

# Smart Investor

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



## Internetfirmen greifen nach der Weltmacht

**Value & Momentum:**  
Ein stimmiges Preis-  
Leistungsverhältnis

**Turnaround:**  
Transporttitel mit  
Aufwärtschancen

**Niedrigzinsen:**  
Nun Kapitalverzehr  
statt Kapitalerhalt?

# MIT GOLD SIND SIE GUT BERATEN. MIT DEGUSSA AUCH.

Viele Vermögens- und Anlageberater stimmen in einem überein: Legen Sie 15 Prozent Ihres Vermögens in Gold an – als Schutz vor Inflation und Währungskrisen. Aber das ist nicht der einzige gute Rat in Sachen Gold:

Wir bei Degussa sind als führender Edelmetallhändler weltweit tätig und haben viel Erfahrung mit Gold. Wir sind daher Ihr verlässlicher Berater für all die Investments, bei denen Sie aus vielen guten Gründen auf Edelmetall setzen.

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

**DEGUSSA-GOLDHANDEL.DE**



## Klare Worte

„Vielfalt ist einer der Schlüssel für die Akzeptanz von Medien. Die Leser müssen das Gefühl haben, dass sie nicht einer einzelnen Meinung ausgesetzt sind. Reicht die Vielfalt in Deutschland aus? Wenn ich morgens manchmal durch den Pressespiegel meines Hauses blättere, habe ich das Gefühl: Der Meinungskorridor war schon mal breiter. Es gibt eine erstaunliche Homogenität in deutschen Redaktionen, wenn sie Informationen gewichten und einordnen. Der Konformitätsdruck in den Köpfen der Journalisten scheint mir ziemlich hoch.“



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Von wem stammt das obige Zitat? Nein, nicht von mir, obwohl ich jedes Wort davon unterschreiben könnte. Diese Sätze entsprangen dem Munde unseres Außenministers Frank-Walter Steinmeier. Und zwar nicht vor fünf oder zehn Jahren, nein, er sagte sie vor einer Woche (am 14. Nov.) in Hamburg anlässlich der Verleihung der Lead Awards. Das sagt Ihnen nichts? Es handelt sich hierbei sozusagen um die „Selbstbeweihräucherungsveranstaltung“ der deutschen Journaille, initiiert von der Lead Academy ([www.leadacademy.de](http://www.leadacademy.de)). Hier geben sich einmal jährlich die deutschen Chefredakteure und Top-Journalisten ein Stelldichein, verleihen sich gegenseitig Preise und haben bei Häppchen und Champagner eine nette Zeit miteinander.

So hatten sich die Versammelten die Rede ihres Hauptreferenten Steinmeier aber bestimmt nicht vorgestellt. Übrigens war das obige Zitat nicht der einzige Body-Check unseres Außenministers für die Presse – seine Rede war geradezu gespickt mit solchen Seitenhieben, nachzulesen in voller Länge unter [www.auswaertiges-amt.de](http://www.auswaertiges-amt.de) (dort auf „Infoservice“, dann auf „Presse“ und dort auf „Reden“ klicken).

Mehr als einmal habe ich mich an dieser Stelle über die Konformität und die politische Korrektheit der westlichen Presse ausgelassen. Egal, ob es um Themen wie Euro/ESM, die verantwortungslose Zentralbankpolitik, die Verschuldungsorgie der Staaten oder um Putin/Ukraine geht: Regelmäßig stelle ich in der deutschen Presselandschaft ein Wegschauen bei und ein Schönreden von elementaren Fehlentwicklungen fest.

Ganz aktuell können Sie es wieder bei der Kommentierung der Schweizer Goldinitiative in den Medien mitverfolgen. Kaum ein Journalist, der sich ernsthaft mit der Materie auseinandergesetzt hat, sondern nur dumpfes Draufdreschen auf dieses kleine zarte Pflänzchen. Ob daraus noch ein richtig großer Baum wird, muss sich erst zeigen. Am 30. November wissen wir mehr. Dann werden die Eidgenossen in einem Volksentscheid darüber abstimmen, ob ihr Franken wieder eine Golddeckung bekommen wird (mehr dazu auf S. 52 und 59). Falls ja, und die derzeitigen Umfragen lassen diese Möglichkeit durchaus zu, dann könnte dies einen Erdbeben im weltweiten Fiat-Money-Gefüge auslösen. Und genau deshalb biedern sich die Journalisten derzeit landauf landab mit ihren Status-quo-konformen Artikeln diesem maroden System an.

„Der Letzte macht das Licht aus – Massenentlassungen erschüttern Deutschlands Redaktionen.“

Auch dieses provokante Statement brachte der Außenminister in besagter Rede – und trifft damit voll ins Schwarze.

Eine erhellende und interessante Lektüre wünscht Ihnen



## DE30 & US30 ab 1 Punkt Spread



## MetaTrader 4

## Mehrfach ausgezeichneter CFD-Broker

<b>CFD-Broker-Test</b> <b>Bester Kundenservice</b> <small>Ausgabe 25/2013</small> AM SONNTAG <small>15 CFD-Anbieter im Test</small>	<b>CFD-Broker-Test</b> <b>Gesamtsieger</b> <small>Ausgabe 25/2012 – Im Test: 12 CFD-Broker</small> AM SONNTAG <small>Deutsches Kreditinstitut</small>
<b>CFD-Broker</b> <b>Testsieger</b> <small>Ausgabe 21/2011</small> AM SONNTAG <small>Im Test: 24 Finanzdienstleister</small>	<b>CFD-Broker-Test</b> <b>Kundenservice Platz 1</b> <small>Ausgabe 23/2014, 15 CFD-Anbieter im Test</small> AM SONNTAG <small>Deutsches Kreditinstitut</small>

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

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

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

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

**Märkte**

- Titelstory/Internetaktien
- 6 Griff nach der Weltmacht!?
- 10 Auf den zweiten Klick
  
- 12 Das Beste aus zwei Welten
- 14 Investmentstile:  
Value und Momentum
- 18 Indien: Profiteur des billigen Öls
- 20 Osteuropa-Börsen:  
Von Jubiläumstimmung keine Spur

**Hintergrund**

- 24 Österreichische Schule  
Von Wölfen, Melkkühen  
und Zugpferden
- 28 Politik & Gesellschaft  
Wo Licht ist, ist auch Schatten
- 30 Lebensart & Kapital – International  
Lebensqualität
- 32 Nachhaltiges Investieren  
Schwankungen bei Wind  
und Sonne ausnutzen
- 34 Phänomene des Marktes  
Value trifft Momentum;  
Gastbeitrag von Norbert Keimling,  
StarCapital AG

**Fonds**

- 38 **Inside**  
Stets auf zu neuen Höhen
- 40 **Analyse**  
HWB Global Convertibles Plus;  
Gastbeitrag von A. Sabri Ergin,  
ERGIN Finanzberatung
- 41 **Interview**  
„Korrektur eröffnet Investment-  
chancen“, Gespräch mit  
Lucy Bonmartel, DNCA Finance
- 42 **Kolumne**  
Die Mär vom richtigen Market  
Timing; Gastbeitrag von Dr. Georg  
Graf von Wallwitz, Eyb & Wallwitz  
Vermögensmanagement GmbH
- 43 **News, Facts & Figures**  
Mehrheitlich Gewinne  
im Fondsmusterdepot

**Research – Märkte**

- 44 Das große Bild  
Der Bär tut sich schwer
- 46 Autos sind das neue Subprime
- 48 Grafik des Monats
- 50 Löcher in der Matrix



Foto: iStock / derphanni

14

**Value und Momentum**

Werthaltiges zu einem vernünftigen Preis zu erstehen, klingt vielversprechend. Eine Auswahl an Aktien, die uns sowohl im Hinblick auf Value- als auch Momentum-Kriterien überzeugt haben, stellen wir Ihnen ab S. 14 vor.



Illustration: iStock / bauwka

44

**Niedrigzinsen**

Werden vom Sparbuch in Zukunft Zinsen abgezogen statt gutgeschrieben? Die Folgen der negativen Zinsen der EZB beleuchten wir in unserem „Großen Bild“ ab S. 44. Denn für einige Bankkunden ist der Strafzins offensichtlich schon zur harten Realität geworden.

**Internet-Giganten**

6

Sie sind aus dem täglichen Leben nicht mehr wegzudenken – die Rede ist von Google, Facebook, Amazon und Apple. Skalierbare Geschäftsmodelle, hohe Eintrittsbarrieren für potenzielle Konkurrenten und prall gefüllte Kriegskassen für Zukäufe lassen wenig Raum für Kritik. Ob dieser paradiesische Zustand für alle Ewigkeit währen wird oder ob im World Wide Web durchaus Gefahren für die arrivierten Größen lauern, analysieren wir ab S. 6.





## 64

### Turnaround

Ab S. 64 stellen wir mit Lufthansa, PSI und Vossloh drei aussichtsreiche Turnaround-Kandidaten im Infrastruktur- und Transportsektor vor, die eine substantielle Verbesserung ihrer operativen Ergebnisse ab 2015 erwarten lassen.



## 41, 59, 68, 74

### Interviews

Auf S. 41 stellt Lucy Bonmartel ihren Investmentansatz dar. Mit Luzi Stamm sprachen wir über seine Initiative „Rettet unser Schweizer Gold“ (S. 59). Friedrich Bensmann, Top-Vermögensverwalter, kommt auf S. 74 zu Wort und Bernard Schäferbarthold, Finanzvorstand der Nordex SE, stellt sein Unternehmen ab S. 68 vor.

- 53 Charttechnik  
Kurs- und Gewinn-Momentum
- 54 Relative Stärke  
„Die Unberührbaren“
- 55 Demografie & Börse
- 56 Quantitative Analyse
- 56 Intermarktanalyse
- 57 sentix Sentiment
- 57 Sektoranalyse
- 58 Edelmetalle  
Gut gerüstet für den Finanzkrieg
- 59 Edelmetalle  
Schweizer Goldinitiative;  
Gespräch mit dem Schweizer  
Nationalrat Luzi Stamm
- 60 Edelmetalle  
Rückblick 15. Internationale  
Edelmetall- und Rohstoffmesse

### Research – Aktien

- 62 Aktie im Blickpunkt  
BB Biotech AG
- 64 Turnaround  
Zwischen Himmel und Erde
- 66 Buy or Good Bye  
Tiffany & Co. und Borussia Dortmund
- 67 Mittelstandsaktien  
Substanz und Kuriositäten
- 68 Moneytalk  
„Wir gehen von steigenden Absätzen  
aus“; Bernard Schäferbarthold,  
Nordex SE
- 70 Musterdepot  
Erfolgreiche Rückbesinnung
- 72 Anleihen  
Ob Aktie oder Anleihe,  
entscheidet der Anleger

### Potpourri

- 74 Interview mit einem Investor  
Friedrich Bensmann
  - 76 wikifolio  
Antizyklischer am Werk
  - 78 Leserbrief  
Verwirrung – Beim Geld,  
beim Klima und den Zahlen
  - 80 Buchbesprechung  
„Weltmacht IWF –  
Chronik eines Raubzugs“
  - 82 Zu guter Letzt  
Was vom Festgeld übrig blieb
- 
- 81 Unternehmensindex/Impressum und  
Vorschau bis Smart Investor 4/2015

## SICHERHEIT FÜR UNSICHERE ZEITEN



FEINSTE,  
SICHERSTE  
DEUTSCHE TRESORE.



Titelstory / Internetaktien

# Griff nach der **Weltmacht!**?

Die Internet-Marktführer sind in den letzten Jahren in die ambitionierten Bewertungen ihrer Aktien hineingewachsen. Sind die Geschäftsmodelle nun so stark, dass kein Weg mehr an ihnen vorbeiführt?

Vor einigen Jahren bemerkte Charlie Munger, dass er noch nie eine so große Markteintrittsbarriere gesehen habe, wie sie aktuell bei Google besteht. Die Bemerkung von Warren Buffetts Stellvertreter klingt wie ein Ritterschlag für Google. Schließlich erfüllt die Aktie des Internet-Giganten damit ein eindeutiges Kriterium einer Value-Aktie. Je größer der sogenannte „Moat“ (zu Deutsch „Burggraben“) um ein Geschäftsmodell, desto weniger ist ein Unternehmen angreifbar. Google, so Munger, habe einen Graben, der mit Haien gefüllt sei. Er habe keine Ahnung, wie dieser überwunden werden könne. Die Suchmaschine braucht sich also nicht vor Konkurrenz fürchten, kann monopolistisch agieren und ihr Geschäft auf weitere Bereiche ausdehnen. Kommt als nächstes also der Griff nach der digitalen Weltherrschaft oder ist er sogar schon erfolgt?

## Selbstverstärkende Prozesse

Neben Google sind auch die anderen Größen der Branche jeweils in einem „geschützten Biotop“ aktiv. Für das Wachstum eines Online-Geschäftsmodells scheint es nahezu notwendig zu sein, die Konkurrenz so weit wie möglich auszuschalten. Notfalls auch mit Geld, wie es z.B. Facebooks Kauf des Messaging-Dienstes WhatsApp zeigt. Das Soziale Netzwerk hatte sich die Übernahme dieses Jahr rund 19 Mrd. USD kosten lassen. WhatsApp ist ein Unternehmen, das bis heute keine nennenswerten Umsätze erzielt,

mit seinen Diensten jedoch fast 500 Mio. Nutzer erreicht. Mit diesem Zukauf kann Facebook wohl seine Vormachtstellung in der Sphäre der mobilen Nutzung deutlich ausbauen. Prognosen gehen davon aus, dass WhatsApp in Kürze 1 Mrd. Menschen erreichen wird. Ist die Machtkonzentration der Internet-Konzerne also das Resultat eines sich selbst verstärkenden Prozesses, nach dem Motto „the winner takes it all“?

## Die großen vier der Internetbranche

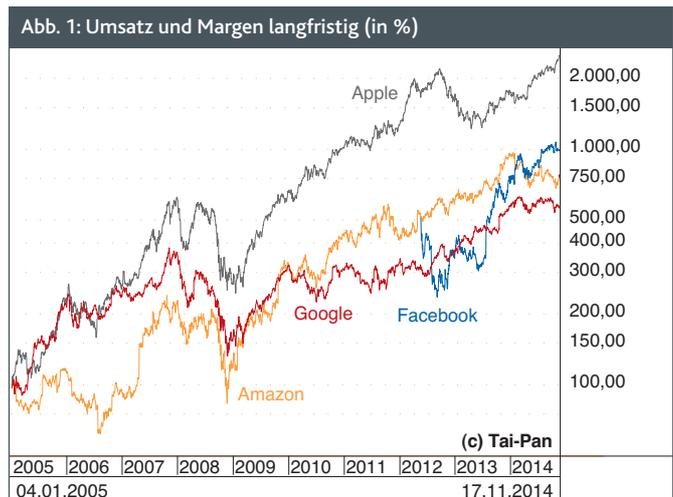
Doch selbst als unumstrittene Marktführer zeigen sich die Giganten nach wie vor innovativ und erfinden sich selbst und ihre Angebote in regelmäßigen Abständen neu. Von der Behäbigkeit eines Monopolisten sind Amazon, Google, Facebook oder Apple weit entfernt. Laut Peter Thiel, dem Gründer des Bezahlendienstes PayPal, liegt die Quelle für Innovation in Wahrheit im Monopol. Nur wo sich Menschen nicht gegeneinander durchsetzen müssten, würden Ideen entstehen, die sich nicht leicht kopieren lassen, so Thiel in seinem Buch „Zero to One“. Für das Silicon Valley und seine Akteure gelten anscheinend andere Regeln – auch in Bezug auf die Gesetze des Marktes. Die Vormachtstellung der großen Vier scheint ungebrochen, die Konkurrenz ausgeschaltet. Die langfristige Entwicklung von Umsatz und Marge der großen Vier legen diese Vermutung nahe.

Illustration: lucranthelonica - Fotolia.com

Die genauere Analyse der Geschäftsmodelle lohnt trotzdem. Der Erfolg der Unternehmen basiert teilweise auf Gemeinsamkeiten, teilweise auf vollkommen unterschiedlichen Geschäftsansätzen. Wir wollen daher eine Einordnung und eine Bewertung der Zukunftsfähigkeit wagen.

### Amazon – ewiges Wachstum, ewiger Verlustbringer?

Einfacher betriebswirtschaftlicher Logik folgt die Denke eines Jeff Bezos nicht. Der Gründer und CEO des weltweit größten Online-Händlers hat ganz andere Ziele. Wachstum steht für Bezos offensichtlich über allem, im Kerngeschäft und in neuen Segmenten. Mit Kleinigkeiten wie Quartalszahlen gibt sich der Meister daher nicht mehr ab, diese zu verkünden überlässt er nun schon seit Jahren seinem Finanzchef. Gerade in den letzten Quartalen war das Ergebnis nämlich meist negativ, auch im Gesamtjahr 2014 wird das Unternehmen ein dickes Minus schreiben. Doch es wäre zu einfach, Amazon auf diese Zahlen zu reduzieren. Alle Geschäftsbereiche wachsen nach wie vor extrem dynamisch, insbesondere die Services mit der Bereitstellung von IT-Infrastruktur. Genau dieser Geschäftsbereich ist es auch, der aktuell die meisten Investitionen erfordert. Dank Amazon können heute junge Start-ups ihre Kapazitäten auf Abruf skalieren, ein Geschäftsmodell kann damit ohne große Fixkosten weltweit ausgerollt werden. Amazon ist sozusagen der Schaufelverkäufer des Goldrausches im Silicon Valley.



Daneben investiert Amazon weiter in seine Logistik, die Nähe der Logistikzentren zum Kunden ist entscheidender Wettbewerbsvorteil. Mit Kindle, Kindle Fire, Fire Box und Fire Phone versucht sich Amazon nun auch als Hardware-Anbieter, mit dem Kindle Store hat Amazon das Pendant zu iTunes für digitale Bücher geschaffen. Amazon Prime ist ein direkter Angriff auf den Marktführer im Video-Streaming Netflix (auf S. 10 vorgestellt). Der größte Online-Händler der Welt schiebt sich damit immer mehr in diverseste ►

Anzeige



Die vier Giganten der Internet-Welt

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 13*	Umsatz 14e*	Umsatz 15e*	EpS 13	EpS 14e	EpS 15e	KGV 2013	KGV 2014e	KGV 15e	KUV 14e
Amazon.com Inc.	906866	264,72	122,6	74,5	89,7	106,5	0,48	-0,47	0,95	556,0	-567,3	278,8	1,4
Apple Inc.	865985	90,90	533,6	182,8	209,0	221,8	5,42	6,15	6,81	16,8	14,8	13,4	2,6
Facebook Inc.	A1JWVX	59,25	119,7	7,9	12,3	16,6	0,59	1,31	1,64	99,8	45,2	36,1	9,8
Google Inc. A-Share	A0B7FY	441,28	295,3	59,8	66,5	78,3	15,33	20,85	24,62	28,8	21,2	17,9	4,4
Google Inc. C-Share**	A110NH	429,31	295,3	59,8	66,5	78,3	15,33	20,85	24,62	28,0	20,6	17,4	4,4

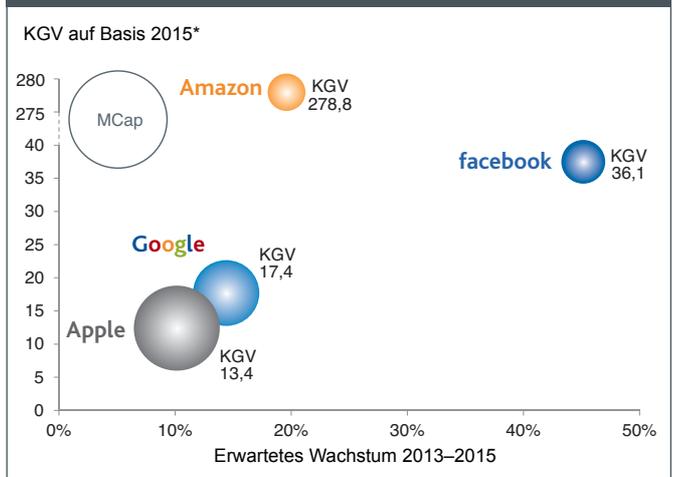
\*) in Mrd. EUR; \*\*) Googles C-Shares sind ohne Stimmrecht, d.h. vergleichbar mit deutschen Vorzugsaktien; alle Angaben in EUR, Umrechnungskurs zum USD 1,24; Quellen: Finanztreff.de, marketwatch.com, yahoo finance, SEC-Filings der Unternehmen

Lebensbereiche seiner Kunden hinein. Laut dem Venture-Capital-Investor Benedict Evens sollten Investoren auf den Operating Cash-flow schauen, dieser liegt zuletzt immerhin bei rund 5 Mrd. USD pro Jahr. Doch könnte Bezos von heute auf morgen den Schalter umlegen und auf Profitabilität umstellen? Kann er es nicht, ist Amazon ein gigantisches Ponzi-Schema. Kann er es doch, bleibt nur die Frage, wie viel Zeit ihm der Markt dafür noch gibt.

**Apple – Elektronik- oder Lifestyle-Verkäufer?**

Zwar ist der Elektronik-Riese kein reinrassiges Internet-Geschäftsmodell, mit iTunes, Appstore und dem Online-Verkauf seiner Hardware ist Apple jedoch der zweitgrößte Online-Händler der Welt. Angesichts einer komplett outgesourceten Produktion konzentriert sich Apple auf die Entwicklung seiner Hard- und Softwareprodukte sowie deren Marketing. Mit allen Produkten ist die exklusive Nutzung der Online-Services des Konzerns verbunden. Die Zahlen sind beeindruckend: 2014 verdiente Apple bei 183 Mrd. USD Umsatz knapp 40 Mrd. USD, bei einer Bilanzsumme von 230 Mrd. USD verfügt Apple über 155 Mrd. USD Cash (inklusive nicht betriebsnotwendiger Anlagen). Worin liegt diese Ertragskraft? Haupttreiber ist nach wie vor das iPhone (rund 56% des Umsatzes), die Rohmarge des iPhone 6 dürfte Schätzungen von Morgan Stanley zufolge bei rund 45% liegen. In genau diesem Produkt liegen daher

Abb. 3: Nicht alles was wächst muss teuer sein



\*) Kostenschätzungen der Analysten

Für Apple und Google werden vernünftige KGVs bezahlt, Facebook muss noch in seine Bewertung hineinwachsen, Amazon bleibt bislang den Beleg der Profitabilität schuldig.

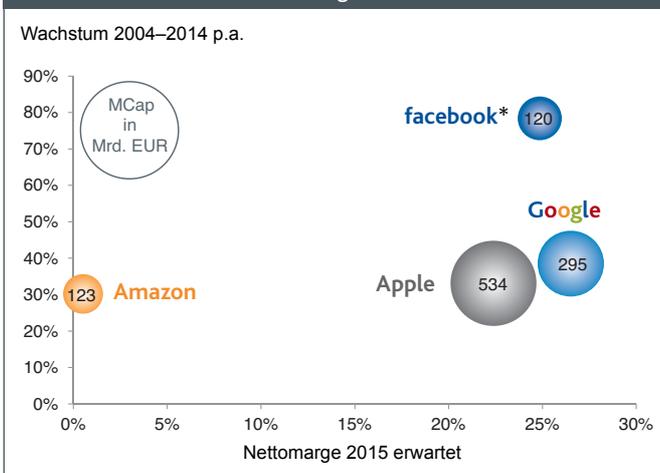
auch Chance und Risiko der Apple-Aktie: Bleiben Umsätze und Margen stabil, lässt sich wohl mit einem nachhaltigen Nettoergebnis von 40 Mrd. EUR kalkulieren. Bislang konnte Apple die iPhone-Umsätze mit jeder Generation steigern, und das obwohl die Geräte der Konkurrenz technologisch teilweise hinterherhinken.

Die Besonderheit der Produkte mit dem Apfel-Logo ist daher vermutlich nicht die technologische Überlegenheit, sondern die spielend einfache Vernetzung mit allen anderen Apple-Produkten und -Services. Durch einheitliche Haptik, Bedienung und Vernetzung innerhalb der Apple-Welt werden die Kunden „eingeloggt“, im Anschluss wird der Umsatz je Kunde maximiert, und das bei überdurchschnittlichen Margen. Mit einem KGV von 12 in 2015 ist die Aktie nach wie vor ein Schnäppchen. Neue Produkte (Stichwort: Apple Watch) dürften dafür sorgen, dass der Apple-Lifestyle auch auf weitere Lebensbereiche der Kunden übergreift.

**Facebook – Höhere Umsätze je Kunden möglich?**

Das führende Soziale Netzwerk hat einen unschlagbaren Vorteil: 1,4 Mrd. aktive Nutzer (auf Monatsbasis), fast 20% der Weltbevölkerung. Facebook-Nutzer bleiben deutlich länger auf der Webseite „hängen“ als der typische Google-Suchende. Das Soziale Netzwerk

Abb. 2: Starkes Wachstum, hohe Marge?



\*) Wachstum seit 2009 p.a., davor keine Daten verfügbar  
Google und Apple sind die Value-Aktien des Internets, Facebook wächst nach wie vor am stärksten.

nimmt die Informationen über seine Kunden aus deren selbst gepflegten Profilen, Werbung kann damit extrem zielgerichtet angeboten werden. Die Zahlen belegen, dass selbst bei mobiler Nutzung mittlerweile erhebliche Werbeumsätze generiert werden können. Pro Nutzer und Jahr erzielt Facebook in den USA im Durchschnitt bereits 7,39 USD Umsatz, die restlichen Märkte hinken diesem Ergebnis noch deutlich hinterher. Selbst bei stagnierenden Nutzerzahlen kann durch bessere Vermarktung der bestehenden Inhalte also Wachstum erzielt werden. Ähnlich wie bei Google ist der Graben rund um Facebooks Geschäftsmodell enorm. Für Nutzer wird der Wert von Facebook maßgeblich durch die vorhandenen Kontakte definiert, ein „neues Facebook“ auf die Beine zu stellen ist angesichts der Verbreitung daher nahezu unmöglich.

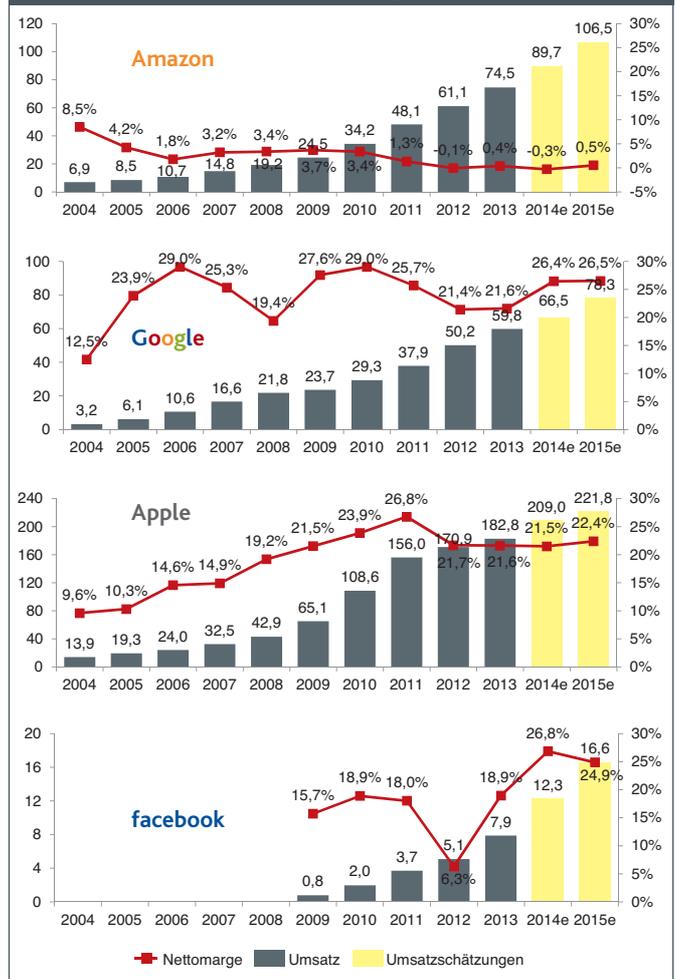
Mit WhatsApp hat Facebook nun auch den Markt der Messaging-Dienste maßgeblich unter Kontrolle, die Monetarisierung dürfte sich hier jedoch deutlich komplexer gestalten als im Kerngeschäft. Jeder Nutzer kostete bei der Übernahme rund 32 USD, dabei sind die Umsätze bislang maximal rund 1 USD je Nutzer/Jahr. Mit Bekanntgabe der Planung für 2015 wird die Marschrichtung klar: Kosten und Investitionen werden deutlich zulegen, dabei das Ertragswachstum jedoch nicht gefährden. 2015 wird sich der Gewinn voraussichtlich mit rund 2,00 USD je Aktie im Vergleich zu 2013 mehr als verdoppelt haben. Die Aktie notiert damit jedoch noch immer bei einem KGV von 40. Von den betrachteten Internet-Konzernen bietet Facebook nach wie vor das dynamischste Wachstum, vergleicht man die Umsätze je Nutzer mit Google, bleibt noch jede Menge Spielraum nach oben (aktuell erzielt Google mit einem Nutzer rund 45 USD Umsatz pro Jahr, Facebook dagegen lediglich 2,40 USD). Kann Facebook diese Lücke auf absehbare Zeit schließen, hat die Aktie noch immer Luft nach oben.

#### Google – nicht Inhalte sind entscheidend, sondern wer sie findet

Der Suchmaschinen-Krösus ist der Realität gewordene Beleg für die Einträglichkeit eines marktbeherrschenden Online-Geschäftsmodells. „Googeln“ ist heute ein im Duden definierter Ausdruck für die Internetrecherche. Hat es in den Beginnen des Internet noch danach ausgesehen, als ob Inhalte der Schlüssel zum Erfolg wären (damals mit der Phrase „content is king“ propagiert), hat Google exakt das Gegenteil bewiesen. Inhalt gibt es im Internet mehr als genug, nur gefunden wird er nicht. Google findet nach mathematischen Algorithmen die passenden Inhalte, doch noch vor den besten Treffern werden bezahlte Inhalte angezeigt. Je spezifischer die Suche, desto teurer ist die Werbung. Google maximiert also die Erträge aus seiner Gatekeeper-Funktion nach knallharten marktwirtschaftlichen Prinzipien.

Das Resultat ist klar: An Google kommt praktisch kein Online-Anbieter vorbei, ein Teil sämtlicher Erlöse fließt an Google. Ob nach Flügen, einer neuen Hose, Nachrichten oder Fußballergebnissen gesucht wird, immer schneidet sich Google einen Teil der Umsätze heraus. Das Geschäft ist vermutlich das am meisten skalierbare Geschäftsmodell der Geschichte, die Nettomargen daher auch nach dem Wachstum der letzten Jahre bei mehr als 25%. Zwar besitzt Google bereits einen Anteil von rund 10% des globalen Werbemarktes, weiterhin findet jedoch eine Verlagerung von Offline

Abb. 4: Historische Zahlen der Internet-Giganten



*Können Bäume tatsächlich in den Himmel wachsen?*

Stand: 29.10.2014

zu Online statt. Erst in einem gesättigten Markt würde Google zu einem konjunktursensiblen Geschäftsmodell werden, vergleichbar mit einer Zeitung oder einem Fernsehsender heute.

#### Fazit

Die Giganten des Internets schweben in völlig anderen Sphären. Ihre Geschäfte sind hoch skalierbar, die Markteintrittsbarrieren häufig riesig. In ihren angestammten Bereichen droht ihnen daher kaum Konkurrenz, dafür umso mehr durch verändertes Nutzerverhalten oder neue technologische Entwicklungen. Vielleicht ist genau das der Grund, warum Charlie Munger trotz seiner hohen Meinung über Google noch immer keine Aktie dieser Firma besitzt. Die digitale Welt ist fest in Händen weniger Giganten. Zementieren Google & Co jedoch ihre Macht, sind die Folgen dramatisch: Absolute Preissetzungsmacht würde dann letztendlich global zu inflationären Tendenzen führen, staatliche Regulierung wäre dann der letzte ernstzunehmende Konkurrent. Doch die Macht scheint nur geliehen, denn Kundenverhalten verändert sich in der digitalen Welt schneller und dramatischer als in der „realen“ Welt. Übertreiben die Giganten es mit dem „Melken“ ihrer Kunden, kann sich deren Verhalten schnell gegen sie wenden.

Christoph Karl

## Titelstory/Internetaktien

# Auf den zweiten Klick

Wachstumsgeschichten und Hoffnungswerte aus der zweiten Reihe der Internetbranche



## bet-at-home.com – Wachstumswert zum Value-Preis

Der österreichische Online-Wettanbieter überzeugte erst kürzlich bei der Vorlage des Quartalsberichts mit soliden Zahlen. Bereits nach drei Monaten konnte 2014 die Prognose für das Gesamtjahr erreicht werden. Eine beachtliche Leistung, schließlich lag im zweiten und dritten Quartal dieses Jahres die Fußballweltmeisterschaft. Typischerweise investieren Online-Wettanbieter im Umfeld eines solchen Ereignisses massiv in Marketing, die höheren Erträge während einer WM werden dadurch in der Regel aufgefressen. Die damit angelockten Kunden sorgen in Folge für steigende Wetteinsätze. bet-at-home hat aktuell rund 3,8 Mio. registrierte Nutzer, davon rund 10% aktive Wettkunden. Regulatorische Probleme bestehen mittlerweile keine mehr: bet-at-home wickelt sein Geschäft überwiegend über eine Lizenz in Malta ab, falls lokale Lizenzen in den Zielmärkten verfügbar sind, bewirbt sich das Management darum. Im laufenden Jahr bewies das Unternehmen strenge Kostendisziplin, nun können die Früchte geerntet werden. Verglichen mit so manchem Internet-Hoffnungswert sehen die Bewertungsrelationen extrem günstig aus, basierend auf dem aktuellen Jahr notiert die Aktie lediglich bei einem KGV von 9,9.

## Netflix – Videothek 2.0

Spätestens seit dem Deutschland-Start des Video-Streaming-Dienstes ist auch hierzulande Netflix vielen ein Begriff geworden. Netflix wird häufig als die Zukunft des Fernsehens angesehen: Unabhängig von Uhrzeit oder Werbeunterbrechungen können

auf Netflix Filme in HD-Qualität gesehen werden. In den USA hat Netflix mittlerweile damit begonnen, eigene Inhalte, wie etwa die Erfolgsserien „House of Cards“ oder „Orange ist the new black“, zu produzieren. Der Streaming-Dienst dringt damit in die Domäne der Fernsehsender und Hollywood-Studios ein. Doch die Bewertung der Aktie ist mehr als ambitioniert, selbst auf Basis des laufenden Jahres notiert das Netflix-Papier zu einem KGV von über 100. Die Fernsehrevolution kann daher nicht, sondern muss funktionieren, damit das Unternehmen in diese Bewertung hineinwächst. Für Anleger eine riskante Wette auf die Zukunft, zumal der Streaming-Dienst erst seit Kurzem mit Amazon Prime von einem Giganten der Branche frontal angegriffen wird.

## Xing und zooplus – Übernahme- und Rückzugsphantasien

Das Soziale Netzwerk Xing ist mit Abstand Marktführer für berufliche Kontakte in Deutschland. Der Netzwerkeffekt sorgt für eine Absicherung des Geschäfts, die steigende Monetarisierung der Nutzerprofile schlägt sich in steigenden Free Cash Flows nieder. Steigende Bewertungen der Konkurrenten (Facebook und LinkedIn) sorgen auch bei Xing für steigende Kurse. Dass die Konkurrenz durch LinkedIn dem deutschen Marktführer nicht zu schaffen macht, haben die Zahlen der letzten Quartale bewiesen. Dazu kommt nach wie vor ein Schuss Übernahme-Fantasie: Sowohl Großaktionär Burda als auch der US-Konkurrent LinkedIn könnten Interesse an Xing haben. Aus einer anderen Internet-Aktie scheint sich Burda dagegen gerade zurückzuziehen: Erst kürzlich wurde der Verkauf eines 10% Anteils

Auswahl von Internet-Unternehmen aus Deutschland, Österreich, USA und China

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz	Umsatz	EpS	EpS	KGV	KGV
				2013	2014e	2013	2014e	2013	2014e
				2013	2014e	2013	2014e	2013	2014e
bet-at-home.com (AT)	AODNAY	53,58	171	75	98	4,13	5,39	13,0	9,9
Netflix (US)	552484	311,75	18.783	3.516	4.425	1,55	2,80	200,8	111,3
Xing (DE)	XNG888	92,70	498	83	95	1,64	2,44	56,5	38,0
Global Silicon Valley Capital (US)	A1JGWK	7,92	153	-**	-**	1,47	0,15	5,4	51,8
zooplus (DE)	511170	66,42	403	407	553	0,28	0,83	237,2	80,0
United Internet (DE)	508903	32,61	6.200	2.656	2.948	1,07	2,31	30,5	14,1
baidu.com (CN)	A0F5DE	198,80	67.000	4.246	6.369	3,93	5,25	50,6	37,8

\*) in Mio. EUR; \*\*) Beteiligungsgesellschaften ohne operatives Geschäft; alle Angaben in EUR; Umrechnungskurs zum USD 1,24, zum CNY 7,63; Quellen: Finanztreff.de, marketwatch.com, yahoo finance, Geschäftsberichte der Unternehmen



an zooplus, dem europäischen Online-Marktführer im Einzelhandel mit Haustierprodukten, gemeldet. Übernommen hatte den Anteil die RAG-Stiftung, hierbei handelt es sich um ein reines Finanzinvestment. Der Blick in die historischen Zahlen von zooplus zeigt die typischen Relationen eines eCommerce-Geschäfts: Heftige Investments gepaart mit starkem Umsatzanstieg in der Anlaufphase. Seit 2013 ist der Break-even erreicht, dennoch ist die Aktie noch immer nicht richtig günstig. Der Rückzug von Burda sollte den Freefloat weiter erhöhen, die Aktie wird damit interessanter für institutionelle Investoren. Basierend auf der Bewertung der Vergleichsunternehmen sehen die Analysten von Close Brothers Seydler weiterhin Chancen. Die Anhebung der Guidance verleiht aktuell weiteres Potenzial.

#### United Internet – der deutsche Internet-Blue Chip

Die Aktie des deutschen Internet-Allrounders ist zwar bereits gut gelaufen, trotzdem bleibt die Aktie aus fundamentaler Sicht günstig. United Internet deckt die volle Wertschöpfung des Internetgeschäfts ab, vom eigenen Breitbandnetz (Versatel) über Internet-Zugänge (1&1) bis zu Online-Portalen (web.de, GMX). Mit Bekanntgabe der Zahlen für das zweite Quartal erhöhte das

Unternehmen seine Prognose für das laufende Jahr. Maßgeblich dafür verantwortlich ist die gestiegene Zahl an Kundenverträgen, in Summe stehen davon aktuell 12,4 Mio. zu Buche. United Internet ist Internet zum Anfassen, bei einem KGV von 14 für das laufende Jahr ist die Aktie moderat bewertet.

#### GSV Capital – Silicon Valley Holding

Das Silicon Valley in einer Aktie – mit der amerikanischen GSV Capital können Aktionäre diese Karte spielen. Das Unternehmen ist ein börsennotierter Venture-Capital-Fonds. Insgesamt umfasst das Portfolio 49 Beteiligungen. Darunter befinden sich fünf bereits notierte Unternehmen, so z.B. 2U, Chegg, Cricket Media, TrueCar und Twitter (aktuell mit 28% des Portfolios die größte Position) und 44 Start-ups in früheren Entwicklungsstadien. Der Net Asset Value je Aktie liegt bei knapp 12 EUR, der Kurs notiert mit einem Discount von fast 35% zu diesem Wert. Anleger sollten die Bewertungen der Beteiligungen allerdings kritisch hinterfragen, denn bei den nicht notierten Unternehmen entsprechen diese natürlich keinem Marktpreis. Grundsätzlich unterscheidet sich das Modell von GSV nur unwesentlich vom Ansatz der in Deutschland gerade gehypten Rocket Internet, diese notiert allerdings mit einer riesigen Prämie zum Beteiligungswert.

#### Baidu.com – die chinesische Google

Was dem Westler das „Googeln“ ist, ist dem Chinesen das „Baiduen“. Die Suchmaschine ist in China Marktführer, das Geschäftsmodell unterscheidet sich dabei nicht maßgeblich von dem des großen Konkurrenten aus Amerika. Daneben betreibt Baidu einen Online-Streaming Dienst (iQiyi), der mit Netflix oder Amazon Prime vergleichbar ist. Die Aktie stand jüngst etwas im Schatten des Hypes um Alibaba, dabei ist Baidu im Suchmaschinengeschäft in China mit Abstand Marktführer. Google hat sich dagegen im Streit mit den Behörden um Zensur weitestgehend aus dem chinesischen Markt zurückgezogen. Baidu zeigt sich hier deutlich kooperationswilliger. Moralisch vielleicht nicht das einwandfreiste Investment, bleibt das Unternehmen für Investoren trotzdem interessant. ■

Christoph Karl

Anzeige

## Investieren Sie in den Wachstumsmarkt

### Die Schlüsseltechnologie für personalisierte Medizin

- Vermarktungsstart weltweit im Januar 2015
- Patentiertes Produkt für DNA-Amplifizierung und -Sequenzierung

Informieren Sie sich: [www.capital-sygnis.com](http://www.capital-sygnis.com)

Bezugsrechte bis 4.12.2014 zeichnen!

SYGNIS

## Investmentstile

# Das Beste aus zwei Welten

## Anleger zwischen Value und Momentum; eine Einführung

### Vergebliche Suche nach „Sicherheit“

Es ist ein alter Traum der Anleger, bei der Kapitalanlage „Sicherheit“ zu erlangen. In der Realität scheidet das regelmäßig daran, dass die Zukunft ungewiss ist – und es auch bleibt. Ein „Wissen“ im engeren Sinne kann über die Zukunft also niemand haben. Um diese insbesondere für Anleger schmerzliche Wissenslücke zu füllen, verlassen sich die weniger Glücklichen auf Personen, die vorgeben, die Zukunft zu kennen – sogenannte „Börsengurus“ –, während andere auf Verfahren setzen, die sich zumindest historisch bewährt haben. Aber auch diese Sicherheit ist allenfalls stochastischer Natur.

### Gute Phasen, schlechte Phasen

Weil bestimmte Ansätze phasenweise besser und phasenweise schlecht bis überhaupt nicht funktionieren, kann man je nach Untersuchungszeitraum zu recht unterschiedlichen Einschätzungen hinsichtlich einer vorteilhaften Anlagestrategie gelangen. So spielen Value- und Momentumstrategien ihre Stärken in der Regel nicht zeitgleich aus, ja erscheinen weitestgehend unvereinbar (vgl. Titelseite Smart Investor 12/2012). Dennoch reklamieren die Anhänger beider Investitionsstile für sich – und können das auch durch Studien belegen –, dass mit ihrem Ansatz dauerhafte Überrenditen zu erzielen waren.

### „Geiz ist geil!“

Schon die grundlegende Philosophie beider Ansätze ist konträr. Value-Investoren sind die Schnäppchenjäger und Schatzsucher der Börse – im Extremfall heißt das „Geiz ist geil!“ Nach ihrer Überzeugung läuft der Markt – entweder in seiner Gesamtheit oder aber hinsichtlich einzelner Branchen bzw. Titel – immer wieder in eine Art kollektiven Bewertungsirrtum hinein. Das alleine wäre allerdings noch nicht ausreichend für eine profitable Value-Strategie. Hinzu tritt die Überzeugung, dass die Marktteilnehmer ihren Irrtum früher oder später erkennen werden, was zur Anpassung des Kurses in Richtung fairer Wert führt. Dieser zweite Schritt ist zwar entscheidend für den Erfolg einer Value-



Smart Investor 12/2012



„LunRo“-Chart – von links unten nach rechts oben

Strategie, logisch zwingend ist er jedoch nicht. Wäre „der Markt“ tatsächlich so klug, eine Unterbewertung zu erkennen und zu korrigieren, warum entsteht diese dann überhaupt?

### Schlauer als der Markt?

Die Herangehensweise der Schnäppchenjäger ist auch aus einem anderen Blickwinkel problematisch: Der wahrgenommene Bewertungsabschlag vermittelt zwar eine gefühlte Sicherheit. Eine echte „Margin of Safety“ ist das dennoch nicht in jedem Fall, wie der Fondsberater Friedrich Bensmann im Interview auf Seite 74 erläutert – manchmal gibt es gute Gründe, warum etwas „billig“ ist.

Ebenfalls nicht ganz unbedenklich ist die Geisteshaltung, auf der der Ansatz beruht: Der Value-Investor geht ja davon aus, dass er den Durchblick hat, während sich der Markt hinsichtlich der korrekten Bewertung im Irrtum befindet. Reine Value-Investoren sind daher gut beraten, sich vorzustellen, dass möglicherweise doch sie selbst es sind, die sich irren. Ein mentaler Stopp-Loss sollte dazu dienen, betroffene Positionen wenigstens noch einmal auf den Prüfstand zu stellen. Der mentale Spagat besteht dann aber darin, einen Titel bei sinkenden Kursen zum Schutz des Portfolios notfalls zu verkaufen, obwohl das Investment aus einer strengen Value-Perspektive durch den Kursrückgang ceteris paribus attraktiver wird.

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.

## Wenn nur der Kurs zählt

Am anderen Ende der Skala befinden sich Momentum Anleger und Trendfolger, für die im Extremfall weder der Wert einer Anlage noch die Anlage selbst eine Rolle spielt. Was zählt, ist allein der Kurs bzw. dessen Entwicklung. Und weil dieses Momentum häufig keine Eintagsfliege ist, dienen die Kurssteigerungen der Vergangenheit als Indikator für die Zukunft. Tatsächlich lassen sich Momentumaktien leicht identifizieren. Der Chart startet in der unteren linken Ecke und verläuft nach rechts oben (vgl. Abb. 1). Für den Anleger stellen sich vor allem zwei Probleme: Zum einen erfordert es große Überwindung, genau dann zu kaufen, wenn der Kurs „rechts oben“ steht, relativ zur eigenen Historie also teuer ist. Geld allerdings wird nicht in der Historie verdient, sondern in der künftigen Gegenwart. Genau da aber liegt die zweite Klippe: Auch der längste Trend endet irgendwann. Geschieht das kurz nach dem Kauf, sieht der Anleger nicht nur in den Augen seiner Value-Kollegen ziemlich dumm aus. Momentuminvestoren benötigen also ein gutes Selbstbewusstsein, um ohne „Margin of Safety“ in luftigen Höhen zu operieren. Gleichzeitig müssen sie aber auch bescheiden genug sein, um dem Markt „einfach nur“ zu folgen.

## Widersprüchliche Anforderungen

Im Ergebnis werden an beide Anlegertypen also höchst widersprüchliche Anforderungen gestellt, damit das, was in historischen Tests profitabel ist, auch praktisch zu Überrenditen führt. Vergönnt ist es auf Dauer nur den wenigsten. Andererseits haben sich in der Praxis zahlreiche Mischformen herausgebildet. Reine Momentum- oder Value-Strategien sind dabei nur die Extrempositionen eines ganzen Strategiespektrums. Der Gedanke ist ja auch durchaus naheliegend, zwei Ansätze, von denen schon jeder einzelne eine Überrendite erwarten lässt, vorteilhaft miteinander zu kombinieren – selbst dann, wenn sie so unvereinbar erscheinen wie das Momentum-Feuer und das Value-Eis.

## Intelligente Kombinationen

Aktien, die gleichzeitig Höchstpunktzahlen in den Bereichen Momentum und Value erzielen, sind allerdings eine absolute Rarität. Es sind also Abstriche zu machen. Das kann so aussehen, dass tendenziell unter Titeln mit gutem Momentum nach angemessenem Value gesucht wird, so wie es sich für den US-Aktienmarkt anbietet, der derzeit nahe seiner Allzeithochs notiert. Oder man spezialisiert sich auf Value-Titel, für die dann aber eine Art Momentumfilter angewendet wird. Wie sich die Kombination aus Value und Momentum in der Praxis bewährt, erläutert Norbert Keimling von StarCapital in seinem Gastbeitrag ab S. 34.

## Fazit

Value und Momentum sind bewährte Strategien, die in der Anlagepraxis hohe mentale Anforderungen an die Anwender stellen. Eine sinnvolle Kombination beider Strategien kann das Ertrags-/Risikoprofil deutlich verbessern und stellt tatsächlich so etwas wie das Beste aus zwei Welten dar. ■

*Ralph Malisch*



UNIBRAND

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

183059  
320937  
3081891  
börsen  
münchen

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

## Investmentstile

# Value und Momentum

## Gute Unternehmen zu vernünftigen Preisen erwerben statt schlechter Unternehmen zum Schnäppchenpreis

Um über lange Zeit eine günstige Bewertung mit einem steigenden Kurs kombinieren zu können, muss ein Unternehmen stets in seine Bewertung „hineinwachsen“. Das Prinzip ist so einfach wie bestechend: Stimmen die Wachstumsraten, lassen sich kurzfristige hohe Bewertungen rechtfertigen. Mit den Jahren ziehen die Bewertungsrelationen nach und die Aktie wird wieder günstiger. Zwar ist es oft schwieriger, den Value solcher Aktien auf den ersten Blick auszumachen, stimmen jedoch Geschäftsmodell und Bewertung, lassen sich so gute langfristige Investments identifizieren. Einige Aktien, die belegbar das Beste aus der Value- und der Momentum-Welt kombinieren, wollen wir ihnen im Folgenden vorstellen.

### Berkshire Hathaway – die Mutter aller Value-Aktien

Die Holding von Value-Altmeister Warren Buffett ist geradezu das Musterbeispiel für die Kombination von Value und Momentum. Auf Buffetts Stellvertreter Munger geht das Motto zurück, dass es besser sei, einen angemessenen Preis für ein wunderbares Unternehmen zu bezahlen, als einen Spottpreis für eine Schrottfirma. Exakt nach diesem Motto agieren Buffett und Munger nun

schon seit Jahrzehnten. Aus ihrem Unternehmen Berkshire Hathaway ist dabei einer der größten Versicherungs- und Holdingkonzerne der USA entstanden. Da das Unternehmen neben operativen Geschäften auch Erträge aus Wertpapieren erzielt, ist das KGV nicht das richtige Maß, um das Unternehmen zu bewerten. Zwar liegt der Buchwert je Aktie lediglich bei rund 80 EUR, Buffett sieht jedoch große stille Reserven in den Beteiligungen. Aktuell würde er eigene Aktien zurückkaufen, falls der Kurs unterhalb von 120% des Buchwertes liegt (entspricht rund 96 EUR je B-Aktie). Seit Initiierung dieses Rückkaufsprogramms war dies selten der Fall, die Aktie besitzt quasi einen „natürlichen Boden“ auf diesem Level. Steigende Erträge aus dem operativen Geschäft und den Investments geben der Aktie Auftrieb, aktuell notiert der Titel sogar nahe dem All-Time-High.

### Apple – ungebremster Marktführer

Die Aktie des iPhone-Herstellers ist der Value-Wert unter den Hightech-Giganten. Ein KGV von unter 15 reflektiert die bestehenden Wachstumschancen nicht genügend. In den letzten Jahren ▶

Tab. 1: Aktien, die sowohl Value- als auch Momentum-Kriterien erfüllen – Fundamentaldaten

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2013	Umsatz 2014e	EpS 2013	EpS 2014e	KGV 2013	KGV 2014e
Adler Modemärkte (DE)	A1H8MU	12,25	227	529	543	1,05	0,79	11,7	15,5
Altria Group (US)	200417	38,88	76.982	14.209	14.378	1,91	2,07	20,4	18,8
Apple (US)**	865985	90,90	533.583	147.075	168.147	5,42	6,15	16,8	14,8
Aurelius (DE)	A0JK2A	28,91	916	1.462	1.614	0,10	6,08	289,1	4,8
Berkshire Hathaway B (US) IK	A0YJQ2	115,97	286.214	150.897	157.937	4,94	5,29	23,5	21,9
Celgene (US)	881244	82,79	66.124	5.225	6.163	2,39	2,97	34,6	27,9
Gilead Sciences (US)	885823	81,13	122.506	9.013	19.551	1,64	6,38	49,5	12,7
Innotec TSS (DE)	540510	11,29	108	90	95	0,95	1,02	11,9	11,1
InVision (DE)	585969	44,00	104	14	13	0,71	1,81	62,0	24,3
MorphoSys (DE)	663200	77,30	2.095	78	63	0,54	-0,14	143,1	neg.
Nike (US)**	866993	76,27	67.594	20.366	24.732	2,39	2,90	31,9	26,3
Solutions 30 (FR)	A0LEPP	19,03	95	94	110	0,43	0,93	44,3	20,5
STO Vz. (DE)	727413	119,89	892	1.166	1.190	10,75	11,17	11,2	10,7
Wellpoint (US)	A0DNLY	100,70	29.085	-***	-***	6,85	7,09	14,7	14,2

\*) in Mio. EUR, \*\*) Geschäftsjahre 2013/14 und 2014/15, \*\*\*) Nicht verfügbar, da Versicherungsunternehmen; alle Angaben in EUR, Umrechnungskurs zum USD 1,24; Quellen: Finanztreff.de, marketwatch.com, yahoo finance, SEC-Filings, Geschäftsberichte der Unternehmen IK = Interessenkonflikt / s. Hinweis auf S. 81

## **DJE – Dividende & Substanz**

### *Dividenden als Performance-Antrieb*

Eine stabile Dividende liefert einen **zusätzlichen Performancebestandteil** und wirkt als Puffer in schwierigen Marktphasen. Es kommt allerdings darauf an, solche Aktien zielsicher zu identifizieren. Dazu sind ein tiefgründiges Research und ein erfahrener Fondsmanager erforderlich.

Dr. Jan Ehrhardt und sein Team verwalten mit dem **DJE – Dividende & Substanz** (ISIN: LU0159550150) seit über 10 Jahren einen mehrfach ausgezeichneten Fonds, der langfristig die Chancen von werthaltigen Unternehmen nutzt.

**Seit 40 Jahren** zeigt der familiengeführte und bankenunabhängige Vermögensverwalter DJE, der Anlageberater der DJE Fonds, wie man sich in guten und schlechten Zeiten behaupten kann. Das Erfolgsgeheimnis 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.

Sichern Sie sich die Ertragschancen dieses substanzorientierten Dividendenfonds.

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlungen dar. Aktienkurse können markt-, währungs- und einzelwertbedingt relativ stark schwanken. Auszeichnungen, Ratings und Rankings sind keine Kauf- oder Verkaufsempfehlungen. 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.

\*Quelle: [www.eurofundawards.de](http://www.eurofundawards.de). In 2014 3. Platz in der Kategorie Aktienfonds weltweit für den Zeitraum 10 Jahre.



FUND  
AWARD  
2014

EURO  
AM SONNTAG  
EURO  
BÖRSE  
ONLINE



hat der Konzern extreme Ertragskraft bewiesen, der von Apple verkaufte Lifestyle wird von den Kunden mit Premiumpreisen honoriert. In unserer Titelgeschichte beschäftigen wir uns intensiver mit dem Geschäftsmodell und den langfristigen Aussichten des Unternehmens (ab S. 6).

**Gilead Sciences – der neue Pharma-Blue-Chip**

Das US-Pharma- und Biotech-Unternehmen notiert trotz einer Vervielfachung des Kurses bei einem 2014er KGV von 13. Gilead konzentriert sich auf die Entwicklung von antiviralen Therapien für HIV-, Hepatitis-B oder Influenza. Im aktuellen Geschäftsjahr konnte das Ergebnis bislang mehr als verdreifacht werden. Knapp die Hälfte der Umsätze wird mit dem Blockbuster-Medikament Sovaldi erzielt. Daneben legten allerdings auch andere Medikamente zweistellige Wachstumsraten hin. Die letzten Quartalszahlen wurden von einigen Analysten negativ gewertet, doch das große Bild ist nach wie vor intakt. Neben dem vielbeachteten Geschäft mit Hepatitis-B-Medikamenten ist es die HIV-Sparte, die das Unternehmen in den nächsten Jahren voranbringen wird. Die Erfolge von Gilead basieren nicht nur auf eigenen Entwicklungen, sondern der Kombinierbarkeit der Medikamente mit den Präparaten von Konkurrenten. Solche sogenannten Kombinationstherapien reduzieren die Anzahl der von einem Patienten zu schluckenden Pillen. Da HIV-Patienten heute deutlich länger überleben, bleiben die Absatzzahlen der Medikamente auch dann noch hoch, wenn diese bereits in die Jahre gekommen sind. Bis 2016 werden die Ergebnisse von Gilead voraussichtlich weitere 40% zulegen. Die Aktie würde basierend auf diesen Zahlen heute mit einem einstelligen KGV notieren.

**Aurelius – bewiesene Sanierungskompetenz**

Trotz eines fulminanten Kursanstiegs in den letzten Jahren ist die Aktie des Sanierungsspezialisten Aurelius alles andere als teuer. Aurelius hat erst jüngst seine Prognose für das laufende Geschäftsjahr

nochmals deutlich angehoben, das EBITDA soll nun statt 220 mindestens 240 Mio. EUR betragen. Der Gewinn je Aktie wird bei rund 6 EUR je Aktie liegen. Selbst ohne Berücksichtigung der sogenannten Bargain Purchases (einem Gewinn aus bilanzieller Aufwertung neu erworbener Beteiligungen) wird der Ertrag bei über 4 EUR je Aktie liegen. Das Management von Aurelius hat in der Vergangenheit bewiesen, dass es nach erfolgter Sanierung erfolg- und ertragsreich aus bestehenden Beteiligungen aussteigen kann. Die Ertragskraft entwickelt sich seit Jahren extrem dynamisch: Noch Anfang 2011 notierte die Aktie unterhalb des Niveaus des heutigen Gewinns je Aktie. Trotzdem liegt die Marktkapitalisierung noch immer unter dem vom Unternehmen genannten Net Asset Value. Das Potenzial für weiteres Momentum steckt also bereits in der Substanz.

**Altria Group – Lust am Laster**

Früher als Philipp Morris bekannt, ist Altria noch immer einer der größten Tabakkonzerne der Welt. Neben den Zigarettenmarken Marlboro, L&M, Benson & Hedges und Chesterfield ist das Unternehmen an diversen Weinproduzenten und am Brauerei-Riesen SAB Miller (rund 29% der Aktien) beteiligt. Altria vereint also so manches lasterhafte Genussmittel unter einem Dach. Eine Strategie, die sich auch für die Aktionäre auszahlt. Die Aktie kennt seit Jahrzehnten nur den Weg nach oben. Große Ertrags sprünge sind bei Altria nicht zu erwarten, dafür wachsen die Ergebnisse hier kontinuierlich. Das Geschäft mit Zigaretten und Alkohol ist zudem eines der krisenresistentesten.

**Adler Modemärkte – Günstige Mode für „Best Ager“**

Auf den ersten Blick langweilig, auf den zweiten Blick ein Value-Wert mit Potenzial. Erst vor wenigen Tagen veröffentlichten die Adler Modemärkte Zahlen für das dritte Quartal, die deutlich besser als die Schätzungen der meisten Analysten ausfielen. Adler konnte durch striktes Kostenmanagement und erneut verbesserte Einkaufskonditionen die Marge deutlich steigern. Zum Zeitpunkt des Börsenganges wurde das Unternehmen von vielen Investoren noch als Sanierungsfall wahrgenommen – kein Wunder, immerhin war der Alteigentümer die Beteiligungsholding BluO des Sanierungsspezialisten Dr. Dr. Peter Löw (ehemals Vorstand der Arques AG). Die Gruppe betreibt insgesamt 168 Modeläden, der Fokus liegt dabei auf günstiger Kleidung für die Zielgruppe der über 45-Jährigen („Best Ager“). Der generellen Entwicklung im Textileinzelhandel kann sich Adler durch diese Fokussierung teilweise entziehen, laut der Branchenzeitung Textil-Wirtschaft verlief das Jahr 2014 bislang nämlich unter den Erwartungen der Branche. Mit der Steilmann-Boecker Gruppe hat das Unternehmen seit diesem Jahr einen Hauptaktionär (rund 55% der Anteile), hieraus können sich mittelfristig durch intensivere Zusammenarbeit interessante Synergieeffekte ergeben. Auch deswegen rechnen die Analysten von Sphene Capital mit einem Ergebnis von 19 Mio. EUR in 2015, basierend auf dem heutigen Kurs ein KGV von lediglich 11. Der leichte Ergebnisrückgang im aktuellen Geschäftsjahr ist durch Einmalerträge im Vorjahr bedingt.

**Morphosys – Value in der Datenbank**

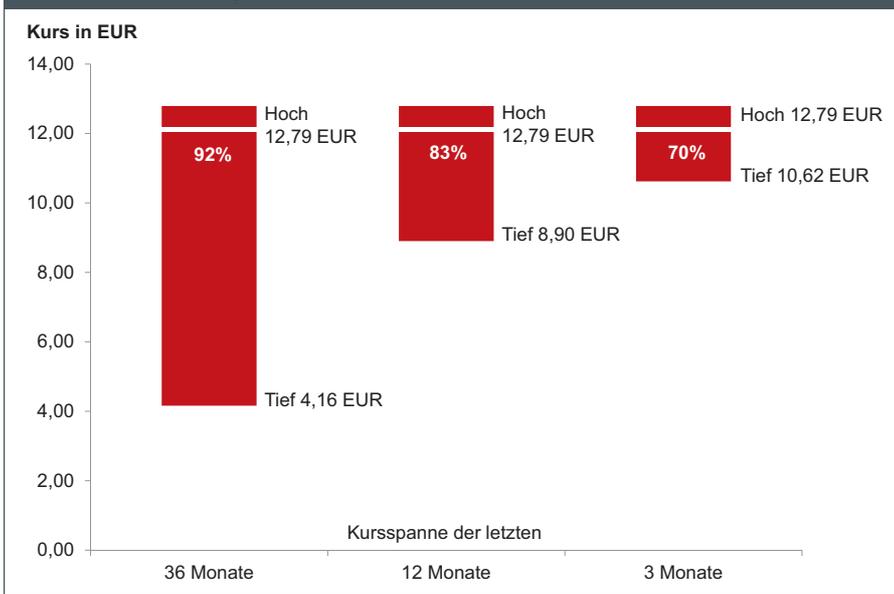
Ein klassischer Value-Wert ist die Aktie des Biotech-Unternehmens MorphoSys zugegebenermaßen allein schon aufgrund der Branche nicht. Doch das Geschäftsmodell wartet mit einem „Burggraben“

Tab. 2: Momentumdaten

Unternehmen	Aktueller Kurs bei x % der Range der letzten		
	3 Jahre	12 Monate	3 Monate
Adler Modemärkte (DE)	94%	86%	75%
Altria Group (US)	95%	93%	89%
Apple (US)	100%	100%	100%
Aurelius (DE)	95%	81%	81%
Berkshire Hathaway B (US)	97%	95%	89%
Celgene (US)	94%	90%	83%
Gilead Sciences (US)	96%	92%	79%
Innotec TSS (DE)	83%	68%	55%
InVision (DE)	63%	49%	15%
MorphoSys (DE)	98%	96%	92%
Nike (US)	97%	96%	94%
Solutions 30 (FR)	100%	99%	98%
STO Vz. (DE)	37%	-3%	-3%
Wellpoint (US)	98%	97%	95%

Betrachtung in EUR; Umrechnungskurs zum USD 1,24;  
 Quellen: Finanztreff.de

Aktueller Kurs und Kursspannen der Adler Modemärkte-Aktie in den letzten 36, 12 und 3 Monaten



Basierend auf der Spanne der letzten drei Monate ist der Kurs derzeit relativ günstig, bezogen auf die Spannen der längeren Zeiträume notiert die Aktie jeweils am oberen Ende.

auf, wie ihn Value-Investoren lieben. Durch die Antikörperbibliothek HuCAL (Human Combinatorial Antibody Library) verfügt Morphosys über einen selbstentwickelten Vermögenswert, der sich in den letzten Jahren zunehmend monetarisieren ließ. Aus 84 zusammen mit Partnern entwickelten Wirkstoffen fließen MorphoSys aktuell Tantiemen zu, daneben wurden in den letzten Jahren zehn eigene Projekte auf den Weg gebracht. Das intellektuelle Know-how hat sich in der Vergangenheit als werthaltig erwiesen, mit den eigenen

Wirkstoffen dürften die Erträge in eine völlig andere Dimension wachsen.

#### Kurzfristige Rücksetzer nutzen

Den erwähnten Aktien im Artikel und der Tabelle ist eines gemein: Seit Jahren kennen sie nur einen übergeordneten Trend – und zwar nach oben. Anders als klassische Value-Titel gibt es daher kaum die Gefahr einer Value-Falle. Der innere Wert muss nicht erst durch ein Ereignis oder eine Meldung offensichtlich werden. Die Anleger wissen die Qualität des Titels

bereits zu schätzen. In Tab. 2 haben wir die vorgestellten Aktien mit deren Preisspannen in den letzten drei Jahren, den letzten zwölf Monaten und dem letzten Quartal verglichen (zwischen 0% und 100% der Spanne des jeweiligen Zeitraums). Beispielhaft zeigen wir diese Einordnung grafisch für die Aktie von Adler Modemärkte (s. Abb. links).

Einige Value und Momentum Titel notieren aktuell auf All-Time-High, sie liegen daher für alle drei Perioden bei 100%. Einige haben jedoch auch in den letzten drei Monaten leichte Korrekturen durchlaufen. Genau solche kurz- bis mittelfristigen Rücksetzer sollten Anleger nutzen, um in diese Titel zu kommen. Auf eine große Korrektur zu warten, war hier in der Vergangenheit meist nicht von Erfolg geprägt.

Die Kombination aus beiden Anlagestilen kostet den klassischen Value-Investor zunächst vermutlich Überwindung. Wie im Artikel „Value trifft Momentum“ unseres Gastautors Norbert Keimling (S. 34) erläutert, scheint exakt diese Strategie langfristig jedoch erfolgreicher zu sein. Auch Value-Guru Buffett hatte schließlich den meisten Erfolg mit den Investments, die über Jahrzehnte kontinuierliches Momentum besaßen. Dass die Aktie seiner Holding ähnliche Charakteristika zeigt, ist daher wohl nur folgerichtig.

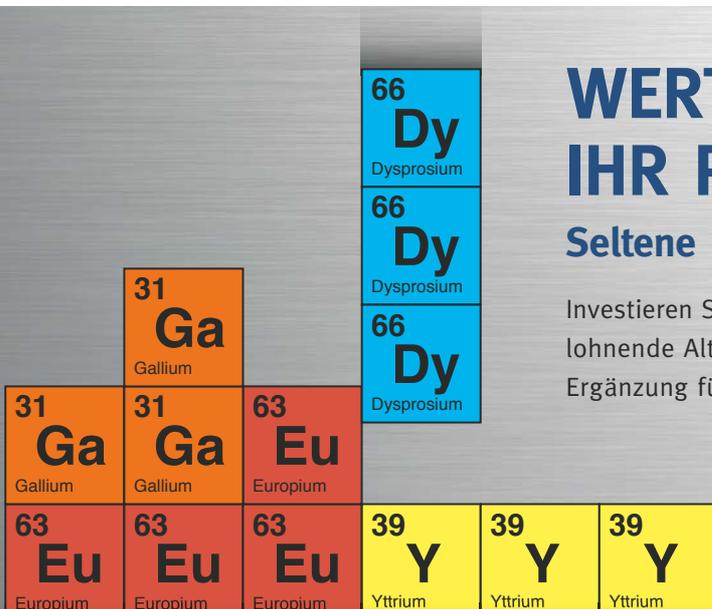
Christoph Karl

Anzeige

## WERTVOLLE BAUSTEINE FÜR IHR PORTFOLIO:

### Seltene Erden und Strategische Metalle.

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



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

## Indien

# Profiteur des billigen Öls

## Politisches und wirtschaftliches Momentum auf dem Subkontinent



Mangels eigener Ölreserven hat sich das aufstrebende Entwicklungsland Indien zuletzt zu einem der größten Importeure des schwarzen Goldes entwickelt. Neben der steigenden Motorisierung und Industrialisierung ist es auch der riesige Agrarsektor des indischen Subkontinents, der in Form von Kunstdünger nach riesigen Mengen des Rohstoffs verlangt. Steigende Preise für Rohöl sind daher Gift für die indische Konjunktur, fallende dagegen ein unverhofftes Konjunkturprogramm. Neben diesem exogenen Faktor gibt es in Indien auch in der politischen Sphäre Bewegung. In der jüngsten Regionalwahl konnte sich die neue Partei des charismatischen Premiers Modi in fast allen Kammern Mehrheiten sichern, der zupackende Politiker hat nun freie Hand für strukturelle Wirtschaftsreformen. Die Ampeln stehen in Indien also auf Grün, weshalb wir uns einige interessante indische Aktien genauer ansehen:

Das Pharmaunternehmen Dr. Reddy's ist auf die Produktion sogenannter Generika spezialisiert, ähnlich den deutschen Herstellern Ratiopharm oder Hexal. Die günstigen „Nachahmermedikamente“ sind wie prädestiniert für den indischen Markt. Daneben beginnt das Unternehmen jedoch auch zunehmend eigene Produkte zu entwickeln. Reddy's setzt mit seinen Medikamenten aktuell rund 1,7 Mrd. EUR um, die Nettomarge liegt

### Interessante indische Einzeltitel

Unternehmen	WKN	Kurs	Umsatz 13/14*	KGV 13/14	KGV 14/15**e	MCap*
Dr. Reddy's ADRs	659157	43,95	1.716	26,8	21,5	7.488
Infosys ADRs	919668	54,08	6.510	22,5	17,6	30.901
Tata Motors ADRs	AODJ9M	36,20	29.996	47,6	40,7	19.838

\*) in Mio. EUR; \*\*) eigene Schätzungen;  
Umrechnungskurs der indischen Rupie: 1 EUR = 77,01 INR;  
Quellen: Finanztreff.de, OnVista, marketwatch.com, Google Finance

dabei bei beachtlichen 17%. Für die nächsten Jahre prophezeien die Analysten ein weiteres dynamisches Wachstum, ein KGV von rund 22 für das Geschäftsjahr 2014/15 scheint daher nicht zu teuer zu sein.

Infosys steht beispielhaft für die indische Wirtschaft, mit mehr als 100.000 Mitarbeitern und rund 6,5 Mrd. EUR Umsatz ist das Unternehmen der größte IT-Dienstleister des Landes. Infosys ist ein Profiteur des Outsourcing-Geschäftes, der Trend zur Verlagerung teurer IT-Dienstleistungen in das Billiglohnland Indien wird unter westlichen Konzernen immer beliebter. Das indische Unternehmen ist jedoch schon weit davon entfernt, der „Billigheimer“ der Softwareentwicklung zu sein. Die permanente Qualifikation der Mitarbeiter hat System: Infosys unterhält die größte Unternehmens-Universität der Welt, bis heute haben mehr als 100.000 Mitarbeiter den eigenen Campus besucht.

Durch die Vorstellung des Tata Nano wurde der indische Automobilproduzent Tata Motors weltweit bekannt. Das 2008 präsentierte Auto kostet rund 150.000 INR (indische Rupien), knapp 2.000 EUR. Damit ist der Nano vermutlich der günstigste verfügbare Neuwagen der Welt. Ideal, um große Teile der indischen Bevölkerung zu motorisieren. Mit der Übernahme von Jaguar und Land Rover mischt der größte indische Automobilkonzern mittlerweile jedoch auch im Geschäft mit Premiumwagen mit. Die Aktie kennt seit Jahren nur den Weg nach oben, aktuell notiert sie auf einem All-Time-High. Gerade angesichts der günstigeren Spritpreise dürfte Tata zu einem der größten Profiteure der anspriegenden Binnenkonjunktur zählen.

Christoph Karl

Illustration: iStock / webicudo





# JETZT DURCHSTARTEN. MIT FAKTOR-ZERTIFIKATEN VON HSBC.

Börsenkurse sind wie Flugphasen: Erst geht es hoch hinaus und irgendwann auch wieder runter. In diesen Phasen können Sie jetzt zusätzlich Schub aufnehmen und die Möglichkeit haben, schneller an Ihr gewünschtes Renditeziel zu gelangen. Investieren Sie mit einem konstanten Hebel und profitieren Sie in trendstarken Marktphasen überproportional am Kursverlauf.

Starten Sie jetzt durch – mit Faktor-Zertifikaten (long und short) von HSBC.

- Überproportionale Nutzung erwarteter Kurstrends
- Konstanter Hebel (Faktor) über die Laufzeit
- Kein Knock-out Ereignis
- Gehebeltes Verlustrisiko/Totalverlustrisiko

Emittent: HSBC Trinkaus & Burkhardt AG

**Kostenfreie Infoline 0800 4000 910**

**Hotline für Berater +49 211 910-4722**

**zertifikate@hsbc.de · [www.hsbc-zertifikate.de](http://www.hsbc-zertifikate.de)**

**HSBC** 

## Osteuropa-Börsen

# Von Jubiläumstimmung keine Spur

Sieben Jahre nach Beginn der weltweiten Finanzkrise leiden die osteuropäischen Börsen noch immer unter deren Folgen. Dabei sind sie im Schnitt relativ günstig bewertet

Der Mauerfall hat sich gerade zum 25. Mal gejährt. Ein perfekter Anlass, um auf die osteuropäischen Volkswirtschaften und die dortigen Börsen zu blicken. Würden wir dazu eine politische Sonntagsrede schreiben, würde ein staatsmännisch geprägter Tenor sicherlich positiv ausfallen. Doch wir wollen uns nicht mit leerem Blabla aufhalten. Vielmehr geht es darum, ein möglichst realistisches Bild der Lage zu zeichnen. Dabei nur über blühende Landschaften zu schreiben, wäre sicherlich unangebracht. Das wäre auch schwer in Einklang zu bringen mit den Chartbildern der meisten Ostbörsen. Denn diese sehen sowohl auf Länder- als auch auf Branchenbasis oft langfristig betrachtet enttäuschend aus. Als Beispiel zur Untermauerung dieser Behauptung taugt unter anderem der MSCI Eastern Europe ex Russia Index. Dieser setzt sich zwar nur aus den drei mittelosteuropäischen Ländern Polen, Tschechien und Ungarn zusammen, wobei Polen den Index dominiert, aber glauben Sie es, viele andere Osteuropa-Indizes sehen langfristig nicht besser aus. Auf Sicht von fünf Jahren steht ein Minus von

1,9% p.a. zu Buche und auf Sicht von zehn Jahren ein ebenfalls nur ziemlich dürftiges Plus von 2,2%. Ganz allgemein ist das im internationalen Vergleich ein schwaches Ergebnis und erst recht gemessen am MSCI Emerging Markets Index, der es im Zeitraum von zehn Jahren immerhin auf ein Plus von 7,7% p.a. gebracht hat.

### Potenzial nicht ausgereizt

Nun ist die Börse wahrlich nicht das Einzige, worauf es beim Ziehen einer Bilanz ankommt. Aber leider fällt auch das volkswirtschaftliche Fazit nur mittelprächtigt aus. Zumindest gilt das für die zweite Phase des Zeitraums nach dem Mauerfall, ging doch speziell zuletzt ziemlich viel an konjunktureller Dynamik verloren. Unter dem Strich reichte es nach Berechnungen von Capital Economics seit 1989 nur zu einem realen jährlichen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 1%. Allerdings sind darin auch die Daten von Russland und den GUS-Staaten enthalten, die sich unterdurchschnittlich entwickelt haben. Eindeutig am besten fällt das Ergebnis für

Polen aus. Der Musterschüler hat seine Wirtschaftsleistung seit dem Niedergang des Eisernen Vorhangs mehr als verdoppelt. Pro Jahr hochgerechnet ergibt sich damit ein reales Plus von im Schnitt 3,3%. Bei der Würdigung der erzielten Ergebnisse darf allerdings nicht vergessen werden, wie stark die Volkswirtschaften nach dem Mauerfall zunächst eingebrochen sind. Trotz des schlechten Starts sind letztlich Wohlstand und Lebensstandard bis heute deutlich gestiegen. Wie in einer aktuellen Studie der österreichischen Erste Group vorgerechnet wird, erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf in den Ländern Zentral- und Osteuropas von 49% auf 65% des Durchschnittswertes der EU15-Staaten. Ein Ergebnis, das zwar nicht klein geredet werden sollte, andererseits aus unserer Sicht aber bei einer besseren Politik noch hätte besser ausfallen können. Bei einem Bruttoinlandsprodukt pro Kopf von rund 20% gemessen am Durchschnittswert der Euro-Zone gibt es jedenfalls noch immer viel Nachholbedarf.

### Erfolgsgarant Reformen

Unabhängig davon, wie man das Erreichte letztlich würdigt, dürfte unstrittig sein, dass auf die Region weitere große Herausforderungen warten, wenn man nicht riskieren will, in der Mittelmäßigkeit stecken zu bleiben und den Anschluss an den Westen zu verlieren. Das stellt auch Juraj Kotian, Head of CEE Macro/Fixed Income Research bei der Erste Group, fest: „Für die CEE-Länder wird es auch in Zukunft nicht ein-

Tab. 1: Börsendaten ausgewählter Ostbörsen im Vergleich

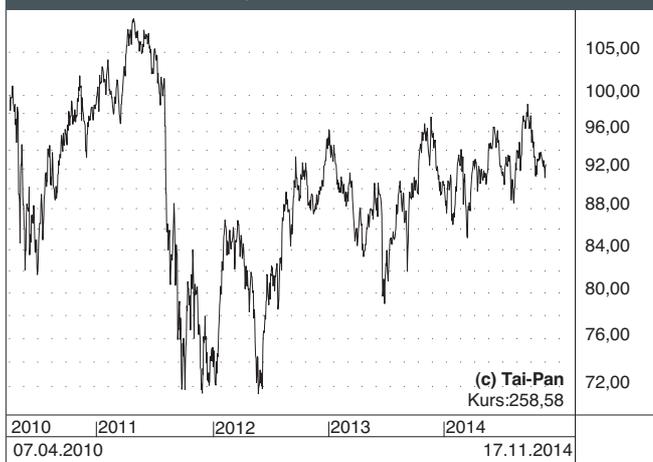
Index	Land	MCap (Mrd USD)	Handelsvol. (Mio. USD)	Indexstand	Perform. YTD	KGV 14e	KGV 15e
PX	Tschechien	47,351	18,8	976	-1,3%	24,9	12,2
WIG20	Polen	109,707	91,7	2407	0,3%	14,3	13,2
BUX	Ungarn	15,084	40,7	17625	-5,1%	13,4	10,2
BET	Rumänien	20,151	3,1	7001	7,8%	9,3	7,7
SBI TOP	Slowenien	6,487	0,9	820	25,0%	12,4	11,2

Stand: 10.11.2014; YTD: seit Jahresanfang; Quelle: Wood & Company

fach. Seit der Krise sind die Ressourcen knapper und der Wettbewerb härter geworden. Alte, auf dem Vorteil niedriger Kosten basierende Wachstumsmodelle werden zunehmend obsolet, während neue Bedrohungen, wie etwa der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, aufkommen. Unsere Vorstellungen für CEE stellen die traditionelle Sicht einer ausschließlich auf der Sachgütererzeugung basierenden Konvergenz in Frage.“ Wie das Erfolgsrezept für die Zukunft aussehen sollte, ist nicht schwierig herauszufinden, denn die Antwort darauf geben die in den vergangenen 25 Jahren gemachten Erfahrungen. Laut den Capital-Economics-Volkswirten Neil Shearing und William Jackson haben sich in dieser Zeitspanne jene Länder am besten entwickelt, die volkswirtschaftliche Reformen mit Reformen bei den staatlichen Institutionen verbunden haben. Ländern wie Polen und Tschechien, die ihren Reformkurs beibehalten haben, wird eine weitere Annäherung an westliche Lebensstandards zugetraut. Schwerer dürfte dies dagegen den Reformverweigerern fallen. Dazu wird wegen der zuletzt betriebenen Politik übrigens auch Ungarn gezählt. „Das Land war in den vergangenen 25 Jahren zwar ein regionaler Anführer, aber das betriebene Aushöhlen staatlicher Institutionen in den vergangenen vier Jahren birgt die Gefahr eines nur schwachen Wachstums in den kommenden fünf Jahren“, üben Shearing und Jackson klar Kritik an der vom ungarischen Ministerpräsidenten Orbán betriebenen Politik.



Abb. 1: MSCI Eastern Europe ex Russia (in %)



### Kurskatalysatoren fehlen

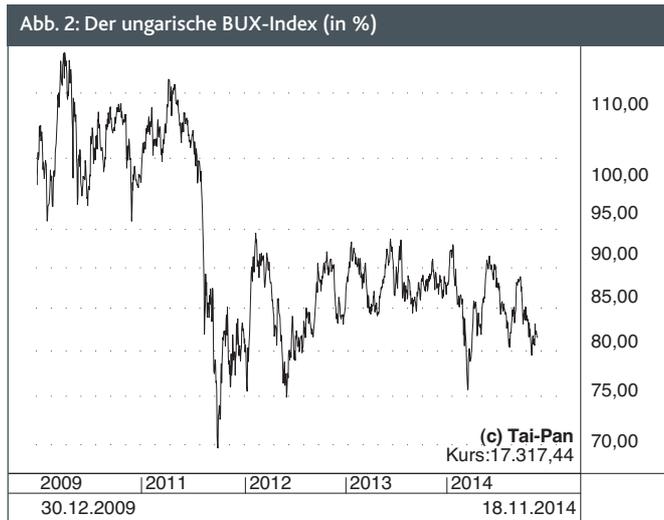
Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass die Budapester Börse nun schon seit mehr als drei Jahren nur auf der Stelle tritt und der Leitindex BUX auf einem Niveau handelt, das auch 2005 bereits erreicht worden war. Doch nur auf die Politik ist diese schwache Performance nicht zurückzuführen. Vielmehr stecken auch die Aktienleitindizes in Polen und Tschechien schon genauso lange in hartnäckigen Seitwärtstrends fest. Erklären lässt sich das mit verschiedenen Einflussfaktoren, mit am wichtigsten ist aber die Entwicklung der Ergebnisse. Schaut man sich diese für den MSCI Eastern Europe Index an, dann sind die Gewinne je Aktie zuletzt kontinuierlich gefallen und auch die Ergebnisschätzungen wurden von den Analysten immer wieder nach unten korrigiert. Schlecht haben sich zuletzt auch die Umsätze je Aktie entwickelt und sogar förmlich eingebrochen sind in den vergangenen Jahren die Gewinnspannen der Unter- ▶

...IN GOLD  
WE TRUST!



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

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



nehmen. Das ist ein Umfeld, in dem optisch günstige Bewertungen von potenziellen Investoren einfach nicht gewürdigt werden. So sind an den osteuropäischen Börsen durchaus Aktien mit einem einstelligen KGV und einer ansehnlichen Dividendenrendite von mehr als 5% zu finden. Doch das lässt viele Anleger kalt, weil einfach der Nachrichtenfluss aus der Region noch nicht passt. In diesem Zusammenhang stellen nicht nur makro- und mikroökonomische Entwicklungen eine Bürde dar, sondern auch die politische Großwetterlage. Durch die Ukraine-Krise und die Russland-Sanktionen steckt die Region noch mehr als bisher in der Zwickmühle. Im Osten wird Russland als Bedrohung für den inneren Frieden wahrgenommen und im Westen sieht es mit den belastend hohen EU-Staatsschulden ebenfalls nicht gerade ermutigend aus. So gesehen wäre es schon ein Erfolg, wenn, wie von der Erste Bank prognostiziert, das Wirtschaftswachstum in den CEE8-Staaten Kroatien, Tschechien, Ungarn, Polen, Rumänien, Serbien, Slowakei und Slowenien wie voraussichtlich in diesem Jahr auch im kommenden Jahr im Schnitt bei 2,5% liegen würde. Was die Aussichten der regionalen Aktienmärkte angeht, schreibt Erste Bank-CEE-Experte Henning Eßkuchen im Strategiebericht für das vierte Quartal davon, dass die Börsen vor Ort bis auf weiteres von den globalen Krisenthemen in Schach gehalten werden dürften. Eine Befürchtung, die sich bisher als richtig erwiesen hat.

**Investieren mit Tücken**

Wer trotz alledem in der Region mitmischen will, der hat es speziell als Stockpicker nicht ganz leicht. Zum einen ist die Zahl der gehandelten Titel relativ überschaubar, und das gilt erst recht für die Anzahl der interessanten Werte. Zum anderen werden viele der aussichtsreichen Aktien nicht an deutschen Börsen gehandelt und ein Handeln vor Ort ist nicht über jeden Broker oder jede Bank ohne weiteres machbar. Außerdem ist die Informationsbeschaffung oft nicht ganz einfach. Ebenfalls problematisch: Innovative Länder wie Estland leiden bei den derzeitigen Rahmendaten besonders stark unter dem regionalen Malus einer gemeinsamen Grenze mit Russland. Und Länder mit derzeit gut laufenden Börsen wie Serbien oder Rumänien liegen im Korruptions-Wahrnehmungsindex von Transparency International für europäische Verhältnisse relativ weit hinten. Auch deshalb ist es in diesem speziellen Fall oft besser, diese Region mit einem Fonds abzudecken. Unter den Osteuropa-Fonds, die nicht in Russland investieren, belegten zum Ende des dritten Quartals der **SEB Eastern Europe ex Russia Fund** sowie der **Danske Invest – East European Convergence Fund** bei der 5-Jahres-Performance die Plätze eins und zwei. Wer auf eine anhaltende Erholung der Balkan-Börsen setzen möchte, der kann auf den **Danske Invest Trans Balkan Fund** zurückgreifen.



\*) Gewichteter Durchschnitt der Analystenschätzungen für das aktuelle und das nächste Jahr. Quelle: yardeni.com

Tab. 2: Volkswirtschaftliche Kennziffern für ausgewählte osteuropäische Länder

	Reales BIP-Wachstum (%)			Inflationsrate (%)			Leistungsbilanzsaldo (Mrd. USD)			Staatsverschuldung (%/BIP)			Arbeitslosenquote (%)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Kroatien	-0,5	0,0	0,8	0,2	1,2	2,0	1,0	1,4	1,0	73,4	77,4	80,3	18,0	18,5	18,8
Tschechien	2,5	2,7	2,7	0,5	2,1	2,0	-0,6	0,8	0,0	44,5	42,8	44,5	5,9	5,6	5,3
Ungarn	3,3	2,3	1,6	0,1	3,0	3,6	4,0	3,1	2,1	77,2	77,1	76,5	7,8	7,3	7,0
Polen	3,1	3,0	3,6	0,1	0,9	1,8	-1,0	-1,6	-2,4	48,8	50,1	49,5	12,5	11,9	11,7
Rumänien	1,8	2,2	2,7	1,1	1,5	2,3	-1,4	-1,6	-1,8	38,5	39,0	39,1	7,1	7,1	7,0
Serbien	-1,8	0,5	2,0	2,4	4,3	5,0	-6,9	-6,7	-6,8	71,4	73,3	74,4	21,8	21,3	20,7
Slowakei	2,2	2,5	3,0	0,3	1,5	2,3	4,0	3,7	3,9	54,9	55,0	54,2	13,5	13,2	12,9
Slowenien	1,4	1,4	1,6	0,3	0,8	1,4	6,2	6,6	7,0	80,8	82,1	82,4	10,1	9,9	9,7
CEE8-Durchschnitt	2,5	2,5	2,9	0,4	1,5	2,1	0,3	0,1	-0,5	52,5	52,9	52,9	10,4	10,0	9,8

Quelle: Erste Group Research

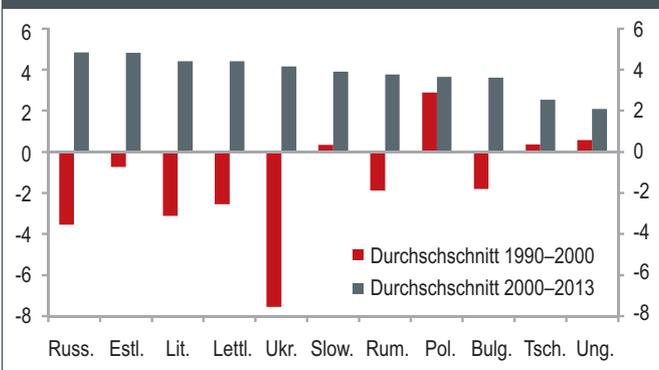
Tab. 3: Anlageideen für Osteuropa im Überblick

Aktien						
WKN	Name	Land/Branche	Kurs	KGV 14e	Divid.rendite 14e	Performance 1 Jahr
AOLF0M	Pegas Nonwovens S.A.	Tschechien/Textilien	22,7	8,6	4,8	4,30%
A1W7WE	Romgaz GDR	Rumänien/Gas	7,321	8,6	8,7	-5,40%
AOQ483	ANY Biztonsági Nyomda Nyrt	Ungarn/IT-Dokumente	2,61	14,4	6,4	26,70%

Fonds						
WKN	Name	Kapitalanlagegesellschaft	Kurs	FWW-Rating	Laufende Verw.kosten	Ausgabeaufschlag
588459	Eastern Europe ex Russia Fund	SEB Investment	2,999	*****	1,75%	5,00%
A0B6J1	East European Convergence Fund	Danske Invest	50,082	*****	1,95%	3,00%
AOLBUS	Trans-Balkan Fund	Danske Invest	6,143	*****	3,30%	3,00%

Abb. 4: Jährliches Wachstum des BIP (1990–2000 und 2000–2013)



Quelle: Capital Economics

Für die Dividendenjäger geben vor allem die Kurszettel in Tschechien und Rumänien einiges her. Mit einer Kaufempfehlung von Broker Wood & Company ausgestattet sind dabei der tschechische Hersteller von Babywindeln und Hygieneartikeln **Pegas Nonwovens** (geschätzte Dividendenrendite 4,8%; geschätztes KGV

8,6) und der rumänische Gaskonzern **Romgaz** (8,7%; 8,6). Ebenfalls mit einer ansehnlichen Dividendenrendite von geschätzten 6,4% besticht **ANY Biztonsági Nyomda**. Beim KGV kommt der ungarische Betreiber von Sicherheitsdruckmaschinen auf einen Wert von gut 14, was angesichts des gut laufenden Auslandsgeschäfts akzeptabel ist. Aufpassen müssen Investoren aus dem Euro-Raum allerdings, dass die zuletzt etwas zur Schwäche neigenden Lokalwährungen die Dividendeneinkünfte nicht aufzehren.

#### Fazit

Investieren in Osteuropa ist für Privatanleger nicht ganz einfach. Der Zugang ist relativ schwierig und die Auswahl begrenzt. Als Alternative bieten sich deshalb regional auf Osteuropa ausgerichtete Fonds an. Ein generelles Kaufsignal ist angesichts der momentan in langfristigen Seitwärtstrends feststehenden osteuropäischen Hauptbörsen derzeit aber noch nicht in Sicht. In diesem Artikel wurde Russland komplett ausgespart, da dort durch die Sanktionspolitik eine voll differenzierte Betrachtung notwendig ist. Eine solche wird in der kommenden Ausgabe 1/2015 erfolgen. ■

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

Österreichische Schule

# Von Wölfen, Melkkühen und Zugpferden

Bericht vom Symposium „Unternehmer auf verzerrten Märkten“ des Instituts für Wertewirtschaft am 17. Oktober in der IMC Fachhochschule Krets

## Unternehmer und Studenten

Vor einem Publikum, das sich im Wesentlichen aus Unternehmern und Studenten zusammensetzte, eröffnete der Steuer- und Unternehmensberater Georg Schabetsberger mit einem Zitat, das Winston Churchill zugeschrieben wird: „Es gibt Leute, die halten Unternehmer für einen rüdisgen Wolf, den man totschiagen müsse, andere meinen, der Unternehmer sei eine Kuh, die man ununterbrochen melken kann. Nur ganz wenige sehen in ihm das Pferd, das den Karren zieht.“ Er bedauerte, dass heutigen Politikern solche Einsicht in das Wesen des Unternehmertums und die Grundvoraussetzungen marktwirtschaftlicher Kooperation meist fehlten.

## Täuschung des Unternehmers

Im ersten Fachvortrag beschäftigte sich Prof. Dr. Jörg Guido Hülsmann von der Universität Angers (in Frankreich) mit der „Täuschung des Unternehmers“. Den Schwerpunkt seiner Ausführungen legte er auf „Die Theorie von Fehlerzyklen als Erklärung von wirtschaftlichen Krisen“. Um Geld zu verdienen, müssen sich Unternehmer ein kreatives, aber dennoch rationales Bild der Zukunft machen. Ludwig von Mises prägte in diesem Zusammenhang den Begriff vom Unternehmer als „Historiker der Zukunft“. Da über die Zukunft wenig bekannt sei, könne sich der Unternehmer leicht irren. Besonders der Staat trage in vielfältiger Weise zur Täuschung des Unternehmers bei. Meist stehe er durch Besteuerung und Reglementierung im Wege. Aber auch seine Politik des billigen Geldes gehöre zu den Täuschungen. Egal, wie viel



Foto: IMC Fachhochschule Krets GmbH

Geld der Staat auch in die Welt bringe, es bleibe ein kollektiver Irrtum, dass dieses billige Geld mehr Ressourcen schaffe. Ein neueres Phänomen staatlicher Täuschung sei zudem die „Rettungspolitik“, die lediglich den Zyklus verlängere. Auch die Manipulation der Märkte auf allen Ebenen, die die Preise verzerre, verleite den Unternehmer ständig zum Irrtum.

## „Inseln der Planwirtschaft“

Im Anschluss beschäftigte sich Rahim Taghizadegan, Gründer und Vorstand des ausrichtenden Instituts für Wertewirtschaft, mit „Big Business statt Unternehmergeist“, bzw. konkret mit der „Privilegierung der Großen und der Chance der Kleinen“. Zunächst stellte er klar, dass es keine Planwirtschaft ohne Markt gebe. Selbst in der Sowjetunion erfolgten 40% der Wertschöp-

fung über Märkte. Aber auch Marktwirtschaft komme nicht ohne Planung aus. Unternehmen seien dort die „Inseln der Planwirtschaft“. Da das Scheitern zum Wesen der Planwirtschaft gehöre, sei es auch ein Phänomen von Unternehmen. Als sich im Zuge von technischer Entwicklung und Massenfertigung positive Skaleneffekte zeigten – die Großen also immer größer wurden –, waren es paradoxerweise die Klein- und Mittelunternehmen, die sich dadurch bedroht sahen und auf Reglementierung drängten. Mitunter fallen Intention und Resultat aber auseinander, weshalb sich heute gerade die Großunternehmen als Profiteure einer immer komplexeren Regulierung herauskristallisiert haben. Auch wurde in der Theorie der fortschreitenden Konzentration übersehen, dass die Wirtschaft nicht statisch, sondern

dynamisch sei. In einer dynamischen Wirtschaft gebe es aber auch erhebliche negative Skaleneffekte, die besonders die schwerfälligen Großunternehmen phasenweise in tiefe Krisen stürzen. Konsequenterweise haben diese Unternehmen sich daher zusätzliche, künstliche positive Skaleneffekte erschlossen, etwa durch ihren besseren Zugang zur Politik.

#### Nah am Kunden

Warum aber gebe es dann – entgegen der Theorie von der Konzentration – überhaupt noch Kleinunternehmen?, fragte Taghizadegan. In einem Umfeld, in dem Wissen dezentral verstreut sei und Konsumenten ihre Vorlieben rasch änderten, täten sich kleine, flexible Strukturen einfach leichter. Zudem kalkulierten kleinere Unternehmen als kleinere „Inseln der Planung“ besser. Motivation, Inspiration und Sinnerkenntnis der Mitarbeiter seien überlegen, weil Kleinunternehmen näher am Kunden und der Wertschöpfung operierten.

#### „Fassaden der Ausbeutung“

Großunternehmen neigten dagegen zur Verkrustung – Big Business und Big Government seien kaum noch zu unterscheiden. Märkte würden dann nur noch als „Fassaden der Ausbeutung“ wahrgenommen, was auch die Feindschaft gegenüber einer solchen „Marktwirtschaft“ erkläre. Notwendigerweise werde diese Scheinstabilität wieder aufbrechen. In der dann erhöhten Volatilität dürften kleinere, marktnahe Strukturen mit ihrer Bereitschaft und Möglichkeit sich anzupassen zu den Profiteuren gehören.

#### Hochsteuer und Innovation

Anschließend widmete sich Georg A. Schabetsberger vom Institut für Wertewirtschaft dem Thema: „Unternehmertum & Hochsteuerstaat – Innovation vs. Plan-

wirtschaft“. Einigkeit bestehe bei diesem ideologisch belasteten Thema nur insofern, dass Innovation als wünschenswert angesehen werde. Uneinigkeit herrsche aber bei der Frage, wer Innovation vorantreiben soll – freie Unternehmen oder staatliche Einrichtungen? Die negative Auswirkung von Besteuerung auf Unternehmen erkannte der Ökonom Jean-Baptiste Say bereits vor 150 Jahren – als Angriff auf die Produktion von Eigentum. Besteuerung führe zu einem verzerrten Anreizsystem – heutiger Konsum wird auf Kosten von Innovation und künftiger Produktion begünstigt. Man könne den Kuchen aber nicht gleichzeitig besitzen und verzehren.

#### Staatliche Spitzenforschung

Häufig finde sich das Argument, dass die eigentliche Spitzenforschung nach dem Zweiten Weltkrieg ausschließlich vom Staat in sogenannten „Exzellenz-Clustern“ erbracht worden sei. Die „EU-Agenda 2020“ sehe einen Anteil von 3% des gesamteuropäischen BIP für Forschung und Entwicklung vor. Solche Initiativen verwechselten aber systematisch die Invention – also das bloße Erfinden von Gütern und Dienstleistungen – mit der Innovation, die sich, um erfolgreich zu sein, immer dem Test des Marktes unterziehen müsse. Der „unternehmerische Staat“ kann diesen Schritt durch das Zwangsmittel der Steuer scheinbar überspringen.

#### Anmaßende Planer

Wie das Beispiel der „Erneuerbaren Energien“ aber gezeigt habe, bestehen manche Inventionen den Markttest dennoch nicht. Ludwig von Mises identifizierte als Paradoxon der Planwirtschaft, dass diese aufgrund der Abwesenheit der Wirtschaftsrechnung gar nicht planen könne. Was „Planwirtschaft“ genannt werde, ►



Prof. Dr. Jörg  
Guido Hülsmann



Rahim  
Taghizadegan



Stefan  
Pierer

Anzeige

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



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

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



HAUCK & AUFHÄUSER

PRIVATBANKIERS SEIT 1796



Angeregte Podiumsdiskussion mit Prof. Dr. Jörg Guido Hülsmann, Gastgeber Rahim Taghizadegan, Georg A. Schabetsberger (Moderation), Stefan Pierer und dem Hausherrn Prof. Dr. Heinz Boyer (v.l.n.r.).

sei eigentlich gar keine Wirtschaft. Die Frage sei nicht, ob geplant werden solle, sondern wer plane – der individuelle Unternehmer, der die notwendigen praktischen Informationen besitze, oder eine zwingende Behörde, die diese Informationen nicht besitzt. Innovation lasse sich nicht per Befehl in die Welt bringen, das entspräche einer – wie Friedrich August von Hayek es nannte – „Anmaßung von Wissen“.

#### „Ready to Race“

Dann ging es von der Lehre in die Praxis – mit Stefan Pierer, dem Vorstandsvorsitzenden und Hauptaktionär der CROSS Industries AG, zu der unter anderem der Motorradhersteller KTM gehört. In einem mitreißenden Vortrag sprach er über „Richtige Entscheidungen auf verzerrten Märkten – Öffentliche Rahmenbedingungen für unternehmerisches Handeln“. Im Mittelpunkt seiner Ausführungen stand die Marke KTM, die als sogenannte „Gazelle“ mit einem Exportanteil von über 95% im internationalen Bereich aber noch immer ein Mittelunternehmen ist. Die Philosophie „Ready to race“ treibe das Unternehmen seit mehr als 20 Jahren und bilde den Markenkern – die Bereitschaft, sich jederzeit dem Wettbewerb zu stellen. In der Innovations-

theorie unterscheide man zwischen erzwungenem Wettbewerb – etwa durch eine Krise – und freiwilligem Wettbewerb. Letzterer sei aufgrund der menschlichen Natur die schwierigere Variante. Der Rennsport sei die Verbindung aus beidem. Zwar nehme man ursprünglich freiwillig am Rennsport teil, dann aber sei man gezwungen, hart zu arbeiten, um vorne dabei zu bleiben.

#### Lehre aus der Krise

Den Unternehmer definierte er als denjenigen, der Gehalt und Lohn bezahle, noch bevor er den Ertrag ernte – das sei das unternehmerische Risiko. Eine zunehmend volatile Welt bedeute große Herausforderungen für ein Unternehmen. Wer sich darauf einstelle, gehöre zu den Siegern. Ein erhebliches Problem zeige sich im Personalwesen. Einheimische seien kaum zu bewegen, in die Welt hinauszugehen – eine Auswirkung des Wohlfahrtsstaates und der Gleichmacherei, denn falls sich jemand bereiterkläre, werden ihm auch noch 50% wegbesteuert. Eine persönliche Lehre aus der erfolgreich gemeisterten Krise zog Pierer: Bis an das Ende seiner unternehmerischen Karriere wolle er keine Abhängigkeit mehr von Banken eingehen. Zudem verführten billige Darlehen. Ohne das Diktat der leeren Kassen bzw. der

begrenzten Ressourcen komme es zu manchen „Blödheiten“. Aus Fehlern – so eine weitere Lehre aus der Krise – könne man lernen, man sollte sie aber nicht systematisch wiederholen. Vor allem aber müsse man seine Fehler auch überleben können.

#### „Lernendes Ding“

Abschließend trug der Hausherr, Prof. Dr. Heinz Boyer von der IMC Krems, zum Thema „Unternehmertum und Eigenverantwortung – Das IMC als Role Model für Innovation im Bildungsmarkt“ vor. Auch er kreierte mit „IMC“ (=International Management Center) eine anerkannte Marke. Das war durchaus aus der Not geboren, denn anfangs durfte sich das private Bildungsinstitut – noch immer befinden sich 70% der Anteile im Familienbesitz – nicht Fachhochschule nennen. Im Bildungsbereich sei das Unternehmertum ohnehin fast vollständig abgeschafft oder gar nicht erst zugelassen gewesen. Boyer charakterisierte sein Institut als „lernendes Ding“, das sehr offen für Innovation sei. Trotz praktischer Benachteiligung gegenüber öffentlichen Bildungseinrichtungen, z.B. im Bereich der Kommunalsteuer, wurde das IMC zu einer Erfolgsgeschichte – so erfolgreich, dass der Ruf nach einer staatlichen Beteiligung rasch laut wurde. Hinter dem Erfolg stecke vor allem das Angebot einer bedarfsorientierten, berufspraktischen Ausbildung. Ziel sei „Employability“, was mit einer Beschäftigungsquote der Absolventen von 99% auch erreicht werde. Ziel sei aber auch, neue Unternehmer heranzubilden.

#### Fazit

In der anschließenden, lebhaften Podiumsdiskussion nahmen neben der Situation der Unternehmer in Österreich Fragen um den desolaten Zustand des Papiergeldsystems sowie mögliche Wege aus der Krise breiten Raum ein. Im Überschneidungsbereich beider Themenkreise fand sich der mangelnde Wille der Unternehmer, Kredite aufzunehmen, laut Hülsmann das Problem der Geldpolitik der vergangenen Jahre. Für einen Zusammenbruch des herrschenden Systems wurden zwar allgemein große Verwerfungen prognostiziert, Praktiker Pierer zeigte sich jedoch überzeugt, dass am Ende des Tages der „Hausverstand“ überleben werde. ■

Ralph Malisch

# PERSPECTIVE FONDS TASTIQUE

DS 140 FLUGZEUGFONDS XIV – AIRBUS A380 MIT AIR FRANCE



- ✓ LANGFRISTIGER LEASINGVERTRAG: 10 JAHRE ZZGL. VERLÄNGERUNGSOPTIONEN
- ✓ FREMDKAPITAL: VOLLSTÄNDIGE TILGUNG INNERHALB VON 10 JAHREN
- ✓ BETRIEBSKOSTENÜBERNAHME DURCH LEASINGNEHMERIN AIR FRANCE
- ✓ EURO-FONDS: EINZAHLUNG UND AUSZAHLUNG IN EURO

UNVERBINDLICH  
INFORMIEREN



[WWW.DS140.DE](http://WWW.DS140.DE)

#### WICHTIGE HINWEISE:

Der abgebildete A380 stellt nicht das Investitionsobjekt des Fonds dar, sondern ein vergleichbares, bereits in Dienst gestelltes Flugzeug. Dies ist eine unverbindliche Werbemitteilung, die keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt. Sie stellt kein Angebot und keine Anlageberatung an dem genannten Fonds dar. Die Werbemitteilung soll nicht als Grundlage für eine Anlageentscheidung verwendet werden. Bei dem Beteiligungsangebot handelt es sich um eine unternehmerische Beteiligung, die mit Risiken verbunden ist. Eine ausführliche Darstellung des Beteiligungsangebots einschließlich verbundener Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem veröffentlichten Verkaufsprospekt sowie den Wesentlichen Anlegerinformationen. Diese Unterlagen können Sie in deutscher Sprache im Internet unter [www.dr-peters.de](http://www.dr-peters.de) in der Rubrik „Asset Finance/Produkte“ abrufen oder über die Dr. Peters GmbH & Co. Emissionshaus KG, Stockholmer Allee 53, 44269 Dortmund anfordern.



# Wo Licht ist, ist auch Schatten

Kaum eine Technologie hat unsere Gegenwart so geprägt wie das Internet. Bleibt die Frage, ob der Mensch mit der scheinbar grenzenlosen Digitalisierung zukünftig Schritt halten kann.

Als der Schweizer Informatiker Tim Berners-Lee im Jahre 1989 ein Konzept vorstellte, das die am Kernforschungszentrum CERN kursierenden Daten verknüpfen und intern für jedermann zugänglich machen sollte, konnte er nicht ahnen, was sich innerhalb eines Vierteljahrhunderts daraus entwickeln sollte. Das World Wide Web umfasste im September 2014 ca. 1,07 Mrd. Websites und ist aus dem täglichen Leben nicht mehr wegzudenken. Informationen, Wissen, Ratschläge, Blogs, Tweets, Foren, Chats, Networking, Buddies, Nicks, Avatare ... kaum ein Bereich im Privaten wie auch Berufsleben, der nicht maßgeblich vom Internet influenziert wurde. Bei all den – zweifelsohne – positiven Errungenschaften des World Wide Web, sollte allerdings auch ein Blick auf ungewollte Begleiterscheinungen geworfen werden.

## Informationen im Überfluss

Vor den Zeiten des Internets bestand die Problematik darin, überhaupt an Informationen – geschweige denn die gewünschten – zu gelangen. Die Recherche gestaltete sich als zeit- und personalintensive Arbeit, die trotz aller Bemühungen nicht immer von Erfolg gekrönt war. Dies hat sich dank Internet grundlegend geändert. Heutzutage besteht die Crux darin, die Informationsfülle zu bewältigen und durchzuforschen. So spricht man längst nicht mehr vom „information overflow“, sondern vom „information overload“. Während man früher Datenmaterial eher „strecken“ musste, lautet die Devise heute „massiv eindampfen“. Das fertige Konzentrat ist qualitativ allerdings nicht zwangsläufig hochwertig, da zwar viel mehr Informationen eingeflossen sind, diese aus Plausibilitätsgründen

jedoch nur bruchstückhaft und als Stückwerk aneinandergetackert wurden. Zudem ist es faktisch unmöglich, die Herkunft – und damit auch die Qualität – einzelner Informationen lückenlos zu bestimmen. Damit ist aber auch die vielzitierte Meinungsvielfalt im Netz mit Vorsicht zu genießen – eine vermeintliche Information wird so schnell einmal zur gezielt lancierten Desinformation, die verwundern, verwirren, aber auch manipulieren kann. Diesen Aspekt, der im Übrigen für jeglichen medialen Umgang gilt, sollte man beim Surfen im Internet nicht außer Acht lassen.

## Wie gewonnen, so zerronnen

Wie kann es angehen, dass das Internet so viele Dinge des täglichen Lebens erleichtert und beschleunigt und man doch gefühlt immer weniger Zeit hat? Zum einen liegt dies sicherlich daran, dass man im Netz eingesparte Zeit an anderer Stelle wieder „verliert“. Die Suche nach einer genuinen Information dauert nur den Bruchteil der

Zeit, die früher dafür benötigt wurde. Die digitale Suche wartet allerdings mit allerlei Tücken in Gestalt von einer Vielzahl von Querverweisen, weiterführenden Links, lästigen Werbemails und Pop-up-Fenstern auf. Die Folge ist ein kontinuierliches Blinken und Flimmern an allen Ecken und Enden, der Mail-Dienstleister (Internet-Service-Provider) macht auf ungelesene Mails aufmerksam, von Facebook und WhatsApp ganz zu schweigen. Kurzum, man ist beim Surfen durch die digitalen Welten – bewusst oder unbewusst – von einem ständigen „Grundrauschen“ umgeben, das ununterbrochen Botschaften und Anforderungen an unser neuronales Rechenzentrum stellt. Wer nicht die nötige Disziplin aufbringt, diese Inseln der Zerstreuung und Ablenkung zu umschiffen, wird Schiffbruch erleiden und im Land der Lotussesser Zeit und Raum vergessen. So gesehen ist das Internet für das Gros der Menschheit sicherlich keine Zeitersparnis, sondern vielmehr ein Zeitverbrenner.



Illustration: iStock / baganaj

### Jugend und Soziale Netzwerke

Gerade für Heranwachsende ist das Zugehörigkeitsgefühl zu einer Gruppe, Freundeskreis, Verein etc. elementar wichtig. In dieser vormals überschaubaren Gruppe wurden Erfahrungen gesammelt, Lob und Kritik verteilt, gezankt, gekeilt und wieder versöhnt. Das alles meist von Angesicht zu Angesicht. Die Sozialen Netzwerke haben diese Strukturen aufgebrochen und weniger bedeutungsvoll gemacht. Der virtuelle Aspekt hat die physische Anwesenheit in den Hintergrund treten lassen. Dafür ist man nun weltweit vernetzt, sieht auf täglich geposteten Bildern, was die vermeintlichen Freunde im fernen Polynesien zum Frühstück essen, wer gerade seine Morgentoilette beendet hat und welche Musik gerade gehört wird. Und da jeder eine noch bessere, noch tollere, noch aufregendere und noch „krassere“ Geschichte zu erzählen hat, stellt man zwangsläufig fest, dass alle anderen ein besseres Leben, die besseren Partys, die schöneren Freunde, das aufregendere Privatleben und die exquisiteren Urlaubsziele haben als man selbst. Kein Wunder, dass Wissenschaftler der Universität Leeds herausgefunden haben, dass Menschen, die viel Zeit im Internet verbringen, häufiger an depressiven Symptomen leiden als Menschen, die das Netz nur gelegentlich nutzen. Aber man kann ja etwas nachhelfen: Bei Facebook, Google+ oder Path – um nur einige zu nennen – ist es möglich, sich virtuell auszutoben und an seinem Idealbild zu feilen, das so herrlich losgelöst von jeglicher Realität sein kann. Wunsch und Realität verschmelzen zu einer nicht mehr aufzudröselnden Einheit, die einer gesunden Selbstreflexion nicht förderlich ist. Jugendlicher zu sein ist in der heutigen Gesellschaft sicherlich um einiges schwerer als zu Zeiten vor dem Internet.

### Wandel der Kommunikation

Da man theoretisch überall auf der Welt via Satellit eine Verbindung zum Internet herstellen könnte, gibt es kein technisch komplett vom Internet abgeschnittenes Land. Die Kommunikation bedarf keiner weitreichenden Infrastruktur mehr und niemand muss darauf verzichten, falls es zur Brieffreundschaft nicht gereicht hat. Allerdings hat sich die Form der Kommunikation maßgeblich geändert. Knapp, um nicht zu sagen verstümmelt, rudimentärer Satzbau,

keine Rücksicht auf Grammatik, Syntax oder Orthografie. Was in den Anfängen bei Kurznachrichten (SMS) unvermeidliche Form war, trat in den folgenden Jahren auch in der gesprochenen Sprache seinen Siegeszug an. Relativsätze verloren an Bedeutung, von Schachtelsätzen ganz zu schweigen. Dafür wurden polysyndetische Reihungen mit „und“ immer beliebter. Abgesehen vom morphologischen gab es aber auch einen inhaltlichen Wandel in der Kommunikation. Traf man sich im Prä-Internet-Zeitalter, hatte man nur eine begrenzte Zeit zur Verfügung. Man musste sich die Zeit einteilen und entscheiden, was wichtig bzw. vernachlässigbar war. Zudem hatte man sich über einen bestimmten Zeitraum nicht gehört, so dass man sich gegenseitig erst einmal auf den neuesten Stand der Dinge bringen musste. Diese „Informationslücken“ gibt es heute nicht mehr. Vom wach/schlaf-Statusbericht über GPS-Ortungs- und Bewegungsmuster bis hin zu Biorhythmusauswertungen kann man lückenlos am Leben der anderen teilhaben. Sich im weiten All des Webs zu verzetteln, war noch nie so einfach wie heute.

### Mehr Transparenz geht immer

Es gab Zeiten, da war es undenkbar, einem Unbekannten sensitive Daten zu überlassen. Wohl gemerkt, die Rede ist nicht von Datenklau im Netz, sondern von freiwillig

zur Verfügung gestellten Informationen. Der Wunsch, auf vielen Hochzeiten zu tanzen, überall dabei und Teil des öffentlichen Lebens zu sein, verleitet viele dazu, alles von sich preiszugeben. Was für den Einzelfall noch wohlwollend als „naiver Umgang“ abgetan werden kann, ist als Massenphänomen gesellschaftlich durchaus bedenklich. Einmal im Netz befindliche Daten sind faktisch kaum mehr zu eliminieren, da das Löschen auf einer Seite nicht garantiert, dass Daten oder Bilder nicht bereits weiter im Internet diffundiert sind. Selbst Jahre oder Jahrzehnte später können sich so zunächst harmlose Sachverhalte als kompromittierend herausstellen, z.B. wenn ein zukünftiger Arbeitgeber keine Nachsicht mit in grauer Vorzeit geposteten „Jugend-sünden“ zeigt. Interessanterweise ist im real-physischen Umgang eine maßvolle Reserviertheit gegenüber Unbekannten nach wie vor gegeben. Lediglich im Netz wird diese über Bord geworfen, man „kennt sich ja“. Das führt zu der irrwitzigen Situation, dass ein vollelektronisches System während eines Urlaubs dafür sorgt, dass in unregelmäßigen Abständen das Licht im Eigenheim an- und abgeschaltet wird, um so eine Anwesenheit für potenzielle Einbrecher vorzutäuschen, gleichzeitig aber aktuelle Urlaubsfotos mit dem Vermerk, wie fantastisch der Urlaub gerade sei, in diverse Netzwerke hochgeladen werden.

### Fazit

Weder sollte Schwarz-Weiß-Malerei betrieben werden noch ging es darum, die positiven Errungenschaften des Internets – die klar auf der Hand liegen – in Frage zu stellen. Vielmehr sollte der Blick bewusst auf die Kehrseite der digitalen Medaille gerichtet werden. Noch vor zehn Jahren hat es fünf bis sieben Jahre gedauert, bis sich das Wissen der Welt verdoppelt hat. Heute reichen rund 700 Tage. Wen wundert es, dass viele Menschen sich überfordert und gefrustet fühlen? Einer repräsentativen Studie der Techniker-Krankenkasse zufolge empfinden acht von zehn Deutschen ihr Leben als stressig. Jeder Dritte stehe unter Dauerstrom, jeder Fünfte bekäme zudem die Folgen gesundheitlich zu spüren – von Schlafstörungen bis hin zum Herzinfarkt. Vielleicht frisst in gewisser Weise die Digitale Revolution ihre Kinder? ■

Marc Moschettini



*Auch im Internet sollte vorsichtig mit sensitiven Daten umgegangen werden.*

# Lebensqualität

## Wo sich Expatriates weltweit am wohlsten fühlen

Zwei aktuelle Umfragen unter Expats zeigen, in welchen Ländern es sich gut oder schlecht leben lässt. Die Ergebnisse sind dabei teilweise überraschend – auch was die Lebensqualität in Europa angeht.

Umfragen und Analysen zur Frage, welche Länder die höchste Lebensqualität bieten, gibt es viele. Teilweise ist dabei nicht immer nachvollziehbar, wie zuverlässig und aussagekräftig die ermittelten Ergebnisse sind. Sehr glaubwürdig erscheinen aber Studien, die auf Umfragen unter den sogenannten Expatriates (kurz: Expats) beruhen. Denn wer wenn nicht diese Expats – das sind von einem international tätigen Unternehmen vorübergehend in eine ausländische Zweigstelle entsandte Fachkräfte – wissen besser zu beurteilen, wie gut oder schlecht es sich in einem Land wirklich leben lässt?

### Die beliebtesten Länder

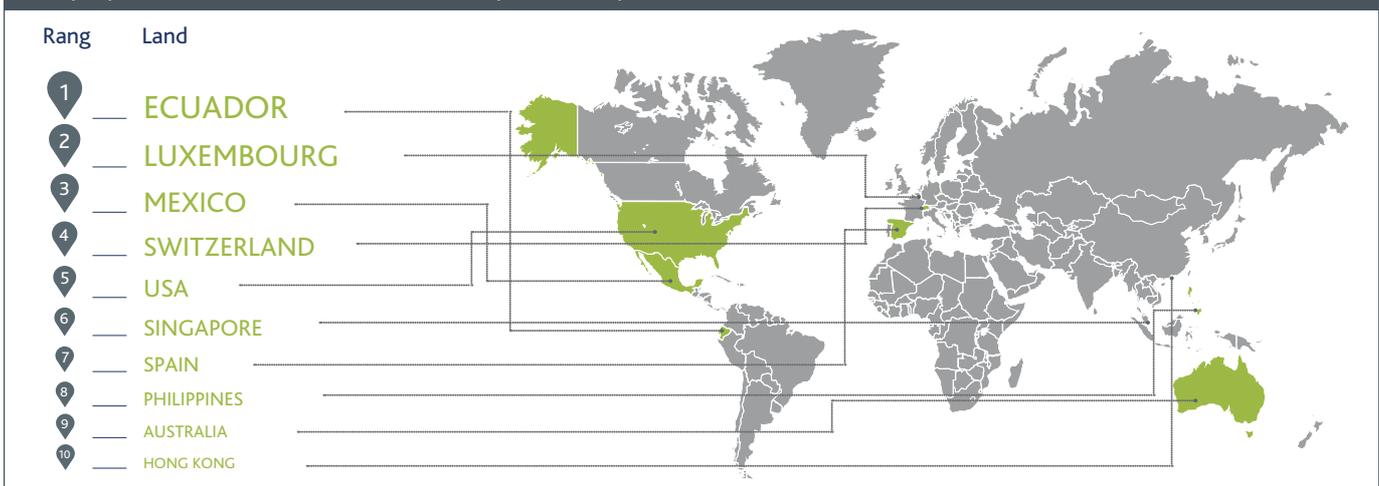
Der Klassiker unter dieser Form der Umfragen ist der Expat Explorer Survey, der vom britischen Finanzkonzern HSBC erstellt wird. Bei der inzwischen siebten Umfrage wurden in diesem Jahr 9.300 im Ausland arbeitende Manager in mehr als 100 Staaten danach befragt, wo nach ihrer Einschätzung die Lebensqualität am höchsten ist. Die beliebtesten unter den einbezogenen 34 Ländern sind demnach die Schweiz, Singapur und China. Deutschland, das von den Deutschen selbst oft schlecht geredet wird, landet auf Rang vier und damit sogar noch vor dem auf Platz sechs eingruppierten Naturparadies Neuseeland. Eine bessere Platzierung wird im Falle Neuseelands durch die schwache Einschätzung der wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen (Haushaltseinkommen, verfügbares Einkommen, Zustand der Volkswirtschaft) verhindert. Denn bei der Benotung der jeweils vor Ort gemachten Erfahrungen und der Rahmendaten für das

Länder-Ranking des HSBC Expat Explorer Survey 2014

Land	Expat Explorer Overall		Expat Economics		Expat Experience		Raising Children Abroad	
	Rang	Score	Rang	Score	Rang	Score	Rang	Score
Switzerland	1	0,55	2	0,64	5	0,52	10	0,48
Singapore	2	0,53	3	0,58	3	0,52	5	0,50
China	3	0,53	1	0,70	26	0,44	12	0,46
Germany	4	0,53	7	0,57	10	0,50	3	0,52
Bahrain	5	0,51	11	0,51	2	0,54	9	0,49
New Zealand	6	0,50	22	0,41	1	0,55	1	0,54
Thailand	7	0,49	13	0,50	5	0,51	14	0,46
Taiwan	8	0,49	9	0,53	7	0,51	18	0,43
India	9	0,49	12	0,50	20	0,46	6	0,50
Hong Kong	10	0,48	6	0,57	17	0,47	22	0,41
Canada	11	0,48	17	0,47	12	0,49	8	0,49
Australia	12	0,48	14	0,48	4	0,52	19	0,43
Qatar	13	0,47	5	0,57	28	0,44	21	0,41
Oman	14	0,47	4	0,58	19	0,47	27	0,36
United Arab Emirates	15	0,47	10	0,51	21	0,46	16	0,44
Vietnam	16	0,46	8	0,53	15	0,48	25	0,38
Russia	17	0,45	19	0,45	13	0,49	20	0,42
Japan	18	0,45	25	0,36	16	0,48	4	0,50
Malaysia	19	0,44	16	0,47	18	0,47	24	0,39
Belgium	20	0,44	23	0,38	27	0,44	7	0,49
Mexico	21	0,43	18	0,46	24	0,45	25	0,37
South Africa	22	0,43	31	0,27	14	0,48	2	0,53
France	23	0,41	30	0,28	9	0,50	13	0,46
Spain	24	0,41	32	0,23	8	0,51	11	0,48
Ireland	25	0,40	28	0,33	11	0,49	23	0,39
Turkey	26	0,40	21	0,43	22	0,46	31	0,32
Netherlands	27	0,40	27	0,33	30	0,42	15	0,45
Saudi Arabia	28	0,40	15	0,48	32	0,39	30	0,33
Kuwait	29	0,40	20	0,45	33	0,38	28	0,36
United States	30	0,38	24	0,37	25	0,44	29	0,34
Italy	31	0,37	33	0,23	23	0,45	17	0,43
Brazil	32	0,36	26	0,35	29	0,43	33	0,30
United Kingdom	33	0,35	29	0,32	31	0,42	32	0,31
Egypt	34	0,22	34	0,19	34	0,27	34	0,19

Quelle: HSBC Expat Explorer Report 2014

## Die Top Expat Destinationen laut dem InterNations Expat Insider Report 2014



Quelle: InterNations Expat Insider Report 2014

Aufziehen von Kindern landet Neuseeland auf Platz eins. Deutschland hat übrigens Platz vier erreicht, obwohl die deutsche Küche nicht jedem Expat zusagt und auch das Finden von Freunden als oft nicht einfach bezeichnet wird.

#### Lebensqualität in der Schweiz am höchsten

In der topplatzierten Schweiz ist letzteres aber offenbar sogar noch schwieriger. Zufrieden sind die Befragten mit Blick auf das Land der Eidgenossen neben den wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen (Platz zwei nach China) unter anderem mit einem ausgewogenen Gleichgewicht zwischen Arbeits- und Freizeitleben. Das Finanzielle spielt ebenfalls eine Rolle. Kein Wunder, verdient ein Viertel der in der Schweiz lebenden Expats doch mehr als 200.000 USD im Jahr. In Sachen Einkommen ebenfalls sehr interessant: Besonders gut dotiert sind Auslandsjobs in Asien. Im Schnitt erhalten die Befragten dort ein Jahresgehalt von 120.000 USD, was deutlich über dem Durchschnittswert von 92.000 USD liegt. Nach Asien werden viele Umfrageteilnehmer aber auch deshalb gelockt, weil sie eine neue Herausforderung in einem anderen Kulturkreis suchen. Viel Neues gibt es sicherlich auch in Brasilien und Ägypten zu erkunden, dies verhindert aber nicht, dass diese beiden Schwellenländer auf dem drittletzten und dem letzten Platz landeten. Dazwischen, auf dem vorletzten Platz, rangiert mit Großbritannien etwas überraschend ein europäisches Land, wobei hier die Noten bei den Hauptkriterien durchgehend schlecht ausfallen.

Zu teilweise anderen Umfrageergebnissen als der HSBC-Expat Explorer Survey kommt der in diesem Jahr erstmals erstellte Expat Insider Report. Durchgeführt wird dieser Bericht von der Expat-Community InterNations. Mit weltweit 1,4 Mio. Mitgliedern verfügt InterNations über eine gute Basis, um Expats danach zu fragen, wie gut ihr Leben in ihrer neuen Heimat ist und wie glücklich sie dort sind. Fragen wie diese wurden fast 14.000 Teilnehmern aus 169 Ländern mit 165 Nationalitäten gestellt, was sogar mehr als bei der HSBC-Umfrage ist. Auch deshalb scheint der Expat Insider Report als eine interessante Quelle für Auswanderungswillige zu taugen, die sich dafür interessieren, wo es sich am besten leben lässt. Zumal ganz besonders gezielt danach gefragt wurde, wie persönlich zufrieden die Teilnehmer mit vielen verschiedenen Aspekten des täglichen Lebens sind. Befragt wurden dabei nicht nur Führungskräfte, sondern auch andere Gruppen, die es ins Ausland gezogen hat. 87% der Befragten verfügen über einen Hochschulabschluss.

#### Ecuador bei InterNations die Nummer eins

Spannend an den Ergebnissen sind unter anderem die Namen von zwei Ländern der drei Erstplatzierten im Gesamtranking. Denn Rang eins und Rang drei unter 61 berücksichtigten Ländern belegen mit Ecuador und Mexiko zwei Emerging Markets. Ecuador, wohin es besonders viele Ruhestandler zieht, punktet dabei mit niedrigen Lebenshaltungskosten und damit, wie einfach es ist, neue Freunde zu finden. Neun von zehn Expats in Ecuador bezeichnen

sich als glücklich und 42% können sich sogar vorstellen, für immer dort zu bleiben. Übrigens: Unter allen Nationalitäten sind es die Briten, die am häufigsten im Ausland bleiben. Erinnern wir uns an die schlechte Platzierung in der HSBC-Umfrage, so lässt sich dieses Verhalten auch leicht erklären.

Was die Nummer drei im InterNations-Ranking angeht, so kann Mexiko mit der Freundlichkeit seiner Bewohner überzeugen. Außerdem ist das persönliche Glücksempfinden überdurchschnittlich hoch. Trotzdem dürfte das Land nicht jedermanns Sache sein. Schließlich hat die Mafia praktisch den Staat übernommen. Wem es um die Karriere geht, der dürfte im zweitplatzierten Luxemburg richtig sein, zumindest schätzen karriereorientierte Auswanderer das kleine Fürstentum. 89% sind mit ihrem Leben dort zufrieden, aber wenn es um das persönliche Glücksempfinden geht, findet sich das Land nur auf Platz 50 wieder.

Aufschlussreiche Details fördern auch die Resultate der abgefragten Unterkategorien zu Tage. Wenn es um ein gutes Umfeld für die Familie geht, schneiden wie in anderen Umfragen die skandinavischen Länder sehr gut ab. Unbeliebt sind in dieser Hinsicht dagegen arabische Länder. Bei der Lebensqualität belegt auch hier die Schweiz den ersten Platz. Spanien, Österreich und Deutschland rangieren zudem auf den Plätzen zwei, drei und fünf. Trotz Euro-Krise muss sich Europa keineswegs verstecken – zum Leben hat der alte Kontinent anscheinend noch immer einiges zu bieten. ■

Jürgen Büttner

## Nachhaltiges Investieren

# Schwankungen bei Wind und Sonne ausnutzen

Die Stromspeicherung wird sich bei der Energiewende zu einem zentralen Element entwickeln.

Der Energiesektor stellt sich auf ein neues Leben mit Wind und Sonne ein. Die internationale Energieagentur (IEA) geht im „World Energy Outlook 2013“ davon aus, dass Erneuerbare Energien bis 2035 in etwa die Hälfte des Anstiegs der weltweiten Stromerzeugung abdecken, wobei Strom aus fluktuierenden Ressourcen – also aus Windenergie und Photovoltaik – 45% der Zunahme ausmachen wird. Es wird aber nur mit Hilfe von Speicherkapazitäten möglich sein, Stromüberschüsse umweltfreundlich und kostengünstig aufzufangen und wieder bereitzustellen, sobald die Nachfrage dies erfordert.

## Günstige Preise als Markttreiber

Bei stationären Speichersystemen für die Sicherung der Netzstabilität, den erhöhten Eigengebrauch von Solarstrom oder für die Bereitstellung von Regelleistungen werden laut einer Studie der Schweizer Bank J. Safra Sarasin auch künftig verschiedene Typen von Akkumulatoren eingesetzt. „Die Umweltverträglichkeit der Batterietechnologie wird in Zukunft eine wichtige Rolle

spielen“, so die Analysten der Bank. Im Züricher Start-up-Unternehmen Ampard ist man der Auffassung, dass das Energiemanagementsystem entscheide, wann welcher Speicher verwendet wird.

Die Marktanalysten von Lux Research erwarten, dass sich allein das Volumen des Marktes für stationäre Stromspeicher in Wohnhäusern – getrieben durch die Integration von Solaranlagen – bis 2020 auf 1,2 Mrd. USD verzehnfachen wird. Insgesamt prophezeien sie, dass dann, bedingt durch einen Preisverfall bei Akkus für Elektroautos, privat und gewerblich genutzte Speicher im Gesamtwert von 2,8 Mrd. USD abgesetzt haben werden.

## Schub durch hochleistungsfähige Batterien

Viele Unternehmen der Energietechnik sind in die Bereiche Speicherung und Energiemanagement eingestiegen. Der Schweizer Konzern **ABB** etwa wird auf Kodiak Island in Alaska eine auf einem Schwungradsystem

basierende Netzstabilisierungslösung mit zwei integrierten 1,5-Megawatt (MW)-Batteriespeichern installieren und damit den Anteil an erneuerbaren Energien im Mikronetz erhöhen. Die zur Verfügung gestellte Speichertechnologie soll Schwankungen eines Windparks ausgleichen. ABB hat bereits Lösungen für weltweit mehr als 80 Mikronetze entwickelt und bereitgestellt.

Zu den größten Herstellern wieder aufladbarer Batterien zählt der japanische Konzern **GS Yuasa**. Die Produktionspalette reicht von Starterbatterien für die Auto- und Motorradindustrie über Akkus für Notstromversorgungen und Lithium-Ionen-Batterien für den elektrischen Antrieb bis hin zu Energiespeichersystemen. GS Yuasa geriet zuletzt in Schwierigkeiten, nachdem an Bord des neuen Dreamliners von Boeing aus ungeklärter Ursache die Li-Ionen-Batterien zu schmoren angefangen hatten. Wer sich von den jüngsten Kursverlusten nicht schrecken lässt, kann sie als Kaufchance nutzen.

Illustration: jobannung, BerSonnE (freid. iStock)

Auswahl von Unternehmen mit maßgeblichen Tätigkeiten in der Energiespeicherung

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2013	Umsatz 2014e	EpS 2013	EpS 2014e	KGV 2013	KGV 2014e
ABB (CH)	919730	17,73	41.040,3	33.212,0	32.069,0	1,09	0,96	16,3	18,5
Andritz (A)	632305	41,77	4.344,1	5.710,8	5.922,3	0,64	1,98	65,3	21,1
Capstone Turbine (USA)**	615344	0,75	247,3	108,1	114,1	-0,04	-0,02	n. ber.	n. ber.
GS Yuasa (JAP)**	A0B9FC	3,80	1.571,6	2.524,2	2.791,7	0,20	0,30	19,0	12,7
Hydrogenics (CAN)	A1CSG9	11,41	115,1	29,8	36,6	-0,73	-0,25	n. ber.	n. ber.
Johnson Controls (USA)**	857069	39,64	26.403,4	34.036,6	33.927,1	2,50	2,88	15,9	13,8
NGK Insulators (JAP)**	862417	18,83	6.168,0	2.212,4	2.576,4	0,63	0,94	29,9	20,0
SMA Solar (D)	A0DJ6J	18,17	630,5	932,5	891,6	-1,92	-0,86	n. ber.	n. ber.

\*) in Mio. EUR; \*\*) gebrochenes Geschäftsjahr 2013/14 und 2014/15; alle Angaben in EUR, Umrechnungskurs zum USD 1,27, zum CD 1,42 und zum Yen 136,9; Quellen: Reuters, onvista.de, Geschäftsberichte der Unternehmen

Bei Natrium-Schwefel-Batterien ist **NGK Insulators** weltweit führend. Die Akkus haben einen hohen Wirkungsgrad und werden in Batterie-Speicherkraftwerken für die Speicherung von überschüssiger elektrischer Energie verwendet. Sie können nachts mit günstigem Strom geladen werden, zu Spitzenlastzeiten das Netz stützen und abwechselnd be- und entladen werden.

**Künstliches Erdgas als Energiespeicher**  
Der weltweit größte Batteriehersteller **Johnson Controls** legt den Schwerpunkt auf den Automobil-, Bau- und Energiespeicherbereich. Der US-Konzern bietet unter anderem Akkus an, die zu einem effizienteren Energiemanagement in Bürogebäuden und anderen Gewerbeimmobilien verhelfen. Die Batteriesysteme sind clever genug vorherzusehen, wann es sich lohnt, Strom zu speichern – und wann dieser wieder abgegeben werden sollte.

Ebenfalls in den USA zu Hause ist **Capstone Turbine**. Das Unternehmen ist als Hersteller emissionsarmer Gasmikroturbinen, die mittels Verbrennung – etwa von Biogas – Strom erzeugen, ebenfalls global führend. Die Effizienz der Turbinen lässt sich erheblich steigern, wenn neben der (netzunabhängigen) Stromerzeugung auch die Abwärme genutzt wird. Das Unternehmen wird nach Einschät-

zung von Analysten im Geschäftsjahr 2015/16 die Gewinnschwelle überschreiten. Mutige Anleger greifen schon jetzt zu.

Vielversprechend sind Anbieter im Umfeld der Power-To-Gas-Technologie (P2G). Dazu gehört **Hydrogenics**, das zum Beispiel E.on zu seinen Kunden zählt. In einem Werk in Brandenburg produziert der deutsche Energieriese mit den Lösungen der Kanadier sogenanntes Windgas. Strom aus Windkraftanlagen betreibt Elektrolyseure, die Wasser in seine Grundkomponenten Wasserstoff und Sauerstoff zerlegen. Danach wird der Wasserstoff in ein Hochdruck-Gasübertragungsnetz eingespeist. Marktpotenzial, Technologie und Kapitalisierung sprächen für Hydrogenics, so der kanadische Finanzdienstleister Canaccord Genuity. Der Aktienkurs hat sich zwar seit Mitte März fast halbiert, strebt inzwischen jedoch wieder aufwärts.

#### Stromreserve Wasserkraft

Lösungen für mehr Unabhängigkeit in der Anwendung von Energie bietet auch **SMA Solar Technology** an. Dabei bildet die Integration von Speichern einen Schwerpunkt. Die Angebote reichen von der effizienten Nutzung des eigenen Sonnenstroms in Haushalten und Gewerbebetrieben über

einen neuen Batterie-Wechselrichter der MW-Klasse bis hin zu einer umfassenden Systemlösung für Großkraftwerke.

Als kurzfristig einsetzbare Stromreserve eignet sich auch die Wasserkraft. Laut einer Studie des irischen Marktforschungsunternehmens Research and Markets soll in den kommenden neun Jahren der weltweite Markt für Pumpspeicherwerke schneller wachsen als je zuvor. Von dieser Entwicklung dürfte die deutsche Tochter des österreichischen Technologiekonzerns **Andritz** profitieren. Das Unternehmen liefert Pumpspeicherkraftwerke sowie dezentrale Lösungen, die aus Maschinen mit variabler Drehzahl bestehen.

#### Fazit

Die aufgeführten Beispiele und die genannten Unternehmen decken nur einen Teil der Anwendungsmöglichkeiten für Speicherslösungen ab. Mit den Erfahrungen und den nötigen Skaleneffekten aus einer breiteren Nutzung der Technologien eröffnet sich einer ganzen Reihe von Firmen ein attraktiver Wachstumsmarkt. Die Speicherung erneuerbarer Energien könnte sich daher auch schon sehr bald als Anlagethema aufdrängen.

*Michael Heimrich*

Anzeige

# Smart Investor E-Paper



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

## Exklusiv für Abonnenten:

Lesen Sie jetzt das  
unabhängige  
Anlegermagazin als  
E-Paper:

Mobil & smart

Volltextsuche

Für PC & Tablet

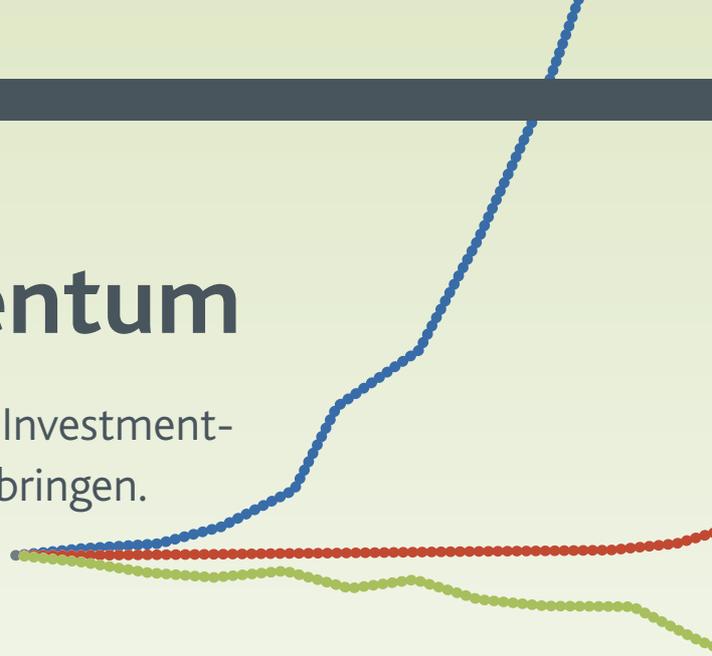
Jetzt testen!  
[smart-i.de/emag](http://smart-i.de/emag)

## Phänomene des Marktes

# Value trifft Momentum

Die Kombination der beiden bewährten Investmentmethoden kann entscheidende Vorteile bringen.

Gastbeitrag von Norbert Keimling, StarCapital AG



Norbert Keimling, Jahrgang 1979, leitet die Kapitalmarktforschung der StarCapital AG. Nach seinem Studium der Wirtschaftsinformatik startete er seine berufliche Laufbahn im quantitativen Research der AMB Generali in Köln. Seit 2004 ist er für die StarCapital tätig und verantwortet unter anderem den internationalen Aktienfonds StarCapital Priamos.

Viele Investoren treffen ihre Anlageentscheidungen entweder auf Basis fundamentaler oder aber auf Basis technischer Kriterien. Doch weshalb sollten sich Anleger dogmatisch für eine Stilrichtung entscheiden, wenn gerade die Kombination beider Ineffizienzen den größten Erfolg verspricht?

### Late Winner und Value Traps

Dass Value-Investoren langfristig einen Mehrwert zu ihrer Benchmark erzielen können, belegen nicht nur zahlreiche akademische Studien, sondern auch eine Vielzahl erfolgreicher Value-Investoren. Doch nicht jede attraktive Aktie steigt direkt nach dem Kauf und erweist sich als lukratives Investment. In der Praxis existieren auch weniger interessante Value-Aktien: So versteht man bspw. unter „Late Winnern“ solche Value-Aktien, die nach dem Kauf zwar ansteigen, allerdings erst nach einer längeren Periode der Ereignislosigkeit. Die sogenannten „Value Traps“ umfassen darüber hinaus diejenigen Value-Aktien, die überhaupt nicht mehr ansteigen (Abb. 1). Doch wie lassen sich schnell ansteigende Value-Aktien aufspüren, das Timing von Late Winnern verbessern und Value-Traps frühzeitig identifizieren? Eine Möglichkeit besteht darin, aus Value-Aktien nur diejenigen auszuwählen, die bereits eine Bodenbildungsphase abgeschlossen haben. Konkret also Aktien, welche neben einer Unterbewertung auch ein überdurchschnittliches Preismomentum aufweisen.

### Verbesserte Kaufentscheidungen

Anleger, welche eine reine Value-Strategie verfolgen, investieren zu häufig in die durch längere Bodenbildungsphasen gekennzeichneten Late Winner und damit zeitlich

gesehen zu früh. Erst wenn andere Marktteilnehmer die Unterbewertung ebenso erkennen und die Kursnotierungen als Folge steigen, entfalten Value-Unternehmen ihr eigentliches Potenzial. Die Berücksichtigung von Momentumfaktoren kann bei der Entscheidung für den richtigen Investitionszeitpunkt helfen und das Risiko einer verfrühten Investition senken. Darüber hinaus ist die Wahrscheinlichkeit geringer, dass sich eine Aktie, die sich bereits im Aufwärtstrend befindet, später als Value Trap herausstellt.

### Empirie bestätigt Theorie

Im Zeitraum von 1965 bis 2009 konnten sowohl Value- als auch Momentum-Strategien überdurchschnittliche Zuwächse im Vergleich zur Benchmark erzielen: Während der US-Aktienmarkt eine durchschnittliche Rendite von 11,0% p.a. erzielte, konnten Value- und Momentum-Investoren bessere Ergebnisse verbuchen (17,1% p.a. bzw. 14,2% p.a.). Die höchsten Renditen lieferte nach den Berechnungen von O'Shaughnessy (2012) jedoch die Kombinationsstrategie aus Value und Momentum: Die erzielte Rendite von 21,1% p.a. liegt für den betrachteten Anlagezeitraum ca. 4% über den Ergebnissen der jeweils einzeln betrachteten Strategien. Und dies bei vergleichsweise geringen Risiken: Die Volatilität der Kombinationsstrategie liegt mit 17,7% unterhalb des Gesamtmarktes (19,3%), unterhalb der Momentumstrategie (25,2%) und unterhalb der meisten Ein-Faktor-Value-Strategien (Abb. 2).

### Sind diese Erkenntnisse repräsentativ?

Die nach 14 Jahren Kursstagnation vieler Leitindizes unrealistisch anmutende abso-

Abb. 1: Fast Winner sofort, Late Winner später kaufen

**Value Fast Winners**

Value-Aktien, die nach dem Kauf zeitnah ansteigen. Diese Aktien sollten den Portfolioschwerpunkt bilden. Value- in Kombination mit Momentum-Indikatoren erleichtern die Identifikation.

**Value Late Winners**

Value-Aktien, die nach dem Kauf zwar ansteigen, aber erst nach einer längeren Seitwärtsphase. Diese Aktien sollten Investoren erst später erwerben. Momentum-Indikatoren können anzeigen, wann eine Aufwärtsbewegung einsetzt und somit das Timing optimieren.

**Value Traps**

Value-Aktien, die langfristig enttäuschen, beispielsweise weil sich fundamentale Aussichten zunehmend verschlechtern. Diese sollten möglichst durch Momentum- und Bilanzqualitätskriterien ausselektiert werden.

Klassifizierung von Value-Aktien in Anlehnung an Bird (2007). Quelle: StarCapital

lute Höhe der von O'Shaughnessy berechneten Renditen von über 20% p.a., die auffällig hohe relative Outperformance zum Markt, die geringeren Wertzuwächse vergleichbarer Strategien in der Praxis und die z.T. nachträglich optimiert wirkende Faktorkombination werfen die Frage auf, inwieweit sich diese Ergebnisse auch in anderen Studien, Märkten und Zeiträumen verifizieren lassen. So sollte

ein Anleger die Wertentwicklung aus den Boom-Phasen der US-amerikanischen Börse, auf denen die untersuchten Studien größtenteils basieren, nicht als Erwartungshaltung in die Zukunft übertragen. Wenngleich die Anzahl vorliegender Studien vergleichsweise gering ausfällt, dokumentieren jedoch auch andere Autoren wie Asness oder Bird die Überlegenheit von Kombinationsstrategien.

**Überlegenheit von Kombinationsstrategien**

Auch eigene Studien im Zeitraum von 1986 bis 2008 in 32 internationalen Aktienmärkten legen nahe, dass Value-Investoren das Preismomentum in Investitionsentscheidungen mit einbeziehen sollten: Während der Gesamtmarkt im Untersuchungszeitraum um durchschnittlich 9,3% p.a. zulegte, generierte ein Kombinationsport-

Anzeige

# Basisanlagen

## Eine Klasse für sich – bei Sicherheit und Ertrag

**BANTLEON YIELD**  
**BANTLEON OPPORTUNITIES S**  
**BANTLEON OPPORTUNITIES L**  
**BANTLEON FAMILY & FRIENDS**

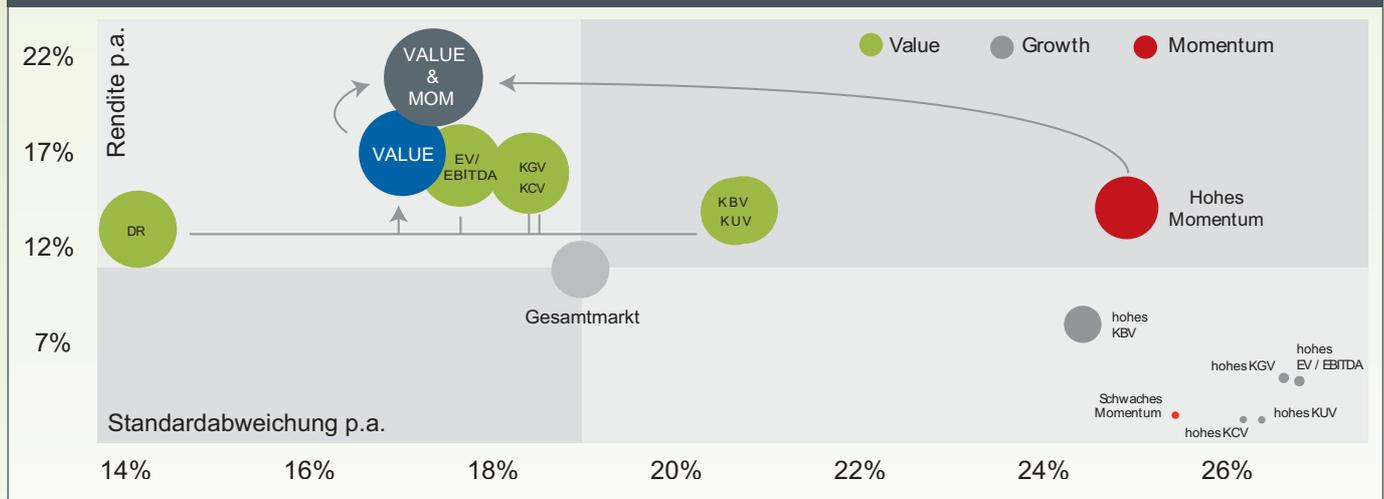


Rechtlicher Hinweis: Bei dieser Anzeige handelt es sich um Werbung. Sie stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot für den Kauf oder Verkauf eines Produkts dar. Die aufgeführten Produkte sind Publikumsfonds nach Luxemburger Recht. Eine Anlageentscheidung sollte in jedem Fall auf Grundlage des Verkaufsprospekts, der wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) und des jüngsten Jahres- bzw. Halbjahresberichts erfolgen. Diese Dokumente sind kostenlos bei der BANTLEON AG, Karl-Wiechert-Allee 1A, D-30625 Hannover, bei der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wien und bei der BANTLEON BANK AG, Bahnhofstrasse 2, CH-6300 Zug sowie unter [www.bantleon.com](http://www.bantleon.com) erhältlich. Mit den abgebildeten FERI EuroRating Awards in der Kategorie »Absolute Return« wurde BANTLEON dreimal in Folge als Fondsmanager ausgezeichnet. Wertentwicklungen der Vergangenheit sowie Auszeichnungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

**BANTLEON**  
 Der Anleihemanager

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

Abb. 2: Kombination aus Value und Momentum erzielte 1965-2009 das höchste Sharpe Ratio



Verschiedene Anlagestrategien nach Standardabweichung und jährlicher Rendite im Zeitraum von 1965 bis 2009 (O'Shaughnessy 2012). Die Größe der jeweiligen Blase spiegelt das jeweilige Sharpe Ratio des Portfolios wider. Der Gesamt-Value-Indikator „Value“ setzt sich aus verschiedenen Value-Faktoren zusammen. Das Momentum basiert auf 6-monatiger Preisentwicklung. Weitere Informationen finden Sie in unserer Studie „Value trifft Momentum“ unter [www.starcapital.de](http://www.starcapital.de). Quelle: StarCapital

folio aus Value-Aktien mit überdurchschnittlichem Kursmomentum 19,0% p.a. Dies entspricht einer Outperformance von über 5% im Vergleich zu reinen Value- bzw. Momentumstrategien (13,8% bzw. 13,5%). Die Ergebnisse erwiesen sich für verschiedene Value-Definitionen als robust und fielen für alle klassischen Value-Kennzahlen tendenziell ähnlich aus (Abb. 3).

Value-Investoren, welche das Preismomentum in ihre Investitionsentscheidung einbeziehen, können dabei nicht nur die Höhe ihrer Outperformance steigern. Auch der Anteil positiver Kaufentscheidungen steigt mit 57,6% im Vergleich zu reinen Value-Strategien (52,2%) bei allen untersuchten Value-Indikatoren signifikant. Die Zusammenhänge wurden auch in 32 Märkten separat untersucht. In etwa 24 von 32 Ländern (75,6%) führte eine Investition in Value-Aktien mit hohem Momentum zu höheren Wertzuwächsen als bei reinen Value-Portfolios.

**Profitieren von negativen Korrelationen**  
Investoren, welche in Value-Aktien investieren und dabei Aktien mit überdurchschnittlichem Kursmomentum bevorzugen, können außerdem von der negativen Korrelation zwischen Value- und Momentum-Prämien profitieren. Da Value- und Momentum-Aktien ihren Mehrwert in unterschiedlichen Marktphasen generieren,

können Value-schwache Perioden in einem stärker stildiversifizierten Portfolio einer Kombinationsstrategie abgemildert werden – ohne dass von einem Value-Fokus abgewichen werden oder die erhöhte Volatilität reiner Momentum-Strategien in Kauf genommen werden muss.

**Reiner Value-Ansatz birgt Nachteile**

Noch ein anderer Aspekt legt nahe, Momentum-Kriterien bei Investitionsentscheidungen zu berücksichtigen: nicht nur Value- und Momentum-Prämien, sondern auch Value- und Momentum-Kriterien sind

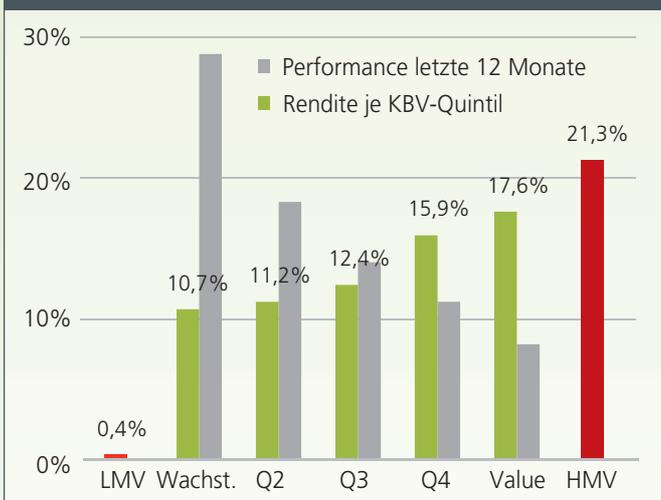
negativ korreliert. Value-Investoren, die sich ausschließlich von Bewertungskriterien leiten lassen, laufen aufgrund der negativen Korrelation von Value- und Momentum-Kriterien Gefahr, überwiegend in Aktien mit unterdurchschnittlichem Kursmomentum zu investieren. So weist bspw. Asness nach, dass Value-Aktien typischerweise ein schwaches Kursmomentum aufweisen (Abb. 4). Dies hat nachteilige Folgen: Aktien mit schwachem Momentum erzielen nachweislich nicht nur enttäuschende Renditen, sie weisen auch eine überdurchschnittliche Kursvolatilität auf (vgl. Abb. 2).

Abb. 3: Internationale Kombinationsstrategien aus Value und Momentum 1986-2008

Untersuchte Strategie	Value	Value+RS	Mehrwert	pSig Value	pSig Value+RS	Länder pos.
Kurs-Gewinn-Verhältnis	13,5%	18,6%	5,1%	52,4%	57,4%	81,3%
Kurs-Cashflow-Verhältnis	14,2%	19,6%	5,4%	52,5%	56,2%	75,0%
Kurs-Buchwert-Verhältnis	14,0%	18,9%	4,9%	52,3%	58,7%	68,8%
Kurs-Umsatz-Verhältnis	13,6%	17,2%	3,6%	51,2%	55,0%	71,9%
Dividendenrendite	12,1%	16,5%	4,4%	52,1%	57,4%	71,9%
Multifaktor Value-Strategie	15,2%	23,3%	8,1%	52,8%	60,8%	84,4%
Mittelwert	13,8%	19,0%	5,3%	52,2%	57,6%	75,6%

Abgebildet sind die Renditen verschiedener international anlegender Ein- und Mehr-Faktor-Strategien. Die Spalte „Value“ stellt die Wertentwicklung einer Strategie dar, welche jeweils monatlich 12 Monate in alle Aktien des jeweils 1. Dezils investiert. „Value+RS“ bildet die Schnittmenge aus dem jeweils 1. Value- und Momentum-Dezil (6 Monate). Die Spalten „pSig Value“ bzw. „pSig Value+RS“ geben an, wie viele Signale auf Aktienebene eine Outperformance zur Benchmark generierten. Die Spalte „Länder pos.“ gibt an, in wie vielen Ländern eine zusätzliche Berücksichtigung der Relativen Stärke einen Renditeanstieg zur Folge hatte. Die Benchmark erzielte im Vergleichszeitraum eine jährliche Rendite von 9,3%, das 1. RS6-Dezil 13,5%. Quellen: StarCapital, MarketQA, Worldscope und IBES.

Abb. 4: Ein starkes Momentum erhöht Value-Effekt



Abgebildet sind annualisierte Renditen im US-Markt 1963-1994 (KBV-Quintile, grün). Für diese wurde außerdem das mittlere Preismomentum der vorausgehenden 12 Monate berechnet (grau). Schnittmengen-Portfolios aus hohem Momentum und günstiger Bewertung (HMV) und niedrigem Momentum und hoher Bewertung (LMV) sind rot abgebildet (Asness 1997).  
Quelle: StarCapital

### Fazit

Zahlreiche Studien dokumentieren, dass Value-Investoren langfristig vor Kosten ca. 3% Outperformance im Vergleich zur Benchmark generieren können. Die hier vorgestellten Ergebnisse legen darüber hinaus den Schluss nahe, dass Value-Investoren ihr Renditepotenzial zusätzlich steigern können, indem sie das Preismomentum einer Aktie in ihre Investitionsentscheidungen einbeziehen.

Anleger, welche systematisch in Value-Aktien mit hohem Kursmomentum investieren, konnten in den letzten Jahrzehnten je nach Untersuchungszeitraum und Markt ca. 1-5% höhere Wertsteigerungen als reine Value-Investoren erzielen. Als Ursache erscheint es wahrscheinlich, dass Kombinationsstrategien das Timing von Value-Investments optimieren. Die Kombination von Value- und Momentum-Kriterien kann aufgrund der negativen Korrelation zwischen Value- und Momentum-Effekten darüber hinaus die Stetigkeit der Erträge verbessern und Stilzyklen glätten, was sich positiv auf das Chance-Risiko-Profil eines Value-Portfolios auswirkt.

Wir nutzen diese Erkenntnisse in unserem Aktienfondsmanagement und fokussieren uns beispielsweise in unserem internationalen Value-Fonds StarCapital Priamos seit mehreren Jahren auf attraktive Value-Unternehmen mit überdurchschnittlichem Kursmomentum. ■

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**

Inside

# Stets auf zu neuen Höhen

## Kontinuierliche Erträge und Verlustbegrenzung durch die richtige Mischung

Plötzlich war die Angst wieder da. Manche Anleger hatten sich mental bereits auf eine mögliche Jahresenddrally eingestellt, als im September/Oktober die Aktienmärkte auf Tauchstation gingen. Einerseits wurden Crash-Szenarien diskutiert, andererseits wurde der Kursrückgang nur als normales Luftholen der Märkte interpretiert. Vermögensverwaltende Multi Asset-Produkte und Mischfonds bekamen durch das aktuelle Marktgeschehen zusätzlich Relevanz.

### Anlegerliebling mit hohem Volumen

Der Flossbach von Storch Multiple Opportunities (WKN: A0M430) setzt auf breite Streuung und große Freiheit in der Portfoliostruktur. Neben Aktien und unterschiedlichen Arten von Anleihen fehlt auch Gold nicht im Portfolio. Mittlerweile wird im Fonds ein Vermögen von 5,6 Mrd. EUR

verwaltet. Damit scheidet bestimmte Investmentideen mit Aktien geringerer Marktkapitalisierung aus. Investoren sollten im Auge behalten, ob es dem Fondsmanagement gelingt, den bisherigen Erfolg auch bei steigendem Volumen weiterzuführen.

### Sokrates in der Vermögensverwaltung

Von der Münchner Vermögensverwaltung Eyb & Wallwitz kommt der Phaidros Balanced (WKN: A0MN91). In einem vom antiken Philosophen Platon verfassten fiktiven Gespräch zwischen Sokrates und seinem Freund Phaidros wird auch der Einfluss von Emotionen auf vernunftgemäße Entscheidungen thematisiert. In der Konsequenz wird bei den alten Griechen für den Vorrang des Verstandes plädiert, ein Leitbild somit auch für Vermögensverwalter. Ein starker Fokus des Fonds liegt auf dem Werterhalt

des investierten Kapitals und der möglichen Vermeidung der Folgen von Extremrisiken. Mit knapp 54% sind momentan Aktien im Fonds gewichtet. Auf der Anleihen-Seite wird aktuell vor allem in Corporate Bonds (gut 40%) investiert. Eine Kolumne zum Thema Market Timing von Fondsmanager Georg Graf von Wallwitz lesen Sie auf S 42.

### Anleihe-Experten auf Multi-Asset-Pfaden

Bantleon hat sich mit dem Bantleon Family & Friends (WKN: A1JBVE) auf das Multi-Asset-Parkett begeben, und das bislang mit gutem Erfolg. Seit Auflegung im September 2011 lag die Wertentwicklung bei knapp 23%. Das Investmentkonzept ist wie bei Bantleon gewohnt konjunkturbasiert. Es verwundert nicht, dass ein Schwerpunkt bei den Anleiheexperten auf hochqualita-

## 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)

**IPC** Concept  
[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)

## Misch-/Multi-Asset-Fonds mit vermögensverwaltendem Anspruch

Name	WKN	Perf. 1 J. (%)	Perf. 3 J. (%)	Max. Draw-down 3 J. (%)	Volumen*
Acatis Gané Value Event Fonds UI A	A0X754	4,6	34,7	-4,2	934,5
Bantleon Family & Friends	A1JBVE	8,0	23,3	-8,1	209,6
C-QUADRAT ARTS Total Return Balanced (VT) AT	A0NFHF	8,1	22,3	-6,2	271,4
Carmignac Patrimoine	A0DPWO	8,0	18,2	-9,4	23.606,8
DNCA Invest Eurose	A0MMD3	3,3	24,8	-5,9	3744,3
Flossbach von Storch Multiple Opportunities R	A0M430	9,4	37,6	-7,1	5.589,6
HWB Portfolio Plus	121543	35,9	47,0	-16,6	38,2
Jyske Invest Stable Strategy	A0B729	6,7	20,8	-5,9	196,4
M&W Privat	A0LEXD	-11,9	-36,1	-38,2	210,0
Phaidros Funds - Balanced A	A0MN91	8,1	25,9	-5,7	112,8
Schmitz & Partner Global Offensiv	A0MURD	6,7	27,9	-8,0	13,6
StarCapital Winbonds plus A	A0J23B	5,8	25,6	-4,1	422,1

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

tiven Bonds aus dem Investment-Grade-Bereich (mindestens 50% des Portfolios) liegt. Beigemischt werden können zu bestimmten Quoten High Yields, Aktien und Rohstoffe. Auf der Aktienseite werden über konjunkturelle Frühindikatoren die attraktivsten Märkte ausgewählt.

### Erfolgreiche Defensive

Aus Dänemark und Frankreich kommen mit dem Jyske Invest Stable Strategy (WKN: A0B729) und dem DNCA Invest Eurose (WKN: A0MMD3) zwei erfolgreiche Produkte, die eher defensiv ausgerichtet sind. Die Dänen setzen bei den Aktien auf ein konzentriertes Portfolio von 30 bis 50 Unternehmen, die eine geringe Korrelation aufweisen. Aktien können zwischen 0 und 40% gewichtet werden, Anleihen zwischen 60 und 100%. Seit 2009 wurde jedes Kalenderjahr positiv abgeschlossen. Der maximale Drawdown lag bei -3,15%. Im DNCA Invest Eurose werden mindestens 50% des Portfolios in festverzinsliche Wertpapiere investiert. Die Aktienquote, die nach Value-Kriterien bestückt wird, kann zwischen 0 und 35% liegen. Ein starker Fokus des Managements liegt auf der Reduzierung der Volatilität. In den letzten fünf Jahren lag der Wertzuwachs bei knapp 30%.

### Erholung bei Argentinien-Anleihen

Viele Anleger der HWB-Fonds hatten in den vergangenen Jahren harte Zeiten hinter sich mit zwischenzeitlich hohen Buchverlusten, bei denen man beispielsweise beim

HWB Portfolio Plus (WKN: 121543) seinen vermögensverwaltenden Charakter verloren hat. Mittlerweile hat die Aufholjagd nicht nur begonnen, sie ist bereits fortgeschritten und wohl auch noch nicht beendet. Seit Jahresbeginn liegt der Fonds mit 30% im Plus. Einen wichtigen Performance-Beitrag haben titulierte Argentinien-Anleihen geleistet. Im kommenden Jahr stehen in dem Land Präsidentschaftswahlen sowie eine mögliche Einigung mit den Holdouts an. Somit rücken die Höchststände des Fonds aus dem Jahr 2008 wieder in greifbare Nähe.

### Verluste ohne Begrenzung

Bei Mack & Weise und ihrem M&W Privat (WKN: A0LEXD), konzipiert als vermögensverwaltender Superfonds mit sehr weitreichenden Freiheiten, ist der Sinn zur Begrenzung von Buchverlusten im Portfolio

verloren gegangen. Die Höchstkurse des Fonds stammen aus dem Herbst 2011, seit 2013 ging es deutlich nach unten mit einem Portfolio, das nun stark auf Gold und Goldminen-Aktien fokussiert ist. Mittlerweile notiert der Fonds sogar unter seinem Emissionskurs aus dem Jahr 2006.

### Fazit

Vermögensverwaltende Fonds bieten eine breite Palette von Chance-Risikoprofilen. Unabhängig von der Rendite, die sich damit jeweils erzielen lässt, sollten die Verluste durch die Mischung der Anlageklassen unterhalb denen der Aktienfonds liegen. Zudem ist wünschenswert, dass neue Höchstkurse bei den Fondsanteilkursen nach diesen Verlustphasen nicht zu lange auf sich warten lassen.

Christian Bayer

Die richtige Mischung macht's!

Illustration: PantherMedia / Frank Peters

Anzeige



smart

mittwoch

kostenlos

wöchentlich

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

http://smart-i.de/weekly

## Analyse

# HWB Global Convertibles Plus

Gastbeitrag von A. Sabri Ergin, ERGIN Finanzberatung

## FONDS-SNAPSHOT

WKN: A0EQ1B

Fondsmanager: H. Willi Brand

Volumen: 19,52 Mio. EUR  
(Stand 31.10.2014)

Auflegungsdatum: 01.06.2005

Typ: Globaler Wandelanleihenfonds



A. Sabri Ergin, Jahrgang 1953, ist Diplom-Ingenieur und Fachwirt für Finanzdienstleistungen. Seine 1994 als Personengesellschaft gegründete ERGIN Finanzberatung wurde 2002 in eine AG umgewandelt. ERGIN managt den All Asset Allocation Fund (WKN: A0YJL5). Das Unternehmen ist von der BaFin lizenziert und bietet für private und institutionelle Kunden Vermögensverwaltung und Financial Planning an.

## HWB Capital Management

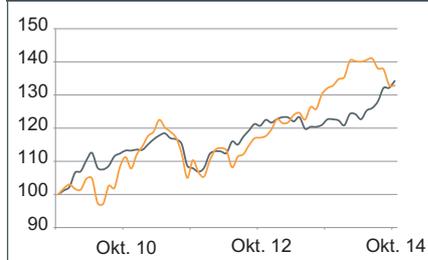
Die 1997 gegründete Vermögensverwaltung hält derzeit über 200 Mio. EUR unter Management. Fondsmanager H. Willi Brand hatte das Investmenthandwerk in den 1980er und 1990er Jahren bei Merrill Lynch und Prudential Bache gelernt. 2009 wurde HWB die Führung des HWB Convertibles Plus übertragen, der seinerzeit noch unter GIP Rendite Plus firmierte.

## Anlageprozess

Die ursprünglich investierten ABS-Programme behielt HWB zunächst bei. Um der wachsenden Gefahr zu begegnen, dass vor dem Hintergrund der europäischen Schuldenkrise der Markt der forderungsbesicherten Anleihen abermals in Mitleidenschaft gezogen werden könnte, wurde ab 2011 das bis dahin ausgeschöpfte Wertaufholpotenzial der ABS-Anlagen durch Verkäufe abgesichert. Die freien Mittel wurden zum Kauf ausgesuchter Wandelanleihen eingesetzt, die seitdem den Anlageschwerpunkt stellen. Über die beiden großen Krisen der letzten 15 Jahre hinweg bringt die Rückbetrachtung die Überlegenheit der Wandelanleihe gegenüber alternativen Anlagen zum Ausdruck. Aktuell liegt die Gewichtung der Wandelanleihen bei ca. 85%. Um die Vorteile der Anlageklasse für die Investoren zu nutzen, überprüft HWB die Kandidaten für den Fonds dabei fortlaufend anhand fundamentaler Kriterien wie der Marktstellung, eines kontinuierlichen Gewinnwachstums und einer hohen Eigenkapitalquote. Die so selektierten Wandelanleihen überzeugen mit guten Ergebnissen, was dem HWB Convertibles Plus vordere Positionen in den Rankings der global anlegenden Wandelanleihenfonds bescherte. Seit einem

Jahr liegt der Fonds mit knapp 9% im Plus – bei einer annualisierten Schwankungsbreite von ca. 6%.

HWB Convertibles Plus (grau) vs. Globale Wandelanleihen (JACI Index)



## Perspektiven

Aus Sicht des Fondsmanagers sollten die Risikokennzahlen auch künftig weiter stabil bleiben. Den Marktgegebenheiten entsprechend will HWB dabei an die seit Übernahme des Fondsmanagements gezeigte Fondsentwicklung anknüpfen. Zudem könnte 2015 eine interessante Sondersituation für den Fonds genutzt werden: Die mögliche Zahlung gerichtlich festgestellter Forderungen aus argentinischen Altanleihen an klagende Altgläubiger, zu denen auch HWB Capital Management zählt. Der Anteil titulierter Argentinienanleihen liegt aktuell bei ca. 4%. Bei einer Durchsetzung der kompletten Ansprüche erwartet HWB für den HWB Convertibles Plus einen Performanceschub im deutlich zweistelligen Prozentbereich.

## Schlussfolgerung

Für Anleger, die in ein diversifiziertes Anlageuniversum investieren, ist der Fonds langfristig zur Depotbeimischung geeignet. Der geringe Argentinien-Anteil bringt zusätzliche Würze. ■

## Interview

# „Korrektur eröffnet Investmentchancen“

Smart Investor im Gespräch mit **Lucy Bonmartel**, DNCA Finance

## Smart Investor: Beschreiben Sie bitte Ihren Investmentansatz bei der Auswahl südeuropäischer Aktien.

**Bonmartel:** Wir haben keine spezielle Fokussierung hinsichtlich eines Sektors, einer Region oder einer bestimmten Marktkapitalisierung. Wir kaufen Unternehmen mit der nachhaltigen Fähigkeit, Gewinne zu generieren, Firmen, die vom Markt unterschätzt werden bzw. deren Geschäft oder Teile davon im Verhältnis zu den Fundamentaldaten an der Börse unterbewertet sind. Aktuell investieren wir in 35 Titel. Dabei achten wir auf eine Balance zwischen Qualitätstiteln und Aktien mit Erholungspotenzial. Was die letzte Gruppe betrifft, achten wir auf die Bewertung der Möglichkeit einer Gewinngenerierung auf normalisierter Basis. Nach den kürzlich erfolgten Kursrückgängen schauen einige zyklische Titel attraktiv aus, auch wenn sich die Verbesserung des Momentum verzögert hat.

## Smart Investor: Welchen Einfluss haben makroökonomische Faktoren für die Portfolio-Konstruktion?

**Bonmartel:** Unser Investmentansatz ist Bottom-up getrieben. Aber wir berücksichtigen das ökonomische Umfeld, in dem sich ein Unternehmen entwickelt. Das gilt besonders in einer wirtschaftlichen Erholungsphase, in der Reformen und die Stabilität des Finanzsektors eine Schlüsselrolle spielen. Von daher reflektiert die unterschiedliche Bewertung spanischer und portugiesischer Aktien einerseits und italienischer Aktien andererseits den jeweiligen Fortschritt in der Erholung der Wirtschaft und den Zustand des Bankensektors in den Ländern.

## Smart Investor: Draghis „Whatever it takes“-Rede hat zu hohen Geldzuflüssen nach Südeuropa geführt. Ist von daher das Aufwärtspotenzial für diese Aktien nicht begrenzt?

**Bonmartel:** Die Geldzuflüsse haben zu steigenden Bewertungsmultiples geführt, die Gewinne sind nicht wesentlich gestiegen. Allerdings hat es schwachen Unternehmen auch günstige Möglichkeiten für Restrukturierungen eröffnet. Im Mai kam es zu Befürchtungen hinsichtlich des Wirtschaftswachstums in Europa, speziell in Italien, trotz beruhigender geldpolitischer Äußerungen der EZB. Die Schwierigkeiten mit der Spirito Santo Group im Juli in Portugal und in jüngerer Zeit politische Unsicherheiten in Griechenland haben nicht geholfen, die Situation zu entspannen. Wir glauben, dass die breite Korrektur auf mittelfristige Sicht Investmentchancen eröffnet. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass die Erholung bei den Gewinnen schwächer ausfallen und mehr Zeit benötigen könnte.

## Smart Investor: Frau Bonmartel, vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Christian Bayer



Die 46-jährige Lucy Bonmartel verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Finanzanalyse und war unter anderem für Société Générale Asset Management (1998-2006) und Axa Investment Managers (2006-2012) tätig – immer im Fokus: der Finanzsektor. Zuvor hatte Bonmartel als Beraterin bei Audifinance (1991-1994) und nachfolgend als Leiterin für Strategie- und Finanzanalyse im Bankensektor bei Eurostaf, Pearson-Gruppe, (1994-1998) gearbeitet. Von 2012 bis 2013 lehrte Lucy Bonmartel Finanzanalyse und Portfoliomanagement an verschiedenen französischen Business-Hochschulen, darunter die École Supérieure des Sciences Économiques et Commerciales (ESSEC), eine der führenden privaten Wirtschaftshochschulen in Frankreich.

Foto: iStock / Moreno Soppalà



Aktienchancen in Italien – im Bild: die Mailänder Börse

## Kolumne

# Die Mär vom richtigen Market Timing

## Ein Plädoyer für mehr Bescheidenheit

Gastbeitrag von Dr. Georg Graf von Wallwitz, Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH



*Dr. Georg Graf von Wallwitz ist Geschäftsführer der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH in München und Fondsmanager der Phaidros Funds. Als Autor veröffentlicht er zudem regelmäßig das Börsenblatt für die gebildeten Stände. Im Berenberg Verlag sind die Finanzbücher „Odysseus und die Wiesel. Eine fröhliche Einführung in die Finanzmärkte“ (2011) und „Mr. Smith und das Paradies. Die Erfindung des Wohlstands“ (2013) erschienen.*

### Korrektur oder Trendwende

War das nun eine leichte Korrektur im DAX? Oder haben wir eine Trendwende gesehen? Und sind das noch Kaufkurse? Kaum ein Thema wird in Anlegerkreisen so intensiv diskutiert wie das richtige Market Timing. Wir wollten wissen, ob sich all die Mühe lohnt, und haben nachgerechnet – bis zurück zu den Ursprüngen des Deutschen Aktienindex vor 55 Jahren. Das Ergebnis dürfte zumindest für Börsenenthusiasten ernüchternd klingen. Angenommen, wir hätten im letzten Quartal 1959 begonnen, zunächst 25 Jahre lang 1.000 EUR je Monat (bzw. das damalige DM-Äquivalent) und in den folgenden 30 Jahren 2.000 EUR je Monat unter unserer Matratze anzusparen – wir blickten heute auf eine stolze Million EUR. Dem „schlauem Anleger“ mit Zug zur Aktie wäre das sicherlich nicht genug. Er hätte abgewartet und Geld angespart, bis der DAX um mindestens ein Viertel gefallen wäre, um genau zum auf den Sturz folgenden Tiefpunkt zu kaufen – so zuletzt im September 2011, bei einem Stand von 5.502 Punkten. Nach 55 Jahren hätten auskömmliche 8,3 Mio. EUR auf seinem Depotauszug gestanden – bei stetiger Aufmerksamkeit für das Börsengeschehen. Nun wissen wir aber alle, dass niemand immer den richtigen Zeitpunkt erwischen wird. In der Realität fühlt es sich eher so an, als wären wir das Gegenteil: die stets „Dummen“.

### Kaufen vor dem Absturz

Jene „dummen Anleger“ hätten ihr Geld gespart und sich immer erst zum Kauf durchgerungen, wenn der Markt auf einem Höhepunkt vor einem mindestens fünf- undzwanzigprozentigen Absturz gestanden hätte. Erstaunlicherweise hätten aber auch sie nach 55 Jahren immerhin 5,2 Mio. EUR

verdient – was nur daran liegt, dass diese überhaupt investiert waren. Denn auch wenn sie immer nur zu den ungünstigsten Zeitpunkten gekauft hätten, im Nachhinein waren auch diese Zeitpunkte noch günstig. So hätten sie erstmals am 30. September 1960 bei einem DAX-Stand von 551 Punkte gekauft und dann zugesehen, wie dieser über die nächsten zwei Jahre zunächst auf 354 Punkte gefallen ist. Bei fast 10.000 Punkten erscheint sogar der letzte Kaufzeitpunkt, der Juni 2011 bei 7.376 Indexpunkten, nicht so katastrophal wie ein Quartal später. Hauptsache, man hat gekauft und sich nicht nur gefragt, ob es ein guter Zeitpunkt ist. Den Rest erledigt der Zinseszinsseffekt.

### Besser als das perfekte Timing

Nun das eigentlich Überraschende: Hätten wir quartalsweise und unabhängig vom jeweiligen Zustand des Marktes angelegt, würde unser Depot nach 55 Jahren DAX ganze 8,5 Mio. EUR ausweisen, also gut 200.000 EUR mehr als das des Anlegers mit dem perfekten Timing. Wie aber ist es möglich, besser zu sein als der beste Market Timer? Nun, statt sein Geld arbeiten zu lassen, hortet der vermeintlich „Schlaue“ es und wartet – je nach Marktphase auch mal länger – auf seine Gelegenheit. Für den kontinuierlichen Anleger arbeitet derweil der schon erwähnte Zinseszins. Wer als Anleger einen langen Zeithorizont mitbringt und es lieber bequem mag, sollte also nicht zu viel Zeit daran verschwenden, über das Market Timing nachzudenken. Wer sich darüber hinaus auch Gedanken über das Wie und Wo des Anlegens ersparen möchte, dem sei ein vermögensverwaltender Fonds ans Herz gelegt, der sich um eine ausbalancierte Mischung im Portfolio kümmert. ■

## News, Facts &amp; Figures

# Mehrheitlich Gewinne im Fondsmusterdepot

Gegenüber dem Vormonat legte das Fondsmusterdepot um 6,5% zu, der MSCI World EUR gewann indessen 8,9%.

## Kursveränderungen im zweistelligen Prozentbereich

Die Hälfte der zehn Fonds im Musterdepot verbuchte gegenüber dem Vormonat Kursbewegungen im zweistelligen Prozentbereich. Erfreulicherweise war das Verhältnis von starken Gewinnern zu starken Verlierern 4:1. Am deutlichsten war der Zuwachs mit 16,8% beim währungsgesicherten iShares MSCI Japan € Hedged-ETF (WKN: A1H53P). Das Land profitiert von einer schwachen Währung, die japanische Erzeugnisse preiswert macht und damit den Export treibt. Gegenüber anderen Wirtschaftsräumen wie Europa und den USA sind japanische Aktien vergleichsweise günstig bewertet. Die Notenbank arbeitet mit immer neuen Geldspritzen auf eine von der Politik angestrebte Inflationsrate von 2% hin. Ein wichtiger Kurstreiber

der vergangenen Wochen war eine Meldung des japanischen Pensionsfonds. In den entsprechenden Portfolios dieser Einrichtung sollen künftig japanische Aktien bei der Asset-Allokation stärker berücksichtigt werden.

## Ungeliebte Minenaktien

Aktuell ist mit Gold oder Goldminen-Aktien kein Blumentopf zu gewinnen. Der Tocqueville Gold P (WKN: A1C4YR) gab im Berichtszeitraum über 16% ab. Vor dem Hintergrund unserer längerfristig positiven Einschätzung zu Edelmetallen und Minenaktien halten wir zunächst an der Position fest. Ebenfalls Verluste, wenn auch nicht in der Höhe des Goldminen-Fonds, fuhr der db X-trackers MSCI Brazil Index-ETF (WKN: DBX1MR) ein. Bei dem ETF ging es um -6,5% im Vergleich zum Vormonat

nach unten. Möglicherweise sind wir hier in eine Value-Falle getappt. Brasilien ist auch Thema im Interview mit Friedrich Bensmann auf S. 74.

## Knock-Out-Produkt im Einsatz

Am 06.11. haben wir zur Depotabsicherung 1.000 Anteile eines Short Knock-Out-Produktes von HSBC (WKN: TD1HDW) auf den DAX bei einem Kurs von 6,90 EUR erworben. Der Hebel ist mit aktuell 12,7 vergleichsweise hoch. Der Basispreis liegt bei 10.000 DAX-Punkten. Sobald das Short-Produkt bei einem DAX-Stand über 9.600 Punkten unter 4 EUR notiert, werden wird die Position auflösen. Aktuelle Änderungen teilen wir den Lesern im Smart Investor Weekly und auf der Website [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) mit. ■

Christian Bayer

Musterdepot (Start: 01.01.2009 mit 100.000 EUR)										Stichtag:
Perf.: seit Auflage: +51,7% (MSCI Welt: +106,3%); 2014: +11,5% (MSCI Welt: +14,2%); seit dem Vormonat: +6,5% (MSCI Welt: +8,9%)										14.11.2014
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	67,47	18.554	12,2%	15,1%	74,6%
FCP OP Medical BioHealth-Trends	941135	Aktien Health Care	85	29.03.10	126,3	295,26	25.097	16,5%	11,1%	133,8%
Bantleon Opportunities L	A0NB6R	Mischfonds	100	18.05.12	108,95	120,22	12.022	7,9%	0,2%	10,3%
iShares MSCI Japan € Hedged**	A1H53P	Aktien Japan	400	21.02.13	32,47	41,12	16.449	10,8%	16,8%	26,6%
Tocqueville Gold P	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	102,58	7.181	4,7%	-16,1%	-7,5%
Alger American Asset Growth Fund	986333	Aktien USA	400	01.08.13	28,49	38,01	15.206	10,0%	13,3%	33,4%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Aktien Europa Nebenw.	120	26.09.13	94,00	97,29	11.675	7,7%	3,3%	3,5%
Saxo Invest CPH Capital Global Equities	A1JJJ5	Aktien Global	80	07.11.13	159,44	177,47	14.198	9,4%	9,4%	11,3%
Sunares	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	110	13.02.14	56,90	52,24	5.746	3,8%	0,7%	-8,2%
db X-trackers MSCI Brazil Index-ETF	DBX1MR	Aktien Brasilien	300	25.04.14	34,60	33,19	9.958	6,6%	-6,5%	-4,1%
HSBC Short-K.O.-Zertifikat	TD1HDW	K.O.-Produkt z.Absicherung	1.000	06.11.14	6,90	7,58	7.580	5,0%	k. A.	9,9%
<b>Fondsbestand:</b>				143.665,18	94,7%					
<b>Liquidität:</b>				8.042,75	5,3%					
<b>Gesamtwert:</b>				151.707,93	100%					

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

\*\*) Der Kaufkurs ist ein Mischkurs.

Das große Bild

# Der Bär tut sich schwer

Negativzinsen und Zentralbank-Anleihenkäufe werden ihre Wirkung auf die Wirtschaft und Börse nicht verfehlen

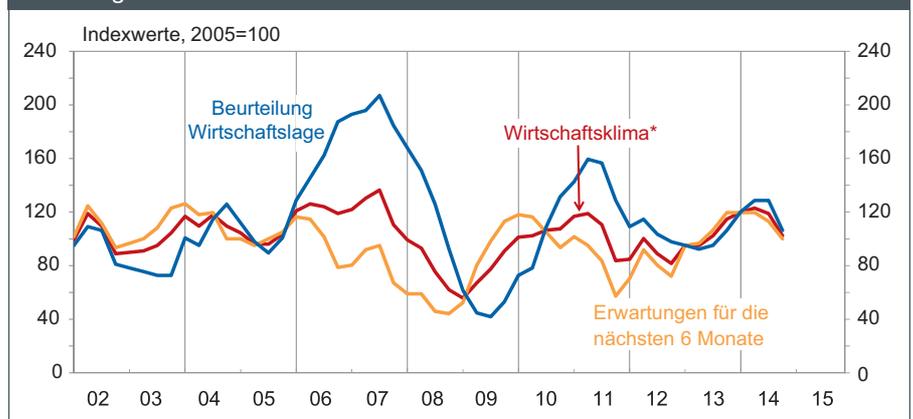
## Europäische Wirtschaft macht in Lethargie

Das britische Wirtschaftsmagazin „Economist“ macht immer wieder mit sarkastischen, aber zugleich die Realität sehr oft gut treffenden Titelbildern von sich reden. Vor einigen Wochen zierte ein toter Papagei dessen Cover, welcher mit der Headline „Europe’s Economy“ überschrieben ist. Bundeskanzlerin Merkel steht etwas abseits und sagt dazu „Er schläft nur“ („It’s only resting“). Sehr viel besser hätte man mit einem solch einfachen Bild wohl kaum beschreiben können, was sich auf dem Alten Kontinent derzeit abspielt, nämlich nichts. Europa als Ganzes ist von Stillstand geprägt. Zwar nahm Deutschland in den letzten Jahren eine Art Lokomotivfunktion ein, allerdings geschah dies im Wesentlichen auf Kosten der südlichen EU-Länder wie Spanien, Italien oder Griechenland. Denn in Relation zu deren Wirtschaftskraft steht



„The Economist“ vom 25.10.14

Abb. 1: Stagnation in der EU



Ifo-Wirtschaftsklima\* für den Euroraum, Beurteilung der Wirtschaftslage und Erwartungen für die nächsten 6 Monate; \*) Arithmetisches Mittel der Bewertung der gegenwärtigen Lage und der erwarteten Entwicklung; Quelle: ifo Institut

der Euro zu hoch, in Relation zur deutschen Wirtschaft zu niedrig. Das Korsett der Einheitswährung ließ den Südländern kaum Möglichkeiten, im Wettbewerb mit Deutschland zu punkten.

### Schwache EU-Konjunktur

Folgerichtig ist das Wirtschaftsklima, welches vom Ifo-Institut für den Euroraum errechnet wird, zuletzt verglichen mit dem Vorquartal von 118,9 auf 102,3 regelrecht eingebrochen. Abb. 1 verdeutlicht, dass sowohl das Klima als auch die Beurteilung der Wirtschaftslage sowie die Erwartungen für die kommenden sechs Monate alle nahe beieinander liegen – und zwar in der Nähe des langjährigen Durchschnitts von 100. In der Tat sieht es fast so aus, als ob sich gar nichts mehr rührt in Euroland.

Bei alledem stellt sich dem Investor vor dem Hintergrund des schwachen wirtschaftlichen Ausblicks natürlich die Frage, ob dies

zwangsläufig auch zu fallenden Kursen an den europäischen Börsen führen muss. Dafür spräche, dass die hiesigen Unternehmen Teil der europäischen Wirtschaft sind. Und tatsächlich weisen die Unternehmensergebnisse und -nachrichten der letzten Monate ebenfalls auf Stillstand hin. Denn die positiven und die negativen Überraschungen hielten sich mehr oder weniger die Waage. Hinzu kommt, dass sich das Verhältnis zum bisherigen wichtigen Handelspartner Russland zunehmend verschlechtert (Stichwort: Sanktionen). Aus optimistischer Sicht ließe sich jedoch dagegen einwenden, dass die großen europäischen Firmen multinational aufgestellt sind und daher nicht mehr in erster Linie von der Konjunktur auf ihrem eigenen Kontinent abhängig sind. Die jüngeren Entwicklungen wie der fallende Euro oder der tiefere Ölpreis sind ebenfalls Argumente, die für positive Effekte auf die europäischen Firmen sprechen.

# Smart Investor

Sie suchen eine Alternative zu Socken, Krawatte & Co.?

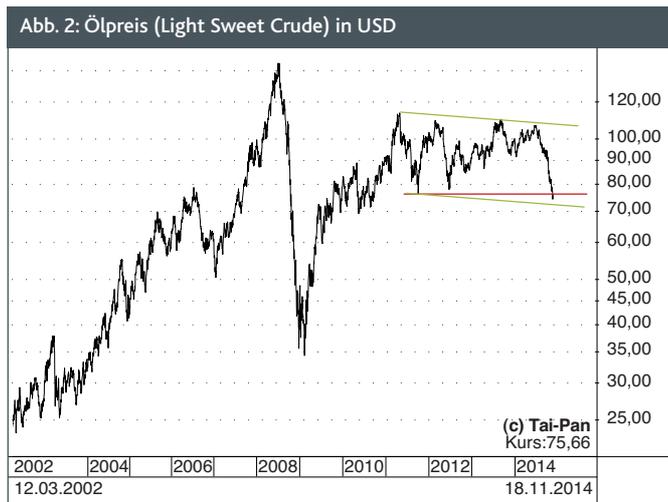
Dann verschenken Sie ein **Jahresabo\*** des Smart Investor!

inkl. Buchgutschein im Wert von 15,- EUR gratis!



Weitere Infos unter [www.smartinvestor.de/weihnachtsabo](http://www.smartinvestor.de/weihnachtsabo) oder Tel. 089/2000 339-0.  
\*) 64 EUR in Deutschland; 84 EUR Ausland; 52 EUR Online-Abo

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



Der deutliche fallende Ölpreis wirkt positiv auf die europäische Wirtschaft, da sie zu großen Teilen auf Öl-Importe angewiesen ist.

### Minus-Zinsen

Manchmal versteckt sich die große Geschichte zwischen den Zeilen, historisch bedeutende Ereignisse werden erst nach kurzem Innehalten richtig eingeordnet. Quasi im Kleingedruckten ihrer Bank fanden die Asset Manager von Flossbach von Storch einen Beleg für eine Zeitenwende: Ab sofort würde die Depotbank eines Flossbach-Fonds auf Bankguthaben negative Zinsen berechnen. Der Fonds und seine Anleger werden damit also für das Halten von Liquidität bestraft. Die Substanz wird durch negative Zinsen geschmälert. Und auch die Bank bezahlt selbst auf ihre Einlagen bei der EZB seit dem 10. September 2014 einen Negativzins von 0,2%. Klar, dass eine Bank diese „Strafzinsen“ an ihre Kunden weitergibt. Denn mangels entsprechender Anlagemöglichkeiten wissen Banken mit überschüssigen Einlagen derzeit meist nichts anderes anzufangen, als diese bei der EZB zu „parken“. Die Zentralbank wiederum will Banken geradezu dazu zwingen, auch ihren Kunden Negativzinsen zu berechnen. Die Liquidität soll schließlich in den Umlauf gelangen und die schwächelnde europäische Konjunktur damit antreiben.

### Wer will, der kriegt

Für Konsumenten sind die Folgen bereits heute klar: Sparen lohnt sich nicht, im Gegenteil, es wird sogar bestraft. Manch einem mag dieses neue Mantra bisher noch nicht aufgefallen sein. Spätestens dann, wenn das Sparguthaben auf dem Kontoauszug tatsächlich abgenommen hat, sollte es sich jedoch auch in der breiten Masse



Die EU samt dem Euro ist weiterhin anfällig für einen „Unfall“, der den Euro weiter belasten könnte. Die positiven Faktoren nehmen aber wieder zu (QE der EZB?, Minuszinsen usw.)

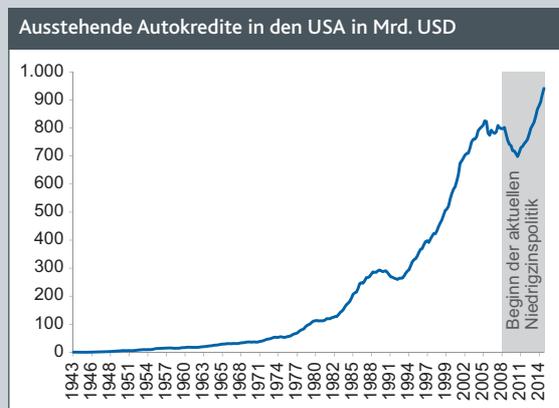
herumsprechen. „Idealerweise“ fließt das Geld dann von den Banken in den Konsum, politisch gewollt und incentiviert. Beispielhaft sei hier eine großangelegte Werbekampagne des großen Elektronik-Einzelhändlers „Media Markt“ mit seiner 0%-Finanzierung – Motto: „Wer will, der kriegt“ – erwähnt. Es mag durchaus noch eine Zeitlang dauern, bis die Null- und Niedrigzinsen sich im Kaufverhalten der Konsumenten niederschlagen werden. Am Ende muss aber nahezu zwangsläufig eine Art Kaufrausch stehen, bzw. ein Crack-up-Boom.

### Autos sind das neue Subprime

Die Rekordtiefs bei den Zinsen bringen allorten seltsame Entwicklungen hervor. Zwar gelten bei Banken sogenannte Subprime-Immobilienkredite (d.h. Finanzierungen für Käufer mit extrem schwacher Bonität) noch immer als verpönt, angesichts von Billigzinsen und des gewaltigen Anlagedrucks findet die Liquidität jedoch neue Wege. Unter anderem in Autofinanzierungen, die laut den Daten der Federal Reserve Ende September auf einem Allzeit-Hoch lagen.

Der Auto-Sektor ist aktuell einer der wenigen, in denen Banken riskantere und damit einträglichere Geschäfte machen können und dürfen. Die Vergabe von Immobilienkrediten dagegen wurde ab 2008 durch zunehmende Regulierung immer weiter erschwert. Ob bei den Autofinanzierungen alle Darlehensnehmer beste Bonitäten aufweisen, darf getrost bezweifelt werden. Denn mit 66 Monaten liegt die Laufzeit des durchschnittlichen Autodarlehens ebenfalls auf Rekordhoch. Eindeutig ein Indiz dafür, dass hier auch die schwächeren Einkommen in den Genuss des Geldsegens kommen. Konsequenterweise liegen in den USA die Verkäufe von Neuwagen nun wieder leicht über dem Niveau von 2007, mit klar inflationären Tendenzen. Neben steigenden Anlagegütern beginnen die Niedrigzinsen also auch Auswirkungen auf Konsumgüter zu zeigen.

Christoph Karl



Quelle: Federal Reserve

**Wer will,  
der kriegt.**

**0% Finanzierung**

Im Markt Aufschlag 4,99% (2017) die 0% Finanzierung ohne Zinskosten nach 0% offiz. Jahreszins, ab 6 bis zu 12 Monaten Laufzeit und einer monatlichen Ratenrate von 10 €

**ALLES RAUSTRAGEN - NICHTS BEZAHLEN.**  
Jetzt App downloaden und 3 MINUTEN MEDIA MARKT gewinnen.

**MediaMarkt**  
Ich bin doch nicht blöd.

*Fotomontage aus mehreren  
Anzeigen der selben Kampagne*

Allerdings hat die gewünschte Inflations- und Wachstumsdynamik, die aus der ultralockeren Geldpolitik der EZB resultieren wird, noch immer nicht die erhofften Ergebnisse gebracht, trotzdem: Die Notenbank ist bereits an einer anderen Front recht „erfolgreich“: Der Euro notiert aktuell auf dem tiefsten Level seit Jahren. Anleger werden durch die niedrigen Zinsen in Europa

in andere Währungsräume gedrängt. Die Abwertung des Euros nimmt spürbar Druck von den angeschlagenen Südländern der Eurozone.

### Ungewöhnliche Maßnahmen

Nicht nur Konsumenten sollen bekommen, was sie wollen. Auch Banken, Unternehmen und vielleicht bald auch Staaten wird die EZB in Kürze unter die Arme greifen. Mit dem im September bekanntgegebenen Programm zum Aufkauf von ABS-Papieren (Asset Backed Security = verbrieft gebündelte Kredite) sollen primär Banken entlastet werden. Bemerkenswert in diesem Zusammenhang erscheint uns, dass derzeit der gesamte europäische Markt für ABS-Papiere mit rund 800 Mrd. EUR kleiner ist als das von der EZB veröffentlichte Maximalvolumen für die Ankäufe von 1.000 Mrd. EUR. Ein Teil der zu kaufenden ABS muss also offensichtlich erst noch vom Bankensektor kreiert werden.

Waren solche gebündelten Kreditpakete nach der Krise von 2008/2009 noch geächtet, scheinen sie nun in der Finanzbranche wieder vollends hoffähig zu sein. Daneben mehren sich die ▶

Abb. 3: Euro gegen US-Dollar



*Der Einbruch des Euro in den letzten Monaten dürfte erst der Vorgeschmack auf das sein, was in den kommenden Jahren noch bevorstehen könnte.*

# Edelmetall Erfahrung

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

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

## ROBBE & BERKING

SEIT 1874



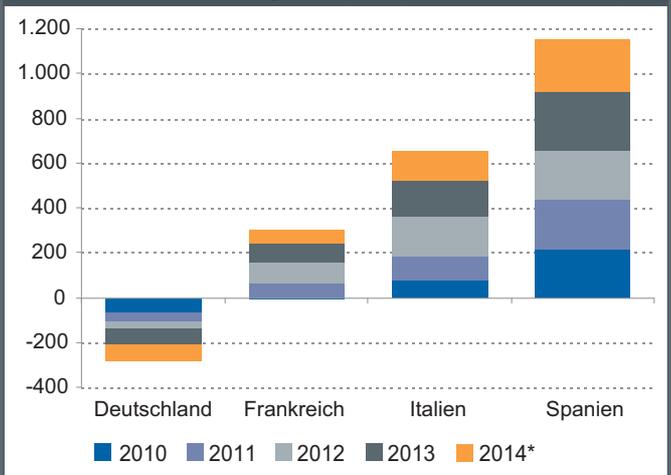
# Grafik des Monats

## Deutsche Sparer sind die Verlierer der Niedrigzinspolitik

Dieser Trend ist eindeutig: Seit 20 Jahren gehen die Zinsen zurück. Eine Wende ist auch nicht in Sicht. Vielmehr werfen zehnjährige deutsche Bundesanleihen in diesem Jahr mit deutlich unter 1% so wenig wie noch nie ab. Ein Ergebnis, das die EZB gerne sehen wird. Strebt sie mit ihrer expansiven Geldpolitik doch genau dieses Niedrigzinsniveau an. Doch was für Schuldner ein Segen sein mag, ist für Sparer ein Fluch. Wie sich die betriebene expansive Geldpolitik auf die privaten Haushalte in der Eurozone auswirkt, haben Arne Holzhausen und Sabina Sikova von der Allianz berechnet. Das Ergebnis weist für die Zinserträge in Deutschland im Vorjahr 193 EUR pro Kopf aus. Das liegt deutlich unter den 500 EUR pro Kopf im Jahr 2008. Zum Vergleich: 2013 betrug der durchschnittliche Zinseinnahmen in der Eurozone 228 EUR pro Kopf nach 411 EUR im Jahr 2008.

Bei Zinsen auf Vorkrisenniveau hätten sich die Zinseinnahmen 2013 pro Kopf in Deutschland dagegen auf 498 EUR belaufen, jedem Sparer sind somit im Durchschnitt 305 EUR an Zinsen entgangen. Vergleicht man diese Verluste mit der durchschnittlichen Situation in der Eurozone, in der die hypothetischen Erträge 2013 bei 374 EUR pro Kopf liegen, was einem Verlust von 146 EUR entspricht, verliert der deutsche Sparer doppelt so viel. Aus Sicht der Schuldner ergibt sich dagegen folgende Bilanz: Ein durchschnittlicher deutscher Kreditnehmer zahlt mit die höchsten Zinszahlungen pro Kopf, nämlich 815 EUR im Jahr 2013, verglichen mit dem Durchschnitt in der Eurozone von 629 EUR. In Deutschland beläuft sich die durchschnittliche Zinsspar-

Kumulative Zinsverluste und -gewinne pro Kopf 2010 bis einschl. 2014 (EUR)



\*) basierend auf Q1-Zahlen

Quellen: EZB, EWU Zinsstatistiken, Allianz SE

nis pro Kopf auf 237 EUR im Jahr 2013. Der durchschnittliche Pro-Kopf-Wert für die Eurozone ist mit 233 EUR nahezu identisch.

Vergleicht man nun Zinsverluste und -gewinne, profitiert der durchschnittliche Sparer/Kreditnehmer in der Eurozone von den aktuellen Niedrigzinsen. In den vergangenen fünf Jahren (2010 bis einschließlich 2014) belaufen sich die kumulativen Gewinne in der Eurozone im Schnitt auf 359 EUR pro Kopf. Deutschland gehört allerdings zu den größten Verlierern, denn die deutschen Sparer/Kreditnehmer mussten in den vergangenen fünf Jahren durchweg „Verluste“ in Kauf nehmen. Die kumulativen Verluste seit 2010 belaufen sich auf 281 EUR pro Kopf oder insgesamt 22,8 Mrd. EUR. Die ambivalenten Ergebnisse der EZB-Krisenpolitik stellen laut Holzhausen und Sikova eine Herausforderung für die europäische Währungsunion dar. Denn im Laufe der Zeit dürften die kritischen Stimmen in den Ländern, die unter der Geldpolitik leiden, unweigerlich lauter werden.

Jürgen Büttner

Grafiken sagen oft mehr als tausend Worte. Getreu diesem Motto stellen wir im Smart-Investor Online-Bereich jeden Donnerstag eine aussagekräftige Grafik der Woche vor. Diese „Grafik des Monats“ ist ein Beispiel dafür, was Sie unter dem nachfolgenden Link erwarten dürfen: [www.smartinvestor.de/kategorie/hintergrund/grafik-der-woche](http://www.smartinvestor.de/kategorie/hintergrund/grafik-der-woche)



Foto: iStock / Linkase Dorek

Gerüchte, die EZB wolle mit dem direkten Ankauf von Unternehmensanleihen beginnen. Sollten beide Maßnahmen nicht zum erwünschten Ziel – sprich: Inflation und (Schein)Wachstum – führen, bliebe nur noch der direkte Ankauf von Staatsanleihen als letzte Option. Eine Methode, die die Federal Reserve in den USA gerade (vorerst) eingestellt hat. Möglicherweise gibt es hierzu Absprachen unter den Zentralbankern nach dem Motto: Wenn einer auf die Bremse tritt, gibt der andere Gas. Die Weltwirtschaft hängt damit kontinuierlich am Liquiditäts-Tropf, nur der behandelnde „Arzt“ wechselt zwischenzeitlich.

**Crack-up-Boom voraus!**

Wenn wir alles zusammenfassen, so kommen wir zu dem Schluss, dass Aktien per Saldo gar nicht anders können, als nach oben wegzudriften. Wenn die Eingriffe durch Staat und Zentralbank (EZB) so massiv sind wie hier beschrieben (z.B. Minuszinsen), dann bleibt den Konsumenten gar nichts anderes mehr übrig, als ihr Geld mit vollen Händen auszugeben. Eben solches gilt für die Investoren, die dann in Sachwerte fliehen müssen. Genau das dürften wir in den kommenden Jahren erleben. Dennoch kann nicht ausgeschlossen werden, dass – insbesondere in Europa – vorher nochmals ein Abtaucher (Crash?) stattfinden wird.



Smart Investor 8/2014: Crash oder Crack-up?

**Japan macht es vor**

Mit einem gigantischen Kursfeuerwerk feierte die japanische Börse am 31. Oktober die Bekanntgabe der Bank of Japan (BoJ), ihr Anleihenkaufprogramm von umgerechnet 450 auf 725 Mrd. USD jährlich auszuweiten. Das bedeutet, dass die BoJ pro Jahr etwa ein Sechstel der japanischen Wirtschaftsleistung an neuem Geld in die Märkte pumpt. Aber damit noch nicht genug: Die BoJ wird zukünftig noch stärker als Käufer von japanischen Aktien auftreten (via ETFs). Zudem werden auch der staatliche Pensions-



Der japanische Aktienmarkt hat seinen Abwärtstrend der letzten 17 Jahre überwunden. Der laufende Crack-up-Boom dürfte diesen Index noch sehr weit nach oben tragen – allerdings bei gleichzeitig verfallendem Yen.

fonds wie auch der riesige Pensionsfonds der Nippon-Life-Versicherung verstärkt als Aktienkäufer in Erscheinung treten. Bei all diesen Ankündigungen ist es natürlich kein Wunder, dass der

Nikkei-Index einen Freuden-sprung gemacht hat. Aus Sicht von Smart Investor wird der Bullenmarkt in Japan weitergehen – allerdings bei gleichzeitig verfallendem Yen.



Smart Investor 3/2013: Japan vor dem Crack-up-Boom?!

**Gastanalysten**

Das zusammengefasste Votum unserer Gastanalysten (S. 55 bis 57) ist wieder differenzierter als noch vor einem Monat. Zu Uwe Langs Börsensignalen gesellt sich im Lager der Bullen nun auch wieder die von Werner Krieger und Werner Koch berechnete Börsenam- ▶

Anzeige










**sowie weitere 12 Experten**

**Prof. Dr. Arthur Laffer**  
Ökonom (Laffer-Kurve), ehem. Berater von Ronald Reagan

**Prof. Dr. Otmar Issing**  
Ehem. Chefvolkswirt und Direktoriumsmitglied der EZB

**Felix Zulauf**  
Finanzmanager, Mitglied Barron's Roundtable

**Prof. Klaus Wellershoff**  
Ehem. Chefökonom und GL-Mitglied UBS

**Dr. Marc Faber**  
Börsenexperte, Fondsmanager und Autor

**Dr. Jens Ehrhardt**  
Vermögensverwalter, Fondsmanager und Autor FW

# 30. Internationale Kapitalanlegertagung

Analysen – Prognosen – Investments 2015

27. – 28. Januar 2015, Radisson Blu Hotel, Zürich-Airport

Detailprogramm: [www.zfu.ch/kap-3.htm](http://www.zfu.ch/kap-3.htm)

Standardpreis  
Spezialpreis für GoingPublic Abonnenten

CHF 2980.–/EUR 2480.–  
CHF 2700.–/EUR 2250.– bei Angabe von Promocode GoingPublic14 / 16337

## Löcher in der Matrix

### „Die letzten drei Rätsel des MH17-Abschusses“ (bild.de, 10.11.2014)

Ein Erklärstück mit Basta-Charakter liefert uns bild.de. Apodiktisch wird da verkündet, dass genau noch drei Rätsel um das Thema MH17 offen seien. Also drei, zwei, eins ... und Schluss. Da fragt sich der geneigte Leser natürlich, welche Rätsel das wohl sein mögen? Vielleicht die Flugroute über das Bürgerkriegsgebiet, die fehlenden Tower-Aufzeichnungen oder gar die Inhalte von Voice- und Flight-Recorder? Weit gefehlt. Die drei Fragezeichen um MH17 lauten: „Wer war es?“, „Waren die Passagiere wirklich sofort tot?“ und „Sind alle Opfer identifiziert?“ Während die Fragen zwei und drei keinen großen Einfluss auf die Weltpolitik haben dürften, ist diejenige nach dem Täter höchst brisant. Aber hatte nicht bereits im Juli die große Strafkammer des SPIEGEL das Urteil gesprochen? „Stoppt Putin Jetzt!“ Nun also alles wieder offen? Mitnichten. Denn im Text erfahren wir: „Immer mehr spricht allerdings dafür, dass es die Separatisten waren ...“ Und weiter: „Der BND ist sich sicher ...“ Ja, genau der BND. Eine Theorie, so heißt es weiter, die übrigens „auch die Investigativ-Website ‘bellincat.com’ untermauert“. Solche „investigativen Bürgerjournalisten“ sind im Mainstream ansonsten ja eher nicht so wohl gelitten. Im vorliegenden Fall deckt sich das Rechercheergebnis der hiezulande eher unbekanntenen „Investigativen“ aber zu 100% mit der Botschaft, die es zu vermitteln gilt. Da drückt man dann schon mal ein Auge zu und zitiert ausgiebig aus „unabhängiger Quelle“.

**Studie zu deutschen Großstädten: Debatte um Mietpreisbremse treibt Mieten in die Höhe (spiegel.de, 13.11.2014)**  
Anlässlich der Vorlage des Jahresgutachtens des Sachverständigenrats zeigte sich Angela Merkel erstaunt darüber, dass der Mindestlohn schon jetzt eine konjunkturelle Dämpfung hervorrufen soll, obwohl der „Beschluss ... noch nicht in



Kraft ist“. Die Kanzlerin dürfte aus dem Staunen gar nicht mehr herauskommen, denn spiegel.de berichtet, dass bereits die „Debatte über die Einführung einer Mietpreisbremse“ zu deutlichen Mietanstiegen(!) in den Ballungszentren geführt habe – also ebenfalls bevor ein „Beschluss“ und so ... Man möchte sich gar nicht vorstellen, wie sich Frau Merkel die ökonomische Wirkungsweise ihrer „Rettungspakete“ oder diejenige von Wirtschaftssanktionen so zusammenreimt.

Ralph Malisch

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

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

pel. Diese sprang vor vier Wochen nur für wenige Tage auf „rot“ (nämlich exakt an unserem Redaktionsschluss), um nur kurz danach wieder in die Grün-Phase umzuschalten. Die beiden quantitativ-mathematischen Modelle geben also bullische Signale. Im Gegensatz dazu sehen die drei verbleibenden Analysten, welche qualitative Aussagen machen, eher Gefahren für den DAX und verharren weiter im Bärenlager.

### Zyklen-Prognose

Im letzten Heft hatten wir von Wilfried Kölz berichtet. Diesbezüglich gab es einige Nachfragen aus der Leserschaft, weshalb wir das Thema nochmals kurz aufgreifen: Der Zyklenforscher, der die DAX-Tiefs im August und Oktober 2014 auf den Tag genau vorhersagte, prognostizierte ein folgendes Hoch am 3. November 2014 – allerdings mit einem größeren Toleranzbereich. Tatsächlich wurde das jüngste Hoch am 6. November (drei Tage Abstand) bei

9.467 Punkten erzielt. Dieser Hochpunkt darf laut Kölz nun nicht mehr überboten werden, ansonsten sind seine weiteren Prognosen Makulatur. Demgemäß sollte es im DAX eine scharfe Baisse bis ins erste Quartal 2015 hinein geben – die sonst übliche Jahresend-rally sollte daher ausfallen. Auch wenn Wilfried Kölz in den letzten Monaten eine erstaunliche Trefferquote hinlegt, so bedeutet das nun nicht, dass seine Prognosen auch zukünftig zutreffen werden.

### Sentiment

Die Umfragen der AAI (American Association of Individual Investors) zeigten zuletzt einen sehr hohen Optimismus für die US-Börsen. Die zuletzt erreichte Bullen-Quote von 58% stellt den höchsten Wert seit drei Jahren dar. Muss deswegen die dortige Hausse vorbei sein? Vermutlich nein. Denn schon das Wesen des Crack-up-Booms besagt ja, dass er sich im Wesentlichen aus immer

# BULLIONART

Silberkunst



>> Skulpturen aus Feinsilber sind eine faszinierende Form der Kunstanlage, die Ästhetik, Wertsteigerung und Liquidität miteinander verbindet.

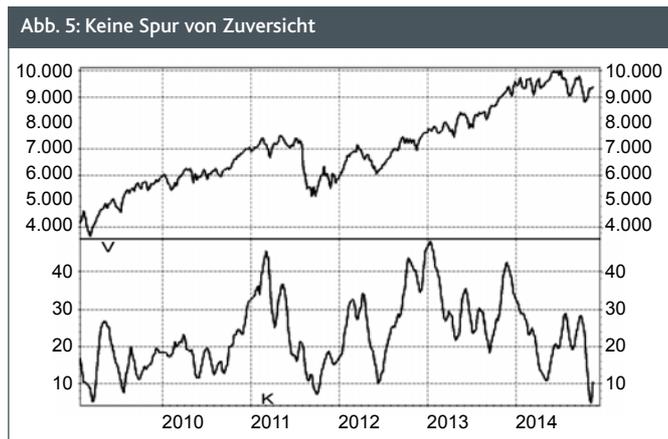
Denn statt Barren im Tresor oder Keller zu verbergen, können Sie sich jeden Tag an Schönheit und Material erfreuen.

>> Unter [www.bullion-art.de](http://www.bullion-art.de) finden Sie ausgewählte Skulpturen aus Feinsilber mit Gewichten von 300 Gramm bis zu 16 Kilogramm.

Gerne senden wir Ihnen eine kostenlose Broschüre zu – ein Anruf oder eine Email genügt.

BullionArt | Silberkunst  
Frauke Deutsch

D- 80801 München  
Telefon 089 33 55 01  
[www.bullion-art.de](http://www.bullion-art.de)  
[silber@bullion-art.de](mailto:silber@bullion-art.de)



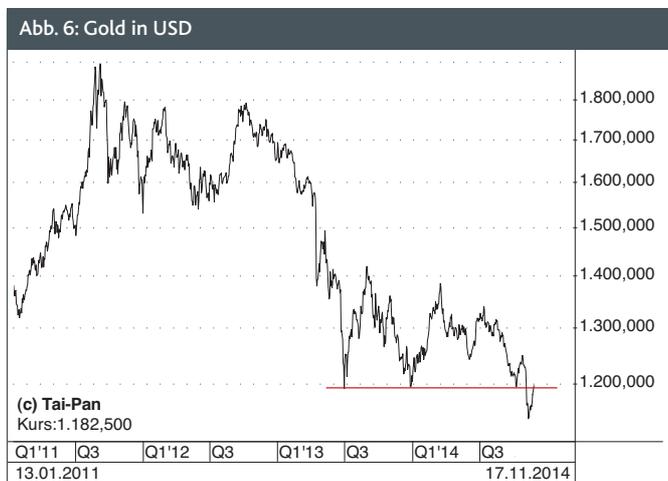
Nur 17% Bullen bei den deutschen Börsenbriefen – und das bei DAX-Kursen nur 5% unter dem Allzeithoch. Hier gibt es noch viel „Überzeugungspotenzial“. Quelle: Finanzwoche

neuen Geldinjektionen in die Börsen speist. Damit werden natürlich die klassischen Sentimentindikatoren in ihrer Aussagekraft ausgehebelt.

Bezüglich unserer heimischen Börsen gewinnen wir sogar den Eindruck, dass die bearishen Kommentare von Journalisten und Analysten deutlich in der Mehrzahl sind. Hierzulande sind nach Auswertungen der „Finanzwoche“ nur 17% der betrachteten Börsendienste eindeutig als „bullish“ zu bezeichnen (s. Abb. 5). Damit signalisiert dieser Indikator ganz klar zu wenig Optimismus – respektive zu viel Pessimismus.

**Ein Wort zum Gold**

Gold fiel im Berichtszeitraum unter die elementare Unterstützung bei 1.190 USD, was einem massiven Verkaufssignal gleichkommt (siehe Abb. 6). Zuletzt allerdings berappelte sich der Kurs des gelben Metalls wieder. Sollte hier ein Re-Break, also ein Wiederzurückgewinnen der entscheidenden Unterstützungs-/Widerstandszone, stattfinden, so wäre dies ein durchaus ernstzunehmendes Kaufsignal für Gold. Noch ist es aber nicht soweit. Zum



Gold hat den extrem wichtigen charttechnischen Widerstand bei 1.190 USD zurückerobert. Es besteht die Hoffnung, dass das Tief damit hinter uns liegt.

Redaktionsschluss notiert Gold exakt auf dieser Marke, weshalb eine Einschätzung für die kurzfristige weitere Entwicklung kaum möglich ist.

Drei Punkte sollten an dieser Stelle jedoch erwähnt werden, zumal sie für die Kursentwicklung des Goldes entscheidend sein könnten: **Erstens** könnte die Schweizer Goldinitiative, die am 30. November zu einem Bürgerentscheid bei den Eidgenossen führt, im Falle eines Erfolgs das Fiat-Money-System in seinen Grundfesten erschüttern – mit entsprechenden positiven Auswirkungen auf den Goldpreis. Mehr hierzu im Interview mit dem Gründer der Initiative Luzi Stamm auf S. 59.

**Zweitens** gab die Terrororganisation „Islamischer Staat“ (IS) kürzlich bekannt, in ihrem Kalifat zukünftig Gold- und Silbermünzen als Zahlungsmittel einführen zu wollen. Und das geschah bemerkenswerterweise just in dem Moment, als die Goldinitiative in Umfragen unter der Schweizer Bevölkerung eine Mehrheit zugesprochen bekam. Hoffentlich lassen sich die Schweizer nicht durch diese Ankündigung der IS beirren.

**Drittens:** Auf der Edelmetallmesse Anfang November war im Hinblick auf die weiteren Aussichten für den Goldpreis deutliche Ernüchterung unter den Besuchern festzustellen. Verständlich, schließlich tauchte der Preis für das gelbe Metall kurz vorher massiv ab und markierte ein Vierjahrestief. In Verbindung mit der sich wieder aufhellenden charttechnischen Situation halten wir diesen völlig verflogenen Optimismus für eine gute Basis für nachhaltig steigende Goldkurse. Interessante Aktien aus dem Edelmetallbereich finden sich in Ausgabe 10/2014.



Smart Investor 10/2014:  
In dieser Ausgabe behandelte Smart Investor ausgiebig eine Reihe von Edelmetallaktien.

**Fazit**

In der letzten Ausgabe hatten wir ein mögliches Drama in Europa angesprochen, was insbesondere durch den schwachen Euro-Kurs angedeutet werden könnte. Diese Möglichkeit besteht unseres Erachtens immer noch, wenngleich wir die positiven Kräfte schön langsam wieder in der Überzahl sehen. Die Minuszinsen in Verbindung mit den angekündigten marktstützenden Maßnahmen der EZB und der Bank of Japan lassen den Aktienbörsen immer weniger Raum für eine ausgeprägte Baisse.

Der Bär tut sich derzeit schwer. Dementsprechend dürften bereits wieder die Bullen das Zepter in der Hand haben. Die beste Möglichkeit, um an der Fortsetzung der Hausse teilzuhaben, sind Investments in Aktien, die entweder die Kriterien Value und Momentum vereinen (s. Artikel S. 12) oder aber klassische CANSLIM-Kriterien erfüllen, wie sie z.B. auf der nebenstehenden Seite beschrieben werden. Denn viele Aktien werden die Hausse nicht mitmachen.

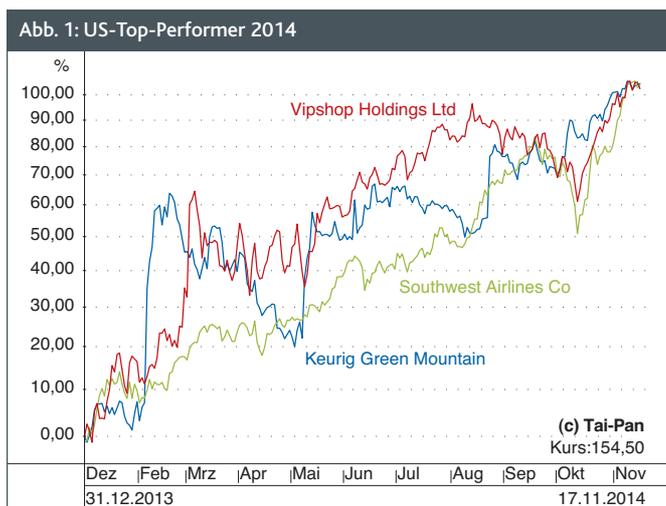
Ralf Flierl, Christoph Karl

## Charttechnik

# Kurs- und Gewinn-Momentum

## Interessante Kombination abseits der Schnäppchenjagd

Der Wunschtraum vieler Anleger besteht vor allem darin, jene Titel herauszufinden, die künftig die beste Performance erwarten lassen. Was also haben Top-Performer gemeinsam? Wir betrachten drei US-Aktien mit einer aktuellen Marktkapitalisierung von mehr als 10 Mrd. USD, die im laufenden Jahr einen Kurszuwachs von 100% oder mehr erzielen konnten. Abb. 1 zeigt die entsprechenden Charts von Keurig Green Mountain (WKN A1XFME, blau), Southwest Airlines (WKN 862837, grün) und Vipshop Holdings (WKN A1JVJQ, rot).



### Starkes Gewinnwachstum

Die Geschäftsmodelle der Unternehmen haben nicht viel miteinander gemein. Die Bewertungskennzahlen sind durchwachsen bis teuer. Beispielsweise liegen die geschätzten KGVs für 2015 zwischen 16 (Southwest Airlines) und 47 (Vipshop Holdings). Lediglich beim geschätzten Gewinnwachstum können alle drei mit Werten zwischen +39% (Keurig Green Mountain) und +173% (Vipshop Holdings) punkten. Das sind eindrucksvolle Zahlen, auch wenn Analysten derart starken Titeln vielleicht ein bisschen zu viel zutrauen.

### Mehrjähriges Momentum

Dass sich die Charts der Abb. 1 auf den ersten Blick ähneln, ist bei dieser Vorauswahl (s.o.) nicht verwunderlich und kein Hinweis auf eine Überlegenheit von Momentumstrategien. Eine solche Einschätzung lässt sich eher aus der Kursentwicklung des Vorjahres ableiten. Schon 2013 zeigten die drei Titel Kursgewinne von

Abb. 2: US-Top-Performer 2014 im Vorjahr



durchgängig mehr als 80% (Abb. 2). Allerdings musste ein Anleger auf dem Weg zur Spitzenperformance auch erhebliche Kursrückgänge aushalten – bei Keurig Green Mountain etwa knapp 30% zwischen Februar und Mai 2014 (Abb. 1).

### Fazit

Man sollte sich davor hüten, die hier angeführten Tendenzaussagen direkt zu verallgemeinern. Aber das Zusammenspiel aus anhaltendem Momentum und überproportionalem Gewinnwachstum erinnert doch stark an den CANSLIM-Ansatz.

*Ralph Malisch*

Anzeige

**rohstoffSPIEGEL**  
DAS MAGAZIN FÜR ROHSTOFFINVESTOREN

**Jetzt kostenlos abonnieren!**

[WWW.ROHSTOFF-SPIEGEL.DE](http://WWW.ROHSTOFF-SPIEGEL.DE)

Relative Stärke

# „Die Unberührbaren“

## Kräftige Erholung – aber nicht für jeden

### Nach dem Kurseinbruch

So schnurstracks wie die Weltmärkte in der vorvergangenen Berichtsperiode nach unten gegangen waren, so schnurstracks stiegen sie in den vergangenen vier Wochen wieder an. Dabei schnellten Dow Jones Index (Rang 4) und S&P 500 (Rang 5) auf neue Allzeithochs, während unser DAX (Rang 19) bislang noch nicht einmal das letzte Zwischenhoch wieder erreichen konnte. Dem Aufschwung der US-Märkte steht damit hierzulande nur eine Erholungsbewegung gegenüber. Angesichts der weiteren klaren Rollenverteilung kam es naturgemäß auch innerhalb des Universums erneut nur zu geringen Rangverschiebungen. Größter relativer Gewinner war der TecDAX mit einem Plus von sieben Rängen, größte relative Verlierer waren Gold, der REXP10 und der südkoreanische KOSPI mit einem Minus von jeweils sechs Rängen.

### Zweiteilung der Welt

Nirgendwo zeigt sich allerdings die Zweiteilung unseres Anlageuniversums deutlicher als in der Spalte „Lage Kurs 3 Jhr“. Ein Wert von 100 bedeutet hier, dass der aktuelle Kurs in Landeswährung dem Höchstkurs der letzten drei Jahre entspricht. Bei einem Wert von Null befindet man sich entsprechend auf dem Tiefstkurs dieses Zeitraums. Auffällig ist das Fehlen der Mitte. Entweder befinden sich die Werte im Bereich von 60 bis 100 oder im Bereich von nur Null bis Fünf. Dazwischen ist buchstäblich nichts.

Während sich also der Geleitzug der Märkte auf einem moderaten Wachstumskurs befindet, gibt es derzeit einen Bodensatz der „Unberührbaren“ – der russische RTX, Rohöl, Gold, Silber und die Goldminenaktien des HUI. Das hat viele Ursachen, aber nicht jede Kursentwicklung ist rein ökonomisch motiviert und nachhaltig.

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	
		14.11.	17.10.	19.9.	22.8.	18.7.	20.6.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
Shenzhen A	China	1	2	2	2	15	26	38	87	93	+0,19	+11,5
NASDAQ 100	USA	2	5	5	6	4	10	100	100	100	+0,12	+7,3
Sensex	Indien	3	4	4	4	2	1	100	100	100	+0,17	+7,9
DJIA 30	USA	4	8	9	13	9	15	99	99	100	+0,04	+4,3
S&P 500	USA	5	10	6	9	6	9	100	100	100	+0,06	+4,0
Merval	Arg	6	1	1	1	1	2	0	47	73	+0,24	+5,7
Nikkei 225	J	7	12	10	12	13	14	100	100	100	+0,16	+13,4
S.E.T.	Thai	8	3	3	3	3	3	84	89	91	+0,10	+3,7
H Shares	China	9	9	8	7	8	19	93	51	65	+0,08	+1,6
Hang Seng	HK	10	7	7	5	11	21	100	51	86	+0,07	+1,4
SMI	CH	11	13	12	16	18	11	94	96	99	+0,03	+3,5
REXP 10 *	D	12	6	16	14	16	24	100	89	97	+0,04	+2,7
TecDAX	D	13	20	20	22	24	5	86	68	90	+0,02	+1,2
MDAX	D	14	18	22	23	25	23	96	64	90	+0,00	+0,7
All Ord.	Aus	15	16	19	10	7	16	66	56	86	-0,01	-0,5
FTSE 100	GB	16	17	14	15	14	13	100	67	87	-0,02	-0,6
Gold		17	11	21	18	19	22	25	14	4	-0,08	-7,3
PTX	Polen	18	14	13	20	22	25	58	36	60	+0,00	-1,5
DAX	D	19	22	16	24	20	12	81	47	83	-0,03	-2,8
CAC 40	F	20	23	18	25	26	18	84	42	78	-0,05	-3,1
KOSPI	Korea	21	15	11	8	12	20	67	24	68	+0,00	-3,0
IBEX 35	E	22	19	15	21	21	4	41	32	80	-0,02	-4,5
Silber		23	21	24	17	10	17	3	1	0	-0,17	-19,0
Rohöl	USA	24	24	23	26	17	8	19	5	5	-0,21	-20,2
HUI *	USA	25	25	25	11	5	7	49	21	5	-0,19	-21,8
RTX	Rus	26	26	26	19	23	6	0	0	0	-0,10	-16,8
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

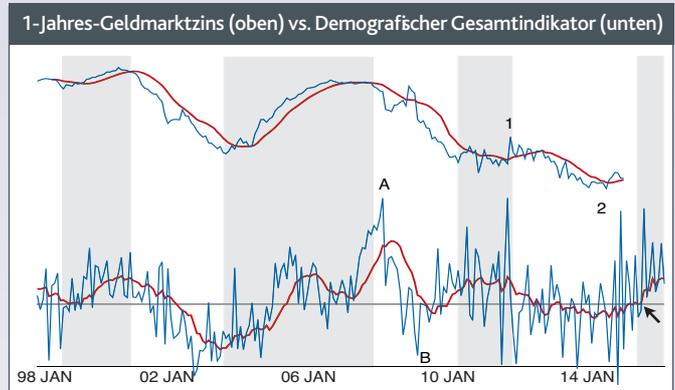
## Demografie &amp; Börse

## Lassen Sie Ihr Geld für sich arbeiten!

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

Das war einmal ein Werbeslogan der Banken. Heute ist er wertlos, denn die Zinsen sind in weiten Teilen der Welt faktisch null. Und wo nicht, schrecken die Risiken ab. An Erklärungen mangelt es nicht: Von „Finanzrepression“ (Ideologie) bis zu der Behauptung, der Staat könne sich gar keine höheren Zinsen leisten (Unwissenheit). Da muss ich glatt an meine Schulzeit zurückdenken. Mein Deutschlehrer war Individualist und hatte eigene Korrekturzeichen. Er pflegte bisweilen an den Rand meiner Aufsätze ein Q oder q zu schreiben. Q für Quatsch – großer und kleiner. Hat man wirklich (nur) vergessen, dass neben den geldpolitischen Maßnahmen vor allem die konjunkturbedingten Finanzierungsvorgänge den Zins und seine Schwankungen steuern?

In der Abb. sind der Dollar-Geldmarktzins und der US-Demografie-Indikator (CDI) als Maß für die Nachfragedynamik der US-Wirtschaft abgebildet. Die grau unterlegten Flächen markieren Phasen steigender Zinsen aufgrund höherer Nachfragedynamik. Als der CDI in der Periode A bis B kollabierte, brach die Subprime-Krise aus und die Zinsen fielen aufgrund der aggressiven Lockerungspolitik der Fed länger, als später durch die Konjunkturlage angezeigt war. Der Ende 2011 einsetzende Zinsrückgang (Phase 1 bis 2), war dann völlig im Einklang mit dem CDI.



Der CDI wird sich in den kommenden Monaten leicht aufwärts bewegen. Ab Juni 2015 (Pfeil) stößt er nachhaltig ins positive Terrain vor. Spätestens dann sollten sich auch die Zinsen in einem Aufwärtstrend befinden. Bis dahin wird Wall Street bangen müssen. Der Anstieg der Zinsen im Kielwasser einer guten Konjunktur wird zu steigenden Anleiherenditen führen, vornehmlich im Dollarraum. Er sollte darüber hinaus den Dollarwechsellkurs weiter beflügeln. Sie können also bald Ihr Geld wieder für sich arbeiten lassen. ■

Anzeige

360° Kompetenz,  
100% Leistung.

In Zeiten schwieriger Märkte und fortschreitender Regulierung sind wir als zentrale Plattform für unabhängiges Asset Management der ideale Verstärker für Sie. Mit unserer Rundum-Kompetenz können wir das Potenzial Ihrer Private-Label-Fonds-idee – von der Konzeption bis zur Vertriebsunterstützung – perfekt aussteuern und maximieren. In Frankfurt und Luxemburg: +49 69 71043-555

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



**UNIVERSAL INVESTMENT**

Administration • Insourcing • Risk Management

## Quantitative Analyse

# Sechs Tage „Roter Oktober“ – Börsenampel mit schneller Reaktion

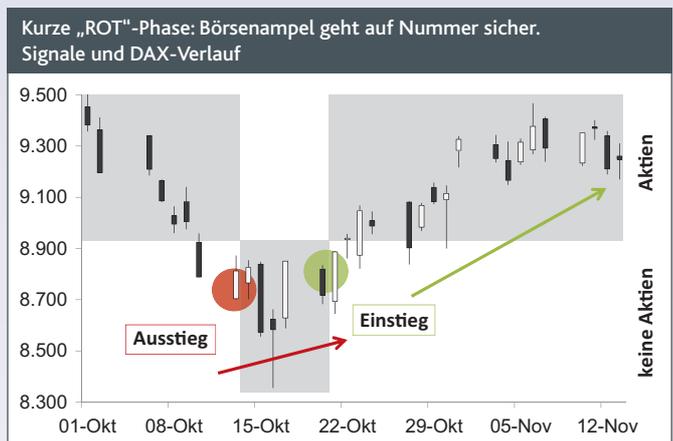
Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch ([www.boersenampel.de](http://www.boersenampel.de))

Es war nur ein kurzes Zwischenspiel in „ROT“ vom 13. bis 20. Oktober, aber deutlicher Ausdruck der anhaltenden Unsicherheit am deutschen Aktienmarkt, der seit nunmehr zwölf Monaten in einem Seitwärtskanal verharrt.

Der nur wenige Tage dauernde Ausstieg aus Aktien war auf eine ansteigende Nervosität aufgrund eingetrübter Konjunkturaussichten und der damit einhergehenden Belastung der Stimmungsindikatoren zurückzuführen. Die Ampelsystematik, seit längerem ohnehin hartnäckig „belagert“ von den beiden negativen Indikatorengruppen „Markttrend“ und „Markttechnik“, schaltete am 13.10. damit endgültig auf „ROT“ – statt Aktien also Geldmarkt (offensiv) oder Rentenmarkt (defensiv); die unverändert positive Bewertung des Marktumfeldes verhinderte eine Aktien-Short-Positionierung.

Damit war die Börsenampel bereits auf Nummer sicher gegangen, falls sich der Marktrückgang fortsetzen sollte. Doch auch auf die einsetzende rasche Markterholung ab 16.10. hatte die Börsenampel die richtige Antwort und löste kurzfristig am 20.10. das Pro-Aktien-Signal aus, nur wenig höher als der Ausstieg und wiederum basierend auf den Stimmungsindikatoren. Damit investierten alle Strategien in DAX- bzw. DivDAX-ETF und partizipierten wieder an dem nachfolgenden DAX-Anstieg von rund 6%. Die Börsenampel-Systematik hat sich damit erneut in einem schwierigen Entscheidungsumfeld bewährt!

Die nur langsame Erholung des Markttrends und die schwache technische Verfassung des Marktes machen ein Engagement in



Die zentrale Frage Mitte Oktober: Wohin geht der DAX? Die Börsenampel geht nach Marktrückgang zunächst auf Nummer sicher und steigt aus Aktien aus („Ausstieg“). Dank günstigerer Marktstimmung liefert die Signal-Systematik nach wenigen Tagen wieder ein Pro-Aktien-Votum („Einstieg“); das konsequente Investment in DAX- bzw. DivDAX-ETFs profitiert seither vom steigenden Markt mit rund 6%. Stand: 13.11.2014.

Quellen: Bloomberg, [boersenampel.de](http://boersenampel.de)

gehebelten Aktienmarkt-ETFs derzeit eher unwahrscheinlich. Andererseits verhindert das günstige Votum des Marktumfeld-Indikators eine Short-Position. Die Börsenampel wird sich also weiterhin auf dem schmalen Grat der letzten Monate zwischen Aktien und Geldmarkt/Rentenmarkt bewahren müssen! ■

## Intermarketanalyse

## Korrektur beendet!

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

Die Anleger haben sich nach den politisch bedingten Unsicherheiten nunmehr darauf zurückbesonnen, dass es momentan zur Geldanlage in Aktien keine Alternative gibt. Deshalb muss die ganze Korrekturbewegung von September/Oktober als „Irrtum“ betrachtet werden, wie es ja ab und zu mal vorkommen kann. Unsere Intermarket-Signale haben in diesen Monaten nie eine Gefahr angezeigt. Und die Signale zeigen weiter unverändert und einhellig auf grünes Licht für Käufe am Aktienmarkt. ■

## sentix Sentiment

# Impulse aus dem Land der aufgehenden Sonne

Gastbeitrag von Dr. Sebastian Wanke, sentix GmbH ([www.sentix.de](http://www.sentix.de))

Das zuletzt wichtigste Ereignis für die Finanzmärkte war die Ankündigung der japanischen Notenbank, ihre Geldmenge noch viel stärker ausdehnen zu wollen als bisher geplant. Wer Zweifel am Einfluss dieses Schachzugs der Bank of Japan auf Wahrnehmung und Verhalten der Anleger hegt, den wird ein Blick auf unsere sentix-Daten umstimmen.

Denn auffällig war nach der Verlautbarung der fernöstlichen Geldhüter vor allem die impulsartige Verbesserung der kurzfristigen Anlegerstimmung für japanische Aktien. Auch das USD-JPY-Sentiment sprang noch oben. Hohe Sentiment-Werte sind normalerweise ein Warnsignal. Doch liegen die Dinge in diesem – ja nicht ganz gewöhnlichen – Fall anders. Wir stellen nämlich auch bei den mittelfristigen Erwartungen der Investoren für Japan-Aktien, die deren Grundüberzeugung widerspiegeln, Anstiege fest. Damit ist die kurzfristige Hochstimmung mehr Aufbruchssignal und weniger Überhitzungszeichen. Gestützt wird dieser Befund



Die Grundüberzeugung der Institutionellen für japanische Aktien erklimmt ein Jahreshoch. Quelle: sentix GmbH

durch sich kräftig aufhellende sentix-Konjunkturerwartungen, die gute Vorlaufeigenschaften für Japan-Aktien aufweisen.

Zugegeben: Zunächst war der Dreh im Strategischen Bias – wie wir die mittelfristig Grundüberzeugung nennen – eher verhalten. Doch gerade die institutionellen Investoren sind hier nun klar optimistischer geworden, ihr Index ist auf ein Jahreshoch geklettert (s. Grafik). Damit stehen die Chancen gut, dass die Ankündigung der Bank of Japan via Anlegerverhalten auch in der nächsten Zeit noch positiv auf Nippons Aktienmärkte wirkt. ■

## Sektoranalyse

# Bärenrally oder neue Hausse?

Gastbeitrag von Daniel Haase ([www.folgedemtrend.de](http://www.folgedemtrend.de))

In meiner vorherigen Kolumne vom 19. Oktober schrieb ich, die Märkte seien klar überverkauft, weshalb sich nun gewisse Rallychancen ergäben. Darüber hinaus lautete meine Prognose, dass es sich hierbei nur um eine Bärenrally handeln würde. Der erste Teil meiner Annahmen (Rally) ist mittlerweile eingetreten. Die in den relativen Kursentwicklungen der einzelnen Sektoren ablesbaren Zukunftserwartungen der Investoren stützen bisher auch den zweiten Teil (Bärenmarkt) meiner Prognose. In einem gesunden Hausse-Schub sollten offensive, hoch volatile Sektoren ganz vorn dabei sein. So war es im Hausse-Schub vom März 2009 bis Februar 2011 (Sektoren mit hoher Volatilität: +151%, mit niedriger Volatilität: +67%) und auch im Hausse-Schub vom September 2011 bis Januar 2014 (hohe Vola: +81%, niedrige Vola: +59%). In diesem Jahr sahen wir hingegen einen stetig abnehmenden Optimismus und eine wachsende Hinwendung der Anleger zu den vermeintlich „sicheren“ Wetten (Sektoren mit niedriger Volatilität). Das Ausmaß der jüngsten Rally mag manchen überrascht haben, doch klar ist auch: Ein neuer Optimismus ist dabei nicht entstanden (s. Abb.). An meiner Prognose, dass es sich nur um eine Bärenrally handelt, muss ich vorerst nicht rütteln. ■

Performance-Ranking der STOXX-600-Sektoren (16.10.14–14.11.14)					
Rang	Sektor		Rang	Sektor	
1	Telekom.	+15,2%	11	Immobilien	+9,1%
2	Reisen & Freizeit	+14,5%	12	Industrie	+8,6%
3	Finanzdienstl.	+13,7%	13	Chemie	+8,2%
4	Einzelhandel	+11,5%	14	Automobile	+8,2%
5	Medien	+10,8%	15	Technologie	+7,4%
6	Konsumgüter	+10,3%	16	Versorger	+5,6%
7	Versicherungen	+10,2%	17	Banken	+5,2%
8	Nahrung	+10,1%	18	Öl & Gas	+5,1%
9	Bau	+9,4%	19	Grundstoffe	+2,2%
10	Gesundheit	+9,2%			

Die Zukunftserwartungen der Anleger sind oftmals in den Sektor-Ranglisten ablesbar. Dominiert konjunktureller Optimismus, sollten eher offensive (rote) Sektoren die oberen Ränge belegen. Blicken die Investoren mehrheitlich eher pessimistisch in die Zukunft, dann sollten eher defensive (grüne) Sektoren gefragt sein. Orange sind neutrale Sektoren.

Edelmetalle

# Gut gerüstet für den Finanzkrieg

## USA, Russland und China – die Geopolitik und der Goldpreis

### Ein Neuer Kalter Krieg

Die Ukraine ist nach der Abspaltung der Krim und den separaten Wahlen im Ostteil des Landes de facto dreigeteilt. Der von den USA und ihren transatlantischen Verbündeten von langer Hand geplante Machtwechsel in der ehemaligen Sowjetrepublik endete in einer Pattsituation, in der es eigentlich nur Verlierer gibt. Der Westen hat sich verkalkuliert. Russland, das den Vormarsch von EU und Nato in den Staaten des früheren Ostblocks bislang mit stillem Zorn hingenommen hat, hat sich diesmal gewehrt. Wobei sich der in westlichen Medien oft als „unberechenbar“ dargestellte Präsident Putin als gewiefter Taktiker erwies.



„Fortune“-Ausgabe vom 27.10.14

Die USA haben allerdings mit dem Schüren des Ukraine-Konflikts ihr geopolitisches Ziel erreicht, einen Keil zwischen die EU und ihren großen östlichen Nachbarn zu treiben. Sanktionen und Gegensanktionen fördern nicht unbedingt die Freundschaft.

Mit dem Kampf um die Ukraine begann ein „Neuer Kalter Wirtschaftskrieg“, über den das US-Magazin FORTUNE in einer Titelgeschichte berichtete. „Zwei Jahrzehnte lang wurde die Weltwirtschaft von Globalisierung bestimmt“, schreibt das Blatt – „bis Russland und China die Spielregeln drastisch änderten.“ Westliche Konzerne, die jahrelang vom „globalen Marktplatz“ profitierten, sehen sich – Nadelstichen gleich – in beiden Ländern Schikanen ausgesetzt.

### Strafen wegen „Monopolmissbrauchs“

Pekings Behörden strengten gegen Dutzende von S&P 500-Firmen, aber auch gegen Unternehmen aus Europa und Japan Verfahren wegen „Monopolmissbrauchs“ an. Die VW-Tochter Audi wurde in China bereits zu 41 Mio. USD Strafe verurteilt, sechs amerikanische Hersteller von Baby-Milchpulver zu 110 Mio. USD, zwölf japanische Autoteile-Produzenten zu 200 Mio. USD, der britische Pharmakonzern GlaxoSmith-Kline zu 490 Mio. USD. Qualcomm, den führenden Hersteller von Chips für Mobiltelefone, erwartet wegen Verstoß gegen Chinas Anti-Trust-Gesetze die Rekordstrafe von 1 Mrd. USD.

### McDonald's in Moskau geschlossen

Russland verhängte nicht nur ein Importverbot für Lebensmittel, eine wirtschaftskriegerische Maßnahme, die westliche

Hersteller von Agrarprodukten empfindlich traf. Der russische Staat ging auch gegen im Inland aktive Konzerne aus den USA und Europa vor. So wurden einige Filialen von McDonald's – darunter die am Puschkinplatz in Moskau – wegen angeblicher Hygienemängel geschlossen. Konzerne wie Ford, Deere, PepsiCo, Danone und Carlsberg leiden unter einem zunehmend „herausfordernden“ Geschäftsumfeld. Die Sanktionen und Gegensanktionen machen sich bemerkbar bei Umsatz und Gewinn.

### Gold zum Schnäppchenpreis

Wie vielfach berichtet, drücken westliche Notenbanken zur Lebensverlängerung ihres auf Papiergeld und ausufernden Schulden basierenden Währungssystems den Goldpreis. Für Länder wie China und Russland ist das ein geopolitisches Geschenk. Die Nachrichtenagentur Bloomberg berichtet, dass Russland im Ukraine-Krisenmonat September 2014 so viel Gold wie noch nie seit 1998 gekauft hat – 37,2 Tonnen zum Preis von 1,48 Mrd. USD. Russlands Devisenreserven sind dieses Jahr zwar wegen der Sanktionen um 68 Mrd. USD ge-

Edelmetalle	Kurs				Veränderung seit		
	14.11.14	17.10.14	30.12.13	02.01.06	Vormonat	30.12.13	02.01.06
Gold in USD	1.189,65	1.238,55	1.196,78	516,88	-3,9%	-0,6%	+130,2%
Gold in EUR	949,59	969,89	867,61	437,30	-2,1%	+9,4%	+117,1%
Silber in USD	16,33	17,27	19,57	8,87	-5,4%	-16,6%	+84,1%
Silber in EUR	13,03	13,52	14,19	7,61	-3,6%	-8,2%	+71,2%
Platin in USD	1.213,00	1.261,50	1.360,00	966,50	-3,8%	-10,8%	+25,5%
Palladium in USD	767,00	755,50	709,00	254,00	+1,5%	+8,2%	+202,0%
HUI (Index)	168,56	187,01	193,03	298,77	-9,9%	-12,7%	-43,6%
Gold/Silber-Ratio	72,85	71,72	61,15	58,27	+1,6%	+19,1%	+25,0%
Dow Jones/Gold-Ratio	14,82	13,23	13,79	21,20	+12,0%	+7,5%	-30,1%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,2528	1,2770	1,3794	1,1819	-1,9%	-9,2%	+6,0%

# Schweizer Goldinitiative

Gespräch mit dem Schweizer Nationalrat Luzi Stamm über die u.a. von ihm angestoßene Initiative „Rettet unser Schweizer Gold“, über die die Eidgenossen am 30. November entscheiden werden

**Smart Investor:** Herr Stamm, gemeinsam mit den zwei Nationalräten Lukas Reimann und Ulrich Schlüer haben Sie die Schweizer Goldinitiative ins Leben gerufen. Was war Ihr Beweggrund dafür?

*Stamm:* Dafür zu sorgen, dass die Schweizer Währung mit einem bestimmten Anteil durch Gold gedeckt wird.

**Smart Investor:** Und warum braucht es eine solche Golddeckung?

*Stamm:* Ohne Golddeckung ist eine Währung dem Tod geweiht, denn alles steht und fällt mit dem Vertrauen der Öffent-



*Luzi Stamm ist seit 1991 Mitglied des Schweizer Parlaments (Nationalrat). Von 2003 bis 2007 war er Mitglied des Europarats in Strassburg. Die Schwergewichte bei seiner politischen Arbeit sind die EU- und die Einwanderungspolitik sowie das Strafrecht. Sehr stark beschäftigte er sich auch mit der Frage, ob die Schweiz der EU beitreten soll. Letzteres lehnt Stamm ab, da sich seiner Ansicht nach die schweizerische direkte Demokratie nicht mit einer EU-Mitgliedschaft vereinbaren lässt.*

lichkeit in die Währung; und das Vertrauen hat sehr viel mit dem Gold zu tun.

**Smart Investor:** Welches sind die wichtigsten Ziele der Initiative?

*Stamm:* Es gibt drei Ziele: 1. Die Nationalbank darf kein Gold mehr verkaufen. 2. Das Gold muss in der Schweiz gelagert sein. 3. Die Nationalbank muss immer mindestens 20% ihrer Aktiva in Gold halten.

**Smart Investor:** In Deutschland gibt es mit „Holt unser Gold heim“ ebenfalls eine Initiative, welche das Staatsgold betrifft. Wo ist der Unterschied zu Ihrer Initiative?

*Stamm:* Die Bemühungen in Deutschland beziehen sich nur auf den einen Punkt, dass das Gold im Inland gehalten wird.

**Smart Investor:** Am 30. November 2014 werden die Eidgenossen in einer Volksabstimmung über Ihre Initiative entscheiden. Wie sehen Sie aktuell, zwei Wochen vorher, die Chancen für eine Zustimmung zu Ihren Forderungen?

*Stamm:* Noch nie sind Prognosen so schwer gewesen wie bei dem Thema Gold. Nur zwei Bemerkungen: Je höher die Stimmbeteiligung sein wird, desto eher wird das Resultat Richtung „Ja“ gehen. Und mit jeder Woche werde ich optimistischer...

**Smart Investor:** Abgesehen davon, dass nur in der Schweiz die gesetzliche Möglichkeit für eine solche Goldinitiative besteht, liegt es denn auch im Naturell der Schweizer begründet, dass gerade hier bei Ihnen eine solche Aktion besonders erfolgversprechend ist?

*Stamm:* Ich glaube, dass in anderen Ländern die Wahrscheinlichkeit genau gleich groß wäre, dass die Bevölkerung zu so einem Anliegen Ja sagt.



*Logo der Schweizer Goldinitiative*

**Smart Investor:** In den Medien und in der Politik wird derzeit kräftig Stimmung gegen die Goldinitiative gemacht. Haben Sie denn mit so viel Gegenwind gerechnet?

*Stamm:* Ja, mit dem Gegenwind haben wir gerechnet.

**Smart Investor:** Angenommen, Sie erreichen Ihr Ziel tatsächlich, gibt es denn vielleicht noch ein Hintertürchen, durch welches sich die Nationalbank aus der Verantwortung stehlen könnte?

*Stamm:* Ich glaube nicht, dass die Nationalbank eine Hintertüre finden würde. Deshalb mischt sie sich auch so stark in den Abstimmungskampf ein.

**Smart Investor:** Wenn die Nationalbank wirklich im großen Stile Gold ankaufen müsste, dann würde der Goldmarkt doch explodieren, oder?

*Stamm:* Wenn der Goldpreis hinaufgedrückt würde, so müsste die Nationalbank entsprechend weniger Gold kaufen. Ich sehe also kein Problem.

**Smart Investor:** Herr Stamm, haben Sie herzlichen Dank für das Gespräch. Wir wünschen Ihnen und Ihren Mitstreitern viel Erfolg mit der Goldinitiative.

*Stamm:* Ebenfalls herzlichen Dank und alles Gute. ■

*Interview: Ralf Flierl*

schrumpft. Mit noch vorhandenen 443,8 Mrd. USD (per 17.10.2014) hat das Land jedoch genug Geld für weitere Goldkäufe.

Auch China war aktiv. Die Shanghai Gold Exchange (wo im Gegensatz zur amerikanischen Comex tatsächlich physisches Gold gehandelt wird) lieferte in diesem Jahr bislang 1.607 Tonnen des Edelmetalls an Großhändler aus (per 24.10.2014), 1.036 Tonnen davon wurden importiert. Zum Vergleich: Die weltweite Goldförderung lag im selben Zeitraum bei etwa 2.240 Tonnen.

### Krieg ist immer auch Finanzkrieg

Im Gegensatz zur allgemeinen Wahrnehmung sind Chinas Goldkäufe kein neues Phänomen. Sie begannen mit dem Aufstieg des Landes als Industrienation. 1983 erhielt die People's Bank of China das Mandat zum Erwerb von Gold. Mit Gründung der Shanghai Gold Exchange 2002 legalisierte und förderte China auch den privaten Goldbesitz.

Alasdair Macleod, Research-Chef bei Gold-Money, schätzt, dass der chinesische Staat den Bärenmarkt 1983-2002 nutzte, um mehr als 20.000 Tonnen Gold zu akkumulieren, und heute beinahe 30.000 Tonnen des Edelmetalls besitzen dürfte (ein anderer Autor geht konservativer von 15.000 Tonnen aus; beide Werte liegen aber krass über Chinas 2009 offiziell gemeldetem Bestand von 1.054 Tonnen). Damit wäre das Land – seit 2001 mit Russland auch als Mitglied der Shanghai Cooperation Organisation verbunden – für jeden Finanzkrieg mit den USA gerüstet. Das Ziel ist klar: Beendigung der Dollar-Hegemonie.

### Fazit

Der Westen will sein Papiergeldsystem aufrechterhalten, die Länder Asiens mit China an der Spitze wollen billig Gold kaufen. Die wichtigen Spieler haben deshalb kein Interesse an einem hohen Goldpreis. Die Edelmetallkäufer im Westen sind die Reichen und Superreichen. Wie Rob Halliday-Stein, der Gründer von BullionByPost, berichtet, hat der Verkauf von 12,5-Kilo-Goldbarren (Stückpreis: fast 400.000 EUR) dieses Jahr um 243% zugelegt. Der Verkauf von Kilo-Barren und Goldmünzen hat sich verdoppelt. Der Goldpreisanstieg wird kommen – wenn nicht jetzt, dann später. ■

Rainer Kromarek

## Edelmetalle

# 15 Jahre lang gute Edelmetall-Infos

Rückblick auf die 15. Internationale Edelmetall- und Rohstoffmesse, auf der auch zum zweiten Mal der Preis der Deutschen Edelmetall-Gesellschaft vergeben wurde.

Die „Internationale Edelmetall- und Rohstoffmesse“ feierte heuer ihre nunmehr fünfzehnte Austragung. Am 8. und 9. November traf sich in der Eventhalle im Münchner Olympiapark die Branche um den Bereich der Sachwerte, Silber und Gold. Natürlich fehlten die Scheideanstalten und Minengesellschaften ebensowenig wie Tresorhersteller und Edelmetallhändler. An beiden Tagen kamen rund 5.000 Besucher auf die Messe, was unwesentlich unter dem Vorjahr war, aber angesichts des Bahnstreiks und der gedrückten Edelmetallpreise doch beachtlich ist.

### Namhafte Referenten

Eine besondere Anziehungskraft der Edelmetallmesse übten die traditionell hochkarätig besetzten Vorträge aus. Neben Prof. Antal Fekete, Prof. Hans-Jürgen Bocker, Max Otte, Folker Hellmeyer, Thorsten Schulte, Jürgen Müller und Peter Boehringer kamen zahlreiche weitere namhafte Sachwertverfechter oder auch das ehemalige Direktoriumsmitglied der EZB und vormaliger Bundesbankvizepräsident Jürgen Stark zu Wort und füllten die Veranstaltungshallen.



Besser als der Karlspreis: Verleihung des Preises der Deutschen Edelmetall-Gesellschaft e.V. (DEG) durch Peter Boehringer (rechts) und David Reymann (links) an das Team von Goldseiten, vertreten durch Jan Kneist (Mitte)

## 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 Salzufen

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



### Verleihung des DEG-Preises

Ein Höhepunkt der Edelmetallmesse war die erneute Verleihung des Preises der Deutschen Edelmetall-Gesellschaft e.V. (DEG). In junger Tradition ist dieser DEG-Preis als eine Auszeichnung unabhängiger Aufklärungsarbeit über das Geldwesen im Allgemeinen und über Edelmetalle als werthaltigem und natürlichem Geld im Besonderen einzigartig. Er ging prompt an die Veranstalter der Messe und Macher von Goldseiten.de (letztes Jahr wurde der Preis übrigens an Smart Investor-Chefredakteur Ralf Flierl vergeben). Nachfolgend ein Auszug aus der Laudatio von David Reymann, dem Präsidenten der DEG:

### Auszug aus Laudatio

„In Dankbarkeit für 15 Jahre unermüdete Arbeit im Sinne der Edelmetallbranche mit speziellem Augenmerk auf

Kapitalanlage, Markttransparenz und angegliederte Wirtschaftsthemen ist der DEG-Preis Bekräftigung der täglichen Arbeit. Er bestätigt den unternehmerisch mutigen Ansatz von Frank Hoffmann, der sich als Initiator und zentrale Figur mit vorbildlichem Idealismus bereits 1999 auf den Weg gemacht hat und durch eine Zusammenstellung von Informationsquellen, Veröffentlichung deutscher Beiträge und die anschließend konsequente Vervollständigung der Goldseiten-Gruppe gleichwohl sehr bescheiden stets im Hintergrund gehalten hat.“

### Kleiner Seitenhieb auf die Presse

Kritisch äußerte sich Reymann in der Preisverleihung zugleich über die oberflächliche, aber konzentrierte Vasallenpolitik der Journaille in jüngster Zeit:

„Gold wie auch Silber bilden in ihrer aktuellen Bewertung eine anscheinend behobene Schuldenkrise und Stabilisierung des Finanzsystems ab. Doch wäre diese Sichtweise schlicht töricht oder naiv. Das Spiel läuft allein wegen der Bereitschaft einer Clique opportunistischer Entscheider weiterhin unbeirrt. Geltende Regeln werden in sich verkürzenden Abständen durch Umstellung oder Bruch wieder und wieder über den Haufen geworfen. Das hinterlässt natürlich gesellschaftliche Spuren. Unser aller Wertesystem erodiert. Legalem Falschgeld, welchem wir durch Zwang verpflichtet sind, wird offenbar nach und nach alles was lieb und teuer ist geopfert.“

Den Preis nahm Jan Kneist für das Team der Goldseiten entgegen und bedankte sich mit einem Versprechen: „Wir werden auch zukünftig das in unseren Möglichkeiten Stehende unternehmen, um Ihnen freie Information ohne Zensur zu bieten“, so der Preisträger 2014.

### Fazit

Alles in allem war die diesjährige Edelmetall- und Rohstoffmesse wieder ein gelungenes Branchenevent – auch wenn der Publikumsandrang gegenüber letztem Jahr leicht rückläufig war. Mit Frank Hoffmann und Jan Kneist als den Veranstaltern der Messe wurden wahrlich würdige DEG-Preisträger gekürt. ■

Rainer Kromarek

Akte im Blickpunkt

# BB Biotech AG

## Boombranche mit zweistelligem Discount

Biotech-Aktien auf eigene Faust zu kaufen ist ein hartes Brot. Hätten Sie z.B. gewusst, was ein S1P-Antagonist ist oder welches Potenzial in einem neuartigen Präventivwirkstoff gegen das respiratorische Synzitalvirus steckt? Kaum ein Nicht-Mediziner kann sich unter den Begriffen etwas vorstellen, mit denen in der Biotech-Branche hantiert wird. Bedeutend schwieriger wird es, wenn unter den verfügbaren Technologien, Datenbanken, Wirkstoffen und Therapien auch noch die wirtschaftlich sinnvollsten herausgefiltert werden sollen. Trotz der Komplexität ist die Börse der richtige Ort für die Biotechbranche: Forschungsarbeit ist kapitalintensiv, die Zeit bis zur Marktreife übersteigt häufig die Geduld der Investoren. Venture-Capital-Fonds, die sich im Biotech-Sektor bewegen, nutzen Börsengänge gerne als

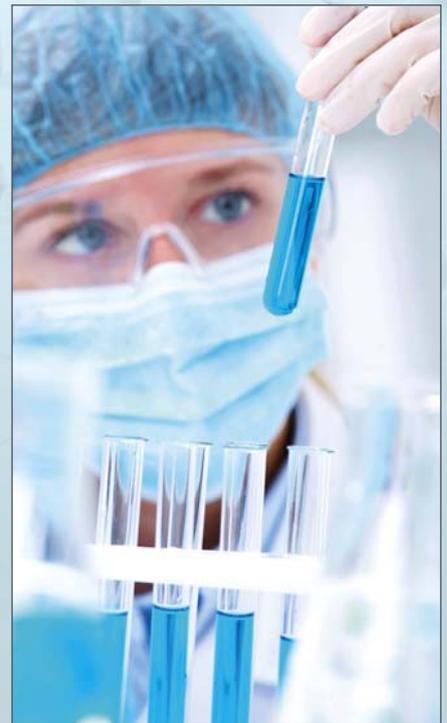
Exit-Kanal. Die große Musik spielt dabei in den USA, hier gibt es mit der Nasdaq den richtigen Ort und genügend Investoren mit dem nötigen Know-how.

### Die Biotech-Karte über eine Beteiligungsgesellschaft spielen

In den vergangenen Monaten sind viele Aktien aus dem Sektor regelrecht abgehoben, ein Boom, der an vielen Anlegern vermutlich vollkommen vorbeigegangen ist. Mit welcher Karte soll ein Anleger also sinnvoll das Biotech-Spiel mitspielen? Idealerweise mit einem kompetenten Asset-Manager wie der BB Biotech AG (IK). Die 1993 gegründete Beteiligungsgesellschaft ist ein Vehikel der ebenfalls börsennotierten Bellevue Asset Management. Das Asset Management des Portfolios ist an eine Tochter der Bellevue-Gruppe ausgelagert, diese bekommt analog zu einer Fondsgesellschaft oder einem Vermögensverwalter eine Management-Gebühr bezahlt. Aktuell beträgt das Honorar 1,1% der Marktkapitalisierung der BB Biotech AG. Im Unterschied zu vergleichbaren Biotech-Beteiligungsgesellschaften werden keinerlei Performance-Fees berechnet, die Erträge bleiben also zum größten Teil in den Händen der Aktionäre. Ein weiterer Unterschied zu den diversen Biotech-Fonds, die es am Markt gibt, ist das konzentrierte Portfolio. Typischerweise hält die BB Biotech lediglich 20-35 Beteiligungen. Die jährliche Veränderung des Portfolios beträgt nur ca. 20%, die Mehrheit der Positionen wird also langjährig gehalten.

### Big Shots der Branche

Einige der erfolgreichsten Biotech-Unternehmen der letzten Zeit finden sich mit einem verhältnismäßig großen Portfolioanteil im Bestand der BB Biotech. Das Management von Bellevue lässt Gewinne gerne laufen. Einzelne Werte können daher



Fotos: YanLen, everythingpossible (beide iStock)

durchaus auch mehr als 10% des Portfolios ausmachen. Die Top-Five in den Depots der BB Biotech sind derzeit die Unternehmen Celgene (Wert der Position 293 Mio. EUR), Gilead Sciences (236 Mio. EUR), Actelion (222 Mio. EUR), Isis Pharmaceuticals (205 Mio. EUR) und Incyte (168 Mio. EUR). Zusammen stehen diese fünf für knapp 50% des Beteiligungswertes. Die Aktie von Gilead Sciences beschreiben wir in unserem Artikel über Value und Momentum ab S. 14 ausführlicher. Die wahre Leistung des Management-Teams von BB Biotech liegt jedoch nicht im Investieren in die Flaggschiffe der Branche, sondern in der Analyse und Identifikation von interessanten neuen Beteiligungen. Im dritten Quartal wurden zwei spannende Neuinvestments eingegangen, beide Engagements haben ein Volumen von 25-35 Mio. EUR (jeweils etwas mehr als 1% des Portfolios).

#### BB Biotech AG

Kurs (in EUR)	172,30
WKN	AONFN3
NAV je Aktie	236,40
Discount zum NAV	-27,1%
Dividende (2014)	7,00 CHF
Market Cap (Mio. EUR)	2.042

Größte Positionen	in % d. Portfolios*
Celgene	12,2%
Gilead	9,9%
Actelion	9,3%
Isis	8,5%
Incyte	7,0%
Vertex	5,0%
Medivation	4,7%
Alexion	4,0%
Agios	3,8%
Puma	3,8%

\*) Stand: 31.9.2014

### Neuartige Impfstoffe

Das US-Unternehmen Novavax spezialisiert sich auf die Entwicklung neuartiger Impfstoffe. Aktuell am weitesten fortgeschritten sind die Forschungsarbeiten an einem Impfstoff zur Prävention der sogenannten RSV-Infektion bei Neugeborenen und älteren Menschen. RSV ist eine lebensbedrohliche Infektion der Atemwege. Die Antikörper werden von der Mutter auf das Baby übertragen, in den USA wird eine solche Impfung bereits bei rund 50% der Schwangeren durchgeführt. RSV stellt eine der häufigsten Ursachen für einen Krankenhausaufenthalt von Babys dar, die Impfung bringt daher auch eine deutliche Senkung der Folgekosten für das Gesundheitssystem mit sich. Für ältere Menschen entwickelt Novavax ein Kombinationspräparat für RSV und Influenza.

### Profiteur der Ebola-Panik

Die Impfstoff-Plattform lässt sich zudem auf weitere Bereiche anwenden. So konnte Novavax auf der Vaccine and ISV Conference in Philadelphia dieses Jahr einen ersten Impfstoff gegen Ebola präsentieren. Der Wirkstoff basiert auf dem Typus Ebola, wie er 2014 in Guinea aufgetreten ist. Lydia Bänziger von BB Biotech sieht enorme Chancen in der Beteiligung: „Wir erkennen einen klaren Bedarf an einem RSV-Impfstoff und sehen Novavax als optimal positioniert, um diesen Markt abzudecken. Zudem hat das Unternehmen eine versatile Plattform, mit der sie schnell neue Impfstoffkandidaten hervorbringen kann, wie ihre Kandidaten für H7N9 und Ebola zeigen.“ Die Aktie von Novavax ist seit dem Investment von BB Biotech bereits deutlich angestiegen, nicht zuletzt auch aufgrund der in den USA grassierenden Ebola-Panik.



Lydia Bänziger

### Positive Daten stimmen optimistisch

Forschungsschwerpunkt der zweiten Neuerwerbung Receptos (ebenfalls aus den USA) ist eine neuartige Behandlungsmethode für multiple Sklerose und die Darmerkrankung IBD. Receptos sieht in seinem RPC1063-Programm ein potenzielles Konkurrenzprodukt für die herkömmlichen Medikamente im ca. 16 Mrd. USD großen Markt für multiple Sklerose. Derzeit befindet sich das Programm in einer dritten Prüfungsphase. Das Know-how ist im alleinigen Eigentum



von Receptos. Die Ergebnisse der vorangegangenen Phase wurden im Herbst auf der größten Multiple-Sklerose-Konferenz (ACTRIMS-ECTRIMS) vorgestellt. Dem Medikament wurde dabei eine mindestens gleichwertige Wirksamkeit zu verschiedenen Konkurrenzprodukten attestiert. Die Aktie von Receptos ist dadurch deutlich weniger riskant geworden. Eine Markteinführung des RPC1063-Programms ist für 2016 vorgesehen.

### Fazit

Trotz der guten Performance der Aktie notiert BB Biotech noch immer unter ihrem inneren Wert, aktuell beträgt der Discount zum Net Asset Value (NAV) rund 25%. Da alle Beteiligungen börsennotiert sind, ist der NAV ein realer Marktwert. Als „Zuckerl“ gibt es für die Aktionäre eine jährliche Dividende von 5% des Aktienkurses. Zusätzlich kauft BB Biotech jährlich rund 5% der eigenen Aktien am Markt zurück.

Christoph Karl

### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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

Anzeige

Jetzt bestellen +++ Limitierte Auflage +++ Jetzt bestellen +++ Limitierte Auflage

## Traden Sie erfolgreich – mit der CFD & Forex Tradingbox

Die Inhalte dieser Tradingbox haben einen Wert von über € 800,-!

Sie bezahlen nur  
**€ 39,90**

Die CFD & Forex Tradingbox eröffnet Ihnen die vielfältige Welt des Tradings: Bücher, E-Books, Seminargutscheine, Zugänge zu ausgewählten Trading-Services, eine Vergünstigung für ein persönliches Trader-Coaching, einen Gutschein für eine Gebührengutschrift bei Eröffnung eines Live-Kontos, einen Gutschein für ein Quartals-Abo u.v.m.



Jetzt hier bestellen:

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

Turnaround

# Zwischen Himmel und Erde

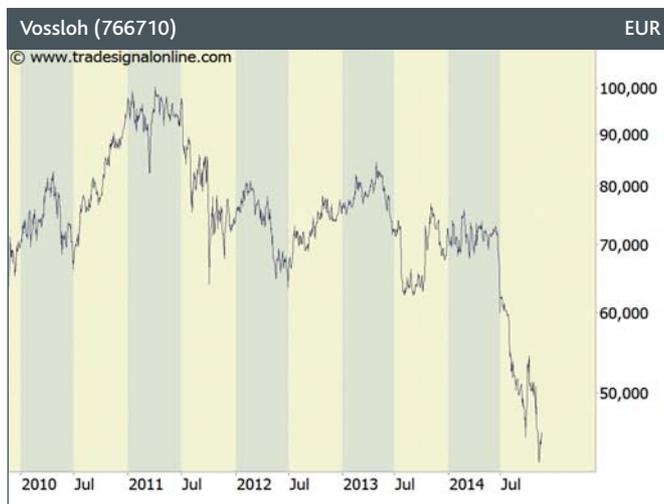
Eine funktionstüchtige Infrastruktur ist das Rückgrat jeder Volkswirtschaft. Dabei bedarf es Unternehmen, die mit ihrer Expertise erst den Transport von Menschen, Waren und Energie ermöglichen.

### Weichenstellungen voraus

Eigentlich besaß der Bahntechnikkonzern **Vossloh** über viele Jahre ein selbst in konjunkturellen Schwächephasen stabiles Geschäftsmodell. Doch dann brachten hausgemachte Probleme und ein schlechtes Projektmanagement den Konzern aus der Spur. Es folgte ein neues Management und eine Neubesetzung des Aufsichtsrats, aus dem sich die Familienvertreter zurückzogen und dessen Vorsitz der Unternehmer Heinz Hermann Thiele übernahm. Thiele verfügt als Eigentümer der Knorr-Bremse AG nicht nur über wertvolles Branchenwissen, immer wieder wird der Milliardär auch als möglicher Interessent einer Vossloh-Übernahme ins Spiel gebracht. Tatsächlich hält er bereits heute ein Viertel der Anteile. Der neue Vossloh-Vorstand stimmte die Aktionäre auf einen durchaus mühsamen Restrukturierungskurs ein. Demnach dürften dessen Ergebnisse größtenteils erst ab dem Jahr 2016 sichtbar werden. Bedingt durch hohe Umbaukosten und Goodwill-Abschreibungen weist das Unternehmen zum Ende des dritten Quartals einen EBIT-Verlust von rund 150 Mio. EUR aus. Das Augenmerk des Vorstands liegt auf einer Optimierung des Working Capitals und einer Standardisierung von Prozessen. Letzteres betrifft unter anderem die Sparte „Locomotives“ am Standort Kiel. Dort soll bis Ende 2015 eine neue, hochmoderne Fertigung von Dieselloks entstehen. Man setzt hier auf das Baukastenprinzip sowie eine Reduzierung der Durchlaufzeiten. Im Bereich „Electrical Systems“ (elektronische Komponenten für Bahnen und Busse) soll der Anteil des Service-



Geschäfts ausgebaut werden. Derzeit erarbeitet der Vorstand eine neue Strategie, die Anfang Dezember vorgestellt wird und die auch den Rückzug aus ganzen Sparten beinhalten könnte. 2015 plant Vossloh, den Umbau abzuschließen und mit einer fortan schlanke- ren Struktur die Steigerung der definierten finanziellen Zielgrößen (Free Cashflow, EBIT-Marge) in Angriff zu nehmen. Dabei könnte die von der Bundesregierung diskutierte Erhöhung der Bahninvestitionen von 2,7 auf 4 Mrd. EUR jährlich sicherlich helfen. Als Aktionär scheint gleichwohl Geduld gefragt.



### Kranich auf Roskur

Von der Schiene geht es nun in die Luft. Doch nicht dort, sondern am Boden fanden sich die Maschinen der **Lufthansa** in den vergangenen Monaten öfter als geplant wieder. Wie bei der Deutschen Bahn belasten auch hier wiederholte Streiks das operative Geschäft. Die Gefahr, dass Kunden in Zukunft lieber mit anderen Airlines fliegen, dürfte auch CEO Carsten Spohr bewusst sein. Dennoch bleibt der Manager bei seiner Linie in den Verhandlungen mit der Pilotengewerkschaft Cockpit und der konsequenten Umsetzung seines harten Sparprogramms. Angesichts dieser durchweg negativen Schlagzeilen mag man kaum glauben, dass die Airline operativ durchaus Fortschritte zu vermelden hatte. So hielt der Konzern nach dem wichtigen Sommerquartal seine Gewinnprognose für das Gesamtjahr aufrecht. Diese beinhaltet trotz der bislang verbuchten Kosten für die Pilotenstreiks weiterhin ein operatives

Aktuelle Turnaround-Kandidaten										
Name	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 14e*	Umsatz 15e*	EpS 14e	EpS 15e	KGV 15	Div. 14	Div-Rend.
Lufthansa	823212	13,17	6.085	30.000	30.500	1,24	1,98	6,7	0,48	3,6%
PSI	A0Z1JH	10,99	173	180	189	0,29	0,60	18,3	0,10	0,9%
Vossloh	766710	44,52	592	1.300	1.320	-13,80	1,25	35,6	0,00	0,0%

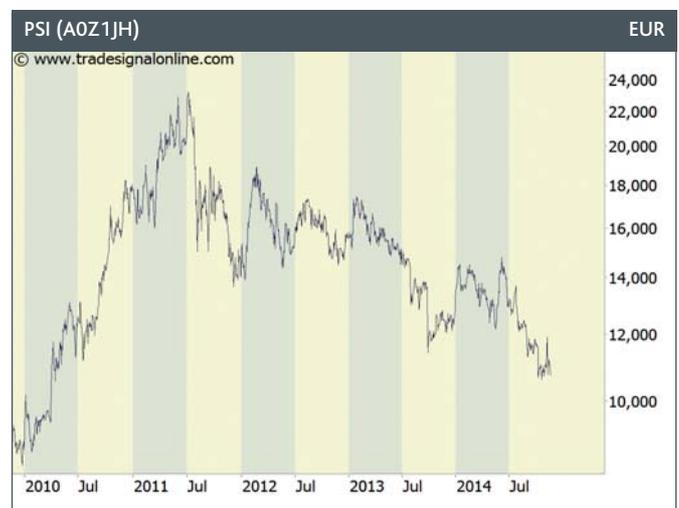
\*) in Mio; alle Angaben in EUR

Ergebnis von 1 Mrd. EUR und damit einen deutlichen Zuwachs im Vergleich zum Vorjahr (2013: 891 Mio. EUR). Allerdings könnten weitere Streiks dieses Gewinnziel am Ende doch noch zunichte machen. Ebenfalls belastete die mit den Q3-Zahlen vermeldete Rücknahme der Gewinnprognose für das kommende Jahr. So werde das EBIT nicht wie geplant bei 2 Mrd. EUR, sondern nur noch „deutlich über Vorjahr“ erwartet. Immerhin dürfte sich die Profitabilität nochmals klar verbessern. Das ist angesichts des deutlich zurückgekommenen Lufthansa-Kurses eine gute Nachricht. Bei aktuell 13 Euro erreicht die Kranich-Airline lediglich einen Börsenwert von rund 6 Mrd. EUR. Dem stehen eine Dividendenrendite von knapp 4% sowie ein KGV von 6,5 gegenüber. Damit ist das Papier, das sich in den letzten zehn Jahren stets in einer Handelsspanne zwischen rund 8 und 22 EUR bewegte, gerade für den antizyklischen Anleger hochinteressant.

#### Software als Schrittmacher

Ein breites Spektrum an Softwarelösungen bietet die Berliner **PSI AG** ihren Kunden aus den Bereichen Energie, Industrie und Infrastruktur an. So setzt der Stahlriese ArcelorMittal in Teilen seiner Produktion auf „PSI metals“ zur Steigerung der Planungseffizienz. Die Hamburger Hochbahn vertraut „PSI traffic“ bei der Organisation des Busbetriebs. Für Versorger realisiert man wiederum komplexe Netzleitsysteme. Während das Geschäft im vergangenen Jahr unter der Investitionszurückhaltung der Versorger sowie Einmalaufwendungen im Logistikbereich litt, konnten die Belastungen im laufenden Jahr deutlich zurückgeführt werden. Trotz letzter Verluste aus unprofitablen Altprojekten versechsfachte sich das EBIT in den ersten neun Monaten auf 4,6 Mio. EUR. Erfreulich ist zudem der Turnaround beim Cash Flow, der im gleichen Zeitraum von -2,8 auf +2,8 Mio. EUR zunahm. Beides spricht für eine klar verbesserte Kostendisziplin und Projektauswahl. Hier hat der Konzern seine Hausaufgaben gemacht. Natürlich registriert auch PSI derzeit gewisse Verzögerungen bei der Auftragsvergabe.

Umso bemerkenswerter ist der starke Ordereingang im dritten Quartal (+29% auf 44 Mio. EUR), der sich bis Jahresende sogar noch einmal beschleunigen sollte. Der zuletzt für 2014 prognostizierte Auftragseingang auf Vorjahresniveau impliziert das beste Schlussquartal seit 2010. Nach einer voraussichtlichen Verdopplung der operativen Marge im laufenden Jahr erscheint für 2015 daher eine weitere Verbesserung in Richtung 8% plausibel. Für die Aktie, die noch im Herbst den Rauswurf aus dem TecDAX30 verkraften musste, sollten somit schon bald bessere Zeiten anbrechen.



#### Fazit

Im Infrastruktur- und Transportsektor sind die Ergebnisse meist recht volatil und zyklisch. Dennoch lassen unsere Turnaround-Kandidaten eine substantielle Verbesserung ihrer operativen Ergebnisse ab dem kommenden Jahr erwarten. Auf Rückschläge sollten Anleger angesichts der fragilen wirtschaftlichen Lage allerdings kurzfristig immer vorbereitet sein.

Marcus Wessel

Anzeige



Schneller. Erfolgreicher. Attraktiver.

>>> Die Mobilität von morgen.

Im nationalen und internationalen Wettbewerb stehen Verkehrsbetriebe vor neuen Herausforderungen. Schneller, leistungsstärker und serviceorientierter werden. Moderne, bedarfsgerechte Mobilitätsangebote schaffen, die mehr Fahrgäste anziehen. Dienstleistungen mit denen anderer Anbieter vernetzen. Und dabei ebenso effizient wie wirtschaftlich arbeiten.

Wie das geht, kann man schon heute weltweit live erleben. Dank integrierter Telematiklösungen von init. In Deutschland. Aber auch in Brisbane, Dubai, New York, Nottingham, Vancouver und vielen anderen Städten auf vier Kontinenten.

**init**

The Future of Mobility

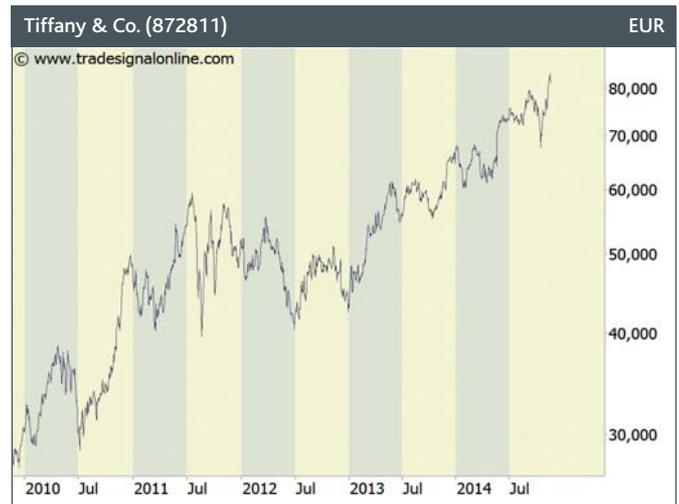


Buy or Good Bye

**Buy: Tiffany & Co.**

Luxus ist ein durchaus dehnbare Begriff. Während Modefirmen wie Michael Kors in den letzten Jahren den etablierten Premium-Marken mit ihrer Strategie des „affordable luxury“ (erschwinglicher Luxus) Kunden abjagten und neue Käuferschichten erschlossen, blieb die weltweit wohl bekannteste Juweliermarke Tiffany & Co. ihrer Hochpreis-Strategie treu. Der Vorstand setzt weiterhin auf Exklusivität und eine Expansion mit Augenmaß. Trotz neuer Filialen vor allem in Asien betreibt man insgesamt lediglich knapp 300 Läden. Damit tritt das Unternehmen einer schädlichen Verwässerung des eigenen Image bewusst entgegen. Im Durchschnitt kostet ein Tiffany-Produkt über 2.200 USD. Statt die Preise zu senken, hat Tiffany diese erst zuletzt auf breiter Front angehoben. In Kombination mit sinkenden Einkaufspreisen für Edelmetalle steckt darin ein durchaus beachtlicher Ertragshebel.

Die Aktie von Tiffany Co. notiert aktuell aber auch aus Bewertungssicht über ihrem historischen Durchschnitt. So erreicht das KGV auf Basis des laufenden Geschäftsjahres 2014/15 bereits ambitionierte 23 (Durchschnitt: 20). Vor dem Start in das traditionell wichtige Weihnachtsgeschäft kratzt das Papier an den erst im Spätsommer erklommenen Allzeithochs. Kurzfristig besteht daher mit Blick auf eine sich



abkühlende Konjunktur leichtes Abwärtspotenzial. Schon die Halbjahreszahlen zeigten eine gewisse Kaufzurückhaltung in Europa und Japan. Dagegen blieben Tiffanys Heimatmarkt USA sowie Asien (ohne Japan) auf einem strammen Wachstumskurs. Möglicherweise eher zurückhaltende Aussagen bei Vorlage der kommenden Quartalsergebnisse Ende November könnten eine Korrektur auslösen, die dann jedoch als Einstiegchance genutzt werden sollte.

Marcus Wessel

**Good Bye: Borussia Dortmund (IK)**



Trotz voller Kasse auf den hinteren Tabellenplätzen – wohin steuert Deutschland einziger börsennotierter Fußballclub sportlich und wirtschaftlich? Mit dem sportlichen Erfolg der letzten Jahre kehrte in Dortmund auch die wirtschaftliche Solidität wieder ein. Die heutige Unternehmensführung reduzierte die Kosten dramatisch, dank der Anleger des geschlossenen Immobilienfonds, der das Westfalenstadion besaß, konnte der BVB 2005 vor der Insolvenz gerettet werden. Wirtschaftlich wurde der Sanierungserfolg im aktuellen Jahr mit zwei großen Kapitalerhöhungen gekrönt.

Hauptsponsor Evonik, Trikotsponsor Puma und Stadion-Namensgeber Signal Iduna wurden dabei Großaktionäre. Dem BVB flossen insgesamt 141 Mio. EUR zu, das Eigenkapital hat sich damit fast verdoppelt.

Doch genau jetzt sorgt das Team sportlich für negative Schlagzeilen, lag kurzfristig sogar auf dem letzten Tabellenplatz. Mancher Transfer scheint aus heutiger Perspektive unglücklich, das Spielsystem von Trainer Jürgen Klopp will derzeit einfach nicht funktionieren. Rein statistisch ist nach dem schlechtesten Bundesligastart der Clubgeschichte das Erreichen eines Champions-League-Platzes nahezu unmöglich. Im nächsten Jahr droht daher Einnahmenausfall von bis zu 50 Mio. EUR. Der Kostenblock ist dagegen mit dem sportlichen Erfolg der letzten Jahre gestiegen. Ein Spitzenspieler wie Marco Reus lässt sich voraussichtlich ohne Champions-League-Teilnahme nicht halten, teure Neuverpflichtungen wären dann vermutlich dringend notwendig. Aus der geplanten schwarzen Null wird im Geschäftsjahr 2014/15 aller Voraussicht nach ein dickes Minus werden. Die Borussia kann sich dies zwar leisten, doch die Ergebnisse in den folgenden Saisons sind alles andere als sicher. Bei einem KGV von 40 für 2015/16 ist die Aktie damit eindeutig überbewertet. Hinweis: Der Autor dieses Artikels ist Anhänger des FC Bayern München, weshalb ein Interessenkonflikt gegeben erscheint.

Christoph Karl



## Mittelstandsaktien

# Substanz und Kuriositäten

## Mittelständler aus verschiedensten Branchen auf der 48. m:access-Konferenz

Auf der gut besuchten Veranstaltung der Börse München konnte das Publikum erneut Vorstände, Zahlen und Geschäftsansätze einiger in m:access notierter Gesellschaften kennenlernen. Das Spektrum reicht von soliden Beteiligungsgesellschaften und gestandenen Mittelständlern bis zu kuriosen „Nano-Caps“.

### BEKO Holding –

#### IT- und Technologiebeteiligungen

BEKO ist bislang nur wenigen Insidern bekannt, die österreichische IT- und Technologie-Holding konnte jedoch in den letzten Jahren einige „Perlen“ identifizieren und sich an diesen beteiligen. Typischerweise geht BEKO Minderheitsbeteiligungen an börsennotierten oder privaten Gesellschaften ein. Daneben hält BEKO nach wie vor einen Mehrheitsanteil an der BEKO Engineering & Informatik AG. Der Ingenieurs- und IT-Dienstleister setzte im Geschäftsjahr 2013/14 knapp 42 Mio. EUR um, das EBITDA betrug dabei rund 0,5 Mio. EUR. Viel bedeutender für BEKO ist jedoch das Beteiligungsgeschäft: Alleine aus den Anteilen an der All for One Steeb AG konnten im vergangenen Jahr knapp 9 Mio. EUR Beteiligungsertrag erzielt werden. Weitere Anteile hält BEKO an 15 verschiedenen Unternehmen, unter anderem an den IT-Dienstleistern Allgeier und S&T sowie dem sozialen Netzwerk XING. BEKO bilanziert nach IFRS, die Beteiligungen sind daher zu

ihren jeweils aktuellen Marktwerten in den Zahlen enthalten. In der Vergangenheit konnte das Team um Vorstand und Unternehmensgründer Prof. Peter Kotauczek mit der Selektion der Investments überzeugen. BEKO kann daher als cleveres Vehikel für ein aktiv gemanagtes Portfolio im IT-Bereich angesehen werden. Die Aktie notiert in etwa auf Höhe des Buchwertes zum 30.6.2014. Zwar beträgt der Free Float nur rund 6%, laut Prof. Kotauczek sind die Großaktionäre jedoch bereit, über die Börse kleinere Anteile abzugeben, falls diese nachgefragt werden.

### Brüder Mannesmann –

#### Mehr Gehalt als Jahresfehlbetrag

Brüder Mannesmann ist ein klassischer China-Importeur: Im Auftrag des Unternehmens werden von chinesischen Produzenten Heimwerker-Werkzeuge unter eigener Marke produziert, die Ware wird in Deutschland über Discounter und Baumärkte abgesetzt. Keine uninteressante Branche, doch das zweite Standbein der Gruppe – der Handel mit industriellen Armaturen – ist seit Jahren notorisch defizitär. In Summe muten die Zahlen des Unternehmens kurios an: 1,9 Mio. EUR Marktkapitalisierung, ein Jahresfehlbetrag von 1,3 Mio. EUR und Vorstandsgehälter von 1,3 Mio. EUR (für einen zweiköpfigen Vorstand!). Angesichts dieser Anreizstruktur ist vollkommen klar, dass hier prinzipiell die beiden Vorstände

vor den Aktionären bedient werden. Mit einer Reduktion auf ein vernünftiges Gehalt könnten sie das Ergebnis in Richtung einer schwarzen Null bringen. Solange dies nicht der Fall ist, sollten Anleger einen Bogen um die Aktie machen.

### Erlus – Solide Zahlen,

#### ambitionierte Aktienbewertung

Das Traditionsunternehmen aus Niederbayern produziert Dachsteine und Tondachziegel, ein solides, allerdings nicht besonders wachstumsstarkes Geschäft. Laut Vorstand Peter Hoffmann sind „die dicken Jahre des Baugeschäfts nun erstmal vorbei“. Trotzdem zeigt Erlus in den ersten beiden Quartalen überzeugende Zahlen. Üblicherweise wird das Minus des ersten Halbjahres erst in der zweiten Jahreshälfte in einen Jahresüberschuss gewandelt, dieses Jahr steht bereits zur Jahresmitte ein positives Ergebnis zu Buche. Erlus bilanziert extrem konservativ: Das schuldenfreie Unternehmen hat enorm hohe Rückstellungen verbucht (u.a. aus einem nach wie vor umstrittenen Kartellverfahren), eine Position, aus der in Zukunft eher positive Überraschungen resultieren könnten. Trotzdem ist die Aktie mit einem KGV von rund 23 für das laufende Jahr nicht wirklich günstig bewertet. Um das aktuelle Kursniveau zu halten, dürfen keine negativen Überraschungen auftreten.

### Fazit

Auf der m:access Konferenz präsentierte sich Licht und Schatten der Mittelstandsaktien, Anleger kommen gerade bei diesen Small- und Mico-Caps kaum um eine eigene Analyse herum. Die m:access Veranstaltungen bieten dafür jedoch regelmäßig exakt das richtige Forum.

Christoph Karl

Kennzahlen der vorgestellten Mittelstandsaktien

Unternehmen	WKN	Kurs	Umsatz* 13	Divid. 13	KGV 13	KGV 14e**	MCap*
BEKO Holding AG	A1T7NL	3,47	41,5	0,08	3,2	-	35,9
Erlus AG	558900	46,5	118,8	1,00	23,3	16,6	61,0
Brüder Mannesmann AG	700700	0,62	208,6	0,00	negativ	negativ	1,9

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

## Moneytalk

# „Wir gehen von steigenden Absätzen aus“

Smart Investor sprach mit **Bernard Schäferbarthold**, Finanzvorstand der **Nordex SE**, über den zurückgelegten Weg der Umstrukturierung, die Folgen der EEG-Novelle und den Ausblick auf die kommenden Jahre.

**Smart Investor:** Herr Schäferbarthold, 2012 haben Sie Nordex einer umfassenden Reorganisation unterworfen. Wäre die Firma ohne diese Kurskorrektur und die damit verbundenen Einschnitte heute vom Markt verschwunden?

*Schäferbarthold:* Über die Folgen können wir trefflich spekulieren, die akute Gefahr haben wir damals jedenfalls gesehen. Fest steht für mich, dass wir ohne die Anpassung heute definitiv nicht so gut dastehen würden. Durch die Konzentration der Fertigung und vergleichbare Maßnahmen haben wir unseren Strukturaufwand in Europa, Amerika und Asien um 25 bis 60% reduziert. Und die damals schmale operative Gewinnmarge von rund 1% wird voraussichtlich auf bis zu 5% in diesem Jahr steigen.

**Smart Investor:** Worin sehen Sie die größten Herausforderungen in der aktuellen „Phase II“?

*Schäferbarthold:* Auch das Programm für die nächsten Jahre ist ambitioniert, aber machbar. Im Kern geht es ja darum, unser Ergebnis in den nächsten drei Jahren in etwa zu verdoppeln. Das setzt voraus, die Stromgestehungskosten mit unseren Anlagen nochmals zweistellig zu senken. Dazu haben wir eine Mehrzahl von Initiativen am Start, um die Projektentwicklung noch effizienter zu gestalten.

**Smart Investor:** Auf Ihrem „Capital Markets Day“ hat Ihr CEO, Herr Dr. Zeschky, zuletzt davon gesprochen, dass man fortan mehr in Projekten denken müsse. Was heißt das konkret?

*Schäferbarthold:* Durch ein hohes Maß an kundenspezifischen Leistungen differenzieren wir uns erfolgreich vom Wettbewerb. Das heißt, Nordex steht für komplexe Projekte, die wir schlüsselfertig errichten und langfristig warten. Es geht also nicht darum, Großprojekte mit möglichst vielen Standardprodukten zu liefern. Im Anlagenbau, der klassisch in Serienproduktion denkt, ist das eine völlig andere und zum Teil neue Dimension. Das wird auch unsere Prozesslandschaft betreffen und verändern.

**Smart Investor:** Europa bleibt für Sie der Hauptumsatzträger. Hinzu kommen ausgesuchte Wachstumsregionen außerhalb Europas. Wo sehen Sie die größten Chancen für die Windenergie in den nächsten Jahren?

*Schäferbarthold:* Bei den neuen Märkten setzen wir auf Lateinamerika und Afrika. Aber auch in Europa kommen immer wieder neue Regionen hinzu, wie jetzt gerade das Baltikum. Auch hier reden wir nicht zwingend von Absatzregionen, die unsere ganze Industrie satt machen können, sondern die zum Profil von Nordex passen. Zudem erwarten wir in unseren Hauptmärkten, wie etwa Deutschland, der Türkei und Frankreich, eine weitgehend stabile Entwicklung.

**Smart Investor:** Welches Zeugnis würden Sie der Bundesregierung beim Thema Energiepolitik und Energiewende ausstellen?

*Schäferbarthold:* Hier hagelt es ja immer wieder Kritik, die zum Teil berechtigt sein mag. Andererseits gibt es keinen Industriestaat, der in den letzten Jahren so erfolgreich auf



Bernard Schäferbarthold

erneuerbare Energien umgestiegen ist. Was jetzt kommt, ist völliges Neuland. Und ich nehme es der Regierung ab, den Weg in Richtung 60% Erneuerbare gehen zu wollen. Allerdings setzt dieses Ziel eben ein neues Strommarktdesign voraus. Erste Ideen hierzu hat das Bundeswirtschaftsministerium gerade in seinem Grünbuch veröffentlicht. Hier ist in keiner Weise von einem Ausverkauf der Erneuerbaren die Rede, im Gegenteil.

**Smart Investor:** Inwieweit hat die letzte EEG-Novelle die Aussichten und Auftragslage hierzulande beeinflusst?

*Schäferbarthold:* Wie jede angekündigte Reform hat auch diese zunächst vorgezogene Investitionen ausgelöst. So erleben wir 2014 einen Rekord bei der Errichtung von Wind-

## Über Nordex

Unter dem seit 2012 amtierenden Vorstandsvorsitzenden Dr. Jürgen Zeschky durchlief der Windkraftanlagenbauer Nordex eine tiefgreifende Umstrukturierung. Zeschky und seine Vorstandskollegen definierten zwei Phasen der weiteren Unternehmensentwicklung. Angefangen beim Turnaround und der Steigerung der Umsatzbasis über eine Verbesserung der operativen Marge sollte Nordex schließlich als profitabler Nischenanbieter auf dem globalen Windenergiemarkt positioniert werden. Auf Europa liegt dabei weiterhin der Hauptfokus des TecDAX-Unternehmens. Im Zuge seiner überarbeiteten Verkaufs- und Service-Strategie möchte sich Nordex fortan auf rund 20 Kernländer konzentrieren. Diese geografische Ausrichtung soll mit dem Eintritt in bis zu zwei neue, wachstumsstarke Märkte pro Jahr sukzessive erweitert werden.

Derzeit befindet sich Nordex in „Phase II“ des Zeschky-Programms. Bis zum Jahr 2017 soll der Konzern den Pfad eines im Vergleich zu den letzten Jahren moderateren, dafür aber profitableren Wachstums folgen. Ziel ist es, spätestens in drei Jahren eine Umsatzbasis von 2 Mrd. EUR bei einer EBIT-Marge zwischen 7 und 8% zu erreichen. 2013 kam der Konzern noch auf Erlöse von 1,3 Mrd. EUR und eine operative Marge von



lediglich 3%. Immerhin gelangen der Turnaround und der Abschluss der Restrukturierung ein Jahr früher als zunächst geplant. Nach den ersten neun Monaten erreicht Nordex im aktuellen Geschäftsjahr einen Umsatz von 1.267 Mrd. EUR sowie ein EBIT von 59,9 Mio. EUR. Bei einem aktuellen Kurs von 13,40 EUR wird das Unternehmen inzwischen mit 1,1 Mrd. EUR sowie einem 2015er KGV von 20 bewertet. ■

Marcus Wessel

energieanlagen. Natürlich wird sich das Geschäft in der Folge wieder etwas abschwächen. Seit dem 1. August hat die gestiegene Investitionssicherheit durch das Inkrafttreten des EEG 2.0 das Geschäft aber erneut beflügelt. Wir gehen für uns daher von steigenden Absätzen aus.

**Smart Investor: Investoren lieben klare Aussagen. An welchen finanziellen Kennziffern und Zielen möchten Sie sich als Vorstand mittel- bis langfristig messen lassen?**

*Schäferbarthold:* Wir steuern die Gruppe anhand einiger zentraler Leistungskennzahlen. Dazu zählen der Umsatz, die EBIT-Marge und das Working Capital, als wichtige Einflussgröße auf den Cashflow und die Netto-Liquidität. Der Umsatz soll bis 2017 auf mindestens 2 Mrd. EUR steigen, die EBIT-Marge im selben Zeitraum auf 7 bis 8%. Gleichzeitig wollen wir weiterhin einen positiven Free Cashflow erzielen.

**Smart Investor: Welche Annahmen liegen dieser Prognose zugrunde?**

*Schäferbarthold:* Wir erwarten, dass sich die Nachfrage für Windturbinen in den nächsten Jahren weltweit immer noch gut,

aber etwas schwächer entwickeln wird als bisher. Konkret werden unsere Zielmärkte pro Jahr im Durchschnitt um 3% zulegen. Gleichzeitig ist von einem nivellierten Preisdruck auszugehen. Dem können wir mit neuen, effizienteren Produkten und dem Eintritt in neue Märkte und Kundensegmente begegnen.

**Smart Investor: Wie sehr bleibt die Nordex-Aktie auch ein „politisches“ Investment? Ohne eine Förderung der Windenergie würden sich vermutlich deutlich weniger Projekte umsetzen und finanzieren lassen.**

*Schäferbarthold:* Sagen wir es anders: Wenn die Betreiber von Kohle- und Atomkraft-

werken immer die Vollkosten der Stromproduktion hätten tragen müssen, wäre diese Industrie in der Vergangenheit nicht so groß geworden. Jetzt schickt sich Berlin an, diese Kosten nicht mehr in dem bekannten Maß zu „sozialisieren“. Energie, Gesundheit und Sicherheit sind politisch gewollte Güter und werden weltweit reguliert. Das völlig freie Wirken der Marktkräfte ist eine Lehrbuchweisheit, die in der Realität nur begrenzt anzutreffen ist.

**Smart Investor: Herr Schäferbarthold, haben Sie vielen Dank für Ihre Zeit und die klaren Antworten!** ■

Interview: Marcus Wessel

Anzeige

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

Wer **A**nleihen sagt,

meint **B**ondGuide.

**BONDGUIDE**  
Die Plattform für Unternehmensanleihen

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

Musterdepot

# Erfolgreiche Rückbesinnung

Überlagerten noch im Vormonat Konjunkturängste und geopolitische Sorgen das Börsengeschehen, so drangen zuletzt die meist erfreulichen Unternehmensnachrichten wieder vermehrt zu den Anlegern durch.

Dabei ist das „große Bild“ weiterhin uneinheitlich. Während die US-Börsen zielstrebig neue Allzeithochs erklimmen, haben wir es in Europa mit einer Schaukelböse zu tun, die zwischen rückläufigen Konjunkturerwartungen und dem Eingreifen der EZB gefangen zu sein scheint. In diesem Spannungsfeld erzielten wir in den vergangenen Wochen gleichwohl erfreuliche Zuwächse. Beim Vergleich mit dem DAX gilt es zu berücksichtigen, dass wir inklusive der Bundesanleihe noch über knapp ein Viertel Liquidität verfügen. Die erneute Aufnahme eines DAX-Shorts, von dem wir uns durchaus auch kurzfristig trennen könnten (bei 4,00 EUR oder ca. 9.600 DAX-Punkten besteht hier eine Stop-Loss-Order), dient vornehmlich der Absicherung unserer verbliebenen Engagements am deutschen Aktienmarkt.

## Rohstoffe und Japan

Nach den monatelangen, schmerzhaften Verlusten im Rohstoffbereich waren wir zuletzt gezwungen, unser Übergewicht in diesem Sektor abzubauen. Dies betrifft die Verkäufe von Vale und First Majestic Silver. Schließlich gilt es noch die positive Entwicklung unserer Japan-Positionen hervorzuheben. Die dortige Börse befindet sich im CuB-Modus, was insbesondere am Kursverlauf des Toyota-Calls abzulesen ist. Unser relativ kurzlaufender EUR/JPY-Call katapultierte sich dank des Hebeleffekts ebenfalls nahe an seinen Einstandskurs zurück. Da wir den Schein seinerzeit vor allem zur Absicherung unserer Japan-Investments aufgenommen hatten, von denen nunmehr Bridgestone übrig geblieben sind, denken wir in diesem Fall über einen baldigen Verkauf nach.

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR)											Stichtag: 14.11.2014 (DAX: 9.252)		
Performance: -1,6% seit Jahresanfang (DAX: -3,1%); +6,2% gg. Vormonat (DAX: +4,5%); +164,5% seit Depotstart (DAX: +261,7%)													
	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	77,34	23.202	8,8%	+13,7%	+173,3%	
Aurelius [D] <i>IK</i>	A0JK2A	Sanierer	C	7/6	600	13.09.2012	12,00	29,07	17.442	6,6%	+12,6%	+142,3%	
Eurokai Vz. [D]**	570653	Hafenbetreiber	C	7/6	800	26.09.2013	21,70	30,45	24.360	9,2%	+9,3%	+40,3%	
Wellpoint [USA]	A0DNLY	Krankenversicherer	B	7/5	250	27.03.2014	73,51	100,00	25.000	9,5%	+10,6%	+36,0%	
Toyota-Call (5.750; Dez. 16)	CF74P9	Automobilkonzern	B	8/6	8.000	02.10.2014	0,82	1,06	8.480	3,2%	+71,0%	+29,3%	
Visa [USA]	A0NC7B	Kreditkarten	B	7/5	50	19.12.2013	158,50	199,65	9.983	3,8%	+24,0%	+26,0%	
DEAG [D]** <i>IK</i>	A0Z23G	Konzertveranstalter	B	8/6	2.400	08.05.2014	5,64	6,41	15.384	5,8%	+15,5%	+13,7%	
DAX-Short (10.000; Jun. 15)	TD1HDW		D	8/7	2.000	06.11.2014	6,90	7,52	15.040	5,7%	-	+9,0%	
Bundesanleihe (Sep. 2015)	113743	Staatsanleihe	C	1/2	180	17.07.2014	100,29	100,24	18.043	6,8%	-0,0%	-0,0%	
Bridgestone [JPN]	857226	Automobilzulieferer	C	8/6	400	02.05.2013	27,80	26,78	10.712	4,0%	+8,0%	-3,7%	
EUR/JPY-Call (140; Mrz. 2015)	UA7SNP		C	9/7	400	28.11.2013	5,09	4,81	1.924	0,7%	+345,4%	-5,5%	
Goldcorp [CAN]**	890493	Goldproduzent	B	7/5	1.000	16.01.2014	17,83	15,90	15.900	6,0%	-12,2%	-10,8%	
Hargreaves Services [GB]**	A0HMDY	Bergbau	C	7/5	2.000	15.08.2013	9,77	8,27	16.540	6,3%	+12,2%	-15,4%	
Silver Wheaton [CAN]** <i>IK</i>	A0DPA9	Silberproduzent	B	8/5	1.000	26.09.2012	23,41	16,11	16.110	6,1%	+5,9%	-31,2%	
									<b>Aktienbestand</b>	218.120	82,5%		
									<b>Liquidität</b>	46.388	17,5%		
									<b>Gesamtwert</b>	264.508	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 Handlungsprämissen wir hieraus ableiten.

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

\*\*\*) *Durchschnittskurs*

## Durchgeführte Käufe und Verkäufe

Käufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Kaufwert	Datum
Dax-Short (10.000; Jun 15)	TD1HDW	6,90	2.000	13.800	06.11.14

Verkäufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Verk. wert	Performance	Datum
First Majestic Silver	541910	4,87	2.800	13.636	-54,3 %	30.10.14
Vale	897998	6,16	2.000	12.320	-34,3 %	11.11.14

## Nebenwerte mit Comeback

Die allmähliche Rückbesinnung der Anleger auf die Fundamentaldaten der Unternehmen sorgte bei vielen Nebenwerten für Erleichterung und Kursgewinne. Bestes Beispiel dafür ist die Aurelius (IK)-Aktie, die bereits im Vorfeld der Q3-Zahlen kräftig ansprang. Mit dem Bericht folgte dann die Bestätigung: Bei dem Sanierer bleibt das Geschäft auf einem soliden Wachstumspfad. Gleichzeitig rechnet Aurelius-Chef Dr. Dirk Markus bis Jahresende mit weiteren Transaktionen sowohl auf der Kauf- als auch auf der Exit-Seite. Die EBITDA-Prognose schraubte der Vorstand noch einmal auf nunmehr über 240 Mio. EUR (zuvor: mindestens 220 Mio. EUR) herauf. Da auch der Bestand an liquiden Mitteln im Jahresvergleich um über 144 Mio. EUR auf rund 268 Mio. EUR zunahm, scheinen die Voraussetzungen für eine Sonderausschüttung im kommenden Jahr gegeben. Spannendes tat sich überdies beim Live-Entertainment-Spezialisten DEAG (IK). Dieser löste mit der Nachricht über die Gründung einer eigenen Eintrittskarten-Vertriebsplattform einen Kurssprung aus. Unter der Domain „Myticket.de“ werden ab sofort Tickets für alle DEAG-Events angeboten. Schon bald sollen dort auch Karten für fremde Veranstaltungen erhältlich sein. Mit dem Ausbau des Vertriebsgeschäfts will man die Wertschöpfung erhöhen und so die Marge steigern. Derzeit laufen zudem Verhandlungen mit zwei großen Medienhäusern, die sich als Minderheitsgesellschafter an „Myticket.de“ beteiligen sollen. Dadurch soll die Seite rasch einem breiten Publikum bekannt gemacht werden. Sowohl DEAG als auch Aurelius haben damit unser Vertrauen erneut bestätigt.

## US-Aktien auf Allzeithoch

Überaus positiv verlief die Bilanzsaison in den USA. Davon profitierte auch unser Musterdepot, schließlich gelang unseren Titeln der Ausbruch auf ein jeweils neues Allzeithoch. Beim Kreditkartenanbieter Visa sorgte ein lebhaftes Transaktionsvolumen für ein prozentual zweistelliges Gewinnwachstum. Mit einem bereinigten Überschuss von 1,4 Mrd. USD respektive 2,18 USD je Aktie übertraf man im vierten Quartal nicht nur die Vorjahreswerte (um 17% beim Gewinn je Aktie), sondern zugleich die Erwartungen der Wall Street. CEO Charlie Scharf sprach davon, dass sich der globale Trend zum bargeldlosen Bezahlen weiter verstärke und das gesamte Visa-Geschäft hiervon überproportional profitieren werde. Dank eines Reingewinns von 5,7 Mrd. USD im Gesamtjahr (+15% auf 9,07 USD je Aktie) war es dem Dow-Jones-Mitglied zudem möglich, seine Dividende um 20% anzuheben und ein neues 5 Mrd. USD schweres Rückkaufprogramm zu beschließen. Gleich-

sam auf einem Allzeithoch notierte zuletzt die Aktie des Krankenversicherers Wellpoint. Das Unternehmen hob nach einem starken dritten Quartal seine Prognose für das Gesamtjahr auf 8,75 bis 8,85 USD (Vj.: 8,52 USD) an. Während die Ausgaben für medizinische Behandlungen auf einem recht niedrigen Niveau verharrten, legten die von Wellpoint gemanagten Kundenverträge im Jahresvergleich um 2 Millionen zu. Beides zusammen ließ den Gewinn je Aktie im Berichtszeitraum um 12% anwachsen. Auch zu den Aussichten für 2015 äußerte sich der Vorstand bereits.

So bezeichnete er die Erwartungen der Analysten, die den Gewinn je Wellpoint-Aktie vor Bekanntgabe der Zahlen auf bis zu 9,30 USD taxierten, als „vernünftig“. Vor dem Hintergrund der in beiden Fällen robusten Wachstumsperspektiven lassen wir unsere Gewinne laufen. Dabei kommt uns auch der schwache Euro entgegen.



## Fazit

Während sich die USA und Japan schon im CuB-Modus befinden, hinkt Europa dieser Entwicklung bislang noch etwas unentschlossen hinterher. Für unsere Cash-Position stellt sich nicht die Frage ob, sondern nur wann wir diese Gelder am Aktienmarkt investieren werden. Unsere Präferenz liegt hierbei auf den USA. Im Einzelfall sind aber auch Käufe bei ausgesuchten, qualitativ erstklassigen deutschen Nebenwerten vorstellbar. Über beides werden wir wie immer rechtzeitig im Weekly informieren.

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

# Ob Aktie oder Anleihe, entscheidet der Anleger

Bei erhöhtem Analyseaufwand weisen Wandelanleihen nicht selten ein überaus attraktives Chance-Risikoprofil auf.

Laut empirischen Untersuchungen ließen sich mit klassischen Wandelanleihen in der Vergangenheit höhere Renditen erzielen als mit Aktien – und zwar bei deutlich reduziertem Risiko. So kombinieren die Zwitter zwischen Eigen- und Fremdkapitaltitel das Rückzahlungsversprechen eines Corporate Bonds (gilt nicht für Pflichtwandelanleihen) mit der Möglichkeit, in Aufwärtsmärkten an der Entwicklung der zugrundeliegenden Unternehmensanteile zu partizipieren. Als Faustregel gilt hierbei, dass Wandelanleihen zu zwei Dritteln an steigenden, aber nur zu einem Drittel an fallenden Aktiennotierungen teilnehmen. Als Ausgleich für das Wandlungsrecht müssen sich die Gläubiger allerdings meist mit einer geringeren Verzinsung begnügen. Zudem gestaltet sich der Auswahlprozess etwas komplexer als bei reinen Aktien- oder Anleiheinvestments.

## Bonität und Entwicklungspotenzial – auf drei Dinge kommt es an

So ist zunächst die Solvenz des Schuldners als Grundvoraussetzung für ein erfolgreiches Engagement in Wandelanleihen zu analysieren. Hier werden die Kriterien zugrunde gelegt, die auch bei der Auswahl klassischer Unternehmensbonds Berücksichtigung finden. Ist der Emittent nämlich nicht dazu in der Lage, die Schuldverschreibung am Ende der Laufzeit ordnungsgemäß zurückzuzahlen, kommt es bei den Gläubigern zwangsläufig zu hohen Ausfällen. Dabei scheidet die Wandlung natürlich aus, da die Aktien der jeweiligen Gesellschaft in einem solchen Fall noch stärker an Wert verlieren. Als zweites gilt es den zugrundeliegenden Basiswert zu betrachten. So sollte sich aus der Unternehmensanalyse erhebliches Potenzial für den Aktienkurs ergeben, da der Wandlungspreis in der Regel deutlich über dem Anteilswert bei Ausgabe der Anleihe liegt. Dabei kann es übrigens nicht schaden, wenn bei der Aktie mit hohen Kursschwankungen zu rechnen ist. Umso größer sind schließlich die Chancen, dass das Papier „ins Geld läuft“. Geht es andererseits nach unten, muss das Wandlungsrecht ja nicht ausgeübt werden.

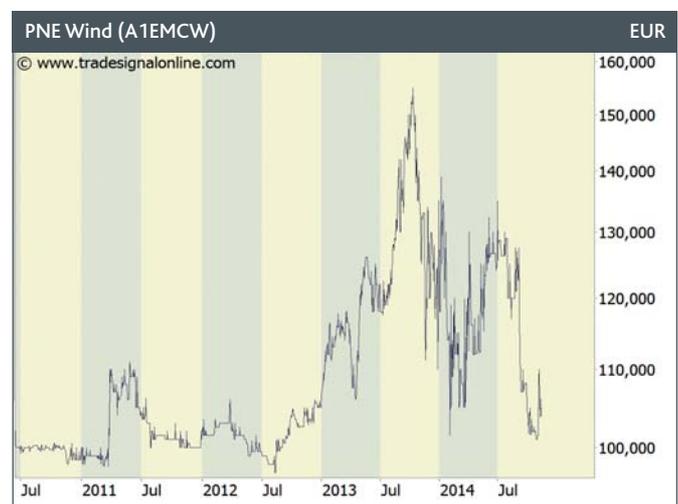
## Wandelbedingungen als entscheidender Parameter

Besonders wichtig sind darüber hinaus die konkreten Ausstattungsmerkmale des Wandlers. Hier müssen neben der Verzinsung der Anleihe insbesondere die Laufzeit, das Kursrisiko und das

Aufgeld berücksichtigt werden. Dabei gibt das Aufgeld an, um wieviel Prozent der Bezug der Aktie über die Anleihe teurer ist als der direkte Erwerb. Notiert der Wandler beispielsweise bei 120% und ermöglicht er den Bezug von zehn Aktien zu aktuell 11 EUR, beträgt das Aufgeld 8,3%. Als letztes sind zudem einige restringuierende Faktoren zu beachten. So findet in Wandelanleihen oft nur wenig Handel statt. Hinzu kommt die meist sehr hohe Stückelung von 50.000 oder sogar 100.000 EUR. Für den normalen Privatanleger fallen die Auswahlmöglichkeiten zumindest hierzulande deshalb äußerst bescheiden aus – und sie werden immer schlechter.

## Windkraft in Gewinne wandeln

So verschwinden in Kürze zwei weitere Titel mit privatanlegerfreundlicher Stückelung vom Markt. Zum einen ist dies der Wandler der Activa Resources (WKN: A1KQ08), der am 4. Dezember zu 110% zurückgezahlt werden soll, zum anderen der Convertible Bond der PNE Wind AG mit Fälligkeit am 1. Januar 2015 (WKN: A1EMCW) (IK). Für schnell Entschlossene könnte sich ein streng limitierter Einstieg hier allerdings durchaus noch lohnen. Bei einem Briefkurs von 108,80 EUR beträgt das Aufgeld unter Berücksichtigung der aufgelaufenen Stückzinsen in Höhe von 5,63%, die bei einer Wandlung „ver-



### Ausgewählte Wandelanleihen mit niedriger Stückelung

Emittent	WKN Anleihe	Fälligkeit Anleihe	Rückzahlung zu	Kupon*	Aufgeld**	Geldkurs*	Briefkurs*
Activa Resources	A1KQ08	04.12.14	110%	8,00	16,38	107,00	110,50
Estavis <b>IK</b>	A1PHDA	25.06.17	2,40 EUR	7,75	31,58	2,33	2,50
Estavis <b>IK</b>	A1YC4S	27.03.19	2,50 EUR	6,25	39,47	2,50	2,65
PNE Wind <b>IK</b>	A1EMCW	01.01.15	100%	6,50	7,13	105,00	108,80
PNE Wind <b>IK</b>	A12UMG	10.10.19	3,30 EUR	3,75	34,04	3,10	3,15
TUI <b>IK</b>	TUAG15	24.03.16	59,26 EUR	2,75	11,26	68,50	71,20

\*) in %; \*\*) Bezogen auf Briefkurs. Quellen: Emittentenangaben, Deutsche Börse. Stand: 12.11.2014.

loren“ gehen, gerade einmal 7,1%. Ein darüber hinaus gehender Aktienanstieg ist auch kurzfristig durchaus denkbar. So wird der Windkraftanlagenprojektierer, dessen Anteile im Rahmen einer großen Kapitalerhöhung Mitte September in der Spitze knapp ein Viertel ihres Wertes verloren haben (Maximum Drawdown), auf Basis der für 2015 erwarteten Gewinne gerade einmal mit einem KGV von sechs bewertet. Für langfristig orientierte Investoren kommt möglicherweise auch der PNE-Wandler mit Fälligkeit im Oktober 2019 in Frage (WKN: A12UMG) (IK). Das Aufgeld beträgt hier bezogen auf den letzten Bezahlt-Kurs zwar fast 33%, alternativ zur Wandlung winkt bei ausreichender Bonität (BB+ von Euler Hermes) aber immerhin eine Rendite von 4,8% jährlich.

#### Fusion schafft Kursfantasie

Von den Ausstattungsmerkmalen her noch attraktiver ist der letzte verbliebene TUI-Wandler (WKN: TUAG15) (IK). Das Aufgeld liegt derzeit bei 11,3% und unter Berücksichtigung der bis März 2016 noch zu zahlenden Kupons von halbjährlich 0,81 EUR beträgt das maximale Verlustrisiko lediglich 11,2% (Stückzinsen fallen nicht an), vernachlässigt man eine Insolvenzgefahr. Dabei stehen die Chancen gut, dass die jüngst beschlossene Fusion zwischen dem deutschen Touristikonzern und seiner britischen Tochter TUI Travel zum größten Reiseunternehmen der Welt für weiter steigende Aktienkurse sorgt. Zum einen wird durch den Zusammenschluss die finanzielle Stabilität der Gruppe gestärkt, zum anderen sind hohe Synergieeffekte zu erwarten. Insbesondere in den Bereichen Hotels und Kreuzfahrten dürfte sich die Zusammenlegung positiv auswirken.

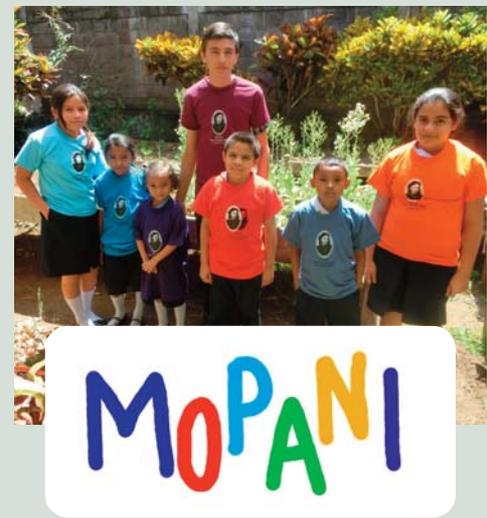
#### Breit diversifiziert und ohne eigene Mühe

Statt auf einzelne Papiere können interessierte Anleger natürlich auch auf breit investierende Fonds zurückgreifen, die sich auf diesen Bereich spezialisiert haben. So wurde mit dem Thomson Reuters Global Convertible Bond (WKN: A12CZS) im Oktober der erste passive ETF für globale Wandelanleihen begeben. Schon mehr als zehn Jahre hat dagegen der F&C Global Convertible Bond (WKN: 801625) auf dem Buckel. Er wird von der Fondsratingagentur Morningstar mit vier von fünf Sternen bewertet und hat es in den vergangenen fünf Jahren auf eine durchschnittliche Rendite von 8,49% gebracht. Im laufenden Jahr liegen die Zugewinne bisher bei gut 8%. Vorwiegend in europäische Titel investiert dagegen der mit fünf Sternen geratete Flossbach von Storch Wandelanleihen Europa I (WKN: A0MKQ7). Bei ihm betrug die jährliche Performance in den vergangenen fünf Jahren 7,1%. 2014 ist es bisher allerdings nur eine schwarze Null. Beide Fonds können bei geringen Spreads ohne Ausgabeaufschlag direkt über die Börse erworben werden.

Dr. Martin Ahlers

#### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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



### Bildung ist der beste Weg aus der Armut

Bildung ist nach Überzeugung des Stifters das zentrale Element einer nachhaltigen Entwicklungshilfe. Deshalb vergibt die Familie Jäger Stiftung Stipendien an Waisenkinder in Lateinamerika, die sonst keine Chance bekommen, eine Schule zu besuchen oder eine Ausbildung zu machen.

#### MOPANI ist „Hilfe zur Selbsthilfe“

Im Namen der Waisenkinder danken wir Ihnen von Herzen für Ihre Spende!

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



#### Fakten & Erfolgsfaktoren:

- ▶ 5 Bildungsprojekte in El Salvador und Nicaragua
- ▶ Vergabe von über 150 Bildungsstipendien seit 2007
- ▶ Alle Stipendiat(inn)en sind Waisen ohne familiäre Unterstützung
- ▶ Alle Helfer arbeiten im Ehrenamt
- ▶ Kosten für Verwaltung und Werbung liegen unter 3 % der Einnahmen

Familie Jäger Stiftung zur Förderung von Waisenkindern in Lateinamerika

[www.mopani.org](http://www.mopani.org) | [info@mopani.org](mailto:info@mopani.org)

Die Familie Jäger Stiftung ist als in Deutschland ansässige gemeinnützige Organisation anerkannt. Spenden sind steuerlich absetzbar. Zuwendungsbestätigungen werden gerne ausgestellt.

Diese Spendenaktion wird unterstützt von

**Smart Investor**

Interview mit einem Investor

# „Hohe Qualität zu moderaten Preisen“

Smart Investor im Gespräch mit **Friedrich Bensmann**, Fondsberater und Analyst der Heemann Vermögensverwaltung GmbH, dem derzeit Führenden im dab-Depot-Contest 2014 für Vermögensverwalter.



*Friedrich Bensmann ist freiberuflicher Fondsberater und Analyst der Heemann Vermögensverwaltung GmbH in Gronau Westfalen. Als verantwortlicher Portfolio-Manager für den Depot-Contest liegt er derzeit mit seinem Depot der Kategorie „Ausgewogen“ mit einem Anstieg von aktuell +14,6% für das Jahr 2014 auf dem ersten Rang aller 26 teilnehmenden Vermögensverwalter (Kategorien: „Sicherheit“=20% Aktien, „Ausgewogen“=50% Aktien, „Chance“=80% Aktien). Der Contest kann hier laufend nachvollzogen werden: <http://smart-i.de/dab>*

**Smart Investor: Herr Bensmann, im laufenden „Depot-Contest 2014“ der dab-Bank sind Sie mit dem Depot der Heemann Vermögensverwaltung GmbH aktuell auf Rang 1. Haben Sie einfach nur Glück gehabt?**

*Bensmann:* Glück kommt sicher immer mit dazu, aber ich würde schon für uns in Anspruch nehmen, dass wir weniger Fehler als die Konkurrenz gemacht haben.

**Smart Investor: Seit Anfang des Jahres haben Sie gut 14% zugelegt, der DAX ist etwa da, wo er gestartet ist. Woher kommt Ihre deutliche Outperformance?**

*Bensmann:* Lassen Sie mich von der negativen Seite anfangen. Wir haben so gut wie keine großen Verlustbringer gehabt. Zyklische Aktien, Goldminen, Turnaround-Werte oder Deep-Value-Titel haben wir konsequent gemieden. Auf der Aktienseite hielten wir bis April/Mai überwiegend europäische Small Caps. Aufgrund der positiven Makrozahlen sind wir dann leicht in Richtung Emerging Markets geschwenkt. Ab Juli/August haben wir verstärkt auf US-Werte gesetzt – auf große, bekannte Titel, wie Apple oder den Pharmabereich. Wir kaufen hohe Qualität zu moderaten Preisen. Nach den Turbulenzen der Monate September/Oktober sind wir jetzt wieder fast vollständig investiert.

**Smart Investor: Nach dem Reglement müssen Sie 50% in Anleihen investieren, wie war dort Ihr Vorgehen?**

*Bensmann:* Hier hatten wir stark auf Emerging-Markets-Bonds gesetzt, die teilweise

auch auf US-Dollar-Basis notiert waren. In letzter Zeit halten wir verstärkt US-Bonds. Alleine durch den USD-Anstieg seit Mitte des Jahres konnte man ca. 3 bis 4% machen.

**Smart Investor: Und was macht die Konkurrenz falsch?**

*Bensmann:* Es steht mir nicht zu, das zu beurteilen, aber in meinen Augen wird oft der Fehler gemacht, Verluste ausufern zu lassen. Professionelle Vermögensverwalter brauchen ein professionelles Verlustmanagement, damit kleine Verluste nie groß werden.

**Smart Investor: Wird Value Investing oft falsch verstanden?**

*Bensmann:* Definitiv. Es gibt viele Fallstricke beim Value Investing. Wenn man beispielsweise eine E.on (IK; s. S. 81) oder RWE (IK) nach den Kursverlusten in der Annahme gekauft hat, dass das Kurs-Buchwert- oder Kurs-Gewinn-Verhältnis nun günstig sei, dann hat man nicht berücksichtigt, dass das Geschäftsmodell in der alten Form kaputt ist. Bei einem erodierenden Geschäftsmodell auf Value zu setzen, ist fatal. Weitere Value-Fallen sind Makro-Value-Fallen wie Russland. Das ist häufig ein Ratespiel nach dem Motto: Tiefer kann es nicht mehr fallen. Die meisten Value-Investoren haben gar nicht die Fantasie, sich vorstellen zu können, wie tief etwas noch fallen kann.

**Smart Investor: Halten Sie im Falle von Russland den Deep-Value-Gedanken nicht auch für verlockend, wie dies unsere**

**früheren Interviewpartner David Iben (SI 9/2014, S. 74) oder Michael Keppler (SI 7/2014, S. 74) tun?**

*Bensmann:* Bei Deep Value kauft man häufig auch etwas, das zu Recht billig ist. Russland ist hochgradig öllastig. Sicherlich, nach den Kurs-Gewinn-Verhältnissen sind Ölwerte extrem billig, aber Öl und Öllaktien sind auch seit Wochen im freien Fall. Diese Leute greifen ständig in die berühmten fallenden Messer.

**Smart Investor: Was halten Sie von einer Kombination mit technischen Indikatoren?**

*Bensmann:* Ich halte generell wenig von Technischer Analyse, zumindest wenn es um Chartformationen geht. Dennoch wollen wir einen Aufwärtstrend, zumindest aber einen Seitwärtstrend sehen, wenn wir kaufen. Ein echter „Value-Apostel“ würde ja umso mehr kaufen, je weiter es fällt. Das machen wir auf gar keinen Fall.

**Smart Investor: Einen solchen Aufwärtstrend gibt es ja derzeit bei der Apple-Aktie, welche auch in Ihrem Depot ist. Ist dieses Investment charakteristisch für Ihren Value-Stil?**

*Bensmann:* Richtig. Für Deep-Value-Fanatiker kommen die Papiere, die wir anfassen, eigentlich nicht in Frage. Wir suchen Qualität, nicht Schrott. Erst dann setzen wir den Value-Hebel an und fragen uns, ob wir diese Qualität zu moderaten Preisen bekommen. Die fundamentale Kennziffer, die in unseren Augen in erster Linie Qualität kennzeichnet, ist der freie Cash Flow im Verhältnis zum Umsatz. Eine klassische Bewertungsziffer für die Preiswürdigkeit dieser Qualität wäre der Free Cash Flow im Verhältnis zur Marktkapitalisierung.

**Smart Investor: Sie sind also näher an Warren Buffett als an Benjamin Graham?**

*Bensmann:* Ganz richtig. Ich glaube, dass Buffett in vielen Fällen vollkommen fehlinterpretiert wird. Viele „Value-Investoren“ machen gar nicht das, was Buffett macht. Graham ist im Grunde genommen derjenige, der den Schrott gekauft hat. Buffett dagegen investiert in Qualitätsaktien.

**Smart Investor: Was zeichnet beispielsweise Ihren Depotwert Dr. Pepper Snapple Group (WKN A0MV07; IK) aus?**

*Bensmann:* In erster Linie hat die Branche Charme. In der Konsumbranche sind die Schwankungen gering. Zudem handelt es sich um einen Qualitätstitel, der auch in schwachen Märkten stabil war und trotzdem einen sehr hohen Free Cash Flow zum Umsatz aufweist. Ein wenig Übernahmefantasie gibt es obendrein.

**Smart Investor: Apropos Branchen. Welche performen eigentlich langfristig am besten?**

*Bensmann:* Langfristig sind das die Warren-Buffett-Branchen: Consumer Staples – v.a. Nahrungsmittel, Getränke und Tabak –, Healthcare und die Versorger. Hier ist auch in Bärenmärkten die größte Stabilität. Der Gedanke der Margin of Safety, der von reinen Value-Aposteln ins Feld geführt wird, ist absurd. In der Krise der Jahre 2008 bis 2009 sind die Preise der Deep-Value-Fonds sogar viel stärker gefallen als die Indizes.

**Smart Investor: Wie ist Ihre weitere Markteinschätzung?**

*Bensmann:* Prognosen halte ich grundsätzlich für unmöglich. Was wir aber machen, ist eine detaillierte Analyse bis zum aktuellen Börsentag – und das reicht auch. Derzeit sehen wir stark divergierende Märkte. In den USA und einigen Emerging Markets wie Indien haben wir laufend neue Hochs in Qualitätsaktien, ohne dass hier falsche Ausbrüche („false breakouts“) zu sehen waren – also solche, die wieder zurückfallen. In Europa ist die Situation viel skeptischer zu beurteilen. Beobachten Sie genau, in welchen Märkten die neuen 52-Wochen-Hochs überwiegend halten!

**Smart Investor: Gibt es weitere Argumente für Ihre Zurückhaltung gegenüber Europa?**

*Bensmann:* Ich sehe mit Ausnahme von Spanien in Südeuropa eigentlich keine echten Strukturereformen. Solange sich da nicht richtig was tut, sehe ich nicht viele Chancen. Es sei denn, Herr Draghi eifert der Bank of Japan nach. Dann allerdings müsste man Europa anders beurteilen.

**Smart Investor: Herr Bensmann, vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen und weiterhin viel Glück beim dab-Depot-Contest.**

*Interview: Ralf Flierl, Ralph Malisch*

## 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 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“



# Antizyklischer am Werk

## Einbruch der Edelmetalle führte nicht zur Panik

### Kühle Köpfe

Der jüngste Preissturz bei Gold und Silber war vor allem für jene Anleger höchst unerfreulich, die bereits stark in diesem Bereich engagiert sind. Allerdings überzeichnen die üblicherweise in USD angegebenen Edelmetallpreise den Schaden, der aus Sicht eines in Euro rechnenden Anlegers tatsächlich entstanden war. Als Gold die wichtige Chartmarke von 1.180 USD/Feinunze nach unten durchbrochen hatte, gab es jedenfalls weder für den Kurs noch für die Kommentatoren ein Halten. In einer Mischung aus Genugtuung und Häme schrieben sich auch jene in Rage, die in der Vergangenheit nicht gerade durch Expertise in diesem Marktsegment glänzten. Und was machten die wikifolio-Trader aus dieser Situation? Sie behielten kühlen Kopf und kauften. Das ist insofern bemerkenswert, als das Universum der investierbaren wikifolios nicht von unverbesserlichen „Goldbugs“ geprägt ist, sondern einen Querschnitt verschiedenster Anlegertypen darstellt.

### Attraktive Situation

Konkret wird in Abb. 1 die Anzahl der Käufe und Verkäufe gezeigt, die von den Tradern in edelmetallbezogenen Anlagen während des Zeitraums vom 1.10. bis zum 16.11.2014 durchgeführt wurde. In diesem Bereich werden vor allem ETFs, Hebelprodukte und Aktien aktiv gehandelt. Wenig überraschend, dass Gold-Produkte mit rund 80% den Löwenanteil des Handels ausmachen. Sind Edelmetalle bereits eher ein Minderheitenthema, dann ist Silber tendenziell der Tummelplatz der Spezialisten. Ungewöhnlich ist dagegen die Richtung, in die gehandelt wurde. Trotz der Kurseinbrüche waren 64% der getätigten Gold-Transaktionen Käufe, beim

Tab. 1: Edelmetall-Transaktionen während des Kursrutsches

	Gesamt	Käufe		Verkäufe	
		Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
Gold	7073	4542	64%	2531	36%
• ETFs	1298	905	70%	393	30%
• Hebelprodukte	4190	2417	58%	1773	42%
• Aktien	1585	1220	77%	365	23%
Silber	1748	1207	69%	541	31%
• ETFs	284	200	70%	84	30%
• Hebelprodukte	774	453	59%	321	41%
• Aktien	690	554	80%	136	20%
<b>Gesamt</b>	<b>8821</b>	<b>5749</b>	<b>65%</b>	<b>3072</b>	<b>35%</b>

Tab. 2: Aktuelle Bestenliste der handelbaren wikifolios

#	Bezeichnung	Performance	
		seit Beginn	1 Monat
1	Unterbewertete Marken-Aktien&Wachstum	73,0%	9,7%
2	Trends - spekulativ, Investment	52,1%	10,8%
3	Dividendensteigerung	37,0%	7,0%
4	Fundamental unterbewertete Aktien	70,9%	9,5%
5	ETF-Werte dewes ICAX	72,8%	14,8%
6	Deutschlands größte Familienunternehmen	49,0%	9,5%
7	USD Opportunities	60,9%	13,1%
8	Value & Special Situations	31,2%	9,7%
9	Trade and Fade	29,2%	2,9%
10	RiskTaker	52,0%	5,6%

Silber waren es sogar 69%. Über die Motivation der Käufer und Verkäufer können wir zwar nur mutmaßen, aber offenbar wurde der Markt mehrheitlich als interessant angesehen.

### Langfristig gegen den Trend

Möglicherweise war das auch mehr als nur eine kurze Episode im Abwärtstrend. Betrachten wir die genutzten Instrumente (Abb. 1), dann fällt auf, dass das Meinungsbild bei den Transaktionen in Hebelinstrumenten (Gold: 58% Käufe, Silber: 59% Käufe) weniger eindeutig war als bei ETFs (jeweils 70% Käufe) oder gar bei den Minenaktien (Gold: 77% Käufe, Silber: 80% Käufe). Da unter diesen drei Kategorien Hebelprodukte tendenziell für einen kürzeren Zeithorizont als Aktien oder ETFs eingesetzt werden, schienen die Trader den Edelmetallen auf stark ermäßigten Kursniveaus insbesondere langfristig wieder einiges zugetraut zu haben. Die Kurse konnten sich in der Zwischenzeit jedenfalls schon wieder deutlich von den Tiefs nach oben lösen.

Ralph Malisch



**Smart Investor  
auf Facebook**

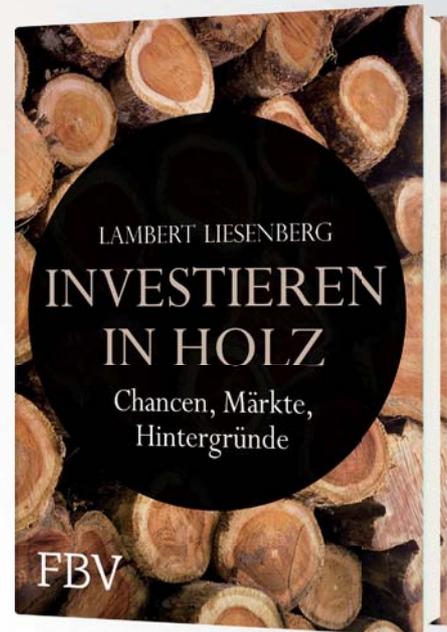
Sagen Sie uns Ihre Meinung

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

# Investieren wie die Profis!

Holzinvestments boomen, sie gelten als »grün« und nachhaltig. Zudem ist Holz nach Öl und Gas der drittgrößte Rohstoffmarkt der Welt. Trotzdem eignen sich längst nicht alle Anlagemodelle. Doch worauf müssen Anleger achten?

Liesenberg zeigt, was bei einem Holzinvestment beachtet werden sollte, welche Anlageformen es gibt und wie Anleger Risiko sowie Rendite anhand der wichtigsten Faktoren mit praktischen Checklisten beurteilen können..



Lambert Liesenberg  
**Investieren in Holz**  
Chancen, Märkte, Hintergründe  
ISBN 978-3-89879-836-5  
220 Seiten | 29,99 €



**Wir befinden uns inmitten eines weltweiten Experiments, das es in dieser Dimension in der Wirtschaftsgeschichte noch nie gegeben hat.** Eine gut 40 Jahre andauernde aggressive Geldpolitik faktisch aller großen Notenbanken stößt an ihre Grenzen. Wahrscheinlich erleben nicht erst unsere Kinder die einschneidenden Folgen, sondern wir selbst.

Der ehemalige FDP-Abgeordnete Frank Schäffler war einer der ersten, die sich im Bundestag konsequent gegen diese als »alternativlos« geadelten Experimente, die angeblichen Rettungsmaßnahmen und die milliarden schweren Rettungsschirme gestellt hat. In diesem Buch zeigt er, dass uns die falsche Politik des beständig billigen Geldes nur wieder in eine neue, noch schlimmere Krise führen wird.

**Dieses Buch will SIE aufrütteln. Es ist nicht zu spät für eine Umkehr. Es gibt immer einen Weg zurück zu solidem Wirtschaften und zu gutem Geld. Der Kampf dafür fängt jetzt erst richtig an. Deshalb müssen SIE sich einbringen. Es geht nicht nur um unser Geld, es geht um viel, viel mehr. Es geht um unsere Freiheit und die unserer Kinder. Fangen SIE an. JETZT!**

Rahim Taghizadegan  
**Nicht mit unserem Geld!**  
Die Krise unseres Geldsystems und die Folgen für uns alle  
ISBN 978-3-89879-652-1  
272 Seiten | 19,99 €  
Auch als E-Book erhältlich



FinanzBuch Verlag

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

**JETZT PORTOFREI  
BESTELLEN**  
Ab 19,99 € innerhalb  
Deutschlands

Leserbriefe

# Verwirrung: Beim Geld, beim Klima und den Zahlen

**?** **Fehlende Länderkennung auf neuen Euro-Scheinen**  
 Sie werden sicher schon bemerkt haben, dass die neuen 5- und 10-Euroscheine mit dem EU vor der Kennzahl versehen sind. Es gibt keine länderspezifische Kennung mehr wie früher (X für Deutschland, U für Frankreich, Y für Griechenland usw.) Damit ist ein vorsichtiges Aussortieren deutschlandfremder Scheine aus dem eigenen Barbestand nicht mehr möglich. Draghi verhindert dadurch, beim Bankrott der Südländer „sichere“ deutsche Geldnoten beiseite zu legen. Ihre Stellungnahme dazu?

Walter Göhring

**SI** Mit dem Thema hatten wir uns sogar schon vor Einführung der 5-Euro-Scheine im Mai 2013 auseinandergesetzt. Im Smart Investor 3/2013 machten wir im Rahmen der „Löcher in der Matrix“ auf S. 50 darauf aufmerksam, dass so ein Wegfall der Länderkennung nicht spontan und zufällig geschehe, sondern „Folge einer bewussten Entscheidung“ gewesen sein muss. Seinerzeit wurde bekanntlich intensiv über einen möglichen griechischen Staatsbankrott diskutiert. Eine wachsende Zahl von Menschen fürchtete, dass griechische Banknoten in einem solchen Fall wertlos würden, und reichten sie schnell weiter. Solchen „wilden Verschwörungstheorien“ wollte man mit dem Wegfall des Länderkennzeichens wohl den Nährboden entziehen. Auch in dieser Frage also das klassische Herumdoktern am Symptom. Denn der griechische Staat ist heute nicht weniger bankrott als in jenen Tagen.

**?** **Zahlenverwirrung**  
 Viele tun sich schwer, amerikanische Zahlen mit den unsrigen zu vergleichen. Das ist auch verständlich. Wir haben mit jeder 3-er Potenz eine andere Größenordnung: Tausend – Million – Milliarde – Billion. Allerdings las ich kürzlich, dass 100 Milliarden USD bereits 1 Billion USD entsprechen, also nur eine 2-er Potenz. So wären die 17 Billionen USD amerikanischer Staatsschulden geringer als sie scheinen. Nämlich „NUR“ 1.700 Milliarden USD – was ja immer noch genug wäre. Liege ich richtig mit dieser Überlegung?

Hermann Gurr

**SI** Nein, da bringen Sie ein bisschen was durcheinander. Aber in der Tat führt die US-amerikanische Billion immer wieder zu Missverständnissen. Selbst



Smart Investor 11/2014



in Nachrichtensendungen des Hauptabendprogramms kommt es zu Übersetzungsfehlern. Dass einige Autoren die US-Zahlen inzwischen sogar in der 2er Potenz steigern wollen, ist uns allerdings neu. Eine Schwierigkeit dürfte darin bestehen, dass sich deutsche und US-englische Bezeichnungen bis zur Million sehr ähnlich sind. Ab der Million geht es dann aber folgendermaßen weiter:

	Zahl Deutsch	US-Englisch
$1 \cdot 10^6 = 1.000.000$	Million	million
$1 \cdot 10^9 = 1.000.000.000$	Milliarde	billion
$1 \cdot 10^{12} = 1.000.000.000.000$	Billion	trillion
$1 \cdot 10^{15} = 1.000.000.000.000.000$	Billiarde	quadrillion

Eine ausgesprochen schöne Erklärung zur Sprachverwirrung, auch zwischen britischem Englisch, US-Englisch und der französischen Begriffsherkunft, findet sich hier: <http://smart-i.de/begriffsherkunft>

**?** **Strömungstechnische Unmöglichkeit**  
 Jetzt ist mir endlich klar, warum Smart Investor so große Probleme mit Klima-Modellen hat: Schon das aktuelle Cover zeigt, dass der Grundzustand der Atmosphäre nicht verstanden wird. Strömungstechnisch ist die dargestellte Lage nämlich gar nicht möglich, also müssen auch sämtliche im Heft erarbeiteten Konsequenzen völlig falsch sein. Schade ;-)

Marc Rupprecht

**SI** Vielen Dank für Ihren Hinweis. Allerdings erscheint uns der Schluss von einer Wetterkarte auf Klimamodelle einigermaßen gewagt. Für ebenso gewagt halten wir es, vom Umschlag auf den Inhalt zu schließen – ein geradezu sprichwörtlicher Irrtum („Don't judge a book by its cover“). Dabei hätte schon lange vor

Erreichen des Inhalts die Unterüberschrift für Aufklärung gesorgt: Es geht um Aktien. Und bei Aktien sind – Strömungslehre hin oder her – benachbarte Tiefs eher die Regel als die Ausnahme. Das Bild sollte lediglich der Illustration dieses Börsenphänomens dienen.

### ? „Kaltes Delisting“

Sie haben in den Ausgaben 9 und 10/2014 in der Rubrik „Anleihen“ über „Airbag-Aktien“ und die Gefahr von Kurseinbrüchen aufgrund von Delisting-Ankündigungen berichtet. Stellt die neue BGH-Rechtsprechung nicht einen hohen Anreiz für Bieter dar, statt einem teuren Squeeze-out ein Delisting anzukündigen und bestehende Gewinnabführungsverträge zu kündigen, um die Garantiedividende einzusparen? In diesem Fall würde dann z.B. die Kabel-Deutschland-Aktie von aktuell 105 EUR auf den Abfindungspreis (84,53 EUR) zurückfallen – kein gutes Geschäft für die Minderheitsaktionäre. Ich frage mich, warum der Markt immer noch Prämien auf Abfindungspreise zahlt?

Kai Conradi

**SI** Die neue BGH-Rechtsprechung ist tatsächlich eine Einladung zum sogenannten „kalten Delisting“. Die Beispiele, die wir in unserem Artikel in Ausgabe 10/2014 dargestellt haben, belegen eindeutig, dass der Markt – im Unterschied zu den Richtern des BGH – durchaus einen Wert in der Börsennotiz sieht. Die Ankündigung eines Delistings führte regelmäßig zu einem deutlichen

Kursrückgang. Das Geschäftsmodell „Abfindungsaktie“ ist dennoch nicht tot, es ist nur eindeutig komplexer und tendenziell etwas riskanter geworden. Aktien mit einem deutlichen Aufschlag zum Abfindungswert sind eindeutig risikobehafteter als solche mit einem geringen Aufschlag. In vielen Fällen gehen die Marktteilnehmer jedoch offensichtlich nicht davon aus, dass der Übernehmende den Joker „Delisting“ ziehen wird. Das Renommee eines Übernehmers könnte ihn von solchen Taschenspielertricks abhalten (z.B. VW bei MAN\*, Vodafone bei Kabel Deutschland). Steckt ein großer Finanzinvestor oder ein strategischer Investor hinter einer Übernahme, möchte dieser häufig relativ zeitnah 100% der Anteile besitzen, um unter Ausschluss der Öffentlichkeit arbeiten zu können (z.B. KKR bei WMF\*). Generell lässt sich das Risiko eines Delistings nicht ausschließen, durch Selektion kann man jedoch auch weiterhin interessante Abfindungswerte finden. Wir werden daher im Smart Investor auch weiterhin über das Thema berichten. ■

\*) Interessenkonflikt / s. Hinweis auf S. 81

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

# Hooligans

im Exklusivinterview  
«Warum wir zornig sind»



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

## Buchbesprechung

## „Weltmacht IWF – Chronik eines Raubzugs“

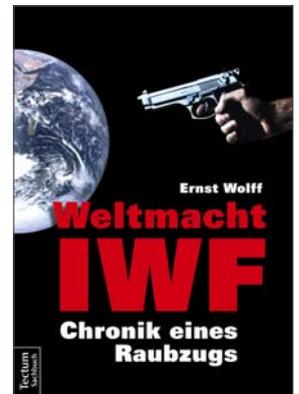
Der Internationale Währungsfonds (IWF) stürzt ganze Nationen ins Elend, rettet Großbanken und ermöglicht Milliardären, sich auf Kosten „normaler“ Menschen zu bereichern. Wie das geschieht, wird in diesem lesenswerten Buch mit akribischer Genauigkeit beschrieben.

Die Gründung des IWF im Dezember 1945 begann bereits mit einem Propaganda-Märchen: Seine Aufgabe sei, in Not geratenen Ländern zu helfen und das internationale Währungssystem zu stabilisieren. Die Realität: Es wurde eine von den USA kontrollierte Organisation ins Leben gerufen, die US-Interessen dient. Der IWF begann seine Karriere wie ein Drogenhändler, der auf dem Schulhof kleine Mädchen zum Probieren von Heroin verführt: Er ermunterte Schwellen- und Entwicklungsländer, Kredite aufzunehmen. Als die Kreditnehmer in Zahlungsschwierigkeiten gerieten, wurden sie in die Schuldknechtschaft geführt. Seine größten „Erfolge“ feierte der IWF nach der neoliberalen Deregulierung der Finanzmärkte in den 1990er Jahren. Bei stagnierender Güterproduktion wurden die hochriskanten Spekulationsgeschäfte der Groß-

banken zu einem wichtigen Wirtschaftszweig. Der Autor belegt, wie die Reichen und Superreichen in den unvermeidlichen Crashes ihr Vermögen vermehrten. Der IWF garantierte, dass der Staat mit Steuergeldern Pleite-Banken rettete, die Bevölkerung hatte die Folgen der Schuldenexplosion zu tragen. Der IWF hatte bereits bei der Zerstückelung Jugoslawiens eine teuflische Rolle gespielt. Nach der Finanzkrise 2008 nahm er sich als Teil einer von keinem Parlament kontrollierten „Troika“ europäische Länder wie Griechenland vor.

Wie wird das enden? Die positive Variante wäre, dass die Menschen „die Lügen von Politikern und Medien durchschauen“ und „eine Gesellschaftsordnung schaffen, in der nicht mehr die grenzenlose Gier einer Minderheit, sondern die sozialen Bedürfnisse der Mehrheit im Mittelpunkt stehen“. Wahrscheinlicher sind aber weitere staatliche Repressionen. Auch ein „Schwarzer-Schwan“-Ereignis ist denkbar – dass das Finanzsystem aus einem im Rückblick naheliegenden Grund zusammenbricht.

Rainer Kromarek



„Weltmacht IWF – Chronik eines Raubzugs“ von Ernst Wolff. Tectum Verlag, 224 Seiten, 17,95 EUR

Anzeige



# Heavytrader

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

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



Neu!  
 Version 7  
 mit Debugger



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

## Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
ABB	919730	32	Hydrogenics	A1CSG9	32
Adler Modemärkte	A1H8MU	16	Infosys	919668	18
Altria Group	200417	16	Innotec TSS	540510	14
Amazon	906866	6	InVision	585969	14
Andritz	632305	32	Johnson Controls	857069	32
ANY Biztonsági Nyomda Nyrt	A0Q483	23	Lufthansa	823212	64
Apple	865985	6, 14	Morphosys	663200	16, 70
Aurelius	A0JK2A	14, 70	Netflix	552484	10
baidu.com	A0F5DE	10	NGK Insulators	862417	32
BB Biotech	A0NFN3	62	Nike	866993	14
Berkshire Hathaway	A0YJQ2	14	Nordex SE	A0D655	68
bet-at-home.com	A0DNAY	10	Pegas Nonwovens	A0LFOM	23
Borussia Dortmund	549309	66	PSI	A0Z1JH	65
Bridgestone	857226	70	Romgaz GDR	A1W7WE	23
Capstone Turbine	615344	32	Silver Wheaton	A0DPA9	70
Celgene	881244	14	SMA Solar	A0DJ6J	32
DEAG	A0Z23G	70	Solutions 30	A0LEPP	14
Dr. Reddy's Laboratories	659157	18	STO Vz.	727413	14
Eurokai	570 653	70	Tata Motors	A0DJ9M	18
Facebook	A1JVVX	6	Tiffany & Co	872811	66
First Majestic Silver	A0LHKJ	70	United Internet	508903	10
Gilead Sciences	885823	14	Vale	897998	70
Global Silicon Valley Capital	A1JGWK	10	Vossloh	766710	64
Goldcorp	890493	70	Wellpoint	A0DNLY	14, 70
Google	A110NH	6	Xing	XNG888	10
GS Yuasa	A0B9FC	32	zooplus	511170	10
Hargreaves Services	A0HMDY	70			

## Themenvorschau bis Smart Investor 4/2015

Alpha: Gewinne oberhalb der Benchmark

Aktienrückkäufe: Theorie &amp; Praxis dazu

Deutschland: Vorsicht, Absturzgefahr!

Geld: Das große Mysterium

Arm und Reich: Wir die Schere größer?

Asien-Börsen: Weiter aufwärts in Fernost?

Russland: Kurz vor der Implosion?

Healthcare: Wachstum mit Gesundheit

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. 12 (Dezember)

Verlag:

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

Redaktion:

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

Redaktionsanschrift:

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

Freie Mitarbeiter:

Dr. Martin Ahlers, Jürgen Büttner, Michael  
Heimrich, Rainer Kromarek, Magdalena Lammel,  
Marc Moschettini, Stefan Preuß, Marcus Wessel

Gast-Autoren:

Rüdiger Braun, A. Sabri Ergin, Daniel Haase,  
Norbert Keimling, Dr. Werner Koch, Werner Krieger,  
Uwe Lang, Dr. Georg Graf von Wallwitz,  
Dr. Sebastian Wanke

Interviewpartner:

Friedrich Bensmann, Lucy Bonmartel,  
Bernard Schäferbarthold, Luzi Stamm

Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung, Bildredaktion),  
Rudolf Schuppler (Cartoons),  
lacuraludovica - Fotolia.com (Titelbild),  
Marc Moschettini (Bildredaktion)

Bilder:

flicker, fotolia, iStock, PantherMedia

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 2014/2015:

20.12.14 (12/14), 31.1.15 (2/15), 28.2. (3/15),  
28.3. (4/15), 25.4. (5/15), 23.5. (6/15), 27.6. (7/15),  
25.7. (8/15), 29.8. (9/15), 26.9. (10/15),  
31.10. (11/15), 28.11. (12/15), 19.12. (1/16)

Redaktionsschluss:

14.11.2014

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:

Artikel, 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 Glattstellung einer  
bisherigen Position ist nur in dem Ausnahmefall  
gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums von  
zehn Börsentagen sehr gravierende negative Ent-  
wicklungen im Aktienkurs, im Unternehmen oder im  
Gesamtmarkt ergeben, die in der zur Empfehlung  
führenden Analyse nicht berücksichtigt werden  
konnten. In dem Fall, dass zum Zeitpunkt der Ver-  
öffentlichung des Smart Investor in einer zum Kauf  
oder Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-  
Positionen gehalten werden, wird dies im entspre-  
chenden redaktionellen Artikel kenntlich gemacht.  
Auszuweisende Interessenkonflikte können nur bei  
Analysen zu Wertpapieren wie z.B. Aktien oder  
Anleihen auftreten, jedoch nicht bei Analysen zu  
Märkten wie z.B. DAX, Gold oder EUR/USD.

Zu guter Letzt

# Was vom Festgeld übrig blieb

Von Stefan Preuß, Redakteur des Smart Investor

Von Andy Warhol stammt die gesellschaftskritische Prophezeiung, dass in multimedialen Hype-Zeiten jeder im Leben mal berühmt sein wird – für 15 Minuten. Das gilt auch für Banken, in diesem Fall für die genossenschaftlich organisierte Skatbank. Diese, obschon mit skurrilem Namen gesegnet, weithin unbekannt, war in aller Munde, weil sie als erstes Institut einen Negativzins in der Bundesrepublik eingeführt hat: -0,2% auf Einlagen über 500.000 EUR.

Gut, das trifft jetzt noch nicht Otto Normalsparer – der Anfang aber ist gemacht. Bei britischen Buchmachern kann man zwar nicht wetten, welche größere Bank als erste nachziehen wird – dass nachgezogen wird, darf aber als sicher gelten. Die Entwicklung ist natürlich nicht zufällig, vielmehr besitzt sie eine Logik. Und sie ist gewünscht.

Offensichtlich ist es so, dass die üblichen Verdächtigen, also die Schuldenstaaten rund um den Globus, es selbst bei mickrigen Zinsen nicht schaffen, sich zu entschulden. Der Refinanzierungsdruck lässt also nicht nach. Nach der Auktion ist vor der Auktion, sozusagen. Wenn nun in Bälde Banken bei der EZB spürbare

Parkgebühren für ihre Liquidität zu entrichten haben und Versicherungen oder Pensionskassen dies ihrerseits bei den Banken, wird das zu Fluchtreaktionen führen. Vor allem, wenn der Strafzins steigt. -0,2% stellen ja nur den Einstieg und nicht das letzte Wort dar. Je mehr Geld geschaffen wird, umso höher dürfte der Negativzins steigen.



Während der Kleinsparer sein überschaubares Vermögen zur Not unter dem Kopfkissen verstecken kann – sein Strafzins ist dann „nur“ die Inflation –, wird jeder Treasurer mindestens versuchen, die Besteuerung, und um nichts anderes handelt es sich im Prinzip bei Negativzinsen der EZB, zu umgehen. Da trifft es sich ganz gut, dass das Anlageuniversum von Versicherungen, Versorgungswerken und Pensionskassen in der Bundesrepublik aufsichtsrechtlich beschränkt ist. Strafzinsen wirken somit als bestes Verkaufsargument für welches Angebot? Genau: Staatsanleihen. Je mehr buntes Papiergeld gedruckt wird, umso weniger sind die Banken darauf scharf. Es gab schon schlechtere Treppenwitze.

Noch ein Treppenwitz: Wenn man so will, bewirkt die immense Geldschöpfung aus dem Nichts die Annäherung des westlichen Kapitalismus an die Gepflogenheiten des Islamic Banking. In diesem Gedankengebäude ist nämlich das Erheben von Zinsen untersagt.

Alles in allem scheint es eine gute Zeit für eine neue Geschäftsidee zu sein: Sparstrümpfe, modisch gestrickt oder aus Funktionsstoff, in verschiedenen Größen, nett in einem Online-Shop angeboten, könnten der Renner werden. [www.was-vom-festgeld-uebrig-blieb.de](http://www.was-vom-festgeld-uebrig-blieb.de) wäre eine zugegeben etwas lange Domain, aber immerhin treffend und memorabel. Am Ende der Entwicklung dürfen die Kreditnehmer von morgen träumen, als Kunde nicht nur keinen Zinssatz zu zahlen, sondern sogar ein Agio einzustreichen. Die Domain dazu: [www.was-vom-geschaeftsmodell-bank-uebrig-blieb.com](http://www.was-vom-geschaeftsmodell-bank-uebrig-blieb.com).



**Jetzt bestellen!**  
Versandkostenfreie Lieferung  
innerhalb Europas

# Wie Amerikas Hardliner den Ukraine-Krieg anheizen

■ Der Krieg in der Ukraine ist Dauerthema in den Nachrichten. Für die meisten besteht kein Zweifel daran, dass Wladimir Putins Russland diesen Konflikt schürt. Der bekannte Analyst geostrategischer Entwicklungen F. William Engdahl zeigt in dieser Chronik, wer den Krieg in der Ukraine in Wirklichkeit anheizt: Es sind die Vereinigten Staaten und ihre Geheimdienste. Messerscharf analysiert Engdahl Amerikas verborgene Strategie und belegt seine Auswertungen mit eindrucklichem Quellenmaterial.

Um ihre Ziele zu erreichen, ist den USA jedes Mittel recht. Sie sorgten zum Beispiel dafür, dass die Proteste in Kiew immer gewalttätiger wurden. Zur Eskalation auf dem Majdan kam es, als Heckenschützen in die Menge feuerten und Menschen töteten. Die von den USA gelenkten Mainstream-Medien machten pro-russische Separatisten für die Taten verantwortlich. Eine perfide Täuschung der Öffentlichkeit! Denn der Autor beweist: Die Strategie, Heckenschützen einzusetzen, wurde von US-Geheimdiensten in der Vergangenheit immer wieder erfolgreich angewandt. Auch in diesem Fall ging die Rechnung auf.

Wie wird es in der Ukraine weitergehen? Wird es den US-Hardlinern gelingen, Russland durch Provokationen in einen offenen Krieg zu zwingen, der für Deutschland fatale Folgen hätte? Lesen Sie jetzt die Chronik von F. William Engdahl. Erfahren Sie, was sich in der Ukraine derzeit tatsächlich abspielt und worüber die manipulierten westlichen Medien nicht berichten:

- Wie amerikanische NGOs in die Proteste in der Ukraine verwickelt sind
- Wie das US-Außenministerium in flagranti während des Regimewechsels in der Ukraine ertappt wurde
- Wie die USA für gewalttätige Demonstrationen bezahlten
- Wie durch den IWF die ukrainischen »Kronjuwelen« geplündert werden sollen
- Wie das neue Regime in der Ukraine Oligarchen und Gangster zu Gouverneuren und Ministern ernannte
- Wie und warum die private US-Söldnerarmee *Greyhound Limited* in der Ukraine aktiv ist
- Plant Obama mit den Saudis einen neuen Ölkrieg gegen Russland?
- Wie Moskau dem amerikanischen GVO-Riesen *Monsanto* eine herbe Niederlage verpasste
- Wie das Weiße Haus die EU über Erdgaslieferungen belügt
- Wie Russland und China sich vom Dollar-System befreien
- Wie EU und IWF die ukrainische Landwirtschaft plündern
- Warum der Absturz von Flug MH17 eine »falsche Flagge« der CIA ist und warum sie nicht funktionieren wird
- u. v. m.

*Lesen Sie, wie der Geopolitik-Experte F. William Engdahl die weitere Entwicklung einschätzt. Und wie wahrscheinlich ein Krieg zwischen den USA und Russland ist.*



F. William Engdahl:  
*Krieg in der Ukraine* • gebunden • 208 Seiten  
zahlreiche Abbildungen • Best.-Nr. 940 400 • 16.95 €

**KOPP VERLAG**

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



MANCHE INVESTOREN  
BETRACHTEN NUR DIE BILANZEN.

WIR BETRACHTEN VOR ALLEM DIE,  
DIE SIE GESCHRIEBEN HABEN.

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

Ein Unternehmen der August von Finck Gruppe