner Weise lässt sich daraus aber ein dramatischer Einbruch ableiten, erst recht nicht für das gesamte Indus-Portfolio.

**Smart Investor: Die Börsen scheinen nichtsdestotrotz Schlimmeres zu erwarten.**

*Abromeit:* Ich wiederhole mich gerne: Unser operatives Geschäft gibt zurzeit keinen Anlass zur Sorge oder Beunruhigung. Gleichwohl muss man nüchtern feststellen, dass die im vergangenen Jahr erhoffte Erholung in Europa ausgeblieben ist. Wir bewegen uns in Deutschland vielmehr auf einem sehr bescheidenen Wachstumspfad von vielleicht 1% beim BIP. Das mag schon eine Enttäuschung sein. Für uns als Indus ändert sich jedoch nichts. Wir erwarten auch für 2015 unverändert Wachstum.

**Smart Investor: Was bereitet Ihnen zurzeit denn die größten Sorgen?**

*Abromeit:* Das ist ganz klar die geopolitische Großwetterlage. Die Krisenherde rund um den Globus sind für die miserable Stimmung verantwortlich. Vor allem die Lage in Osteuropa und die verhängten Sanktionen beinhalten durchaus einen gewissen Sprengstoff. Hier besteht die Gefahr, dass wir auf eine herbeigeredete Krise zusteuern. Sobald die schlechten Nachrichten das Verhalten der Menschen bestimmen oder beeinflussen, haben wir ein Problem. Hinzu kommt die völlig enttäuschende Politik der neuen Großen Koalition. Bislang ist die Förderung der Wirtschaft, die Entlastung des Mittelstands leider nicht auf dem Radar unserer politischen Klasse.

**Smart Investor: Wie soll es mit Ihrem Wachstumsprogramm „Kompass 2020“ weitergehen?**

*Abromeit:* Das Programm wurde zu meinem Antritt als Vorstandsvorsitzender formuliert und aufgelegt. Dabei konnten wir mit den besten Voraussetzungen und einem top aufgestellten Unternehmen starten. Unter der Überschrift „Kompass 2020“ steckt ein sehr gezieltes und dosiertes Zukunftsprogramm. Wir möchten in Märkten mit überdurchschnittlichen Wachstumschancen wie der Energie- und Umwelttechnik, der Medizintechnik und in der Logistik unsere Präsenz ausbauen. Seit dem Start des Programms konnten wir so bereits zehn zielgerichtete Übernahmen abschließen. Ich denke, dass wir noch bis zum Jahresende ein bis zwei weitere Zukäufe vermelden können. Die beiden Unternehmen,



Jürgen Abromeit

mit denen wir aktuell Gespräche führen, würden unser Beteiligungsportfolio sinnvoll verstärken.

**Smart Investor: Haben Sie einen genauen Akquisitionsfahrplan oder verhalten Sie sich bei Zukäufen eher opportunistisch?**

*Abromeit:* Ganz eindeutig ersteres! Unser Fahrplan nennt sich „Kompass 2020“ und meint letztlich das Gleiche. Bis zum Ende der Dekade möchten wir unser Portfolio nicht nur ausbauen, sondern auch modernisieren. Damit sind Investments in die erwähnten Zukunftsbranchen gemeint. Von diesem Weg lassen wir uns auch nicht durch kurzfristige Konjunkturdellen oder Krisen abbringen.

**Smart Investor: Welche Bewertungen finden Sie derzeit bei Ihrer Suche nach Zukäufen vor?**

## Über INDUS Holding

Die INDUS Holding führt ein Beteiligungsportfolio aus profitablen, mittelständischen Unternehmen des produzierenden Gewerbes. Das vom Vorstandsvorsitzenden Jürgen Abromeit vor zwei Jahren vorgestellte Wachstumsprogramm „Kompass 2020“ setzt auf eine Expansion in fünf strategischen Kernbereichen. Dazu zählen die Segmente Energie, Umwelt, Medizin und Gesundheit sowie Infrastruktur und Logistik. Hierauf soll der Schwerpunkt der künftigen Unternehmenszukäufe liegen. Indus interessiert sich dabei für sogenannte „Hidden Champions“ – Unternehmen in Nischenmärkten mit überdurchschnittlicher Profitabilität. Seit Jahresbeginn gelang der Holding und ihren Konzerntöchtern bereits der Abschluss von vier Akquisitionen, für die 25 Mio. EUR aufgewendet wurden. Hinzu kam mit der Abspaltung der Ancotech aus der bestehenden Beteiligung Betonmax die Gründung einer weiteren Tochter unter dem Dach der Indus.

Nach einem planmäßigen ersten Halbjahr, in dem der Konzern ein Umsatzplus von rund 5% auf 600 Mio. EUR sowie ein EBIT in Höhe von 58,5 Mio. EUR (Vj.: 55,8 Mio. EUR) erzielte, bestätigte der Vorstand die Ziele für das Gesamtjahr. Diese sehen Konzern Erlöse von „deutlich über 1,2 Mrd. EUR“ und ein operatives Ergebnis von rund 118 Mio. EUR vor. Damit



nehmen die Rheinländer Kurs auf ein weiteres Rekordjahr. Die Aktie des SDAX-Unternehmens konnte seit Jahresbeginn ihren Aufwärtstrend beschleunigen. Mit einem Kursplus von zwischenzeitlich fast 40% schnitt der MidCap (Börsenwert: 940 Mio. EUR) klar besser als DAX und SDAX ab. Das KGV auf Basis 2014 liegt bei 13,8, für 2015 bei 12,6.

Marcus Wessel

*Abromeit:* Zunächst einmal stehen Multiplikatoren, Bewertungsmethoden und Kaufpreismodalitäten bei uns nicht im Vordergrund. Diese spielen für uns allenfalls eine untergeordnete Rolle, schließlich verstehen wir uns nicht als Schnäppchenjäger, die ihre Beteiligungen zu einem späteren Zeitpunkt wieder teurer verkaufen möchten. Wir gehen bei Akquisitionen stattdessen sehr zielgerichtet vor. Entweder sprechen wir die Eigentümer direkt an oder diese wenden sich an uns. Dabei werden wir als ein verlässlicher Partner bei Unternehmensnachfolgen im deutschen Mittelstand wahrgenommen. Gerade dieser gute Ruf, den wir uns über viele Jahre erworben haben, hilft beim Aufbau vertrauensvoller Verhandlungen. Der Verkäufer weiß, dass sein Lebenswerk bei uns in guten Händen ist.

### Smart Investor: Was lässt sich über den Geschäftsverlauf im dritten Quartal sagen?

*Abromeit:* Im Moment tragen wir noch die Zahlen zum dritten Quartal zusammen. Es zeichnet sich aber schon ab, dass wir das Quartal voll im Rahmen unserer Planung und im Einklang mit der kommunizierten Prognose abgeschlossen haben. Eine Enttäuschung schließe ich daher aus. Auch für das Gesamtjahr können wir – dank unseres robusten und diversifizierten Portfolios mit inzwischen 42 Unikaten – die im Frühjahr ausgegebenen Ziele bestätigen.

**Smart Investor: Der Kursverlauf der vergangenen Monate dürfte Sie in Ihrer Strategie bestätigen. Der alte, jahrelange Holding-Abschlag scheint inzwischen abgebaut.**

*Abromeit:* Die Aktienkursentwicklung beweist, dass unsere Strategie von den Anlegern verstanden und positiv beurteilt wird. Durch unsere Kapitalerhöhung im Dezember 2013 kamen neue Investoren hinzu, was sich gleichfalls positiv auf das tägliche Handelsvolumen ausgewirkt hat. Im Vergleich zum damaligen Ausgabepreis von 28 EUR haben wir uns 2014 bislang sehr erfreulich entwickelt. Der typische Indus-Investor ist dabei langfristig orientiert und sehr am deutschen Mittelstand interessiert. Und er schätzt verlässliche Prognosen sowie eine attraktive Dividende.

**Smart Investor: Herr Abromeit, wir bedanken uns für das Gespräch.**

Interview: Marcus Wessel

Anzeige

News, Analysen,  
Statistiken und  
Hintergrundberichte  
zu deutschen Unter-  
nehmensanleihen

Wer **A**nleihen sagt,

meint **B**ondGuide.

**BONDGUIDE**  
Das Portal für Unternehmensanleihen

Musterdepot

# Ein Stück freier Fall

Um über 1.000 Punkte rauschte der DAX im Oktober in die Tiefe. Im Vergleich dazu kamen wir noch recht glimpflich davon. Deutliche Verluste musste unser Depot aber dennoch hinnehmen.

Zeitweilig lag schon eine Spur von Ausverkauf in der Luft. Nach dem Fall unter die Marke von 8.400 Punkten setzte dann aber beim DAX eine Gegenbewegung ein, die auch den im Musterdepot enthaltenen Aktien wieder etwas Auftrieb verlieh. Von Unternehmensseite verliefen die vergangenen Wochen hingegen außerordentlich ruhig. Für die jüngsten Verluste nahezu quer durch alle Branchen und Segmente war zumeist der schwache Gesamtmarkt verantwortlich. Die kürzlich gestartete Berichterstattung zum dritten Quartal wird nun zeigen, inwieweit die deutliche Konjunkturabkühlung bereits das

operative Geschäft der Unternehmen belastet. Mit unserer derzeitigen Depotzusammensetzung fühlen wir uns dafür einigermaßen gerüstet. Da wir zugleich ein Baisse-Szenario für sehr wahrscheinlich halten, möchten wir uns mit Käufen bis auf weiteres zurückhalten.

### Reißleine gezogen, Japan-Anteil steigt

Die jüngsten Turbulenzen drängten uns, auch im Musterdepot einige Veränderungen vorzunehmen. Auch wenn wir dabei nicht in Hektik oder Aktionismus verfielen, so bauten wir doch unser

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR)											Stichtag: 17.10.2014 (DAX: 8.850)		
Performance: -7,4% seit Jahresanfang (DAX: -7,3%); -6,3% gg. Vormonat (DAX: -9,7%); +149,0% seit Depotstart (DAX: +246,0%)													
	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	14.12.2012	28,30	68,00	20.400	8,2%	-10,4%	+140,3%	
Aurelius [D] <i>IK</i>	A0JK2A	Sanierer	C	7/6	600	13.09.2012	12,00	25,82	15.492	6,2%	-6,5%	+115,2%	
Eurokai Vz. [D]**	570653	Hafenbetreiber	C	7/6	800	26.09.2013	21,70	27,85	22.280	8,9%	-10,0%	+28,3%	
Wellpoint [USA]	A0DNLY	Krankenversicherer	A	7/5	250	27.03.2014	73,51	90,40	22.600	9,1%	-4,9%	+23,0%	
Goldcorp [CAN]**	890493	Goldproduzent	B	7/5	1.000	16.01.2014	17,83	18,11	18.110	7,3%	-1,5%	+1,6%	
Visa [USA]	A0NC7B	Kreditkarten	B	7/5	50	19.12.2013	158,50	161,00	8.050	3,2%	-4,5%	+1,6%	
Bundesanleihe (Sep. 2015)	113743	Staatsanleihe	A	1/2	180	17.07.2014	100,29	100,29	18.052	7,3%	-0,0%	+0,0%	
DEAG [D]** <i>IK</i>	A0Z23G	Konzertveranstalter	B	8/6	2.400	08.05.2014	5,64	5,55	13.320	5,4%	-11,6%	-1,6%	
Bridgestone [JPN]	857226	Automobilzulieferer	C	8/6	400	02.05.2013	27,80	24,80	9.920	4,0%	-4,8%	-10,8%	
Vale [BRA]**	897998	Bergbau	B	8/6	2.000	24.07.2014	9,38	7,50	15.000	6,0%	-8,5%	-20,0%	
Toyota-Call (5.750; Dez 16)	CF74P9	Automobilkonzern	A	8/6	8.000	02.10.2014	0,82	0,62	4.960	2,0%	-	-24,4%	
Hargreaves Services [GB]**	A0HMDY	Bergbau	C	7/5	2.000	15.08.2013	9,77	7,37	14.740	5,9%	-8,4%	-24,6%	
Silver Wheaton [CAN]** <i>IK</i>	A0DPA9	Silberproduzent	B	8/5	1.000	26.09.2012	23,41	15,21	15.210	6,1%	-8,4%	-35,0%	
First Majestic Silver [CAN]** <i>IK</i>	A0LHKJ	Silberproduzent	B	8/5	2.800	21.06.2012	10,66	5,78	16.184	6,5%	-11,8%	-45,8%	
EUR/JPY-Call (140; März 2015)	UA7SNP		C	9/7	400	28.11.2013	5,09	1,08	432	0,2%	-49,8%	-78,8%	
									<b>Aktienbestand</b>	214.750	86,3%		
									<b>Liquidität</b>	34.213	13,7%		
									<b>Gesamtwert</b>	248.963	100,0%		

*IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 81!*

\*) **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 Handlungsprämisse wir hieraus ableiten.

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

\*\*\*) Durchschnittskurs

Engagement in deutschen Nebenwerten weiter ab. Nachdem die Cancom-Aktie bereits in den Vormonaten eine relative Schwäche ausgebildet hatte – die Insiderverkäufe von Vorstand Klaus Weinmann verunsicherten offenbar so manchen Investor –, setzte sich der Abwärtstrend im Oktober beschleunigt fort. Als der Chart den Abschluss einer oberen Umkehrformation signalisierte, waren wir gezwungen, trotz durchaus intakter Fundamentaldaten die Reißleine zu ziehen und die Position glattzustellen. Im Gegenzug stockten wir unseren Japan-Anteil wie angekündigt mit dem Kauf des Toyota-Calls deutlich auf. Da wir von der Toyota-Aktie einerseits überzeugt sind, gleichzeitig aber einen weiteren Verfall des Yen erwarten, wählten wir hier den Umweg über ein Derivat, wo sich der Währungseffekt nur unterproportional bemerkbar machen würde. Der Call besitzt eine Laufzeit bis Dezember 2016 sowie einen Basispreis von 5.750 JPY. Als klassischem Exporttitel billigen wir Toyota gerade angesichts der Verschiebungen auf dem Devisenmarkt substanzielles Gewinnsteigerungs- und damit Kurspotenzial zu. Dass wir kurzfristig keinen optimalen Einstiegszeitpunkt erwisch haben, geben wir offen zu.



### Absicherung auf- und abgebaut

Nach dem Bruch gleich mehrerer charttechnischer Unterstützungen binnen weniger Handelstage – die markanteste lag bei ca. 8.850 Punkten – beschleunigte der DAX seine Talfahrt. Für uns war abgeleitet aus der Charttechnik die Aufnahme eines DAX-Short-Knockoutzertifikats die logische Konsequenz. Dieses diente angesichts unserer weiterhin recht hohen Investitionsquote von knapp 80% (die Bundesanleihe zählen wir zur Liquidität) vor allem der Absicherung der verbliebenen Aktien-Engagements, von denen viele zuletzt deutliche Abschlüsse zu verzeichnen hatten. Unser Timing und die aus der Charttechnik abgeleitete Markteinschätzung erwiesen sich in diesem Fall als richtig. Angesichts der Dynamik der Abwärtsbewegung stellten wir den Schein jedoch bereits fünf Handelstage später mit einem Gewinn von 34% glatt. Als der Index unter die Marke von 8.500 Punkten rutschte, griff

Durchgeführte Käufe und Verkäufe						
Käufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Kaufwert	Datum	
Toyota-Call	CF74P9	0,82	8.000	6.560	02.10.14	
DAX-Short (9.850; Jun 2015)	TD1L7G	10,00	1.000	10.000	10.10.14	

Verkäufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Verk. wert	Performance	Datum
Cancom	541910	27,20	400	10.880	-5,2 %	09.10.14
DAX-Short (9.850; Jun 2015)	TD1L7G	13,40	1.000	13.400	+34,0 %	16.10.14

unser Verkaufslimit – zugegeben schneller als zum Kaufzeitpunkt gedacht. Nach dem Auslaufen einer Gegenbewegung werden wir erneut die Aufnahme eines Shorts in Erwägung ziehen.

### MorphoSys kauft zu

Um zeitweilig über 10% ging es zuletzt auch für die MorphoSys-Aktie abwärts. Dabei nahmen Anleger offenbar ihre zuvor erzielten Buchgewinne mit. Negative Nachrichten, die den Kursrutsch begründen könnten, gab es keine. Im Gegenteil: Mit der Übernahme eines Technologie- und Patentportfolios vom kleinen Biotechunternehmen Lanthio Pharma will MorphoSys seine Wirkstoff-Pipeline in Zukunft weiter vergrößern und diversifizieren. Konkret geht es bei der Transaktion um sogenannte „stabilisierte Peptide“, auf deren Basis eine neue, qualitativ hochwertige Wirkstoff-Bibliothek aufgebaut werden soll. Ziel ist es, mit Hilfe der übernommenen Technologie Peptide gegen Krankheiten zu identifizieren, die nicht mit Antikörpern behandelt werden können. MorphoSys war erst vor knapp zwei Jahren im Zuge einer Finanzierungsrunde bei Lanthio Pharma eingestiegen. Wie die TecDAX-Gesellschaft mitteilte, wolle man auch zukünftig Beteiligungen an Start-up-Unternehmen und jungen Biotechfirmen eingehen.

### Fazit

Die Unsicherheit ist derzeit überall groß. Damit steigt auch die Volatilität im Musterdepot. Mit einer Cashquote von über 20% sowie einer recht „valuelastigen“ Titelauswahl verfolgen wir gleichwohl eine durchaus defensive Ausrichtung, an der wir in den nächsten Wochen vermutlich noch Korrekturen vornehmen werden. Einerseits gedenken wir, bei höheren DAX-Kursen eine neuerliche Absicherung via Short-Zertifikat zu erwerben. Zudem dürfte der eine oder andere Wert, v.a. aus dem Rohstoffbereich, noch aus dem Portfolio fliegen. Die Musterdepotänderungen können Sie jeden Mittwochabend auf unserer Website verfolgen.

Marcus Wessel

### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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

## Anleihen

# Beton-Anleihen

## Zinserträge aus Betongold – Chancen und Risiken der Immobilienanleihen an den Mittelstandssegmenten



Viele Jahre lang waren Immobilienunternehmen an den Mittelstandssegmenten gern gesehene Emittenten. Doch mittlerweile scheint hier viel Hoffnung enttäuscht worden zu sein. Mit der Golden Gate GmbH ist nun die erste fällige Mittelstands-Immobilienanleihe nicht zurückgezahlt worden – der Projektentwickler von Gesundheitsimmobilien hatte Anfang Oktober Insolvenz angemeldet. Die Anleihe notierte vor Einstellung des Handels nur noch bei 23%, und das bei einer besicherten Anleihe-

emission. Davon unbeeindruckt notieren nahezu alle Immobilienanleihen an den Mittelstandssegmenten über 100%. Angesichts komplexer Strukturen müssen Sicherheiten und Immobilienportfolio grundsätzlich individuell bewertet werden. Das Rating darf dabei grundsätzlich nur als erste Einschätzung dienen, das zeigt u.a. das Rating bei Golden Gate: Noch unmittelbar vor Insolvenzanmeldung wurde das Unternehmen von der Creditreform mit B, die Anleiheemission mit BB bewertet.

### Kein Eigenkapital für Fremdkapitalzinsen

Vorsicht geboten ist bei reinen Projektentwicklern – auch diese Lektion lehren die Vorkommnisse zu Golden Gate. Das Prinzip diverser Projektierer ist dabei häufig Folgendes: Das Mutterunternehmen emittiert eine Anleihe, das daraus erzielte Fremdkapital wird als Eigenkapital in eine Projektgesellschaft eingelegt. Zusammen mit einer klassischen Bankfinanzierung werden von dieser Gesellschaft ein oder mehrere Immobilienprojekte entwickelt. Als Resultat

Illustration: iStock / Jutab Jirathit

Immobilienanleihen									
Emittent	WKN	Emission von	Vol. *	Coupon	Rating **	Rating-agentur	Kurs	Effektivrendite	Besicherung ***
ADLER Real Estate AG 13/18	A1R1A4	4/2013	35	8,75%	BB-	SCOPE	106,80	6,46%	Nein
ADLER Real Estate AG 14/19	A11QF0	4/2014	100	6,00%	BB-	SCOPE	101,00	5,73%	Nein
CLOUD NO 7 GmbH 13/17	A1TNGG	7/2013	35	6,00%	BBB	Creditreform	100,10	5,94%	Ja
DIC ASSET AG 13/18	A1TNJ2	7/2013	100	5,75%	-	-	106,50	3,83%	Nein
DIC ASSET AG 14/19	A12T64	9/2014	125	4,63%	-	-	103,10	3,91%	Nein
EUROBODEN GMBH 13/18	A1RE8B	7/2013	5	7,38%	BB	Creditreform	97,50	8,16%	Nein
EYEMAXX Real Estate AG 11/16	A1K0FA	7/2011	13	7,50%	BBB-	Creditreform	99,00	8,10%	Ja
EYEMAXX Real Estate AG 12/17	A1MLWH	4/2012	12	7,75%	BBB-	Creditreform	94,50	9,94%	Ja
EYEMAXX Real Estate AG 13/19	A1TM2T	3/2013	11	7,88%	BB-	Creditreform	89,00	11,13%	Nein
EYEMAXX Real Estate AG 14/20	A12T37	9/2014	12	8,00%	BB-	Creditreform	92,00	9,95%	Nein
GEWA 5 TO 1 GmbH 14/18	A1YC7Y	3/2014	35	6,50%	BBB	Creditreform	96,00	7,86%	Ja
Golden Gate GmbH 11/14	A1KQXX	4/2011	30	6,50%	BB	Creditreform	ausgesetzt	- (insolvent)	Ja
Grand City Property Ltd. 13/20	A1HLGC	6/2013	350	6,25%	BB+	S&P	108,70	4,46%	Nein
IPSAK mbH 12/19	A1RFBP	12/2012	30	6,75%	BBB	SCOPE	96,00	7,72%	Ja
Peach Property Group GmbH 11/16	A1KQ8K	7/2011	34	6,60%	BB+	Creditreform	99,50	6,89%	Nein
STERN IMMOBILIEN AG 13/18	A1TM8Z	5/2013	17	6,25%	A-	SCOPE	96,00	7,55%	Nein
TAG Immobilien AG 13/18	A1TNFU	8/2013	310	5,13%	-	-	106,75	3,13%	Nein
UBM Realitäten AG 14/19	A1ZKZE	7/2014	160	4,88%	-	-	102,70	4,04%	Nein

\*) in Mio. EUR / laut Prospekt; \*\*) Anleiherating, falls verfügbar; \*\*\*) Nur Besicherung durch Hypotheken/Grundschulden;  
 Quellen: OnVista, Emissionsprospekte



tat steht der Anleihegläubiger im Nachrang zu den finanzierenden Banken, ist damit quasi Eigenkapitalgeber der Projekte. Selbst ein Coupon mit 5 bis 7% kann ein solches Risiko nicht kompensieren. Derlei Konstrukte benutzen bzw. benutzten Stern Immobilien, Euroboden, EYEMAXX und Golden Gate. Noch extremer wird dieses Spiel, wenn es sich bei der Anleihe um eine reine Projektfinanzierung oder eine Ein-Objekt-Gesellschaft handelt, so z.B. bei Cloud No 7 und GEWA. Absurd wird es,

wenn die Sicherheiten aus Pachtverträgen bestehen, die erst nach Fertigstellung des Objektes beginnen (Cloud No 7) oder wenn die vermeintliche Sicherheit maßgeblich aus zweitrangigen Grundschulden besteht (IPSAK). Ob in einem Insolvenzfall solch eine Sicherheit werthaltig ist, darf zumindest stark bezweifelt werden.

#### Aus Mietzins wird Zins

Wer die Immobilienanleihe als Alternative zur direkten oder indirekten (via Fonds) Immobilienanlage sieht, sollte sich dagegen mehr auf klassische Bestandshalter konzentrieren. Hier wird der Coupon aus Mieteinnahmen gedeckt, in der Regel gibt es jedoch keine Besicherung. Die Bestandshalter wie Adler Real Estate, DIC Asset, Grand City oder TAG Immobilien benutzen das Fremdkapital aus der Anleihe als Ergänzung zu objektbezogenen Bankfinanzierungen oder zum Ankauf ganzer Portfolien. Anleihekäufer sollten mehr auf Sicherheit und Solidität statt auf Wachstum setzen – schließlich steht ihr Kapital im Krisenfall im Feuer, und das in der Regel vor den besicherten Banken.

DIC Asset ist ein solider Player im Bereich der gewerblichen Immobilien. Leider sind die Effektivrenditen der beiden Anleihen mit unter 4% nicht mehr besonders interessant. Grand City ist mit einem Bestand von 42.000 Wohneinheiten einer der größeren Player der Branche. Die Anleihe ist sogar von S&P gerated, mit rund 4,5% Rendite ist das Papier noch einigermaßen interessant. Adler Real Estate und TAG Immobilien sind in den vergangenen Jahren stark gewachsen, Basis dafür waren steigende Aktienkurse. Fraglich bleiben die Bewertung und die Qualität der Portfolien (s. auch S. 18).

#### Fazit

Die Kurse sind hoch, die Risiken sind nicht zu unterschätzen – Immobilienanleihen können trotzdem eine interessante Alternative sein. Allerdings nur sehr selektiv und ausschließlich von Bestandhaltern. Wie werthaltig vermeintliche Sicherheiten sind, haben Anleger gerade bei Golden Gate gesehen. Um Projektierer sollte daher ein Bogen gemacht werden.

*Christoph Karl*

Anzeige

# FINANZPSYCHOLOGIE: SCHLUSS MIT DURCHSCHNITTS-TRADING

Mit **Dr. Raimund Schriek** in **4 Online-Seminaren** zur persönlichen Strategie | Im Paket oder einzeln buchbar | **Start:** 11.11.14

WORUM ES BEIM TRADING WIRKLICH GEHT

SELBSTANALYSE

UMFELDDANALYSE

ERFOLGREICHES SELBSTMANAGEMENT

11.  
11.

18.  
11.

25.  
11.

02.  
12.



**GodmodeTrader**

» WWW.GODMODE-TRADER.DE/FINANZPSYCHOLOGIE

Interview mit einem Investor

# „Tief einer ganzen Generation“

Smart Investor im Gespräch mit **Ralph Acampora**, einem der führenden Technischen Analysten weltweit.



*Ralph Acampora ist ein Pionier der Marktanalyse. Der „Godfather of Technical Analysis“ genießt weltweit einen exzellenten Ruf als Markthistoriker und Technischer Analyst. Der frühere Direktor bei Kidder Peabody und Prudential Securities veröffentlichte zahlreiche Bücher und ist auch heute noch ein gefragter Experte, wenn es um die technische Einschätzung der Märkte geht.*

**Smart Investor: Herr Acampora, Sie sind ein typischer New Yorker, was um alles in der Welt hat Sie nach Minnesota verschlagen?**

*Acampora:* Das ist eine gute Geschichte. Vor etwa drei Jahren, an einem Samstagmorgen, klopfte ein Mann an die Tür meines New Yorker Hauses. Er wollte wissen, ob es zu verkaufen sei. Ich bat ihn sofort herein. Zehn Minuten später kam meine Frau dazu und fragte, was los sei. Ich antwortete ihr: „Liebling, ich habe gerade unser Haus verkauft.“ Der Preis war gut. Meine Frau stammt aus Minnesota und hat dort immer noch viel Verwandtschaft. Also zogen wir dorthin und wohnen jetzt direkt am See. Mein Vater wettete, dass ich es nicht länger als einen Monat aushalten würde – inzwischen sind es vier Jahre. Die Menschen dort sind sehr, sehr nett. Aber natürlich vermisse ich New York.

**Smart Investor: Kommen wir zu den Märkten: Ist die Technische Analyse eigentlich tot, jetzt wo Highspeed-Trading und Supercomputer so dominant geworden sind?**

*Acampora:* Die kurzfristig orientierten Trader, die Technische Analyse verwenden, haben tatsächlich Probleme. Das vorausgeschickt, glaube ich aber nicht, dass Highspeed-Trading einen Einfluss auf den Rest der Technischen Analyse hat. Für längerfristige Investoren ist das ein Non-Event. Highspeed-Trading wird niemals einen Bullen- oder Bärenmarkt erschaffen. Es hat lediglich kurzfristige Implikationen.

**Smart Investor: Wie sieht es mit den Eingriffen der Notenbanken aus? Beeinflussen diese nicht die Aussagekraft der Technischen Analyse?**

*Acampora:* Das ist eine sehr gute Frage. Vor vielen Jahren hatte ich das Vergnügen, mit

dem ältesten Technischen Analysten zu sprechen, den ich je in meinem Leben getroffen hatte: Ken Ward. Er war übrigens ein sehr berühmter Techniker. Für meine Frage, welches der schwierigste Markt seiner Karriere gewesen sei, entschuldigte ich mich sofort, denn es musste natürlich 1929 gewesen sein. Der kleine alte Mann aber schüttelte den Kopf. Der schwierigste Markt für Techniker seien die frühen 1960er Jahre gewesen, weil der Markt übergekauft und korrekturbedürftig war und die Kurse trotzdem unaufhörlich kletterten. Der Markt narrete alle, auch ihn selbst. Erst heute, rund 50 Jahre später, verstehe ich, worüber Ward damals gesprochen hatte. Heute ist der Markt genauso schwierig wie in den 1960er Jahren. Es gibt viel Gegenwind, schlechte Kommentare und all diese Dinge. Aber wenn der Markt korrigiert, erwarte ich nur untergeordnete Bewegungen und anschließend neue Hochs. Dass sich der Markt bei all den geopolitischen Problemen so weit oben hält, ist schlicht erstaunlich. Die Gemeinsamkeiten mit den frühen 1960er Jahren bestehen in niedrigen Zinsen und niedrigen Inflationsraten. Genau das sind die Zutaten für einen Jahrhundert-Bullenmarkt. Es gilt die alte Börsenweisheit „Kämpfe nie gegen die Fed!“ Solange die Fed die Zinsen unten hält, sind die Rahmenbedingungen intakt.

**Smart Investor: Der Markt wird also weiter an der Mauer der Angst emporsteigen?**

*Acampora:* Ja, aber er bleibt volatil. Aktuell haben die großen Qualitätstitel aus den Sektoren Finanzen, Gesundheitswesen und Konsum die Führung. Das sind auch meine Favoriten, besonders die Finanztitel.

**Smart Investor: Wie beurteilen Sie aktuell den deutschen DAX?**

*Acampora:* Der deutsche Markt ist der Motor Europas. Er hat sich lange Zeit sehr gut verhalten. Aber vor einigen Wochen kam es zu Verkaufsdruck. Kurzfristig ergeben sich aus dieser Volatilität Fragen hinsichtlich des weiteren Kurses in Europa. Nach meiner Ansicht sind das aber nur Korrekturen und Pull-Backs. Langfristig bleibe ich sehr bullish für Deutschland.



*Trotz allfälliger Korrekturen sieht Ralph Acampora die Jahrhundert-hausse am US-Aktienmarkt noch weitere 10 bis 15 Jahre intakt.*

#### Smart Investor: Wie sieht es bei den US-Staatsanleihen aus?

*Acampora:* Die herrschenden Kräfte reden die Zinsen weiter herunter. Deshalb notieren Bonds so hoch. Langfristig, also auf die nächsten 15 bis 20 Jahre, werden die Zinsen steigen. Aber steigende Zinsen sind wie Cholesterin. Es gibt gutes Cholesterin und schlechtes Cholesterin. Steigen die Zinsen wegen der Inflation, dann ist das schlechte Cholesterin. Steigen sie wegen einer anziehenden Wirtschaft, dann ist das gute Cholesterin. Erfolgt ein Zinsanstieg aus den richtigen Gründen, wird der Aktienmarkt trotzdem weiter steigen. Zinssätze von 5 oder 6% p.a. wären problematisch, aber nicht solche von 3 oder 3,5% p.a.

#### Smart Investor: Der Anstieg des US-Dollar war für viele Marktteilnehmer überraschend. Wird er sich fortsetzen?

*Acampora:* Wenn man sich einen Langfristchart des US-Dollar ansieht, sind wir nahe daran, ein Mehrjahreshoch zu brechen. Was wir über die letzten fünf bis sieben Jahre gesehen haben, sieht nach einer bedeutenden Bodenbildung aus. Technisch gesprochen steht der US-Dollar vor einem langfristigen Ausbruch nach oben. Ich denke, er wird viel höher gehen.

#### Smart Investor: Das sind schlechte Nachrichten für Gold, oder?

*Acampora:* Das entscheidende Unterstützungsniveau liegt hier bei 1.181 USD/Feinunze. Ich denke, diese Unterstützung wird gebrochen. Silber brach seine Unterstützung ja bereits.

#### Smart Investor: Welche Werkzeuge benutzen Sie eigentlich für Ihre Prognosen?

*Acampora:* Ich bin ein ganz klassischer Techniker. Das liegt wahrscheinlich daran, dass ich ein alter Mann bin. Es gibt die schillerndsten Indikatoren, aber für mich sind die Kurse selbst und der Trend entscheidend – gute, alte, langweilige Trendlinien. Und ich möchte diese Trends durch Gleitende Durchschnitte unterstützt sehen. Ich habe einen ganz klassischen Ansatz. Ich bin kein Trader.

#### Smart Investor: Mit Ihren Jahrzehnten an Erfahrung, gibt es eine Entwicklung, die Sie besonders kritisch sehen?

*Acampora:* Was mir Sorgen macht, sind die vielen TV-Shows, die sich mit dem Markt beschäftigen. Das meiste davon ist extrem kurzfristig orientiert und für die Öffentlichkeit sehr verwirrend. Die Leute denken, dass Technische Analyse ausschließlich für das Trading sei. Das frustriert mich, und ich fürchte, dass das Publikum dadurch Schaden nehmen wird. Ich nutze die Technische Analyse kurz-, mittel- und langfristig.

#### Smart Investor: Haben Sie eine Idee, wo es den nächsten großen Bullen- bzw. Bärenmarkt geben wird?

*Acampora:* Ich denke, dass das 2009er Tief am US-Aktienmarkt das Tief einer ganzen Generation war. Seitdem befinden wir uns in einem säkularen Bullenmarkt, der vielleicht noch 10 oder 15 Jahre weiter läuft. Die Öffentlichkeit ist noch nicht nennenswert engagiert. Eine durchschnittliche Aktie im S&P500 kostet 100 USD. Durch Splits würden die Aktien für die Öffentlichkeit freundlicher aussehen. In diesem Jahr hatten wir bislang gerade einmal sechs Aktiensplits. Aber ich bin nicht so naiv zu denken, dass alles geradewegs nach oben gehen wird. Ein solcher Bullenmarkt braucht Korrekturen und die Rotation zwischen den verschiedenen Aktiengruppen.

*Interview: Ralph Malisch*

Anzeige

## BULLIONART

### Silberkunst



>> Raimund Schmelter | "Bulle&Bär"  
Silbervollguss (999) | 3,4 kg | Höhe 10 cm | 30 Expl.

>> Mit Silberkunst besitzen Sie eine spannende Wertanlage. schützen sich mit einem jahrtausendalten Zahlungsmittel vor Inflation und können sich jeden Tag daran erfeuen. Besuchen Sie uns auf: [www.bullion-art.de](http://www.bullion-art.de)  
Gerne senden wir Ihnen eine kostenlose Broschüre zu. Anruf genügt.

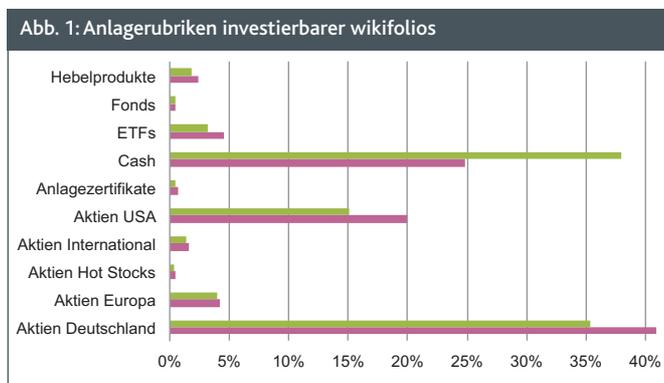
BullionArt | Silberkunst | Frauke Deutsch  
Telefon 089 33 55 01 | [silber@bullion-art.de](mailto:silber@bullion-art.de) | [www.bullion-art.de](http://www.bullion-art.de)

# „Cash ist fesch“

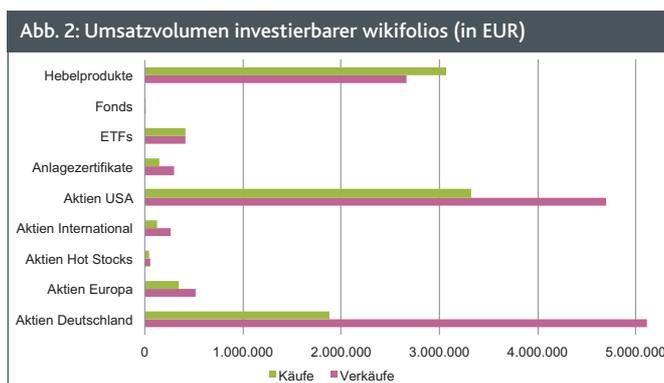
Wie die wikifolio-Trader auf die jüngsten Kursrückgänge reagiert haben

## Aktive Verkäufe

Im Einklang mit dem sogenannten „Home Bias“ haben deutsche Aktien in den wikifolios traditionell die höchste Gewichtung. Das war auch am 18.9. so – unmittelbar vor dem jüngsten Kurseinbruch. In Abb. 1 sind die Gewichtungen der Anlagerubriken aller investierbaren wikifolios zu diesem Datum (rote Balken) und zum 17.10. (grüne Balken) zu sehen. Zwischen beiden Terminen liegt ein weltweiter Kursrutsch, der auch den DAX um rund 10% nach unten führte. Der wikifolio-Anteil deutscher Aktien ist in diesem Zeitraum von 41% auf 35% gesunken. Ursächlich dafür waren nicht nur die Kursrückgänge selbst, sondern vor allem auch aktive Verkäufe. Abb. 2 zeigt für die Kategorie „Aktien Deutschland“, dass Verkäufen in Höhe von 5,1 Mio. EUR (rote Balken) gerade einmal Käufe von 1,8 Mio. EUR (grüne Balken) gegenüber standen. In keiner anderen Kategorie wurde in absoluten Zahlen oder in Relation mehr verkauft.



Deutliche Verschiebungen während des Kursrutsches



Aktiver Handel in Hebelinstrumenten

Aktuelle Bestenliste der handelbaren wikifolios			
#	Bezeichnung	Performance	
		seit Beginn	1 Monat
1	Aktien Deutschland	13,6	0,1
2	Trade and Fade	26,2	2,7
3	Risk Taker	45,3	2,3
4	Swing Konverter	37,7	-1,0
5	absolute value	97	-1,8
6	Absolute Return mit System	34,1	-0,1
7	SR wisdom capital spekulativ	27,9	-3,1
8	Yurev Global Equity	92,5	0,3
9	DACH-Trading&Invest	26,6	-3,9
10	Erfolg in jeder Marktphase	49,9	-2,2

## Große Vorsicht

Nur eine Kategorie konnte im Betrachtungszeitraum zulegen – Cash. Dessen Anteil stieg von 25% auf satte 38%. Angesichts der Kursturbulenzen haben die Trader also konsequent Risiko aus ihren wikifolios herausgenommen – ein umsichtiges Verhalten. Eine Cash-Quote von knapp 40% signalisiert inzwischen aber auch, dass das Schlimmste erst einmal vorüber sein könnte. Zumindest bei Aktienfonds lassen sich derartige Aussagen aus hohen Cash-Quoten ableiten. Im wikifolio-Universum ist die Historie bislang allerdings erst kurz.

## Beliebte Hebel

Als interessantes Nebenthema erwies sich der Handel mit Hebelprodukten. Obwohl diese lediglich 2% des Bestandes ausmachen (Abb. 1), lagen sie hinsichtlich des Handelsvolumens auf Platz 3 (Abb. 2). Diese Divergenz dürfte zum einen am grundsätzlich kürzeren Anlagehorizont und der damit verbundenen, häufigeren Umschichtung in diesen Instrumenten liegen. Zum anderen wird aber in Phasen der Unsicherheit auch die Neigung zunehmen, solche Papiere zur Absicherung zu nutzen. Vor dem Hintergrund der allgemeinen Kursrückgänge entwickelten sich insbesondere die Top-wikifolios überzeugend. Der größte Periodenverlust lag bei -3,9%. Vier wikifolios konnten sogar ein Plus erzielen.

Ralph Malisch

WWW.MUNICHTIME.DE

# MUNICHTIME

• 31. OKTOBER BIS 2. NOVEMBER 2014

FOTO: ONESPRIME.DE



HOTEL  
BAYERISCHER HOF  
PROMENADEPLATZ 2-6, 80333 MÜNCHEN

DIE WELT DER FEINEN UHREN  
AN MÜNCHENS EXKLUSIVSTER ADRESSE



ERWIN SATTLER



HUBLOT



U-BOAT



PIAGET

MEDIENPARTNER

Süddeutsche Zeitung

Chronos

UHREN  
MAGAZIN

Watchtime.net  
Das Uhren-Portal

Smart Investor  
Das Magazin für den kritischen Anleger

## Leserbriefe

# Über Gold und andere Sachwerte

## ? Zum Gold

Ich habe gerade Ausgabe 10/2014 gelesen: wie immer sehr informativ. Hier ein paar Gedanken zur Titelgeschichte Kapitalschutzreport: Ich habe den Eindruck, dass Sie zu sehr auf den Goldpreis und sein zukünftiges Steigen starren und stets jeden Interviewpartner damit löchern. Übrigens gibt es auch beim Gold Inflation: Schließlich werden jedes Jahr etliche Tonnen gefördert – allerdings ist diese Menge nicht beliebig per Knopfdruck veränderbar. Inwiefern der Preis aktuell manipuliert wird oder nicht und ob zurzeit Angebot und Nachfrage sich einfach zu einem niedrigen Gleichgewichtspreis ausgleichen, vermag ich nicht zu sagen. Aber darauf kommt es nicht an, denn: Eine Unze bleibt eine Unze, heute und in Ewigkeit. Damit wird irgendeine Kaufkraft erhalten bleiben. Und das ist alles, was mich interessiert – und das habe ich dank Smart Investor verstanden.

Dirk Bauer

**SI** Wir sehen Gold vor allem als den Gegenspieler der Fiat-Money-Systeme. Es ist genau das von Ihnen beschriebene Problem der Vermehrung „auf Knopfdruck“, die nur in der entstofflichten Welt dieser Geldsysteme möglich ist. Bei Gold geht das natürlich schon physikalisch nicht. Abgesehen von allfälligen Schwankungen, Haussen und Baissen ist damit vorgezeichnet, was sich schon historisch bestätigt hat: Gold wird relativ zum Fiat Money rarer und damit wohl auch teurer. Das mag unser „Starren“ erklären. Wenn wir unsere Interviewpartner mit Fragen zur Preisentwicklung „löchern“, dann auch deshalb, weil sich viele Leser für Timing-Fragen beim Tausch „Papier gegen Metall“ interessieren. Auch uns erscheint die anhaltende Korrektur-/Abwärtsphase vor dem Hintergrund des Zustandes des Finanz- und Bankensystems nicht stimmig. Dimitri Speck führt im letzten Smart Investor 10/2014 ab S. 12 („Das Platin-Fixing unter der Lupe“) den statistischen Nachweis, dass es beim Platinpreis ebenfalls zu „unnatürlichen Anomalien“ gekommen ist. Für Timing-Fragen sollte man auch den in der gleichen Ausgabe auf S. 62 gezeigten Relativchart zwischen Gold und S&P500 im Hinterkopf behalten. Gold befindet sich derzeit klar im relativen Abwärtstrend.

## ? Sachwerte

Mit großem Interesse habe ich Ihre Ausarbeitung zu den verschiedenen „exotischen“ Sachwerten wie Wald, Kunst, Oldtimer, Wein, Briefmarken und Violinen gelesen. In dieser Kompaktheit ist mir diese Materie noch nie „serviert“ worden. Eine Frage hätte ich aber dennoch: Ich sammle Briefmarken und spiele mit dem Gedanken, mir einen Old-



Smart Investor 10/2014



timer zuzulegen (eine Corvette Stingray von Chevrolet, Baujahr 1961). Welchen Prozentsatz eines Vermögens sollte man maximal in exotischen Sachwerten anlegen?

Randolf Menzinger

**SI** Sehr schwer zu sagen. Das hängt von einer Reihe von Faktoren wie der Größe Ihres Vermögens, der Marktgängigkeit Ihrer Sachwerte, Ihrem Fach-Know-how usw. ab. Als Faustformel würden wir sagen: Alles zusammen genommen sollte die Vermögensklasse „exotische Sachwerte“ 25% Ihres Vermögens nicht übersteigen.

## ? Rendite und Risiko

Ich habe eine Bemerkung zu Ihrem Kapitalschutzreport, in dem Sie schreiben: „Wer Rendite will (oder benötigt, so z.B. Versicherungen), muss Risiken auf sich nehmen. Die Niedrigzinsen verleiten dabei Anleger sogar zu wirtschaftlich unsinnigen Investments.“ Wir sind uns hoffentlich einig, dass ein Investor Risiken auf sich nehmen muss, wenn er eine Realrendite erzielen will?! Bei aller berechtigten Kritik am aktuellen Geldsystem sehe ich aber auch ein Problem in der westlichen Welt. Wir sind an einem Punkt, wo es eine große Sättigung der Nachfrager gibt. Ist es deshalb nicht sinnvoll, dass neue Investments nicht mehr eine Jahresrendite von 5-8% abwerfen, sondern nur 1-3%? Dann würde Kapital nicht nur in unsinnige Investments, sondern auch in weniger attraktive Investments fließen (weil schlicht keine neuen besseren Ideen da sind!). Die Auslastung des Arbeitsmarktes in Europa ist jedenfalls sehr tief.

D. Burri

**SI** Ja, es ist natürlich wirtschaftlich sinnvoll, wenn Anleger Risiken auf sich nehmen, um Rendite zu erzielen. Angesichts eines klar beobachtbaren Anlagenotstandes fragen wir uns nur, ob Risiken und Renditen in manchen Anlageklassen noch in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen. So führen die Niedrigzinsen aktuell z.B. dazu, dass sogenannte Junk Bonds nur noch mit Renditen rentieren, die vor einigen Jahren mit „sicheren“ Staatsanleihen erzielt werden konnten. Angesichts der typischen Ausfallraten solcher riskanten Papiere würden wir zum aktuellen

Zeitpunkt diese Investments als unsinnig bzw. wenig attraktiv betrachten. Denn im Endeffekt gehen Anleger damit für niedrige Erträge hohe Risiken ein. Bescheidenheit ist daher tatsächlich angebracht, die Jagd auf Rendite sollte gerade jetzt nicht zu Leichtsinns führen. Ob eine veränderte Umwelt generell sinkende Renditen zur Folge hat, können wir letztendlich nicht beantworten, sondern nur der Markt. Dessen Kräfte werden jedoch aktuell von Politik und Notenbankern ausgehebelt.

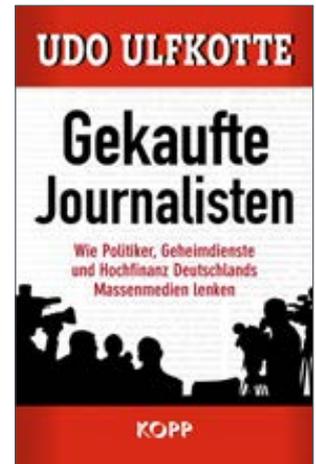
#### ? Gekaufte Journalisten von Udo Ulfkotte

Ihr Chefredakteur erwähnt in seinem Editorial das Buch „Gekaufte Journalisten“ von Udo Ulfkotte. Mein Tipp an ihn: Bevor er derart „bunte“ Journalisten empfiehlt, sollte er sich vorher vielleicht über deren Vita schlau machen.

*Herb Schlumberger*

**SI** Es stimmt, dass Udo Ulfkotte recht provokant schreibt und sich sicherlich damit nicht überall beliebt macht. Na und? Im Übrigen habe ich mich nicht für den Autor stark gemacht, sondern für sein Buch. Das, was er in „Gekaufte Journalisten“ schreibt, ist – soweit ich das beurteilen kann – richtig. Und darauf kam's mir an. Schauen Sie sich mal die legendäre Folge der ZDF-Sendung „Die Anstalt“ vom 29.4.2014 zum Thema „Qualitätsjournalismus“ an: <http://smart-i.de/anstalt>. Da kommen ganz andere Menschen, nämlich die Kabarettisten Max Uthoff und

Claus von Wagner, zu den gleichen Erkenntnissen wie Ulfkotte! Und was haben die fünf dort genannten „Alpha-Journalisten“ daraufhin getan? Nein, sie haben die aufgezeigten Verstrickungen und Interessenkonflikte nicht abgestritten, sondern so lange beim ZDF-Intendanten „vorgesprochen“, bis dieser den Beitrag aus der ZDF-Mediathek entfernen ließ. Vielleicht sollten Sie sich mal mit der Vita dieser fünf „Alpha-Journalisten“ beschäftigen, die ja immerhin die Auslandsberichterstattung von FAZ, SZ, WELT und ZEIT – also der auflagenstärksten Zeitungen Deutschlands – maßgeblich prägen. (*Ralf Flierl*)



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

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

Buchbesprechung

# „Gefangen im Euro“

Auf nur 200 Seiten beschreibt Hans-Werner Sinn, Präsident des Münchner ifo-Instituts, das Dilemma der europäischen Gemeinschaftswährung. Das Werk gliedert sich in drei große Abschnitte: „1. Die Eurokrise verstehen – ein Drama in sieben Akten“, „2. Die Krise dauerhaft bewältigen – ein Sechspunkte-Programm“ und „3. Europa nach vorne denken“. Sinn beschreibt im angedeuteten Interview-Stil, schnörkellos und auch für ökonomische Laien verständlich, wie ein ganzer Kontinent währungs-technisch auf die schiefe Ebene geriet.

Bereits im Prolog trifft Sinn die so wesentliche Unterscheidung zwischen „politischen Wahrheiten“ auf der einen und „wirklichen Wahrheiten“ auf der anderen Seite: „Politische Wahrheiten entstehen, indem hinreichend viele Politiker sie einander erzählen, bis sie selbst, die Medien und die Menschen sie glauben.“ Als Wirtschaftswissenschaftler interessiert er sich aber für die „wirklichen Wahrheiten“. Kein Wunder, dass Sinn in Gegnerschaft zur Euro-

„Rettungspolitik“ geriet. Nach seiner Überzeugung könne mittel- bis langfristig keine Wirtschaftspolitik erfolgreich sein, die den ökonomischen Gesetzen widerspreche. Sinn identifiziert die wesentlichen Stationen des Euro auf dem Weg in die Krise – eine Krise, die aufgrund eines nicht glaubhaften Beistandsverbots bereits im Maastrichter Vertrag angelegt gewesen sei. Fehleinschätzungen und Fehlentscheidungen verschärfen die Situation, wobei Deutschland regelrecht „ausgespielt“ wurde.

Im zweiten Abschnitt skizziert Sinn, wie wir dem „Gefängnis“ Euro wieder entkommen könnten. Er nennt unter anderem Schuldenschnitte, eine Neuordnung der EZB, einen „atmenden Euro“ und eine Konkursordnung für Eurostaaten. Sinn befürwortet die europäische Einigung, aber nur auf einem ökonomisch tragfähigen Boden – eine lohnenswerte, faktengespickte Lektüre für alle, die Euro und Eurokrise verstehen wollen.

Ralph Malisch



„Gefangen im Euro“, Hans-Werner Sinn, Redline Verlag, 200 S., 9,99 EUR

Anzeige

# ISIS

Die unheimliche US-Kreatur



Am guten Kiosk, im Abo oder hier: [www.compact-magazin.com](http://www.compact-magazin.com)

Compact-Magazin GmbH

Brandenburger Str. 36  
14542 Werder (Havel)

Tel. 03327-569 86 11/12  
Fax 03327-569 86 17

## Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
adesso	A0Z23Q	10	Kulmbacher Brauerei AG	700700	67
Adidas	A1EWWW	66	KWS Saat	707400	12
ADLER Real Estate AG	500800	26	Merge	A0NHKD	63
Agfa-Gevaert	920872	62	Mitsui OSK Lines Ltd.	862503	6
Allscripts	607917	63	Morphosys	663200	70
artec technologies AG	520958	67	Navios Maritime Partners LP	A0M7X8	6
Aurelius	A0JK2A	70	Nexus	522090	62
Bemis	854717	64	Nike	866993	66
Bridgestone	857226	70	Norma Group	A1H8BV	36
C-Quadrat	A0HG3U	12	Ökworld AG	540868	67
Cancom	541910	70	ORIX Corp.	851769	16
Cerner	892807	62	Quality Systems	867700	63
China Railway Constr. Corp. Ltd.	A0NEWB	16	Rosenbauer	892502	65
China Shipping Dev. Comp. Ltd.	A0M4XQ	6	SHS Viveon	A0XFVK	11
Compugroup	543730	62	SHW AG	A1JBPV	10
DEAG	A0Z23Q	70	Silver Wheaton	A0DPA9	70
Delignit	A0MZ4B	37	Smurfit Kappa Group Plc.	A0MLCS	14
DEMIRE Dt. Mittelstand Real Est. AG	A0XFSF	27	Steinhoff International Hold. Ltd.	916484	16
Dr. Hönlle	515710	10	Takkt	744600	37
DuPont	852046	64	Trinity Industries Inc.	856427	16
Eurokai	570 653	70	Vale	897998	70
First Majestic Silver	A0LHKJ	70	Vaudoise Assurances Holding SA	A0ETZV	14
Fossil Group Inc.	A1W0DE	16	Verbio	A0JL9V	37
GFT	580060	11	Visa	A0NC7B	70
Goldcorp	890493	70	WashTec	750750	10
Grenkeleasing	586590	12	Wellpoint	A0DNLY	70
Hargreaves Services	A0HMDY	70			
Hollysys Automation Techn. Inc.	A0X91G	16			
Hornbach-Baumarkt AG	608440	11			
INDUS Holding	620010	68			
Knightsbridge Shipping Ltd.	905356	6			

Die in dieser Ausgabe auf den Seiten 22 und 23 in der Tabelle gelisteten Immobilienaktien werden aus Platzgründen nicht an dieser Stelle aufgeführt.

## Themenvorschau bis Smart Investor 3/2015

Internet: Heilsbringer oder Fluch?

Aktienrückkäufe: Theorie & Praxis dazu

Value & Momentum: Die Super-Methode

Osteuropa: Das Schlimmste überstanden?

Google, Apple & Co: Unangefochten oben!?

Deutschland: Vorsicht, Absturzgefahr!

Geld: Das große Mysterium

Russland: Kurz vor der Implosion?

HealthCare: Wachstum mit Gesundheit

Vermögensverwaltende Fonds: Sinnvoll?

Kapitalmarktausblick: Wie wird 2015 verlaufen?

Wachstumsaktien: Schwenkt das Pendel wieder um?

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-Systeme: Know-how, Tipps und Tricks

Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert oder nicht

## Smart Investor

12. Jahrgang 2014,  
Nr. 11 (November)

## Verlag:

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

## Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur), Christoph Karl  
(stellv. Chefredakteur), Christian Bayer,  
Ralph Malisch

## Redaktionsanschrift:

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

## Freie Mitarbeiter:

Claus Brockmann, Jürgen Büttner, Michael  
Heimrich, Benjamin Knöpfler, Magdalena Lammel,  
Marc Moschettini, Stefan Preuß, Marcus Wessel

## Gast-Autoren:

Rüdiger Braun, Tom Höder, Dr. Werner Koch,  
Werner Krieger, Norbert Neunhoeffer, Patrick  
Reuther, Detlef Schumacher, Dr. Sebastian Wanke

## Interviewpartner:

Jürgen Abromeit, Ralph Acampora

## 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:

17.10.2014

## 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 Interessenskonflikte 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

# Über Steckdosen und Geldautomaten

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Kaum jemand kann so stolz auf seine Bildungsarbeit sein wie der Staat. Staatliche Beschulung und zwangsfinanzierte „Erklär mir die Welt“-Berieselung haben im Lande eine Staatsgläubigkeit erzeugt, die Vertreter traditioneller Glaubensgemeinschaften mit Neid erfüllen müsste. Die nachwachsende Generation kennt oft gar nichts anderes mehr als den herrschenden Korporatismus mit seiner engen Verzahnung zwischen Politik, Apparat und Großunternehmen. Die verbleibenden Nischen echten Unternehmertums gelten ihr als entfesselter „Turbokapitalismus“. Der Gedanke, dass der freie Austausch auf Märkten Wohlstand schaffen könnte, erscheint ihr abseitig.

Die Beeinflussung erfolgt subtil. Egal ob steigende, fallende oder schwankende Preise, gar das Ausscheiden eines Unternehmens, jeder vitale Marktprozess eignet sich zur Umdeutung in ein Problem. Marktversagen heißt das dann, und wo der Markt „versagt“, da – richtig – hilft der Staat. Der Markt bedürfe eben der Regulierung, das Unternehmen der Rettung und die Menschen ganz allgemein der Fürsorge und Aufklärung. Alles Dinge, die so nur der Apparat vermag.



Und weil der Apparat so viel Gutes tut, erwarten manche Staatsjünger wahre Wunder. Ab Besoldungsgruppe A15 soll das freihändige Wandeln über Wasser gerüchtere Weise sogar zum Standardrepertoire gehören

– wem Gott ein Amt gibt ... Bei so viel angewandter Weisheit sei auch die desaströse Demografie des Landes kein Problem, erfuhr ich kürzlich in einer Diskussion mit dem Nachwuchs: Weil(!) jede Frau im Durchschnitt nur 1,3 Kinder gebäre, gäbe es die Rentenversicherung. Bismarck muss ein helllichtiger Mann gewesen sein. Wie die Rentenversicherung genau jene Kinder für das Kollektiv produziert, die bei der einzelnen Frau fehlen, ist mir allerdings nicht ganz klar geworden. Das Ganze sei aber schon deshalb prima, weil es viele neue Freiheiten in der kinderlosen Lebensplanung ermögliche. Dass für diese neuen Freiheiten eine Zwangsmitgliedschaft erforderlich sei, läge schlicht daran, dass man dem Einzelnen keine ausreichende Eigenverantwortung zutrauen könne. Unter diesem Blickwinkel sollte man vielleicht auch noch einmal über das allgemeine Wahlrecht nachdenken. Oder wollen wir ernsthaft Menschen über die Geschicke des Landes abstimmen lassen, denen wir nicht mal die Regelung ihrer eigenen Angelegenheiten zutrauen?

Und schließlich hätten wir als Wähler all das ja genauso bestellt, wie es nun geliefert wird. Schon ein kurzer Blick in jene Länder, die wir so gerne bereisen, zeige: Deutschland ist ein reiches Land. Reisen bildet eben – oft genug auch die Bereisten. Den Erfolg des deutschen Modells könne man außerdem leicht an den „blühenden Landschaften“ von Mittenwald bis Flensburg ablesen. Was eigentlich kann man dann in diesem „reichen Land“ an einer Staatsverschuldung ablesen, die sich schon explizit auf mehr als 52.000 EUR pro Erwerbstätigen und implizit gut und gerne auf das Dreifache beläuft?

Vielleicht, dass Demokratie nicht aus dem Staatsfernsehen, Strom nicht aus der Steckdose und Kinder nicht aus der Rentenkasse kommen? Würde der Staat seine Geldautomaten nicht ständig mit Selbstgedrucktem füllen, er wäre mit seinem „erfolgreichen Geschäftsmodell“ schon lange am Ende. ■



**Jetzt bestellen!**  
Versandkostenfreie Lieferung  
innerhalb Europas

# Journalisten manipulieren uns im Interesse der Mächtigen

■ Haben auch Sie das Gefühl, häufig manipuliert und von den Medien belogen zu werden? Dann geht es Ihnen wie der Mehrheit der Deutschen. Bislang galt es als »Verschwörungstheorie«, dass Leitmedien uns Bürger mit Propagandatechniken gezielt manipulieren. Jetzt enthüllt ein Insider, was wirklich hinter den Kulissen passiert.

Der Journalist Udo Ulfkotte schämt sich heute dafür, dass er 17 Jahre für die *Frankfurter Allgemeine Zeitung* gearbeitet hat. Bevor der Autor die geheimen Netzwerke der Macht enthüllt, übt er konsequent Selbstkritik. Er dokumentiert hier zum ersten Mal, wie er für seine Berichterstattung in der FAZ geschmiert und die Korruption gefördert wurde. Und er enthüllt, warum Meinungsführer tendenziös berichten und wie der verlängerte Arm der NATO-Pressestelle Kriege medial vorbereitet. Wie selbstverständlich wurde auch der Autor in die Netzwerke amerikanischer Eliteorganisationen aufgenommen, erhielt im Gegenzug für positive Berichterstattung in den USA sogar eine Ehrenbürgerurkunde.

In diesem Buch erfahren Sie, in welchen Lobbyorganisationen welche Journalisten vertreten sind. Der Autor nennt Hunderte Namen und blickt auch hinter die Kulissen jener Organisationen, welche unsere Medien propagandistisch einseitig beeinflussen, etwa: Atlantik-Brücke, Trilaterale Kommission, *German Marshall Fund*, *American Council on Germany*, *American Academy*, *Aspen Institute* und Institut für Europäische Politik. Enthüllt werden zudem die geheimdienstlichen Hintergründe zu Lobbygruppen, die Propagandatechniken und die Formulare, mit denen man etwa bei der US-Botschaft Fördergelder für Projekte zur gezielten Beeinflussung der öffentlichen Meinung in Deutschland abrufen kann.

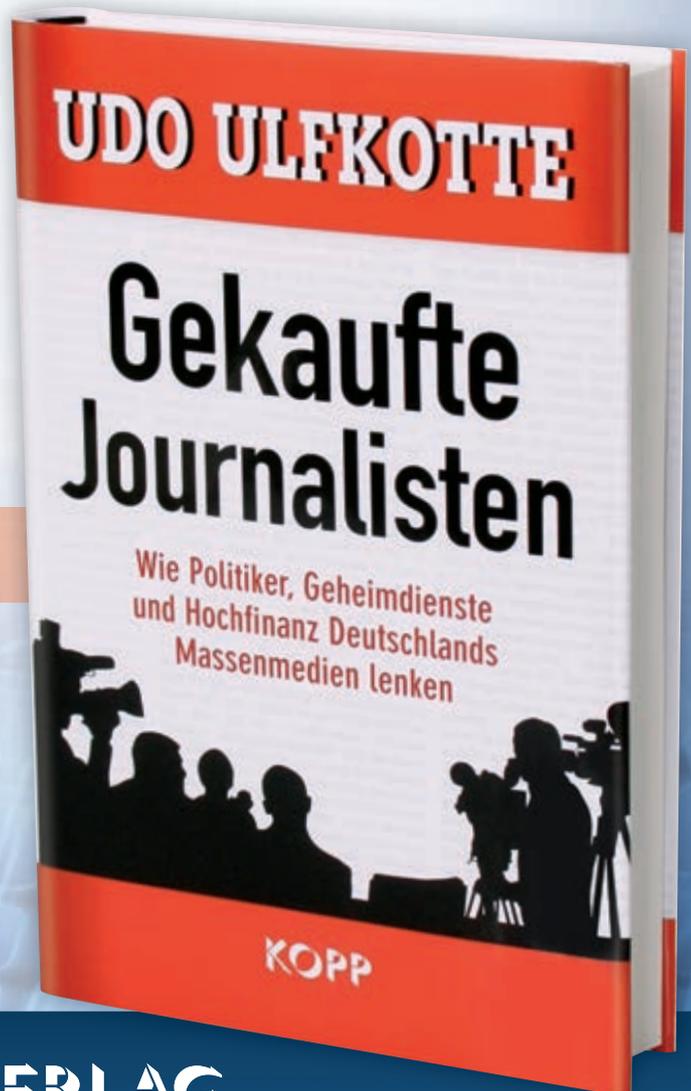
## Wenn die CIA vorgibt, was geschrieben wird

Können Sie sich vorstellen, dass Geheimdienstmitarbeiter in Redaktionen Texte verfassen, welche dann im redaktionellen Teil unter den Namen bekannter Journalisten veröffentlicht werden? Wissen Sie, welche Journalisten welcher Medien für ihre Berichterstattung geschmiert wurden? Und haben Sie eine ungefähre Vorstellung davon, wie renommierte »Journalistenpreise« vergeben werden? Da geht es im Hintergrund zu

wie bei den einstigen Ehrungen der »Helden der Arbeit« in der früheren DDR – da wird Propagandaarbeit ausgezeichnet. Vom Journalisten zum Propagandisten ist es nicht weit. Wenn Sie dieses Buch gelesen haben, werden Sie unsere Zeitungen mit ganz anderen Augen sehen, den Fernseher öfter einfach abschalten und auch wissen, was Sie dem Radio noch glauben können: fast nichts. Denn Ulfkotte schreibt auch penibel auf, welcher Sender welcher politischen Partei gehört und welche Journalisten wie beeinflusst werden. Sie erkennen, wie Sie manipuliert werden – und Sie wissen, von wem und warum.

**Am Ende wird klar: Meinungsvielfalt wird jetzt nur noch simuliert. Denn unsere »Nachrichten« sind häufig reine Gehirnwäsche.**

Udo Ulfkotte: *Gekaufte Journalisten*  
gebunden • 336 Seiten  
Best.-Nr. 939 100 • 22,95 €



**KOPP VERLAG**

Bestelltelefon (0 74 72) 98 06 10 • Telefax (0 74 72) 98 06 11 • [info@kopp-verlag.de](mailto:info@kopp-verlag.de) • [www.kopp-verlag.de](http://www.kopp-verlag.de)

Two hands, one in the top right and one in the bottom left, are pointing towards the central text. The background is a dark blue, textured surface.

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