# **Smart Investor**

www.smartinvestor.de





# Value Investments Mit Geduld und Weitblick ans Ziel

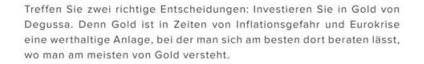
Bankenunion: Gezerre um die EU-Pläne Afrika:
Aufbruchsstimmung auf
dem schwarzen Kontinent

Bilderberger: Jahreskonferenz in Großbritannien

# VERMÖGENS-ANLAGE AUS EINEM GUSS.

**DEGUSSA-GOLDHANDEL.DE** 







## Über Werte

"Price is what you pay, value is what you get" (zu deutsch: Der Preis ist das, was du zahlst, der Wert ist das, was du bekommst). Dieser Spruch des legendären Investors Warren Buffett steht wohl wie kein zweiter für die Philosophie des Value-Investierens. Dabei ist die Sache mit dem Preis glasklar. Er ist objektiv bestimmbar, denn beide, Käufer und Verkäufer, haben sich auf diesen Austauschkurs geeinigt.

Beim Wert sieht die Sache schon anders aus. Dieser hat einen subjektiven Charakter und kann daher nur aus Sicht der jeweiligen Partei bestimmt werden. Tatsächlich müssen die Wert-Vorstellungen von Käufer und Verkäufer sogar (deutlich) auseinanderliegen, damit ein Geschäft überhaupt zustande kommt. So weit so einleuchtend.

Interessant dabei ist nun, wie die Vertragsparteien auf ihre jeweiligen Wert-Vorstellungen kommen. Nach intensivem Abwägen aller Kriterien oder eher unter Zeitdruck? Echte Value-Investoren – nicht jeder, der sich so bezeichnet, ist auch wirklich einer – haben einen mehr oder weniger strengen Kriterienkatalog, gemäß dem sie ein potenzielles Investment auf seine Werthaltigkeit hin beurteilen.

In unserer Titelgeschichte (ab S. 6) berichten wir von zwei Veranstaltungen zum Thema "Value", geben zwei Interviews mit erfolgreichen Value-Investoren – dem Amerikaner Ed Cowart (S. 10) und dem deutschen Frank Fischer (S. 74) – wieder und stellen Ihnen Value-Aktien (S. 12 und 54) und Value-Fonds (S. 38) vor. In der Rubrik "Phänomene des Marktes" (S. 30) behandeln wird das Thema aus mathematischer und in der "Österreichischen Schule" (S. 32) aus eher philosophischer Sicht.



Ralf Flierl, Chefredakteur

Das Werte-Thema lässt sich aber auch noch aus einer ganz anderer Perspektive behandeln. Nur ein Beispiel: In der sich derzeit abspulenden Abhöraffäre wird offensichtlich, dass der Wert von Privatheit und Datenschutz von verschiedenen Parteien unterschiedlich gesehen wird. Während sich ein Großteil der deutschen Bevölkerung daran stört, dass einige der im Grundgesetz verankerten Grundrechte umgangen oder gar gebrochen werden, halten dies die Akteure der ausländischen Geheimdienste für angebracht. Ginge es hier um ein "Geschäft" unter Gleichberechtigten, so würde man wohl unter keinen Umständen handelseinig werden.

Es geht hier aber nicht um eine Geschäftsbeziehung, sondern um das Verhältnis zwischen einem "Ober" und einem "Unter" - wie uns das Verhalten von Kanzlerin Merkel und Innenminister Friedrich zuletzt unmissverständlich zeigte. Wenn uns also dieses "Unter"-Schicksal beschert ist, dann wollen wir zumindest mehr darüber wissen. Um ein bisschen Licht ins Dunkel zu bringen, gehen wir ab S. 44 der Frage nach, wie es um die Souveränität Deutschlands bestellt ist. Auf S. 22 schließlich finden Sie einen Bericht von der jüngsten Tagung des ominösen Machtzirkels der "Bilderberger", dem einige wirkliche Strippenzieher hinter der offensichtlichen Politik-Kulisse zugerechnet werden.

Neue Erkenntnisse beim Lesen wünscht Ihnen





#### 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+Resourcen**[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 AOMV8V)

#### www.stabilitas-fonds.de

Stabilitas GmbH Wittenbrede 1 32107 Bad Salzuflen Tel.: +49.5222-795314
Fax: +49.5222-795316
info@stabilitas-fonds.de

Diese Anzeige dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind der aktuelle Verkaufsprospekt, das 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 Stabilitäs GmbH (www.stabilitäs-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.

#### Märkte/Titelstory

- Value-Investments/Titelstory: Wahre Werte weisen den Weg
- 10 Interview/Titelstory: "Den Dollar für 50 Cent kaufen", Interview mit Ed Cowart, Eagle Asset Management
- 12 US-Value-Aktien/Titelstory: Value in Bernanke-Country
- 15 Afrika: Is black beautiful?

#### Hintergrund

- 18 Finanztransaktionssteuer: Eine schlechte Idee - schlecht umgesetzt; Gastbeitrag von Slobodan Cvetkovic und Dr. Conrad Mattern
- 22 Bilderberger-Gruppe: Bestenfalls die Spitze des Eisberges
- 26 Berater: Kontakte
- 28 Politik & Gesellschaft: Bankensturm und Bankenunion, Gastbeitrag von Frank Schäffler
- 30 Phänomene des Marktes: Value
- 32 Österreichische Schule: "Money for nothing ..."
- 34 Nachhaltiges Investieren: Vom Abwasser zum Reinwasser
- 36 Lebensart & Kapital International: Singapur

#### **Fonds**

38 Inside

Value-Fonds - Substanz entscheidet

40 Kolumne

Afrika-Börsen – eine Standortbestimmung

41 Analyse

StarCap Winbonds +; Gastbeitrag von Volker Schilling, Greiff capital management AG

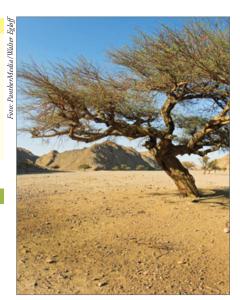
Interview

"An der Logik der Finanzmärkte hat sich nichts verändert"; Interview mit Harald Preißler, Bantleon

43 News, Facts & Figures Gewinne auf Monatssicht

#### Research - Märkte

- 44 Das große Bild Ist Deutschland souverän?
- 46 Blick hinter die Kulissen
- 50 Löcher in der Matrix
- 52 Charttechnik: Magische Marken



Afrika – gute Wachstumschancen Afrikanische Börsen dominieren 2013 die weltweiten Performance-Ranglisten. Einige Volkswirte trauen dem schwarzen Kontinent in den kommenden Jahren sogar ein höheres Wachstum als Asien zu. Interessante Aspekte

sowie zwei ausgewählte Aktien stellen wir

ab S. 15 vor.



10,74 62,42

#### Viermal Interview

Ihren individuellen Anlagestil stellen die beiden Value-Investoren Ed Cowart (S. 10) und Frank Fischer (S. 74) vor. Dr. Dirk Markus präsentiert ab S. 62 sein Unternehmen Aurelius AG. Harald Preißler von Bantleon gibt ab S. 42 Einblicke in seine Konjunkturerwartungen.

## Value Investments

Value-Investoren gelten als die Trüffelschweine der Börse. Mit Geduld und Weitblick suchen sie Titel, deren Börsenkurs deutlich unter dem tatsächlichen Wert notiert. Theoretischer Vordenker dieses Ansatzes war der Amerikaner Benjamin Graham. Sein berühmtester Schüler, der vielfache Milliardär Warren Buffett, setzt seit Jahrzehnten eine eigene, aggressivere Variante von Grahams Lehre in die Praxis um. Wir befragen mit Ed Cowart und Frank Fischer zwei bekannte Value-Investoren und spüren die interessantesten Value-Investments in Deutschland und international auf. Lesen Sie mehr ab S. 6.





22

## Bilderberger – was steht auf der Agenda?

Die diesjährige Bilderberg-Konferenz fand Anfang Juni in Watford, England, statt – mit einem bemerkenswerten Novum: Erstmalig waren unter den Zaungästen und Gegnern dieser geheimnisvollen Veranstaltung auch ranghohe Politiker diverser Parteien, die das "Wirken im Hintergrund" publik machen möchten. Weitere Einzelheiten findet man ab S. 22.



28

#### Politik & Gesellschaft – Bankensturm und Bankenunion

Frank Schäffler, MdB, übt scharfe Kritik an der Einrichtung der sogenannten "Bankenoder Finanzmarktunion". Die EZB soll für die Überwachung der Banken im Euroraum zuständig sein – ebenso wie für einen Abwicklungsmechanismus und die Einlagensicherung. Alternative Vorschläge stellt er ab S. 28 vor.

- 53 **Relative Stärke:**Er hat es wieder getan
- 54 Sektoranalyse
- 55 Demografie & Börse
- 56 sentix Sentiment
- 56 Commitment of Traders (CoT)
- 57 Quantitative Analyse
- 57 Intermarketanalyse
- 58 Edelmetalle
  "Controlled Demolition"
- 59 Edelmetall-Kolumne Hat Gold die Talsohle erreicht?

#### Research – Aktien

- 60 Branche im Blickpunkt: 3D-Druck-Technologie
- 62 MoneyTalk:
  "Derzeit keine echten Problemfälle";
  Dr. Dirk Markus, Aurelius AG
- 64 Value: Aus heimischen Gefilden
- 66 Buy or Goodbye: Roper Industries und Tesla Motors
- 67 Nachrichten aus den Unternehmen: Böse Überraschungen
- 69 Nachrichten aus den Immobiliengesellschaften
- 69 Nachrichten aus den Beteiligungsgesellschaften
- 70 Anleihen: Risikokapital in Anleihen-Verpackung
- 72 Musterdepot: Alles auf Anfang

#### Potpourri

- 74 Interview mit einem Investor Frank Fischer, Shareholder Value Management AG
- 76 wikifolio Marke und Marktphase
- 78 Leserbriefe
  Nichts von Obelix gelernt...
- 80 Buchbesprechung "Verspielt nicht eure Zukunft!"
- 82 Zu guter Letzt Wenn der Schlapphut zweimal klingelt

81 Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 12/2013



#### Value-Investments/Titelstory

# Wahre Werte weisen den Weg

Von werthaltigem Investieren und Value-Aspekten jenseits des Investment-Tellerrands



Value Intelligence Conference – Geballtes Interesse an hochkarätigen Referenten

Die Frankfurter ACATIS Value-Konferenz im Mai und die Münchner Value Intelligence Conference im Juni spannten einen weiten Bogen zum Thema werthaltiges Investieren. Dabei wurde deutlich, dass sich Value-Investoren zwar ähnlichen Grundprinzipien verbunden fühlen, in der Praxis aber durchaus unterschiedliche Wege genutzt werden. Diese werden auch weiterhin die Diskussionen um die theoretischen Grundlagen und die praktische Umsetzung in der Vermögensanlage befruchten.

#### Value-Stile

Stefan Rehder von Value Intelligence Advisors (VIA) bot in seinem Vortrag einen Wegweiser durch unterschiedliche Value-Stile. Ihm und seinem Teamkollegen Richard Radtke ist auch die Etablierung der nunmehr seit 2005 jährlich stattfindenden Value Intelligence Conference zu verdanken.

#### Rehder unterscheidet drei Konzepte:

Der Deep Contrarian Value-Ansatz konzentriert sich auf Unternehmen mit einem

Sicherheitsabschlag von 50% und mehr. Sie sind u.a. durch einen hohen Substanzwert, niedrige Free Cash Flow-Renditen, niedrige Eigenkapitalrenditen und eine hohe Verschuldung gekennzeichnet.

Ein weiterer Ansatz ist mit dem Namen Benjamin Graham verbunden, welcher als Urgestein des Value-Investings gilt. Dabei wird in Unternehmen mit stark schwankender Margenentwicklung und niedriger Preissetzungsmacht investiert. Diese Gesellschaften stammen oft aus zyklischen Branchen. Die "margin of safety" liegt hier bei 40% und darüber.

Daneben existiert ein High Quality Value-Ansatz. Interessant sind dabei Unternehmen mit niedriger Nettoverschuldung, hoher Preissetzungsmacht und hohen Free Cash Flow- bzw. Eigenkapitalrenditen. Für dieses Qualitätsspektrum steht der Name Warren Buffett. Es wird auch mit dem Begriff "GARP" umrissen, der für "Growth at reasonable price" steht.

Daneben existieren weitere Differenzierungen wie z.B. der "VARG" (Value at a reasonable growth)-Stil, den Ed Cowart von Eagle Asset Management, Manager des Nordea North American All Cap Fund (WKN: A1) 0G1), verfolgt (s.a. Interview auf S. 10). Er meidet Deep-Value-Titel, also günstige Aktien mit schlechten Fundamentaldaten, oder Momentum-getriebene Trend-Aktien. Igor de Maack, Portfoliomanager der französischen Investmentboutique DNCA Finance, legt Wert auf attraktive Kennziffern bei der Bewertung der Unternehmen. Die französische Fondsboutique orientiert sich auch außerhalb eines speziellen Value-Fonds bei den anderen Fondsprodukten am Value-Gedanken: "Wir achten bei der Aktienauswahl nach unserem Value-Ansatz vor allem auf niedrige KGVs, die nicht mehr als 13 betragen sollten, und attraktive Kurs-Buchwert-Verhältnisse, die idealerweise bei maximal 1,3 liegen. Seit 2011 haben wir auch wieder Banken gekauft wie z.B. die BNP Paribas und Intesa Sanpaolo."

#### Blick über den Tellerrand

Die Vorträge von Prof. Thorsten Hens aus Zürich und Prof. Peter Bossaerts aus Pasadena ermöglichten in München einen Blick über den Tellerrand der reinen Unternehmensbewertung und des Value-Stockpicking. Hens untersuchte unter Behavioural-Finance-Aspekten die regionalen Unterschiede bei den Zu- und Abflüssen in Investmentfonds, Diese Differenzen lassen sich durch eine unterschiedliche Verlustaversion und verschiedene Geduldsgrenzen in unterschiedlichen Ländern erklären. Diese Erkenntnisse lassen sich auch für das Value Investing nutzbar machen, da mögliche Value-Renditen in Ländern mit verlustaverser Bevölkerung höher sind als in den Ländern, in denen die Verlustaversion geringer ausgeprägt ist. Prof. Bossaerts warf einen Blick auf neurobiologische Zusam-



# DAS HAT PROFIL: GRIP FÜR DEN HANDEL.



- Automatische Tradeprüfung
- Mehr Sicherheit ohne Zusatzgebühren
- Höchste Qualität bei Ausführungen

Exklusiv in Frankfurt: Automatische Tradeprüfung ATC. Automatic Trade Control heißt der neue Qualitätsstandard für Anlage- und Hebelprodukte. Jeder Trade wird mit ATC automatisch verschiedenen Testverfahren unterzogen, um stets faire Ausführungen sicherzustellen. Unter anderem prüft das Computersystem dazu vergleichbare Geschäfte und Kurshistorien. Mit ATC-Qualität zu handeln sollte für Sie genauso selbstverständlich sein, wie im Straßenverkehr mit der richtigen Bereifung unterwegs zu sein. ATC gibt Ihnen in jeder Situation den perfekten Grip für den Handel mit Zertifikaten. Automatisiert und kostenfrei – exklusiv am Handelsplatz Frankfurt.



menhänge und ihre Auswirkung auf die Finanzmärkte. Dabei wurde deutlich, dass es für den Menschen schwierig ist, extreme Ereignisse hinsichtlich zweier Aspekte ein-



Fondsmanager Stefan Rehder, Initiator der Value Intelligence Conference

zuordnen. Einerseits kann der Mensch gut auf extreme Ereignisse reagieren. Allerdings kann er schwer unterscheiden, ob diese Ereignisse zu einem Paradigmenwechsel führen (Typ I) oder ob sie einfach Ausreißer in einem "normalen" Kontext sind (Typ II). Das führt dazu, dass bei Typ II überreagiert wird. Da beide Ereignistypen an den Finanzmärkten vergleichsweise oft vorkommen und unterschiedliche Reaktionsweisen nach sich ziehen sollten, würde eine bessere Unterscheidungsmöglichkeit auch zu besseren Erträgen führen. Ob hier in Zukunft Hilfe für die Asset Manager von Seiten der Neurobiologie in Form von geeigneten Drogen kommt, ließ Bossaerts mit einem Augenzwinkern offen.

#### Investieren nach Value-Gesichtspunkten

Prof. Bruce Greenwald, Lehrstuhlinhaber an der Columbia University und damit eines der Urgesteine des Value Investing, warnte mit Leidenschaft aus Value-Gesichtspunkten vor Glamour-Aktien wie Apple, die aus seiner Sicht – wenn man die Cash-Bestände abzieht – nur geringen Value aufweist. Das Unternehmen verfügt seiner Meinung nach über wenig eigene Technologie, da der Großteil der Produktion outgesourct ist. Sorgen macht ihm auch der Margenverfall. Stefan Rehder, Fondsmanager des Value Intelligence Fonds AMI (WKN: A0Y AX8), verwies dagegen mit der National Oilwell Varco-Aktie auf ein Unternehmen, das aus seiner Sicht für Value-Investoren interessant ist. Der Produzent von Bohranlagen und Bohrerspitzen profitiert von Nachfragen aus den Emerging Markets und Bohrtechnologien beim Fracking. Darüber hinaus sind die Markteintrittsbarrieren für Konkurrenten hoch. Rehder nutzt bei seiner Investmentstrategie die Ansichten der "Value-Intelligenz" (also der erfolgreichsten Value-Investoren), die er akribisch auswertet und zu einem eigenen Ansatz konzentriert, der auch makroökonomische Faktoren berücksichtigt. "Wertorientiertes Stockpicking muss die Unternehmen auf Grundlage durchschnittlicher, zukünftiger Bedingungen bewerten. Im Rahmen des Risikomanagements ist den Gefahren der Währungsabwertung, der Vermögensumverteilung und einer möglichen De-Globalisierung Rechnung zu tragen", so Rehder.

Filip Weintraub von Labrusca richtete das Augenmerk der Zuhörer auf Prince Frog International Holdings, einen in Hongkong gelisteten Value-Titel, der Körperpflegeprodukte für Kinder herstellt. Allerdings hängt der Erfolg von den bislang bei den Kindern sehr beliebten Cartoons ab, die das Unternehmen zu Werbezwecken nutzt. "Ändert sich das, dann kann das Unternehmen Probleme bekommen", so Weintraub. Portfoliomanager Jack McIntyre von Brandywine Global, einer Investmentboutique, die zu Legg Mason gehört, zeigte in seinem Vortrag Wege für Investoren, auch in Niedrigzinsphasen im Fixed-Income-Bereich Geld zu verdienen. Lösungen sieht er in einem aktiv gemanagten globalen Anleiheportfolio abseits von Benchmarks und in Absolute-Return-Strategien, die sowohl die Long- als auch die Shortseite nutzen können.

#### Blick nach Omaha

Wenige Wochen vor der Münchner Value Intelligence-Konferenz lud Hendrik Leber nach Frankfurt, um sich ebenfalls mit Referenten über werthaltiges Investieren auszutauschen. Der Investmentmanager warf zu Beginn seines Vortrags den Blick zurück auf seine Teilnahme an der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway in Omaha. Angesichts des fortgeschrittenen Alters von Warren Buffett und Charlie Munger stellte sich auch diesmal die Frage nach der Nachfolge. Als möglichen erfolgreichen Kandidaten machte Leber Ajit Jain aus. Ajit Jain, der bereits bei Berkshire Hathaway Führungsverantwortung trägt, ist der Cousin des Deutsche-Bank-Chefs Anshu Jain.

#### Value in Zeiten des Internets

Die ACATIS-Value-Konferenz hatte als Leitfaden das Thema Value in Zeiten des Internets und des Hochfrequenzhandels im Visier. Das Vortragsspektrum reichte von historischen Betrachtungen über den Kaufmann in der Renaissance von Prof. Roeck aus Zürich bis zum High-Frequency-Handel (siehe auch Artikel auf S. 18) und der Demokratisierung im Asset Management. Diese bietet Privatanlegern Möglichkeiten, die vor etlichen Jahren noch undenkbar gewesen wären. Leber stellte in Frankfurt das klassische Value Investing der alten Schule computergestützten Managementmodellen gegenüber. Zwar kann der Computer bei quantitativen Analysen weitaus mehr leisten als der Mensch, andererseits ist er auch in bestimmten Ansätzen der menschlichen Entscheidungskompetenz unterlegen. "Der Computer kann die Fabrik nicht



Professor Bossaerts über extreme Ereignisse und ihre neurobiologische Verarbeitung

besichtigen, versteht die Fußnoten nicht, kann einen Managementwechsel nicht beurteilen und weiß nichts über Regulierung", so Leber. In der Mitte zwischen passiven ETFs und gutem Investment-Handwerk ist kaum mehr Platz: "Der Platz des mittelmäßigen Investors, der mit simplen Kennziffern oder einfacher Charttechnik arbeitet, oder der mittelmäßigen Fondsgesellschaft wird zerstört werden. Beleg dafür ist die schwache Leistung vieler CTAs in den letzten Jahren", prognostiziert Leber.

#### Passendes Handwerkszeug

Erfolgreiches Value Investing benötigt das richtige Handwerkszeug. Dazu gehören das Lesen der Unternehmensbilanzen und die Suche nach faulen Aspekten in den Konzernen. Spezialistin für das Durchleuchten der SEC-Filings und das Aufspüren von Ungereimtheiten in Veröffentlichungen ist Michelle Leder, die in Frankfurt über ihre Arbeit berichtete. Dabei gebe es Muster, die sich gerne wiederholen. So werden häufig Berichte mit schlechten News kurz vor dem Wochenende veröffentlicht und Probleme mit nebulösen Phrasierungen verschleiert.

#### **Gegenpol Contrarian**

Hans van de Weg, Fondsmanager des ING Invest Europe Opportunities (WKN: A0M LRH), erläuterte in seinem Vortrag anlässlich der ACATIS-Konferenz seinen Ansatz als überzeugter Contrarian und zeigte damit so etwas wie ein Gegenmodell zum Hochfre-



ACATIS Value-Konferenz - Breites Themenspektrum

quenzhandel auf. Dabei ist das Abwarten bis Titel, die aktuell kaum jemand anfasst, vom Markt wieder entdeckt werden, essenziell. Aktien, denen alle nachlaufen, geht van de Weg aus dem Weg. Mit seinem Ansatz wird er eher bei Arcelor Mittal fündig als bei den Glamour-Titeln, die in aller Munde sind und auch von den Medien auf dem Präsentierteller herumgereicht werden. Während bei diesen Werten das Enttäuschungspotenzial vergleichsweise groß ist, sind die Loser-Aktien meist schon resistent gegenüber schlechten News, während dagegen gute Nachrichten starke positive Auswirkungen haben.

#### Fazit

Die Veranstaltungen zeigen: Der Value-Gedanke lebt und zeigt umso mehr seine Stärken in Zeiten, in denen das Vertrauen in Papierwährungen zunehmend schwindet. So überlebensfähig wie sich Value Investing langfristig im Vergleich zur Technologieblase am Aktienmarkt zeigte, so widerstandsfähig wird es sich auch gegenüber anderen kurzfristigen Trends erweisen. Grundlegende Konzepte des werthaltigen Investierens haben viele Modeerscheinungen überlebt. Es spricht vieles dafür, dass das auch in Zukunft so bleiben wird.

Zum Thema Value finden Sie in dieser Ausgabe noch eine Reihe weiterer Beiträge. Auf S. 10 lesen Sie das Interview mit dem amerikanischen Investor Ed Cowart und auf S. 74 mit dem deutschen Value-Strategen Frank Fischer. In den Beiträgen auf S. 12 und auf S. 64 behandeln wir amerikanische und deutsche Titel mit Value-Charakter. In unserer Rubrik "Phänomene des Marktes" behandeln wir die theoretisch-statistische Seite des Value-Investing (S. 30) und auf S. 38 stellen wir interessante Fonds vor, die sich diesem Anlagestil verschrieben haben.

Christian Bayer

Anzeige

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

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







#### Interview/Titelstory

# "Den Dollar für 50 Cent kaufen"

Smart Investor im Gespräch mit Ed Cowart, Co-Fundmanager des Nordea 1 – North American All Cap Fund, über seinen eigenen Value-Ansatz.



Ed Cowart kam 1999 zu Eagle Asset Management. Er hat mehr als 40 Jahre Erfahrung als Portfoliomanager und Researchdirektor. 1969 schloss er das Studium am Dartmouth College mit dem Artium Baccalaureatus (A.B.) ab. Seit 1977 ist Cowart Chartered Financial Analyst (CFA).

#### Smart Investor: Sie verfügen über mehr als 40 Jahre Erfahrung im Investmentgeschäft. Hat sich das Value Investing in dieser Zeit wesentlich verändert?

Cowart: Einer der Vorteile des Value Investing ist die unveränderliche Natur des Ansatzes. Seit vielen Jahren kaufen wir, was billig ist, und verkaufen, was zu teuer geworden ist. Dies ist eine altehrwürdige Weise, um einen stetigen Wertzuwachs zu erzielen. Viele der Lehren, die Benjamin Graham erstmalig in den 1930er Jahren formalisierte, bleiben bis heute wahr. Unser Ziel ist es, den Wohlstand unserer Kunden im Laufe der Zeit aufzubauen, indem wir für sie Eigentum an Unternehmen erwerben, die attraktiv bewertet sind und auch sichtbare Wachstumsaussichten bieten. Value Investing hat sich schon immer darum gedreht, etwas zu kaufen, was einen Dollar wert ist und 50 Cent kostet.

## Smart Investor: Aber ist es denn so einfach?

Cowart: Notwendige Voraussetzung ist natürlich die Geduld zu warten, bis der Markt die Unterbewertung eingepreist hat. Es ist einfach, billige Aktien zu finden. Aber wir haben uns schon immer darauf konzentriert, eben kein Portfolio voll von billigen Aktien zu haben, die es verdienen, billig zu sein. Wir investieren nur in Unternehmen, die wir verstehen und bei denen wir davon ausgehen, dass sie einen Wettbewerbsvorteil besitzen, der sich in einer angemessenen Zeit materialisieren wird. Ein Aspekt des Value Investing, der sich in den vergangenen 40 Jahren ein wenig verändert hat, ist, dass der Schwerpunkt mehr auf Cashflows und weniger auf dem

Buchwert liegt. Das berichtete Ergebnis kann manipuliert werden, aber von regelrechtem Betrug abgesehen geht das für die Cash-Ströme auf der Gewinn-und-Verlust-Rechnung nicht. Was sich stark verändert hat, sind die Informationstechnologien, die im Anlageprozess genutzt werden können.

#### Smart Investor: Was ist der Unterschied zwischen dem "Value at a reasonable growth"-Ansatz und anderen Value-Ansätzen? Welche Vorteile bieten diese den Investoren?

Cowart: Zwei weitere Ansätze sind "Deep Value" und "Relative Value". Ein Deep-Value-Manager versucht vor allem Titel zu einem sehr geringen Preis zu kaufen und ist nicht allzu besorgt, was das künftige Wachstum betrifft. Dort befinden sich die "Wert-Fallen" (Value Traps). Wenn ein Investor nahezu unendlich Geduld besitzt und bereit ist, viele Jahre zu warten, bis die Aktie ihren inneren Wert erreicht hat, dann wäre dies ein sinnvoller Ansatz. Aber die Erfahrung zeigt, dass die Anleger in der Regel nicht bereit sind, Jahre zu warten, bis sie Ergebnisse sehen, so dass dieser Ansatz nicht sehr beliebt ist. Relative Value kann in bestimmten Situationen hilfreich sein, aber es muss mit Bedacht eingesetzt werden. Während der Technologie-/Internetaktienraserei in den späten 1990er Jahren verkündeten einige Manager, dass eine Aktie, die zum 100-Fachen des Gewinns verkauft wurde, ein guter "relativer Wert" sei, weil andere ähnliche Unternehmen zum 200-Fachen des Gewinns verkauft wurden. Dieser Ansatz hat dann auch letzten Endes nicht mehr so gut funktioniert. Unser "Wert und vernünftiges Wachstum" (VARG) -Ansatz versucht, die inhärenten Value Traps des Deep-Value-Investing zu vermeiden, indem wir von den Unternehmen, in die wir investieren, Wachstum fordern und so das Risiko einer Überbewertung resultierend aus einem Relative-Value-Ansatz vermeiden.

#### Smart Investor: Finanzwerte sind mit 20 % in Ihrem nordamerikanischen All Cap Fund-Portfolio gewichtet. Was macht die Branche unter Bewertungsaspekten attraktiv?

Cowart: Trotz der deutlichen Outperformance des Finanzsektors im Vergleich zum S&P 500 seit Jahresbeginn glauben wir, dass bestimmte Unternehmen und Branchen innerhalb der Gruppe attraktiv bewertet bleiben, insbesondere in Bezug auf ihre potenziellen Wachstumsraten und normalisierte Rentabilität. Tatsächlich hat der Finanzsektor ohne Real Estate Investment Trusts (REITs) das niedrigste Kurs-Gewinn-Verhältnis und das niedrigste Kurs-Buchwert-Verhältnis der zehn wichtigsten Sektoren des S&P 500. Wir erwarten jedoch in den nächsten zwei Jahren, dass Finanzwerte überdurchschnittliche Gewinne je Aktie, ein besseres Wachstum und einen steigenden Buchwert generieren. Wir glauben, dass viele US-Finanzdienstleister überkapitalisiert sind, was den Firmen ermöglichen sollte, erhebliche Anteilsrückkäufe durchzuführen und Dividendenwachstum zu liefern. Der Nordea 1 – North American All Cap Fund ist über verschiedene Branchen, den Finanzsektor eingeschlossen, gut diversifiziert. Der Fonds hat aktuell Positionen in Geschäftsbanken, Consumer Finance, Unternehmen des Kapitalmarkts, diversifizierte Finanzdienstleister, Versicherungen und REITs.

## Smart Investor: Wie kann man mit Ihrer Strategie Value Traps vermeiden?

Cowart: Wir glauben, dass der beste Weg ist, Unternehmen zu besitzen, die nach unserer Analyse Gewinnwachstum liefern können. Es muss kein schnelles Gewinnwachstum sein, aber wir werden auch in kein Unternehmen investieren, von dem wir glauben, dass es kein Gewinnwachstum über einen Ein-bis Drei-Jahres-Zeithorizont liefern kann. Natürlich liegen wir nicht immer richtig. "Value" und "Value-Falle" können für eine bestimmte Zeit genau gleich aussehen. Aber wir überwachen unsere Portfoliopositionen ständig. Wenn es für uns klar wird, dass wir ein Unternehmen besitzen, das kein Wachstum über einen angemessenen Zeithorizont liefern kann, werden wir verkaufen und eine andere Position aufbauen. Wir machen Fehler wie alle anderen Fondsmanager, aber ich glaube, wir waren insbesondere darin erfolgreich, Fehler bei der Titelselektion zu erkennen und sie zu keinen Katastrophen für das Portfolio werden zu lassen.

## Smart Investor: Sind makroökonomische Entwicklungen wichtig bei Ihrem Investment-Ansatz?

Cowart: Kürzlich hörte ich einen Investmentmanager sagen, dass er zwar "makro-bewusst", aber eigentlich "Makro-Agnostiker" sei. Ich denke, das ist ein treffender Ausdruck dafür, wie wir uns fühlen. Das heißt, wir versuchen das größere weltwirtschaftliche Gesamtbild zu verstehen, sozusagen den Kontext, in dem wir investieren. Aber wir glauben nicht, dass eine detaillierte Untersuchung und das Verständnis der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung uns bessere Investoren werden lassen. So verbringen wir den Großteil unserer Zeit damit, Sektoren, Branchen und vor allem Unternehmen zu verstehen. Ein "big picture"-Blick auf die Zinsen, Energiepreise und das gesamtwirtschaftliche Wachstum ist oft hilfreich für das Verständnis der Aussichten für die einzelnen Unternehmen, aber unsere Auffassung ist, dass wir unsere Zeit am sinnvollsten mit der Mikro- anstatt der Makro-Ebene verbringen.

#### Smart Investor: Herr Cowart, vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Christian Bayer

Anzeige



#### US-Value-Aktien/Titelstory

# Value in Bernanke-Country

Unabhängig von Bernankes Gelddruckmaschine glauben führende Value-Investoren, mit folgenden US-Aktien gut aufgestellt zu sein.

Wenn politische Börsen kurze Beine haben, dann haben geldpolitische Börsen aktuell zwei Gipsbeine: Gedeih und Verderb werden an der Wall Street dieser Tage von Nuancen in den Reden von Ben Bernanke bestimmt. Kündigt der Fed-Chairman "Tapering" an, sprich die zukünftige Reduzierung des Gelddruckens durch die amerikanische Zentralbank, macht schwere Depression die Runde an der Wall Street. Lässt sich aus einer Rede Bernankes jedoch herauslesen, dass er so schnell wohl doch nicht das Spiel mit seinem geldpolitischen Experimentierkasten sein lassen wird, sind spielend neue Höchststände möglich. Was also tun als langfristiger Investor? Mehrere Redner auf der diesjährigen Value Intelligence Conference, die am 11. Juni in München stattfand, haben sich dazu Gedanken gemacht. Unter ihren Favoriten sind mehrere amerikanische Aktien, die so stabile Geschäftsmodelle haben, dass weder ein deflationärer Schock noch Liquiditätsflut langfristig die Aussichten dieser Unternehmen trüben sollten.

## Zeit ist der Freund eines wundervollen und der Feind eines mittelmäßigen Geschäftes

In der Retrospektive ist dieses Zitat von Warren Buffett immer stimmig – die Kunst ist nur: Wie findet man das wundervolle Geschäft und macht einen Bogen um das mittelmäßige? Wundervoll findet der Value-Investor zunächst einmal jedes Unternehmen, dessen Geschäft durch möglichst hohe Markteintrittsbarrieren gekennzeichnet ist. Lassen sich Produkte oder Angebote kaum imitieren, werden externe Einflüsse auf das Geschäft nur von kurzer Dauer sein. Lässt sich dies dann auch noch zum Discount-Preis erwerben, ist der Anleger in zwei Richtungen abgesichert: Ertragsschwankungen werden durch die Margin-of-Safety (den Discount beim Einstieg) abgefedert, die langfristige Perspektive ist durch die Besonderheit des Geschäftsmodells gegeben.

#### Capital One

Ed Cowart (s. Interview auf S. 10) von Eagle Asset Management ist aktuell stark von der Konsumentenfinanzierungs-Holding Capital One überzeugt. Der Finanzdienstleistungskonzern ist im Geschäft mit Kreditkarten (Nummer 4 in den USA), Autokrediten (Nummer 3 in den USA) sowie Spar- und Anlageprodukten für private Kunden tätig. 2011 wurde das US-Kreditkartengeschäft der HSBC übernommen, 2012 die amerikanische Tochter der ING Bank. Beide Akquisitionen dürften in den nächsten Quartalen das Gewinnwachstum je Aktie anschieben. Bedenken über die geringe Qualität des übernommenen HSBC-Kreditkartenportfolios



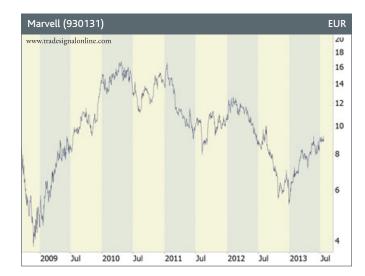
Der amerikanische Value-Investor Ed Cowart (vgl. Interview S. 10)

sollten sich als grundlos herausstellen. Durch das Wachstum kann voraussichtlich die Kostenquote weiter gesenkt werden. Die Analysten von Morgan Stanley erwarten für das zweite Quartal 2013 eine Kernkapitalquote nach den Basel-III-Richtlinien von soliden 8,3%, die Ausschüttungsquote kann daher in Zukunft zusätzlich zum bereits angekündigten Aktienrückkaufprogramm über 1 Mrd. USD deutlich gesteigert werden.



#### Marvell Technology Group

Eine weitere Aktie, die Ed Cowart in seinem Fonds hält, ist Marvell Technology, ein Hersteller von Telekommunikationsinfrastruktur, Speichertechnik und Halbleiterprodukten. Das Unternehmen ist unverschuldet und hat eine Netto-Cashposition von 1,3 Mrd. USD,



was rund 20% des Börsenwertes entspricht. Für 2013 ist Marvell mit einem KGV von rund 13 bewertet. Marvell wächst deutlich schneller als die Wettbewerber – und dies ohne schwächere Margen hinnehmen zu müssen. Die Aktie ist wenig volatil und notiert nach wie vor auf dem Level von Mitte 2009. Aktuelle Treiber der Ertragsentwicklung sind die starke Nachfrage nach Netzwerktechnik sowie der Gewinn von weiteren Marktanteilen im Bereich von SSD-Festplatten. Ganz nach dem Geschmack von eingefleischten Value-Investoren hat Marvell ein Aktienrückkaufprogramm aufgelegt, mit dem 20 Mio. Aktien vom Markt genommen werden sollen (zum aktuellen Kurs ein Gegenwert von 180 Mio. USD). Die Dividendenrendite liegt bei immerhin rund 2,7%.

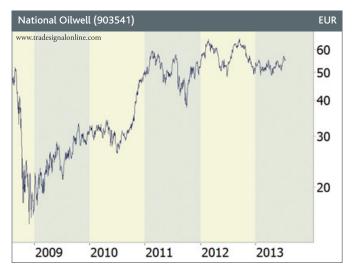
#### **EOG Resources**

Die frühere Enron-Tochter ist ebenfalls ein Favorit des Amerikaners Ed Cowart. EOG ist ein stark wachsender Öl- und Gasproduzent mit Explorationsgebieten in den USA, Trinidad und Tobago sowie Großbritannien. In den vergangenen Jahren ist die Produktion jährlich zwischen 30 und 50% gestiegen. Auch 2013 soll die Förderung erneut um rund 30% ausgeweitet werden. Die beiden Schiefer-Vorkommen Bakken und Eagle Ford stehen dabei für einen Großteil des Wachstums. Rund 82% der heutigen Förderung stammen aus diesen beiden Vorkommen. Trotz des rasanten Wachstums versucht EOG die Nettoverschuldung gering zu halten.

Durch die Verschiebung des Schwerpunkts vom margenschwachen Gas- zum ertragreicheren Ölgeschäft dürften die Erträge auch in den nächsten Jahren deutlich zulegen. Bereits in den letzten zehn Quartalen konnte EOG die Schätzungen der Analysten übertreffen. Die Bilanz kommt komplett ohne Goodwill (d.h. Firmenwerte, wie sie durch teure Übernahmen entstehen) daher. Die Dividendenrendite ist mit unter 1% mager, dafür investiert das Unternehmen allein 2013 rund 7 Mrd. USD in den weiteren Ausbau der beiden Hauptexplorationsgebiete. Das überproportionale Wachstum wird in der Bewertung nicht vollständig reflektiert. Schwächer wachsende Konkurrenten werden z.B. in Relation zum Cashflow auf ähnlichem Niveau bepreist.

#### National Oilwell Varco (NOV)

Der Anbieter von Ölfeldservices und Ölbohrequipment ist einer der Favoriten von Stefan Rehder, Veranstalter der Konferenz und Fondsmanager des Value Intelligence Fonds AMI. Der Konkurrent von Halliburton und Schlumberger ist kaum verschuldet: Zum Jahresende 2012 betragen die Nettoschulden lediglich 1,5 Mrd. USD bei einem EBIT von 2,8 Mrd. USD. Nach Schätzungen der Analysten wird NOV in den nächsten drei Jahren den Umsatz nochmals um 30% steigern, der Ertrag dabei um rund ein Viertel zulegen. In der Vergangenheit ist NOV sehr erfolgreich durch Übernahmen gewachsen, heute besitzt das Unternehmen eine



Auswahl an US-Value-Aktien (vorgestellt auf der Value Intelligence Conference in München)													
Name	WKN	Kurs (in €)	MCap (in Mio. €)	Nettoschulden (in Mio. €)	Enterprise Value (in Mio. €)	Ergebnis je Aktie (in €)				KGV			
						2012	2013e	2014e	2015e	2012	2013e	2014e	2015e
Capital One Financial Corp.	893413	52,22	30.505	23.985	53.143	4,69	5,18	5,01	4,88	11,1	10,1	10,4	10,7
EOG Resources Inc.	877961	113,20	30.779	4.060	34.060	1,63	5,43	6,36	7,87	69,4	20,8	17,8	14,4
Gannett Company, Inc.	854136	19,94	4.564	1.019	5.750	1,44	1,75	2,20	2,32	13,8	11,4	9,1	8,6
Marvell Technology Group Ltd.	930131	8,82	4.341	-1.322	3.124	0,48	0,71	0,67	0,72	18,2	12,4	13,1	12,2
MetLife Inc.	934623	36,88	40.384	12.659	54.859	0,94	4,27	4,46	4,83	39,2	8,6	8,3	7,6
National Oilwell Varco Inc.	903541	55,48	23.706	1.488	25.261	4,54	4,33	5,08	5,66	12,2	12,8	10,9	9,8

Stand 19.7.2013

führende Marktposition im Geschäft mit Tiefsee-Bohrungen, u.a. in Brasilien. Allein im ersten Quartal konnte NOV einen weiteren Ordereingang von rund 3 Mrd. USD verzeichnen. Das KGV ist mit 13 im laufenden Jahr nicht zu teuer, berücksichtigt man die Wachstumsraten und die stabile Nachfrage nach NOVs Services.

#### Gannett

Bruce Greenwald, Nachfolger des Buffett-Lehrers Ben Graham an der Columbia Universität in New York und zugleich Asset Manager bei First Eagle, empfiehlt die Aktie des Medienkonzerns Gannett. Das Unternehmen ist im Zeitungsgeschäft tätig und besitzt mehrere Lokalfernsehsender. Insbesondere nachdem Warren Buffett selbst in den vergangenen Monaten durch Zukäufe im Zeitungsbereich aufgefallen ist, ist es sinnvoll, sich in diesem Sektor den Marktführer etwas genauer anzuschauen. Gannett hat ein Portfolio aus Lokalzeitungen wie The Arizona Republic, The Indianapolis Star, The Cincinnati Enquirer sowie der USA

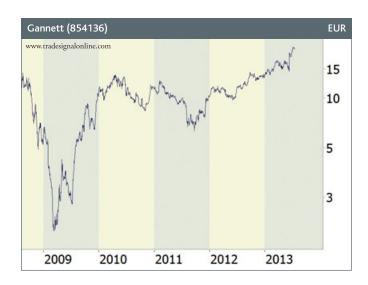


Bruce Greenwald von der Columbia Universität

Today, dem nationalen Marktführer. Diese Zeitung hat eine Auflage von 1,8 Mio. und wird nur vom Fachblatt Wall Street Journal übertroffen. Neben dem Zeitungsgeschäft ist Gannett mit 43 lokalen Fernsehstationen (die jeweils lokale Präsenzen großer Networks wie NBC, ABC und CBS sind) im Fernsehmarkt aktiv. Hier wurde mit der Übernahme des Konkurrenten Belo gerade der Marktanteil deutlich vergrößert. In den USA existieren nur Kabelsender auf nationaler Ebene, klassische Networks bestücken lediglich Teile des Programms von lokalen Stationen mit nationalen Fenstern. Neben der Sinclair Broadcast Group ist Gannett nun der zweitgrößte von einem Network unabhängige Besitzer lokaler Fernsehstationen. Gannetts Märkte sind monopolistisch geprägt, sowohl bei Zeitungen als auch bei den Fernsehsendern, und daher durch enorme Markteintrittsbarrieren gekennzeichnet. Nach den Konsensschätzungen der Analysten liegt das KGV für 2013 bei rund 12 und geht für die Jahre 2014 und 2015 auf 9 zurück, unter anderem, weil bis dahin das Wachstum im Fernsehmarkt auch ertragsseitig positive Effekte zeigen wird.

#### MetLife

Nicht nur Buffett, der mit seiner Holding Berkshire Hathaway an diversen Versicherungsgesellschaften beteiligt ist, auch Filip Weintraub, Gründer von Labrusca Family Office aus Stockholm, ist ein

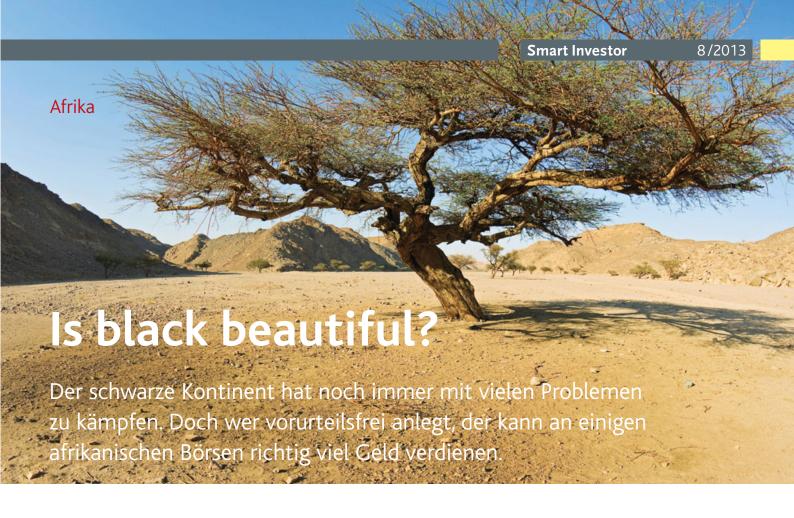


Freund der Versicherungsbranche. Besonders angetan hat es ihm dabei die amerikanische Lebensversicherung MetLife. Deren Aktie ist – bedingt durch die Unternehmenshistorie – so etwas wie eine Volksaktie in den USA. Nachdem die Versicherung bis 1998 das Äquivalent zu einem Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit war, wurde sie gegen Zuteilung von Aktien an rund 9 Mio. Aktionäre aufgelöst. Seit der Übernahme des Lebensversicherungsbereichs von Travelers und einer Tochter der Citigroup ist das Unternehmen der größte Lebensversicherer der USA. Durch den Zukauf von Teilen der AIG konnte MetLife diese Stellung weiter festigen. Bei den in den USA so wichtigen Employee Benefits (Sozialleistungen eines Arbeitgebers) möchte MetLife zum absoluten Marktführer werden, daneben steht aktuell die weitere Expansion in den Emerging Markets ganz oben auf der Agenda. Nach eigenen Kalkulationen kann MetLife gut mit dem Niedrigzinsumfeld an den Rentenmärkten leben, der Cash Flow sollte in den nächsten drei Jahren stabil bei ca. 35-45% des operativen Ertrages bleiben. MetLifes Geschäftsmodell ist klar kalkulierbar, ermöglicht Skaleneffekte und bietet durch die Marktführerschaft eine gewisse Preissetzungsmacht dennoch notiert die Aktie deutlich unter dem Buchwert und bei einem KGV von unter 9. Dies alles sind klassische Komponenten eines Value-Investments.

Christoph Karl



Filip Weintraub von Labrusca Family Office



Wir befinden uns im Jahre 2013 n. Chr. Das ganze Schwellenland-Imperium ist von den Bären besetzt. Alle Schwellenländer? Nein! Ein von furchtlosen Anlagepionieren bevölkerter Kontinent hört nicht auf, sich den Attacken der Bären zu widersetzen. Am größten ist der Druck der Bullen in Ghana. Dort weist der Leitindex zum Redaktionsschluss ein Plus von 57% auf. Die Börse in Rwanda und Zimbabwe stehen dem mit Zuwachsen von 40% und 38% kaum nach. Auch in Nigeria und Kenia fallen die Gewinne mit 31% und 24% so üppig aus, dass afrikanische Börsen in diesem Jahr bisher die weltweite Performance-Rangliste dominieren. Imposant ist die Bilanz besonders wenn man bedenkt, dass Schwellenländer allgemein etwas in Ungnade gefallen sind. Das zeigt sich am MSCI Emerging Markets Index, der auf Dollarbasis in diesem Jahr schon gut 14% an Wert verloren hat. Die im Schnitt so viel bessere Entwicklung der afrikanischen Börsen bedeutet aber nicht, dass in Afrika plötzlich Milch und Honig fließt.

#### Viele Probleme, aber auch viele Hoffnungsschimmer

Vielmehr ist es leider noch immer so, dass rund die Hälfte aller Afrikaner von weniger als 2 Dollar am Tag leben muss. Schlagworte wie Hunger, Armut, Korruption, Despoten, Kriege, ethnische Spannungen, Piraten und fehlende Wettbewerbsfähigkeit sind auch heute noch immer hochaktuell. Trotzdem hat sich das Bild Afrikas mit seinen 59 Einzelstaaten inzwischen gewandelt. Ablesen lässt sich das in den Medien. Da wird immer seltener von einem verlorenen als vielmehr von einem aufstrebenden Kontinent geschrieben. Und in der Tat gibt es bemerkenswerte Fortschritte. Dazu zählt ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum, das sich im vergangenen Jahrzehnt auf rund 6% belief. Zudem trauen nicht wenige Volkswirte Afrika in den kommenden Jahren sogar ein höheres Wachstum als Asien zu. Laut dem Internationalen

Währungsfonds könnten in den Jahren 2012 bis 2017 vermutlich sieben der zehn weltweit am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften aus Afrika kommen.

Führend ist man schon jetzt in Sachen Einsatz der Mobilfunktelefonie für Bankgeschäfte. Wobei dieser Bereich auch künftig weiter wachsen dürfte. Dafür spricht auch ein Anteil von rund 40% der Bevölkerung, die unter 18 Jahren ist und Afrika zum jüngsten Kontinent auf der Welt macht. Viel Potenzial birgt außerdem die Landwirtschaft. Obwohl der Kontinent über 60% aller weltweit vorhandenen Anbauflächen verfügt, werden davon derzeit laut Vereinten Nationen nur 10% genutzt. Reich ist man darüber hinaus an Bodenschätzen. So sollen im längst noch nicht flächendeckend untersuchten afrikanischen Boden mehr als die Hälfte aller Gold- und 40% aller Platinvorkommen schlummern. Der Rohstoffreichtum ist bekanntlich auch der wichtigste Grund, warum die Chinesen massiv investieren und das Handelsvolumen mit Afrika bereits rund 200 Mrd. USD beträgt. Auch US-Präsident Obama war kürzlich auf Besuch vor Ort und hat dabei für die kommenden fünf Jahre Investitionen von 7 Mrd. USD in Aussicht gestellt, die unter anderem in den Energiesektor gesteckt werden sollen. Allerdings ist dieser Betrag nur ein Tropfen auf den heißen Stein. Denn Schätzungen zufolge werden von 2006 bis 2015 insgesamt 93 Mrd. USD jährlich benötigt, um die allgemein marode Infrastruktur auf Vordermann zu bringen.

#### Fondsmanager wittern Chancen

Summen wie diese machen deutlich, vor welch gewaltigen Aufgaben der schwarze Kontinent steht. Kenner der Region wie John Kufuor, der frühere Präsident der Republik Ghana und ehemalige Vorsitzende der Afrikanischen Union, sehen zudem in der Armut

und in der schlechten Regierungsführung die größten Herausforderungen. Zusätzlich erschwert werden die Probleme außerdem aus seiner Sicht durch religiöse Auseinandersetzungen und Stammeskämpfe. Doch all das hält Kufuor bei einer Befragung durch die Credit Suisse nicht davon ab, zuversichtlich nach vorne zu blicken. "Ich bin sehr, sehr optimistisch angesichts der gewaltigen Veränderungen, die im Gange sind. Vor anderthalb Jahrzehnten wurde der Kontinent von Diktaturen beherrscht bzw. einige Länder von Militärregierungen. Heute kann man diese sogenannten starken Männer an einer Hand abzählen. Die Toleranz gegenüber Andersdenkenden, anderen Religionen und kultureller Vielfalt ist gewachsen. Der Wandel vollzieht sich sehr schnell. Ich glaube, dass Afrika in zwei Jahrzehnten ein Nährboden für wirtschaftliche Aktivitäten sein wird."

Sehr viel Potenzial wittern auch institutionelle Investoren, die sich vor Ort tummeln. Manche von ihnen, wie etwa Carlos von Hardenberg, kommen dabei regelrecht ins Schwärmen. So hat der Manager des Templeton Frontier Markets Fund in Afrika eine Stimmung wie in Asien in den 70er Jahren ausgemacht. Ähnlich sieht das auch Sven Richter, der Fondsmanager des Renaissance Sub-Saharan Africa Fonds: "Afrika ist wie Asien vor 15 Jahren. Wer nicht in Afrika investiert, versäumt einzigartige Chancen." Wie immer und überall kommt es aber darauf an, zur richtigen Zeit auf die richtigen Pferde zu setzen. So mussten in Ägypten und in Marokko investierende Anleger in diesem Jahr bisher sogar leichte Verluste hinnehmen. Auch in Südafrika war es schwierig Geld zu verdienen, insbesondere unter Berücksichtigung der schwachen

5 Anlageideen für Afrika im Überblick											
Zertifikate Name	Emittent	WKN	Kurs (EUR)	Laufzeit	Management- gebühr						
Solactive Sub- Saharan Africa	Leonteq Sec.	LTQ0AA	79,3	19.06.23	1,10%						
Nigeria PR Index	RBS	AAOVRW	45,09	Open-End	1,50%						
MSCI Kenya ER Index	RBS	AA198P	13,24	Open-End	1,00%						
Aktien Name	Branche		Kurs (EUR)	KGV 13e	Dividenden- rendite						
MTN	Mobilfunk	897024	14,12	13,78	5,34%						
Shoprite	Handel	853202	14,557	25,87	1,95%						

Landeswährung Rand. Wegen gedämpfter Wachstumsaussichten dürften sich südafrikanische Aktien auch bis auf weiteres schwer tun. Ob Ägypten ein Nachzügler bleibt, wird auch davon abhängen, ob nach den jüngsten politischen Turbulenzen eine stabile Regierung entsteht oder es sogar zu einem Bürgerkrieg kommt. Im regionalen Vergleich ist die Börse in Kairo jedenfalls inzwischen relativ moderat bewertet.

#### Nigeria und Kenia haben auch langfristig Potenzial

Mit KGVs von um die 10 hinterlassen auch die Aktienmärkte in Nigeria und Kenia trotz der zuletzt bereits eingefahrenen Kursgewinne noch immer einen vernünftigen Bewertungseindruck. Hinzu kommt, dass beide Staaten ganz gute Konjunkturaussichten haben. Langfristig orientierte Anleger können deshalb durchaus Indexzertifikate zu diesen beiden Börsen dem Depot beimischen. Schwieriger ist es dagegen, sein Glück mit Einzelaktien zu versuchen. Das ist auch deshalb nicht einfach, weil an deutschen Börsen nur eine begrenzte Anzahl afrikanischer Aktien gehandelt wird. Eine Alternative könnten aber südafrikanische

Unternehmen sein, die auch außerhalb der Landesgrenzen expandieren. Zu den interessanteste Kandidaten zählen unter anderem die bereits recht stattlich bewertete Supermarktkette Shoprite oder der Mobilfunkanbieter MTN, der eine Dividendenrendite von immerhin 5,3 % zu bieten hat. Ansonsten steht auch eine wachsende Zahl an Afrika-Fonds zur Auswahl. Das Manko ist hier aber, dass entweder oft Südafrika ein Anlageschwerpunkt ist oder es eine Vermischung mit Aktien aus dem Nahen Osten gibt.

#### **Fazit**

In Afrika macht sich derzeit so etwas wie Aufbruchsstimmung breit. Hält der Elan an, werden davon auch die Anleger profitieren. Allerdings müssen speziell in den zuletzt bereits gut gelaufenen Börsen Verschnaufpausen einkalkuliert werden. Nicht vergessen werden dürfen auch volkswirtschaftliche Defizite. So weisen Staaten wie Ghana oder Kenia hohe Defizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz auf. Das ist nicht ohne Risiken. Problematisch würden diese Rahmendaten insbesondere dann, wenn plötzlich im großen Stil Anlagekapital

Ausgewählte Afrika-Börsen im Bewertungsvergleich											
Index	Land	Kurs (08.07.13)	Veränd. 1 Jahr	MCap in Mrd. USD	KBV 2014	KUV 2014	KGV 2014	KCFV 2014	EV/Ebitda 2013	Div-Ren in %	EK-Ren. in %, 2014
NGSEINDX	Nigeria	36.790,14	+65,8%	72,55	2,42	2,08	10,08	11,47	14,07	2,69	22,0%
EGX30	Ägypten	5.252,89	+11,8%	24,19	0,71	1,44	7,45	4,52	5,17	5,86	10,4%
JALSH	Südafrika	40.075,70	+18,1%	765,13	1,61	1,56	11,09	6,54	7,75	2,98	16,0%
NSEASI	Kenia	118,03	+43,6%	20,19	2,08	2,08	9,32	n.v.	7,91	3,40	24,5%

Abkürzungen:

MCap=Marktkapitalisierung; KBV= Kurs-Buchwert-Verhältnis; KUV= Kurs-Umsatz-Verhältnis; KGV= Kurs-Gewinn-Verhältnis KCFV=Kurs-Cashflow-Verhältnis; EV/EBITDA= Verhältnis Enterprise Value (Nettofirmenwert) zu EBITDA (operativer Cashflow) Div-Ren=Dividenden-Rendite; EK-Ren=Eigenkapital-Rendite; Quelle: BB African Opportunities Fund abgezogen würde. Derzeit sieht es aber eher danach aus, als ob die Anlegerherde an den afrikanischen Börsen erst so richtig anfangen will zu grasen. Aus Anlegersicht dürfte es kein Fehler sein, diesem Trend zu folgen. Denn trotz aller Risiken stehen die Chancen nicht schlecht, dass afrikanische Börsen dauerhaft um Spitzenplätze in der weltweiten Performance-Rangliste mitkämpfen werden. Bei einem Anteil von nur rund 1,25% an der weltweiten Marktkapitalisierung besteht jedenfalls noch sehr viel Aufholpotenzial.





Nicht nur Elefanten finden in Afrika etwas zu grasen, sondern auch Anleger.

VWL-Daten Sub-Sahara											
			BIP	Inflation							
	Weltmarkt- anteil*	2012	2013f	2014f	2015f	2012	2013f	2014f	2015f		
Sub-Sahara-Afrika	2,5	4,8	4,8	5,5	5,5	8,3	7,5	7,0	7,0		
Südafrika	0,7	2,5	2,5	3,0	3,0	5,7	5,7	5,0	5,0		
Nigeria	0,5	6,6	6,5	7,0	7,0	12,2	9,5	9,0	8,0		
Kenia	0,1	4,4	4,0	5,5	6,0	10,0	5,0	5,5	6,0		
Uganda	0,1	3,5	5,0	8,0	5,0	14,5	6,0	7,0	7,0		

<sup>\*)</sup> Anteil am weltweiten BIP im Jahr 2010 auf Basis der Kaufkraftparitäten-Wechselkurse; Quelle: Capital Economics

#### Afrika-Fonds

Auffallend sind die sehr divergierenden Performanceergebnisse der Afrika-Fonds. Diese sind unterschiedlichen Anlageschwerpunkten und einer unterschiedlich erfolgreichen Aktienselektion geschuldet. Eine schlechte Performance lieferte der Nestor Afrika (WKN: A0R ELJ). Das ist umso enttäuschender, als das Fondsmanagement große Freiheiten beim Stockpicking hinsichtlich Branchen, Marktkapitalisierung der Unternehmen und Sektoren hat. Auf Sicht von einem und drei Jahren hat der BB African Opportunities (WKN: A0R P3D) dagegen eine positive Performance erzielt. In der Fondskolumne auf S. 40 erläutert Jean Pierre Gerber, Senior Product Specialist bei Bellevue Asset Management, seine Sicht auf Afrika. Vielversprechend gestartet ist der Templeton Africa Fund (WKN: A1J TU5), der vom Emerging Markets-Guru Mark Mobius verwaltet wird.

Christian Bayer

Afrika-Fonds					
	WKN	Performance 1 Jahre in %	Performance 3 Jahre in %	Max. Drawdown in 3 Jahre	Volumen (Mio. EUR)
BB African Opportunities	AOR P3D	4,15	7,60	-32,30	55,7
DWS Invest Africa	DWS 0QM	-10,94	-2,67	-34,44	144,3
JPMorgan Africa Equity	A0N H57	5,04	21,64	-30,82	423,3 (USD)
Julius Baer Northern Africa	A0M UWG	-10,57	-24,36	-43,33	35,0 (USD)
Magna Africa Fonds	A0H 0MA	-1,30	-1,24	-38,08	k. A.
Market Vectors Africa Index-ETF	A0Q 89V	1,55	1,68	k. A.	89,5 (USD)
Nestor Afrika	AOR ELJ	-11,28	-29,51	-44,63	3,5
Templeton Africa Fund	A1J TU5	13,99	k.A.	-11,12 (1 J.)	86,8 (USD)

Slobodan Cvetkovic ist Diplom-Ingenieur und Vorstand der Prosperia AG, einer Projektgesellschaft für Geschlossene Beteiligungen. Er beschäftigt sich vor allem mit geschlossenen Fonds und analysiert das High-Frequency-Trading unter technischen Aspekten



Dr. Conrad Mattern ist Vorstand der Vermögensverwaltungsgesellschaft CONQUEST Investment Advisory AG und Lehrbeauftragter u.a. an der Hochschule für angewandtes Management, Erding. Seine Forschungsschwerpunkte liegen im Bereich Behavioral Finance und High-Frequency-Trading.

#### Finanztransaktionssteuer

# Eine schlechte Idee – schlecht umgesetzt

Zur Eindämmung des High-Frequency-Tradings ist die konkrete Finanztransaktionssteuer kontraproduktiv.

Gastbeitrag von Slobodan Cvetkovic und Dr. Conrad Mattern

Die Finanzmarktkrise ist wieder etwas aus dem Fokus der Märkte verschwunden, Schuldige sind angeblich identifiziert und die Pläne der offiziellen Stellen, um so eine Fehlentwicklung in der Zukunft auszuschließen, befinden sich nun in der schwierigen Umsetzungsphase. Denn offen gesagt hat der Leidensdruck stark nachgelassen, so dass viele hoffen, ohne nachhaltig korrigierende Maßnahmen voranschreiten zu können. Besonders gut ist dies bei der Frage der Finanztransaktionssteuer (auch Tobin Tax bzw. -Steuer genannt) zu sehen, die in der Hochphase der Krise quasi auf breiter Front als die Exzesse regulierendes Instrument in der Diskussion war. Damit sollten vor allem die "bösen Buben" der Spekulanten, also vor allem die High-Frequency-Trader, in Zaum gehalten werden. In diesem Artikel wird ein Überblick zum Stand der Finanztransaktionssteuer geliefert und vor allem der Frage nachgegangen, inwieweit damit das High-Frequency-Trading eingedämmt werden kann.

#### Finanztransaktionssteuer schießt am Ziel vorbei

Um es vorwegzunehmen: Die Umsetzung der Finanztransaktionssteuer kommt nicht so richtig ins Laufen. Aber wenn sie so käme wie bisher geplant, würde sie den Anteil des High-Frequency-Tradings am Gesamtumsatz sogar noch erhöhen! Früher hat man solche Entwicklungen eher bei den Bürgern der sächsischen Stadt Schilda vermutet und nicht in Bürokratien mit hochbezahlten Beamten.

Das Problem dabei ist, dass der Bereich des High-Frequency-Tradings inzwischen ein weitgefächertes Spektrum umfasst. Dieses ist aber von der Finanztransaktionssteuer weitgehend ausgenommen, weil mit der Steuer viele Ausnahmefälle verbunden sind. Diese Ausnahmen sind notwendig, denn es sollen ja "nur" die Spekulanten besteuert werden, ohne dass dabei die Marktliquidität eingeschränkt wird. Solch ein zu vermeidender Fall wäre, wenn Broker Marktpflege betreiben und dabei gleichzeitig immer wieder den gleichen Titel innerhalb eines Tages kaufen und verkaufen. Um die Broker nicht zu sehr zu belasten, sieht der Gesetzgeber vor, dass Intraday-Geschäfte gegenseitig verrechnet werden dürfen. Dies führt dann dazu, dass nur die Veränderungen bei den Tagesendbeständen besteuert werden. Eigentlich ein sinnvolles Vorgehen, nur bleiben bei dieser Vorgehensweise die High-Frequency-Trades ebenfalls außen vor.

#### High-Frequency-Trades werden nicht über Nacht aufrechterhalten

High-Frequency-Trades sind nicht darauf ausgerichtet, Positionen über Nacht aufrechtzuerhalten. Stattdessen versuchen sie, mit Geschwindigkeitsvorteilen schneller als traditionelle Händler auf Ereignisse zu reagieren. Dies ist z.B. der Fall, wenn Computer den Text der Meldungen von Notenbanken oder die Veröffentlichung von Konjunktur-



## Weil der Gewinn auch im Einkauf steckt.

#### Günstiger einsteigen mit unseren Discountzertifikaten.

Sie erwarten für Indizes oder Aktien einen Seitwärtstrend und wollen dennoch nicht auf Rendite verzichten? Discountzertifikate bieten einen Preisabschlag (Discount) gegenüber einem Direktinvestment in einen Index oder in eine Aktie. Durch den Einstieg zu einem niedrigeren Niveau bestehen auch in stagnierenden oder leicht fallenden Märkten Ertragschancen: Denn solange der Index oder die Aktie zum Laufzeitende nicht stärker gefallen ist als der Discount, machen Sie einen Gewinn. Steigen auch Sie günstiger ein – mit Discountzertifikaten von HSBC Trinkaus.

- Preisabschlag gegenüber dem Direktinvestment
- Gewinne selbst in stagnierenden oder leicht fallenden Märkten möglich
- Liegen die Kursverluste des Basiswerts über dem Discount, so kommt es zu einem Verlust

Kostenfreie Infoline 0800 4000 910 Hotline für Berater +49 211 910-4722 · zertifikate@hsbctrinkaus.de · www.hsbc-zertifikate.de



daten auswerten und dann in Bruchteilen einer Sekunde darauf reagieren. Positionen, die aufgrund solcher Meldungen entstehen, werden von High-Frequency-Programmen dann aber auch schnell wieder geschlossen. Am Ende eines Handelstages bleibt somit nichts übrig, was besteuert werden kann.

In einem anderen Bereich des High-Frequency-Tradings ergibt sich dabei sogar noch nicht einmal eine Besteuerungsgrundlage, denn diese Strategie ist gar nicht darauf ausgerichtet, dass Trades zustande kommen. Beim sogenannten Quote Stuffing werden von Computern kurzfristig Quotes in den Markt gestellt, die attraktiv erscheinen. Andere Marktteilnehmer sollen so dazu veranlasst werden, sich aus dem Markt zurückzuziehen. Sobald sie dies getan haben, werden auch die scheinbar guten Quotes wieder aus dem Markt genommen und ein Trade kommt zu einem schlechteren Kurs zustande. Das Problem bei der Strategie sind die vielen "Lockvogelnotierungen", die man durch eine Finanztransaktionssteuer aber gar nicht beseitigen kann, denn durch einen Quote alleine entsteht noch keine Steuerpflicht.

#### Fiskalischer Effekt wird überschätzt

Das Ziel, das mit einer Finanztransaktionssteuer erreicht werden soll, ist eigentlich klar definiert. Zum einen sollen unerwünschte Geschäfte wie die aus dem High-Frequency-Trading eingedämmt werden. Zum anderen sollen mehr Steuereinnahmen erzielt werden, um den Finanzsektor finanziell gegebenenfalls stärker an einer erneuten Krise beteiligen zu können.

Die Art und Weise, wie dies in Euroland umzusetzen versucht wird, zeugt aber von einer gewissen Orientierungslosigkeit. Das zeigt sich beispielsweise daran, dass der Wirtschaftsnobelpreisträger Tobin, der so eine Steuer bereits im Jahr 1972 das erste Mal vorschlug, das fiskalische Argument eher als zweitrangig angesehen hat. Ihm ging es vor allem um die Eindämmung der Handelsaktivität. So sollen (theoretisch) Transaktionen, die aus dem kurzfristig orientierten spekulativen Handel entstehen, mit einer geringen Steuer belastet werden, so dass sie verteuert werden und im Volumen zurückgehen bzw. im Idealfall sogar ganz verschwinden. Langfristige Transaktionen sollen dagegen nicht oder nur geringfügig beeinflusst werden.

#### Umsetzung der Finanztransaktionssteuer stockt

In der EU stand das fiskalische Argument aber eher im Vordergrund. Nach den ursprünglichen Plänen sollten damit europaweit Einnahmen von jährlich 70 Mrd. EUR erzielt werden. So wie es nun aussieht, sind davon gerade noch einmal 10 Mrd. EUR übrig geblieben. Das Bundesfinanzministerium hat inzwischen sogar bestätigt, dass in den Plänen für den Bundeshaushalt 2014 eine solche Steuer gar nicht berücksichtigt wird. Hintergrund ist, dass die Umsetzungspläne immer weiter nach hinten verschoben wurden. Ursprünglich sollte die Steuer einheitlich in elf Ländern der EU zum 1.1.2014 in Kraft treten, nun gehen die Planungen davon aus, dass die Gespräche frühestens im Herbst weitergehen. Der Start wird sich wohl mindestens um 12 Monate verschieben.



#### Erfahrungen aus Italien und Frankreich sind ernüchternd

Allerdings sind einige Länder bei den Plänen auch vorgeprescht. Italien hat zum 1.3.2013 eine Finanztransaktionssteuer eingeführt, Frankreich sogar schon im vergangenen Jahr. In beiden Staaten sind Transaktionen aus dem Bereich des High-Frequency-Tradings von der Steuer befreit, die negativen Folgen auf die traditionellen Börsen sind jedoch nicht zu übersehen. Untersuchungen haben gezeigt, dass die Aktienumsätze in Frankreich nach Einführung der Steuer um 18% gesunken sind, auf einzelnen Handelsplattformen ging der Umsatz sogar um bis zu 28% zurück.

Auch aus Italien liegen ähnliche Zahlen vor. Im ersten Monat nach Einführung der Steuer sind die Umsätze bei dem italienischen Online-Trading-Pionier Directa um 18% gesunken. Dafür sind für Privatanleger die durchschnittlichen Kosten für eine Transaktion um 43% gestiegen. Immerhin blieben die von Directa-Geschäftsführer Mario Fabbri zunächst befürchteten katastrophalen Folgen für die Anleger aus, denn in den Folgemonaten sind die Umsätze schon wieder etwas gestiegen. Aber das Fazit ist klar: Die Privatanleger werden einmal mehr zur Kasse gebeten, während das eigentlich im Fokus stehende High-Frequency-Trading unbeschadet davon kommt.

Jede Forderung, dass die Aktienkultur in Europa gefördert werden solle, klingt vor diesem Hintergrund nur noch wie Hohn. Gleichzeitig werden die Märkte immer stärker in eine Richtung gedrängt, aus der sie eigentlich gerade herausgeholt werden sollen. Der Anteil des High-Frequency-Tradings am Gesamtumsatz ist in den vergangenen Jahren immer größer geworden. Untersuchungen gehen davon aus, dass inzwischen mehr als 60% des täglichen 📚 Handelsvolumens ihre Ursache in den ultraschnellen Notierungen der Computer haben. Diese werden durch die Finanztransaktionssteuer aber gerade nicht eingeschränkt. Stattdessen sinken die traditionellen Umsätze, so dass durch die Finanztransaktionssteuer genau das Gegenteil von dem erreicht wird, was beabsichtigt ist: Der Anteil des High-Frequency-Tradings am Gesamtumsatz steigt.



#### Finanztransaktionssteuer geht nach hinten los

Auch in einem anderen Bereich zeigt sich die Idiotie des Vorhabens. Die Finanztransaktionssteuer wurde im Zuge der Finanzkrise von nahezu allen Parteien in Deutschland gefordert, auch von der SPD. So hat es doch sehr überrascht, als der Finanz- und Wirtschaftsminister von Baden-Württemberg, Nils Schmid, vor den negativen Folgen der Finanztransaktionssteuer gewarnt hat, schließlich ist er Landesvorsitzender der SPD in Baden-Württemberg. Aber er hat mit seinem Einwand den Finger (nicht ganz selbstlos) in die offene Wunde gelegt.

Viele Banken stellen sich gegenseitig Liquidität zur Verfügung, dies ist für einen funktionierenden Bankenmarkt von zentraler Bedeutung. Die Landesbank Baden-Württemberg, an der das Land immerhin mit ca. 25% beteiligt ist, hat nun ausgerechnet, dass auf sie aufgrund der Finanztransaktionssteuer wohl Mehrkosten in Höhe von 2 bis 3 Mrd. EUR zukommen. Ein nicht zu vernachlässigendes Loch angesichts des im Jahr 2012 erwirtschafteten Gewinns von gerade einmal 390 Mio. EUR, das dann wohl wieder vom Steuerzahler oder von den Kunden gestopft werden müsste.

#### Privatanleger werden über Gebühr belastet

Diese werden aber auch an einer anderen Stelle wieder zur Kasse gebeten. Die weiter vorne gezeigten Erfahrungen in Italien machen deutlich, dass die Steuern im Endeffekt wohl kaum von den Banken getragen werden, sondern so weit wie möglich an die Kunden weitergereicht werden. Dies geht dann eben über den einfachen Steuersatz weit hinaus, denn gerade bei mehrstufigen Transaktionen, wie sie z.B. in der Altersvorsorge üblich sind, greift der Steuersatz dann mehrfach. Auch hier zeigen Modellrechnungen, dass sich bei einem Steuersatz von 0,1%, wie er in der Planung ist, bei einem einfachen Discountzertifikat eine Gesamtbelastung von 1,0% ergeben kann.

#### **Fazit**

Politisch lässt sich so ein Raubrittertum besser verkaufen als die direkte Hilfe für eine Bankenrettung, sofern argumentiert wird, dass die Kosten der Hilfsmaßnahmen ja durch die Finanztransaktionssteuer von den Banken eingefordert wurden. De facto zahlt aber doch der Bürger und die Risiken steigen aufgrund der praktischen Ausgestaltung sogar noch an. Insgesamt scheint die Finanztransaktionssteuer selbst in der Idealform schon ein schlechtes Instrument zu sein, um Krisen zu verhindern und unerwünschte Transaktionen an den Märkten einzudämmen. In der konkret beabsichtigten Form ist sie zusätzlich sogar noch schlecht gemacht.

### SILBER-WERTE.DE

ANLAGEHANDEL DER EMPORIUM GRUPPE



# Unabhängigkeit und Freiheit mit Edelmetallen...



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

www.silber-werte.de

#### Bilderberger-Gruppe

# Bestenfalls die Spitze des Eisberges

Eines der wichtigsten und zugleich ominösesten Globalisten-Netzwerke lässt sich nur vermeintlich in die Karten sehen.



Hotel de Bilderberg in Oosterbeek, Niederlande – Namensgeber und Austragungsort der ersten Bilderberger-Konferenz im Jahr 1954.

Die Bilderberger und ihre jährliche Konferenz sind endgültig ins Licht der Öffentlichkeit getreten. Wer ihre Existenz weiterhin leugnet, gibt sich der Lächerlichkeit preis. Dies verdient durchaus Erwähnung, schließlich treffen sich bereits seit 1954 geheim jedes Jahr Spitzenvertreter aus Wirtschaft, Politik und Medien in extra dafür angemieteten und von der Öffentlichkeit sorgsam abgeschotteten Luxushotels in Europa bzw. Nordamerika. Wer in den Anfängen darüber berichtete, wurde seinerzeit als Verschwörungsspinner oder Phantast abgestempelt und gebrandmarkt – mit dem Ergebnis, dass es zunächst gelang, weitestgehend unter dem Radar der öffentlichen Wahrnehmung zu agieren. Dies hat sich, nicht zuletzt durch eine Vielzahl an Buchpublikationen sowie unzählige Berichte im Internet, in den letzten Jahren grundlegend geändert - insbesondere seit dem diesjährigen Treffen.

#### So viel wie nötig, so wenig wie möglich

Ruft man die Internetpräsenz www.bilderbergmeetings.org auf, wird man mithilfe eines plakativen Logos darauf aufmerksam gemacht, dass man auf der "official website" der Bilderberger gelandet ist – alles also hochoffiziell. Ein Impressum oder weitere Details, so dass man auf die Urheberschaft schließen könnte, sucht man allerdings vergeblich. Auch wenn einiges dafür spricht, dass diese Seite von den Bilderbergern betrieben wird, kann man dies also nicht mit absoluter Sicherheit bestätigen. Interessanterweise gibt es diese Internetseite auch noch gar nicht so lange. Als Gerhard Wisnewski 2010 sein Buch "Drahtzieher der Macht: Die Bilderberger - Verschwörung der Spitzen von Wirtschaft, Politik und Medien" herausbrachte (siehe auch Interview mit dem Autor in SI 3/2010, S. 26), lautete sein Ergebnis: "Wie ist es möglich, dass Sie (der Leser) noch nie etwas von den Bilderbergern gehört haben? Nun, weil die Bilderberger das nicht wollen. Während inzwischen fast jeder Bäcker eine Internetseite betreibt, werden Sie eine Website der Bilderberger vergeblich suchen. Anders als die G-8-Gipfel, die schon Monate vorher mit lautem Tamtam durch das globale Mediendorf ziehen, haben die Bilderberger-Gipfel keine Website, keine E-Mail-Adresse, ja nicht einmal eine Anschrift. Sondern nur ein Postfach mit der Nummer 3017 im niederländischen Leiden."

Jetzt also gibt man sich betont offen, wenn auch erst nach über 50-jährigem Aktivismus im Verborgenen. Zu viel sollte man allerdings von der Website nicht erwarten: Ein bisschen Geschichte aus den Anfängen, garniert mit rudimentären Informationen zur Konferenz in puncto Teilnehmer, Zweck und Zielsetzung sowie Themenplan. So konnte man z.B. erfahren, dass das "61. Bilderberg meeting" Anfang Juni in Großbritannien stattfinden würde. Nach der Veranstaltung wurde dann auch bekannt gegeben, dass die Konferenz vom 6. bis 9. Juni 2013 in der Grafschaft Hertfordshire abgehalten worden war. Zusammenfassend kann man festhalten, dass die Seite keine Informationen enthält, die man nicht auch sonst im Internet finden würde, und das obwohl man einiges zu

erzählen hätte. Aber dies ist ein immer wiederkehrendes Muster in all den Jahren: Ex-post wird bestätigt, was man sowieso nicht weiter leugnen kann, getreu der Maxime: So viel wie gerade nötig und so wenig wie irgend möglich. Diese Vorgehensweise wirft allerdings mehr Fragen auf als sie zu klären im Stande wäre. Warum die ganze Geheimhaltung, wenn man lediglich plaudert und sich austauscht, das Ganze "ohne geregelte Tagungsordnung" und nicht ergebnisorientiert? Wieso können sich 120 bis 150 Spitzenkräfte aus Politik, Wirtschaft und Medien (inkl. An- und Abreise) vier bis sechs Tage Zeit nehmen, nur um zu palavern und um ein braves, informelles Brainstorming zu absolvieren? Bei Vertretern der Politik mag man ja zuweilen den Eindruck gewinnen, dass das Ergebnis nicht im Vordergrund stehen mag, aber wenn Wirtschaft auf Politik trifft, dann dürften nicht nur bei Lobbyismusgegnern die Alarmglocken läuten. Wer sich 2013 im Einzelnen die Ehre gab, verdient eine nähere Betrachtung.

#### Die Konferenzteilnehmer 2013

Dem Lenkungs- und Einladungskomitee, dem sogenannten Steering Committee, stand in diesem Jahr Henri de Castris vor, Vorstandsvorsitzender der französischen AXA Group. Unter den Tagungsteilnehmern finden sich bekannte Namen wie Josef Ackermann, Verwaltungsratspräsident der Zurich Insurance Group (früher Chef der Deutschen Bank); Etienne Davignon, ehemaliger Vizepräsident der Europäischen Kommission und Ehrenpräsident der Bilderberg-Konferenz; Thomas Enders, CEO von Europas größtem Luft- und Raumfahrt- sowie zweitgrößtem Rüstungskonzern EADS, und Jean-Claude Trichet, den die meisten noch aus seiner Zeit als Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) kennen. Auf der Gästeliste standen in diesem Jahr 97 Teilnehmer aus Europa und 39 aus Nordamerika (USA und Kanada). Wer die deutschen Repräsentanten nachliest, der stößt u.a. auf Paul Achleitner, Aufsichtsratsvorsitzender der Deutschen Bank; Peter Löscher, Vorstandsvorsitzender Siemens, und Roland Koch, der als ehemaliger Ministerpräsident von Hessen und jetziger Vorstandsvorsitzender des Baukonzerns Bilfinger ein Musterbeispiel darstellt, dass Politik und Wirtschaft kaum mehr zu trennen sind. Die deutsche Politikvertretung blieb mit Christian Lindner von der FDP und Kurt Lauk von der CDU in diesem Jahr eher etwas blass. Da schickten Länder wie Großbritannien (Premierminister



Frisur mit hohem Wiedererkennungswert – auch Prinzessin Beatrix der Niederlande nahm an der Bilderberg-Konferenz teil.



David Cameron), die Türkei (Ali Babacan, stellvertretender Ministerpräsident), Norwegen (Espen Barth Eide, Außenminister), Dänemark (Bjarne Corydon, Finanzminister) und insbesondere Schweden (Außenminister Carl Bildt und Finanzminister Anders Borg) ganz andere Schwergewichte in den Ring. Auffallend dabei ist die hohe Konzentration an führenden Politikern aus den skandinavischen Ländern. Ob man dem eine besondere Bedeutung beimessen sollte, wird man erst in den kommenden Monaten beurteilen können.

#### Der Tagungsort 2013

Das Hotel "The Grove" in Watford, nordwestlich von London gelegen, war die diesjährige Konferenzstätte der Bilderberger. Wer sich einen guten Eindruck über die Stimmung und Atmosphäre unmittelbar vor, während und nach der Bilderberg-Konferenz verschaffen möchte, der findet unter www.alles-schallundrauch. blogspot.de (bei "Themen" Bilderberg anklicken) eine reich bebilderte chronologische Berichterstattung zur Veranstaltung – natürlich nur als Zaungast, denn berichtende Presse ist strikt ausgeschlossen. Allerdings wird man feststellen, dass das Aufgebot vor Ort an Kritikern und alternativen Medien, die sich ernsthaft mit den Bilderbergern auseinandersetzen, eine beachtliche Größe angenommen hat und sich dem Gefolge auch arrivierte Politiker unterschiedlichster Parteien angeschlossen haben.



Josef Ackermann, Verwaltungsratspräsident der Zurich Insurance Group, gehörte in diesem Jahr auch dem sog. Steering Committee an – anscheinend hat er sich um die Sache der Bilderberger bereits verdient gemacht.

So z.B. der britische Parlamentsabgeordnete Michael Meacher von der Labour Party (siehe Youtube-Film: "Sky News: UK MP Michael Meacher calls for transparency of Bilderberg") oder Gerard Batten, der für die britische Unabhängigkeitspartei UKIP im Europäischen Parlament sitzt. In einem Interview vor Ort (Youtube: "UKIP & EU Parliament Member Gerard Batten at Bilderberg Protest") äußerte sich Batten folgendermaßen (aus dem Englischen übersetzt): "Ich glaube, dieses Jahr ist außerordentlich bedeutend, weil es in 59 Jahren das erste Mal ist, dass hier wirklich zahlreiche Vertreter der Mainstream-Presse und Massenmedien aufschlagen werden,(...) um die Frage zu stellen, was hier eigentlich vor sich geht. Das ist ein entscheidender Durchbruch, und ich glaube, das ist auch der Grund dafür, warum die Menschen sehr aufgebracht darüber sind – weil sie nicht wissen, was die Beschlüsse dieser Treffen sind. (...) Wenn sie (die Bilderberger) wirklich hier sind, um über Dinge zu sprechen, die im öffentlichen Interesse sind - was ja das ist,



Gerard Batten, Mitglied der UKIP (United Kingdom Independence Party = Unabhängigkeitspartei Großbritanniens) und des Europäischen Parlaments, im Gespräch mit Pressevertretern und anderen Teilnehmern der Postestdemonstration gegen das Bilderberger-Treffen in Watford/ England (Videoausschnitt). Quelle: wearechange.org/Yotube.com

was sie behaupten –, ja warum glauben sie dann, dass dies unter Geheimhaltung erreicht werden kann? Warum würden sie nicht mehr erreichen, wenn sie es öffentlich tun? Oh ja, sie können ja privat darüber sprechen, was die Probleme und Lösungen sind. Aber jedwede Entscheidung, zu der sie gelangen, jede politische Empfehlung sollte öffentlich erfolgen, weil sie die Öffentlichkeit mitnehmen müssen. Offenkundig tun sie das aber nicht, weil die Öffentlichkeit nicht auf die Reise geschickt werden wollte, die sie für sie geplant haben."

Vielleicht liegt dies auch daran, "dass es dort nicht nur um positive Einschätzungen" zu den besprochenen Themen geht, wie Dr. Wolfgang Reitzle, Vorstandsvorsitzender der Linde AG und Teilnehmer der 2012-Konferenz in Washington, auf die Frage von Smart Investor hin erläuterte (in der Bilanz-Pressekonferenz der Linde AG am 29.10.2012). Konkreteres war Dr. Reitzle nicht zu entlocken, denn es ist – wie er sagte – "ein striktes Prinzip bei Bilderberg-Konferenzen, dass nicht darüber berichtet werden darf".

#### Die Themenkomplexe 2013

Was im Einzelnen diskutiert wurde und ob man sich tatsächlich an die Themenkomplexe hielt, die auf der (vermeintlich) offiziellen Website der Bilderberg-Konferenzen angegeben wurden, bleibt Außenstehenden also nach wie vor verborgen. So standen diesmal u.a. auf der Agenda: "Können die USA und Europa schneller wachsen und Arbeitsplätze schaffen?", "Wie große Datenmengen beinahe alles verändern", die Europa- ebenso wie die Syrien-Politik, Cyberkrieg und die Verbreitung asymmetrischer Bedrohungen sowie "Dialog



Etienne Davignon, Ehrenpräsident der Bilderberg-Konferenz, machte keinen Hehl um seine Teilnahme, die sowieso niemanden überrascht. Die anderen Teilnehmer folgten seinem Beispiel eher nicht.

mit Premierminister David Cameron". Die Crux für Außenstehende besteht darin, dass die Themen so allgemein formuliert sind, dass sie keinerlei Aussagekraft haben. Immerhin kann man an den Themen ablesen, dass man dem Dialog mit Premierminister Cameron eine gewisse Priorität eingeräumt hatte – verständlich, denn die Anti-Euro-Tendenzen mit möglichem Referendum und der große Wählerzuspruch für die UKIP, die bei den letzten Kommunalwahlen 26% der Stimmen erhielten und damit eine Schockwelle für die britischen Konservativen auslösten, dürften nicht im Interesse der Bilderberger liegen und klärungsbedürftig sein.

Schließlich steht der harte Kern der Bilderberger als Steigbügelhalter und unermüdlicher Befürworter der EU und des Euros mit seinen zentralistischen und nivellierenden Elementen für ganz andere "Werte" ein und möchte doch bitteschön "auf Kurs bleiben". Da in den Monaten nach den Bilderberg-Konferenzen gehäuft einschneidende Ereignisse in den jeweiligen veranstaltenden Ländern stattfanden (z.B. Griechenland 2009: Ausbruch der Krise, Spanien 2010: Verschärfung der Krise, Schweiz 2011: Franken-Bindung an den Euro), könnte auch auf Großbritannien in den kommenden Monaten etwas "Besonderes" zukommen. Über das erwähnte zeitliche Zusammenfallen hatten wir bereits in Ausgabe 6/2012 berichtet. Wie man zu den Bilderbergern auch stehen mag – es kann nicht schaden, die weitere Großwetterlage in Großbritannien im Auge zu behalten.

#### Die "Berichterstattung"

Abschließend noch eine Bemerkung zu den Medien. Obwohl auch 2013 wieder einige Medienvertreter zu Gast bei der Bilderberg-Konferenz waren (u.a. hochrangige Journalisten, Chefredakteure oder Herausgeber von The Economist, The Financial Times, The Washington Post, Der Standard, Milliyet Newspaper, Les Echos, La 7 TV und Kathimerini Newspaper), findet man in den jeweiligen Publikationen bestenfalls Randnotizen zum Meeting - was gemäß Dr. Reitzle in der Natur der Sache liegt. Denn wer sich nicht an die Stillschweigeregeln hält, wird gar nicht erst eingeladen. Von einer ernstzunehmenden Berichterstattung und einer fairen Möglichkeit für die Öffentlichkeit, sich ein eigenes Bild über die Bilderberg-Veranstaltung zu machen, ist man nach wie vor meilenweit entfernt. Dies beweist auch der jüngste Bericht "Der Club der Mächtigen: Bilderberg-Gruppe trifft sich nahe London" vom 7. Juni 2013 zu dieser Veranstaltung im SPIEGEL. Das reichweitenstärkste Nachrichtenmagazin Europas stellt während der Konferenz etwas abgehalftertes Gemeinwissen über die Bilderberger in einem Mini-Bericht zur Show und dann – nichts! Kein Nachbericht, kein Resümee, keine Stellungnahme, keine Interviews, keine Details - klarer kann eine Nicht-Berichterstattung nicht ausfallen, und das obwohl die Konferenzteilnehmer sicherlich einiges erzählen könnten - wenn sie denn wollten.

Marc Moschettini

Anzeige



Big Brother USA hält Deutschland besetzt. Warum kuschen Merkel und Gauck? seite 3,7, 11-30

# Compact souverän für Deutschland

# Man of the Year Edward Snowden •

Er opferte seine Freiheit für die Wahrheit

Großes Dossier
Big Brother USA hält Deutschland besetzt.
Warum kuschen Merkel und Gauck? •

abo@compact-magazin.com

- an vielen Kiosken •
- oder auch im Abo •

www.compact-magazin.com

#### **Berater Kontakte**

Gute Beratung in Finanzangelegenheiten ist mehr denn je gefragt und nötig: aus diesem Grund haben wir uns entschlossen, die Kontaktdaten der Berater, die sich bereits im Smart Investor vorgestellt haben, noch einmal abzudrucken. Die Reihung erfolgt diesmal nach der PLZ, denn viele Leser legen Wert darauf, den Berater ihrer Wahl in der näheren Umgebung kontaktieren zu können. Unter einigen Postleitzahlen gibt es noch Lücken, die wir gerne schließen würden. Interessenten, die unsere Philosophie weitgehend teilen und sich im Smart Investor vorstellen möchten, können sich gerne unter bayer@smartinvestor.de an die Redaktion wenden.

#### PLZ 1

Martin Bonnet Finanzberatung, Cedernstraße 16 12559 Berlin, Tel.: 030/21018765, Mobil: 0177/7211149 E-Mail: ihrfinanzpartner@email.de, martin\_bonnet@email.de

#### PLZ 4

I S & R GmbH Investment, Strategy & Research Tobias Kunkel, Mittelstraße 10, 49593 Bersenbrück Tel.: 05439/809138-0, E-Mail: info@i-s-r.de, www.i-s-r.de

Abatus Vermögensmanagement GmbH & Co. KG, Matthias Krapp, Bahnhofstraße 32, 49610 Quakenbrück Tel.: 05431/926372-0, E-Mail: krapp@meinehonorarberater.de, www.meinehonorarberater.de

#### PLZ 5

ARS PECUNIAE GmbH, Regina A. Fahlbusch (BA. Europ. Business Studies, TEP, CFP) Wörthstraße 52, 53177 Bonn-Bad Godesberg Tel.: 0228/931919-0, E-Mail: rf@arspecuniae.com www.arspecuniae.com

Finanz Pro Verbraucher, Inh. Heinz Sopp Schöne Aussicht 10, 56348 Patersberg/Loreley Tel.: 06771/1323, E-Mail: sopp.fpv@gmx.de

#### PLZ 6

Monetalis GmbH, Marcus Meyer, Breckenheimer Straße 14 65719 Hofheim/Taunus, Tel.: 06192/9518963 E-Mail: mm@monetalis.com, www.monetalis.com

Rehberger Werte GmbH, Michael Rehberger, Am Oberen Luisenpark 7, 68165 Mannheim, Tel.: 0621/7189880, E-Mail: mr@rehberger-werte.de, www.rehberger-werte.de

Berardi Finanzplanung GmbH, Marco Berardi, Spinnereistraße 3 – 7, 68307 Mannheim, Tel.: 0621/46084910 E-Mail: berardi@berardi-finanzplanung.de www.berardi-vermoegen.de

Sachwert-Schmiede GmbH, Andreas Jacobs, Kirschblütenstraße 19, 68542 Heddesheim, Tel.: 06203/456 14, Mobil: 0170/894 64 65, E-Mail: a.jacobs@sachwert-schmiede.de, www.sachwert-schmiede.de

#### PLZ 7

Andreas Mayer, Strohstraße 8, 72622 Nürtingen, Tel.: 07022/308894, E-Mail: mayer@mayer-anlageberatung.de www.mayer-anlageberatung.de

COMPASS e.K. Konzept- & Strategieberatung Gerhard Müller, Am Liepoldsacker 46, 76229 Karlsruhe Tel.: 0721/462088, E-Mail: info@compass-24.com www.compass-24.com

GFA Vermögensverwaltung GmbH Tullastraße 22, 77955 Ettenheim, Tel.: 07822/44679-0 Am Marktplatz 1, 79336 Herbolzheim Tel.: 07643/91419-0, E-Mail: info@gfa-finanz.de www.gfa-finanz.de

Gold & Silber Bodensee GmbH, Andreas K. Hoffmann Hauptniederlassung Schweiz – Underi Müli 4 CH-8260 Stein am Rhein, Tel.: 0041(0)52/7412743 E-Mail: info@goldundsilber-gmbh.ch

Zweigstelle Deutschland – Oberdorfstraße 8 78337 Öhningen, Tel.: 07735/6369540 E-Mail: info@goldundsilber-bodensee.de Website: www.goldundsilber-bodensee.de

Dr. Karlheinz Abt, Luckestraße 1a, 79539 Lörrach Tel.: 07621/2575-70, E-Mail: info@dr-abt.com www.dr-abt.com

#### PLZ8

Konrad Schuhbeck GmbH Fischergasse 5, 83371 Stein (Traun), Tel.: 08621/63567 E-Mail: ks@schuhbeckgroup.com, www.schuhbeckgroup.com

Sachwertpark GmbH & Co. München KG, Robert Riedl Christian Purger, Bahnhofplatz 4e, 85540 Haar Tel.: 089/55 264290, E-Mail: info@sachwertpark.de www.sachwertpark.de

AnCeKa Vermögensbetreuungs AG, Stefan Huss Kempter Straße 21, 87700 Memmingen, Tel.: 08331/92459-15 E-Mail: s.huss@anceka.de, www.anceka.de

#### PLZ 9

Select GmbH, Dipl.-Kfm. Stephan Wiechers Dr. Gustav-Heinemann-Straße 14, 90491 Nürnberg Tel.: 0911/59779-203, E-Mail: stephan.wiechers@vb-select.de www.vermögensberatung-select.de





# Forum Financials & Real Estate

Die große Investorenkonferenz für Investment Professionals mit Fokus auf dynamische Finanz- und Immobilienaktien am 4. September 2013, Hilton, Frankfurt am Main

9:30 - 18:00 Uhr: Unternehmenspräsentationen, Group Meetings, Einzelgespräche mit den Vorständen

12:45 Uhr: Lunch

ab 17:15 Uhr: Get-Together Cocktailparty

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

#### Es präsentieren u.a.

CA Immo VIB Vermögen Prime Office

Hannover Rück Warimpex Eyemaxx Real Estate YOUNIQ S IMMO Swiss Estates

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

Gastgeber



**Premium Partner** 



#### Politik & Gesellschaft

# Bankensturm und Bankenunion

Durch die Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB wird aufgeblasen, was abgeschafft werden sollte.

Gastbeitrag von Frank Schäffler, Mitglied des Deutschen Bundestags



Frank Schäffler ist seit 2005 Mitglied der FDP-Fraktion im Deutschen Bundestag. Seine Fachgebiete sind die Europa-, Finanzmarkt- und Währungspolitik. Seit seinem Rücktritt als Obmann im Finanzausschuss im Mai 2010 setzt Schäffler sich als einfacher, aber überaus engagierter Abgeordneter für eine Rückbesinnung der FDP auf ihre ordnungspolitischen Grund-sätze ein. Mit konstruktiver Kritik an der Krisenpolitik der Bundesregierung spart er dabei nicht. Schäfflers politisches Handeln folgt stets seinem klassisch liberalen Kompass, weshalb er insbesondere in der Europa- und Währungspolitik von der Fraktions- und Regierungslinie abweicht. Dabei ist er kein gedanken- und konzeptloser "Nein-Sager": Im Herbst 2010 war Schäffler an der Gründung des "Liberalen Aufbruchs" beteiligt, einem Forum für klassisch liberal gesinnte Abgeordnete. muss sich wieder an das geltende Recht halten, gerade in der Krise.

Die Interventionsspirale der Euro-Rettung dreht sich. Die Einrichtung der sogenannten Banken- oder Finanzmarktunion bringt drei weitere volle Windungen, von denen nun die erste getan ist. Zukünftig wird die Europäische Zentralbank für die Überwachung der Banken im Euroraum zuständig sein. Die beiden weiteren Windungen sind die Vorhaben eines gemeinsamen Abwicklungsmechanismus und einer gemeinsamen Einlagensicherung. Von alledem erhofft man sich, dass der "Teufelskreis von Banken und Staaten" durchbrochen und so eine – nach Lesart der Euroretter – Krisenursache beseitigt wird.

#### Superinstitut EZB

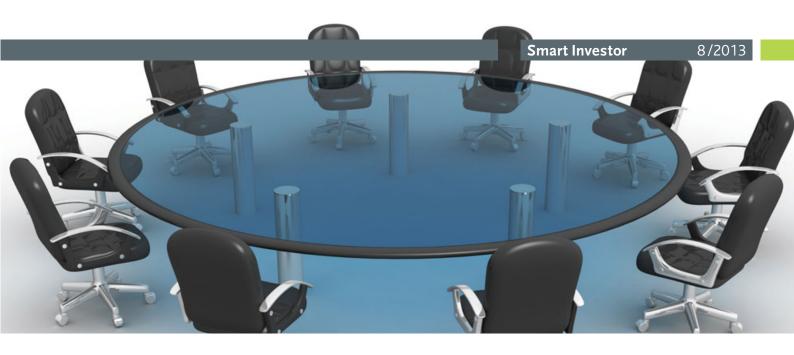
Das erste Element der Bankenunion ist die gemeinsame Aufsicht bei der Europäischen Zentralbank, die etwas umständlich im Eurokraten-Deutsch als einheitlicher Aufsichtsmechanismus bezeichnet wird. Die EZB soll danach möglichst bald alle Banken der Eurozone überwachen, die Aufsicht praktisch aber erst einmal nur über einige große Institute ausüben. Bei allen anderen Banken bleiben zunächst die nationalen Aufseher zuständig und die EZB hat ein Selbsteintrittsrecht, mit dem sie die Aufsicht von der nationalen Ebene zu sich ziehen kann.

Aus den Geburtsumständen der Bankenunion ergibt sich, dass die gemeinsame Aufsicht nicht das gemeinsame Anliegen aller Euro-Mitgliedstaaten ist. Die Bundeskanzlerin stand unter Druck, einer direkten Bankenrekapitalisierung aus dem Europäischen Stabilitätsmechanismus zustimmen zu müssen. Als Gegenleistung hat sie den begierigen potenziellen Anspruchstellern abgerungen, dass diese ihre Banken nicht mehr national beaufsichtigen dürften.

#### Kollektivierung der Schulden

Das jetzt vorliegende Ergebnis enttäuscht die Inflationisten. Sie wollten stets eine "effektive Bankenunion" und meinten damit, dass die Risiken in den Bankbilanzen europäisch kollektiviert werden sollten: Da die Peripherie überschuldet ist, sollten die Euro-Kernländer für die Bankschulden mithaften. Denn der Usus der Bankenrettungen kostet zu viel Staatsgeld. Das kann sich die Peripherie nicht mehr leisten. Teure Bankenrettungen rücken die Staaten in Insolvenznähe. Wenn deren Bonität sinkt, hat dies negative Auswirkungen auf die Kollateral-Qualität der Staatsanleihen. Doch Banken haben selbst Staatsanleihen in ihren Büchern und sind vom Wohlergehen der Staaten abhängig. Staatliche Bankenrettungen sind also nur soweit möglich, wie eine Insolvenzgefährdung mit Rating-Verlust ausgeschlossen wird, weil sonst die Banken wanken müssen. Doch viele Staaten gerade in der Peripherie der Euro-Zone haben diese Grenze längst erreicht oder überschritten.

Die direkte Bankenrekapitalisierung aus dem ESM-Topf erlaubt nun die Kreditvergabe an Banken am Staatshaushalt vorbei. Das erhöht nicht die Staatsschulden. Im Ergebnis werden dadurch nicht mehr die Staatsschulden kollektiviert, sondern die Bankschulden.



Dafür stehen nun 60 Mrd. EUR aus dem ESM zur Verfügung. Auf diesen Betrag ist die Summe vorerst gedeckelt. Sie reicht – das ist völlig klar – lange nicht aus, um die Probleme in den europäischen Bankbilanzen zu lösen. Eine Aufstockung wird folgen.

#### Weder effektiv noch objektiv

Weil die Aufsicht insbesondere dazu dient, die Voraussetzungen für die direkte Bankenrekapitalisierung zu schaffen, ist sie ineffektiv. Die EZB muss aus dem Nichts und ohne Verwaltungserfahrung einen Behördenapparat aufbauen. Es wird geschätzt, dass 2.000 Aufseher eingestellt werden müssen. Wo diese hohe Zahl qualifizierten Fachpersonals herkommen soll, bleibt ein Rätsel. Neulich hieß es, Nordrhein-Westfalen wolle sich dafür einsetzen, dass in der Abwicklungsgesellschaft der WestLB geparkte Ex-Banker an die EZB vermittelt werden. Es grenzt an Wahnsinn, in der Mutter aller Bankenkrisen eine neue Aufsicht aus der Erde zu stampfen. Es hat in Deutschland zehn Jahre gedauert, bis die BaFin ihre Aufgaben in der heutigen Qualität wahrnimmt. Und selbst die BaFin kann ihre offenen Stellen nicht besetzen.

Vorgezeichnet ist auch, dass die einheitliche Aufsicht bei der EZB nicht objektiv sein wird. Die EZB wendet keine objektiven Kriterien wie etwa die Taylor-Rule an. Statt eine für den gesamten Euro-Raum angemessene Zinshöhe zu finden, richtet sie sich nach nationalen Interessen. Und genauso wird auch die einheitliche Aufsicht bei der EZB von nationalen Interessen erobert werden. Es ist bekannt, dass der Vertreter der Bundesbank im EZB-Rat, der eine vorsichtigere Gangart im Hinblick auf die bei Draghi beliebten unkonventionellen geldpolitischen Instrumente anstrebt, fortlaufend überstimmt wird. In der Aufsicht bei der EZB finden sich die fast identischen Stimmregeln wie im EZB-Rat. Es gibt daher keine realistische Aussicht darauf, dass sich die Aufsicht zu einem harten Regulierer entwickelt, der die überschuldeten Banken konsequent zulasten der nationalen Rettungstöpfe abwickelt. Das Stimmenübergewicht der Peripherie wird lieber die tiefen fremden als die leeren eigenen Taschen suchen. Die Verlockung, gemeinsam die Lasten von den nationalen Haushalten zum ESM zu verlagern und nötige Aufsichtsmaßnahmen unter Verschleierung der Lage zu verschleppen, wird sehr groß sein.

Schließlich wird die Ansiedelung der Aufsicht bei der EZB auch zu deren verstärkter Politisierung beitragen. Die EZB ist bereits heute nicht mehr unabhängig. Sie ist durch die Käufe von Staatsanleihen zum politischen Akteur geworden. Sie hat es auf sich genommen, über die Zusammensetzung des Euro-Raums entscheiden zu wollen. Dadurch musste sie ihr Mandat, das auf Preisstabilität ausgerichtet war, verletzen. Sie hat die ihr gesetzten rechtlichen Grenzen überschritten. Einer Institution, die sich nicht an das für sie geltende Recht hält, kann man keine Aufsicht überlassen. Sie wird die Informationen aus dem Aufsichtsarm zur Gestaltung der Geldpolitik nutzen. Die EZB hat die Macht, innerhalb des Euroraums Milliarden umzuverteilen. Gleichzeitig bewegt sie sich in einem rechtlich unkontrollierbaren und demokratisch unkontrollierten Bereich.

#### Fazit

Wird es reichen, die EZB in die bisherigen machtbeschränkenden Einhegungsmechanismen zurückzuführen? Da bin ich pessimistisch. Ich vertrete seit Langem die Auffassung, dass die Macht der Zentralbank viel grundsätzlicher zu beschneiden ist, denn die Dynamik monopolistischer staatlicher Institutionen führt immer wieder zu Machtmissbrauch. Kurzum: Das Zentralbankenmonopol ist abzuschaffen. Darin liegt das eigentliche Gegenmittel gegen den Schulden-Teufelskreis. Unser heutiges Geldsystem ist ein Schneeballsystem ungedeckter Forderungen. Es steht wegen seiner chronischen Überschuldung ständig vor der Gefahr des Bankensturms. Das ist der Grund, warum die Euro-Retter als nächstes die eurolandweite Kollektivierung der Bankenabwicklungs- und Einlagensicherungssysteme wollen: Die nationalen Systeme der Peripherie sind finanziell nicht mehr glaubhaft. Sie können den Bankensturm nicht mehr verhindern.

Doch statt die Risiken zu kollektivieren, wäre es besser, die Gefahr des Bankensturms grundsätzlich zu beseitigen. Dazu muss unser Geldsystem auf völlig andere Beine gestellt werden: Staatliche Einlagensicherungssysteme müssen abgeschafft, staatliche Rekapitalisierungen von Banken verboten und der Wettbewerb privater Währungen zugelassen werden. Wettbewerb und Haftung disziplinieren, Monopole und Haftungskollektivierung führen zum Machtmissbrauch!

#### Phänomene des Marktes

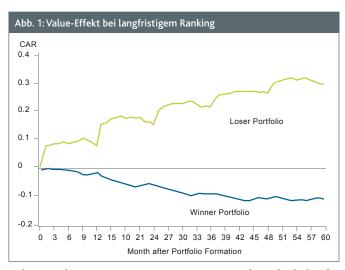
# **Value**

# Auf den Spuren von Benjamin Graham und seinem Schüler Warren Buffett

#### Stärke kaufen oder verkaufen?

Der Value-Effekt ist wohl die bekannteste Kapitalmarktanomalie überhaupt. Er besagt, dass (insbesondere fundamental) unterbewertete Aktien langfristig überdurchschnittlich gut performen.

In der Ausgabe 6/2013 (S. 32-33) haben wir den Momentum-Effekt näher vorgestellt und ihn als wohl stärkste bekannte Kapitalmarktanomalie charakterisiert. Die Hauptaussage dort war, dass Anleger auf Sicht von einem bis zwölf Monaten starke Aktien kaufen und schwache verkaufen sollten. Dies scheint im Widerspruch zum Value-Effekt zu stehen, der besagt, dass Aktien mit niedriger Bewertung überdurchschnittlich performen. Wie passt das zusammen?



Schon in ihrem 1985er Paper zeigten DeBondt und Thaler den Value-Effekt deutlich. Die Grafik zeigt die kumulativen Renditen von Winner- und Loser-Portfolios, die auf Basis eines 5-Jahres-Ranking im Zeitraum von 1932 bis 1977 ermittelt wurden (46 jahresweise Durchläufe). Besonders deutlich konnten Loser-Aktien jeweils im Monat Januar zulegen.

Quelle: DeBondt, W./Thaler, R. (1985): "Does the Stock Market Overreact?", Journal of Finance 40 Nr. 3, S. 803

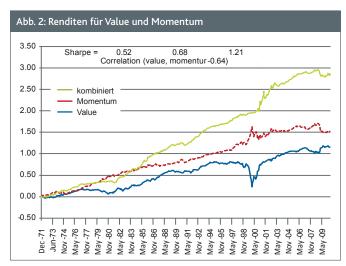
Entscheidend ist der Zeithorizont. Momentum funktioniert nur bis zu einer Dauer von einem Jahr gut. Sortiert man Aktien nach ihrer Rendite über längere Zeiträume wie zum Beispiel fünf Jahre, so stehen oben im Ranking stark über- und unten stark unterbewertete Aktien. Letztere sind Kandidaten für Value-Aktien, wenn zusätzlich die Fundamentaldaten mitspielen – im Gegensatz zum Momentum-Effekt haben diese beim Value-Effekt eine große Bedeutung.

In der Studie "Value and Momentum Everywhere" haben die Forscher Clifford Asness, Tobias Moskowitz und Lasse Pedersen herausgefunden, dass sowohl Value als auch Momentum überdurchschnittliche Renditen in verschiedenen Märkten und Anlageklassen erzielt haben – unter anderem für Einzelaktien (Bild 2), Staatsanleihen und Rohstoffe.

#### Die Value-Prämie

Der Zusammenhang gilt natürlich auch beim Value-Effekt nur in der Durchschnittsbetrachtung. Die eine oder andere Value-Aktie wird auch pleite gehen statt ihren zweiten Frühling zu erleben. Und genau hier liegt die Krux: Denn unter anderem dafür, dass Investoren bereit sind, ein solches mögliches Insolvenzrisiko bei heruntergeprügelten Aktien einzugehen, kassieren sie die Value-Prämie, wenn sich der Kurs erholt.

Um die Risiken soweit es geht zu minimieren, kaufen einige Value-Investoren eine "unterbewertete" Aktie erst dann, wenn sie (deutlich) billiger zu haben ist als der Buchwert des Unternehmens (sogenannte "Margin of Safety"). Auch das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) spielt bei vielen Value-Investoren eine wichtige Rolle (Bild 3). Richtig gute "Schnäppchen" treten aber meist nur am Ende großer Bärenmärkte auf und sind ansonsten eher rar, insbesondere in langen Bullenmärkten.



Die Grafik zeigt die kumulativen Renditen für ein globales Aktienuniversum unter Anwendung von Long-/Short-Portfolios auf Basis eines Value- sowie eines Momentum-Rankings. Die kombinierte Strategie gewichtet beide Methoden zu 50 %.

Quelle: Asness, C./Moskowitz, T./Pedersen, L. (2012): "Value and Momentum Everywhere", Chicago Booth, Working Paper No. 80, S. 46

#### Wie man Value-Investments tätigt

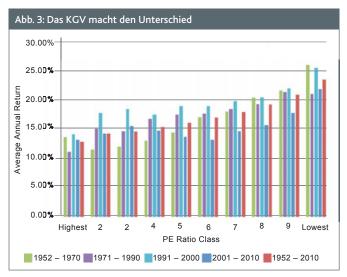
Prof. Aswath Damodoran hat in seinem Paper "Value Investing: Investing for Grown-Ups?" drei Möglichkeiten vorgestellt, wie Anleger gute Value-Investments tätigen können:

- (1) Screenen nach Aktien mit typischen Value-Charakteristika wie niedriges KGV, niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) oder hohe Kapitalrendite
- (2) Einnehmen antizyklischer Long-Positionen in gefallenen, von anderen Anlegern gemiedenen Aktien
- (3) Für institutionelle Investoren: Aufkaufen großer Aktienpakete von schlecht gemanagten, niedrig bewerteten Unternehmen und anschließende aktive Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik zur Erzielung eines Turnarounds

#### **Fazit**

Dass Value-Investing funktioniert, haben unzählige Studien in der Theorie gezeigt und Investoren in der Praxis bewiesen. Dennoch gibt es an den Märkten nichts geschenkt. Value Investing ist ein Ausdauersport, beim dem sich der Erfolg eher über Jahre als über Nacht einstellt. So schrieb der bekannte US-Vermögensverwalter und Buchautor James O'Shaughnessy in der 4. Auflage seines Buchs "What Works on Wall Street" in Kapitel 16: "Value strategies work, rewarding patient investors who stick with them through bull and bear markets and through bubble and burst." Sie müssen Geduld haben und die Strategie konsequent durchziehen – in Bullen- wie Bärenmärkten und während aller Euphorie und Panik in den großen Kursblasen. Und das ist leichter gesagt als getan.

Marko Gränitz



Aktien mit niedrigen KGVs haben eine erhöhte Wahrscheinlichkeit, unterbewertet zu sein und im Anschluss Überrenditen zu erzielen. Die Balken in der Grafik geben die durchschnittliche Jahresrendite von zehn nach der Höhe sortierten KGV-Aktiengruppen an, jeweils farblich unterteilt in Dekaden sowie für den Gesamtzeitraum von 1952 bis 2010 (rote Balken). Ein ähnlicher Zusammenhang zeigt sich für ein Ranking nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis.

Quelle: Damodoran, A. (2012): "Investing for Grown-Ups? – Value Investing", S. 15, S. 19



Benjamin Graham unterrichtete von 1928 bis 1957 an der Columbia University, wo auch einer der erfolgreichsten Investoren aller Zeiten, Warren Buffett, zu seinen Studenten gehörte. Graham vertrat die Lehre, dass eine Aktie nur unter ihrem fundamentalen Wert gekauft werden sollte. Um den Wert einer Aktie bestimmen zu können, setzte er auf die fundamentale Wertpapieranalyse und auf die Verwendung von Kurskennzahlen wie KGV, Dividendenrendite oder Gewinnwachstum.

Quelle: Damodoran, A. (2012): "Investing for Grown-Ups? – Value Investing", Seite 6; Wikipedia

#### Die Value-Kriterien von Benjamin Graham

- 1. KGV Aktie < 1/Rendite einer AAA-Unternehmensanleihe
- 2. KGV Aktie < 40 % des Durchschnitts-KGVs der letzten 5 Jahre
- 3. Dividendenrendite > 2/3 der Rendite einer AAA Unternehmensanleihe
- 4. Kurs Aktie < 2/3 des Buchwerts je Aktie
- 5. Kurs Aktie < 2/3 des Nettoumlaufvermögens je Aktie
- 6. Verschuldungsgrad <1
- 7. Umlaufvermögen > 2 x kurzfristige Verbindlichkeiten
- 8. Schulden < 2 x Nettoumlaufvermögen
- 9. Wachstumsrate der Gewinne je Aktie über die letzten 10 Jahre > 7 %
- 10. Maximal 2 Verlustjahre während der letzten 10 Jahre



"Actio gleich Reactio"

#### Geld als Fehlerquelle

An der Basis vieler (Fehl-)Entwicklungen unserer Tage steht das Fiat-Money-System. Ein System, das im Wesentlichen von drei Institutionen bzw. Gruppierungen als unverzichtbar propagiert und entsprechend verteidigt wird - der Notenbank als Keimzelle der Geldproduktion, dem Teilreservebanksystem als Multiplikator und wirtschaftlicher Hauptprofiteur sowie dem Staat, dessen Geldhunger in diesem System am reibungslosesten gestillt werden kann. Das Scharnier, mit dem diese rein virtuelle und beliebig vermehrbare Geldwelt mit der realen Güterwelt verbunden ist, heißt "schuldenbefreiender Annahmezwang" und ist die wesentliche Eigenschaft des vom Staat selbst verliehenen Status eines "Gesetzlichen Zahlungsmittels". Obwohl die Karten von Anfang an zugunsten der drei Hauptakteure gemischt sind, ist die Angelegenheit tückisch. Gerade weil sich am Anfang Geld so mühelos leihen lässt, verfällt die den Staatsapparat steuernde Politik nur allzu leicht in einen Rausch allumfassender Machbarkeit. Da werden massenweise Projekte initiiert und insbesondere die Bereiche "Warfare" (Rüstung/Kriegsführung, USA), "Welfare" (Sozialstaat, F, BRD etc.) oder beides absurd aufgebläht. Solange die Verschuldung noch moderat ist, gibt es kaum negative Rückkoppelungen, weil jede



Smart Investor 8/2010

Mittelknappheit durch frische Kredite mühelos beseitigt werden kann. Wähler und Gewählte unterliegen gleichermaßen der Illusion einer Erfolgsgeschichte. Das Ende der fröhlichen Schuldensause kommt – wie bei jedem anderen Schuldner auch -, wenn die Grenze der Schuldentragfähigkeit erreicht ist.

#### Besondere Dynamik

Im Gegensatz zu den meisten Unternehmen und besonders im Gegensatz zur gern zitierten schwäbischen Hausfrau entwickelt die staatliche Aufschuldung eine besondere Dynamik. Das mag damit zu tun haben, dass die Haushaltsverantwortung jeweils nur eine Verantwortung auf Zeit ist. Das mag auch damit zu tun haben, dass schon das Erringen der Macht in demokratischen Gesellschaften teuer ist. Schließlich will man den Wählern etwas bieten. Das Hauptproblem ist, dass nur der geringste Teil der Staatsausgaben überhaupt produktiv verwendet wird. Aus ihnen sind keine Rückflüsse zu erwarten, mit denen sich Zinsdienst oder Tilgung darstellen ließen. Zynischerweise ist das allenfalls bei Rüstungsausgaben der Fall, sofern damit Eroberung und/oder Sicherung von Territorien und Rohstoffen betrieben wird. Tempi passati!? Im Ergebnis wirtschaftet der Staat mit den aufgenommenen Mitteln ebenso wenig wie mit den Steuereinnahmen. Stattdessen schafft er Gesetze, die die fatale Tendenz haben, immer höhere Ansprüche gegen den Staat selbst und eine in der Folge wuchernde Verwaltung zu begründen. Der Zauberlehrling kann die Geister, die er selbst einst rief, nur durch immer neue Frischgeldzufuhr bändigen. Nur das auszugeben, was man zuvor eingenommen oder angespart hat – also Politik nach Kassenlage –, wäre zwar vernünftig, ist in einem Papiergeldsystem jedoch quer durch die Parteien verpönt.

#### Terror und Geldsystem

Ein Teil der Verwaltung, der in den letzten Wochen besonders von sich reden machte, waren die Geheimdienste. Seit den Terroranschlägen des Jahres 2001 gedeihen sie üppig - ihrer Natur entsprechend jedoch weitestgehend im Verborgenen. Ohne das Thema überstrapazieren zu wollen, kann man selbst die Geschichte des Terrors und der Abwehrmaßnahmen auch durch die Brille des Geldsystems betrachten. Schuldengetriebene Fiat-Money-Wirtschaften sind dynamisch. Mit der Reifung der Geldsysteme weicht die bloße Lust an der Entwicklung einem regelrechten Zwang zum Wachstum. Um mit der inhärenten Dynamik der Schulden (Zinseszins) mithalten zu können, werden diese Wirtschaften mit der Zeit immer aggressiver – nach innen (Beschleunigung der Hamsterräder), aber auch nach außen (Einverleibung und Sicherung von Rohstoffen). Dass die großen Wirtschaftsnationen, allen voran der Militärgigant USA, dabei immer weniger zimperlich vorgehen, ist kaum zu bestreiten. Die sogenannte "Blowback"-Theorie postuliert, dass ähnlich dem physikalischen Prinzip "Actio gleich Reactio" ein aggressives System einen Rückstoß erzeugt: "Haust du meine Tante, haue ich deine Tante." Was im Zusammenhang mit der Geheimdienstaffäre zu kurz kommt: Die USA haben nicht nur eingebildete Feinde. Die gedankliche Schwierigkeit bei dieser Interpretation besteht vor allem darin, dass Ursache und Wirkung sowohl zeitlich als auch räumlich weit auseinanderfallen können und eine Wirkung wiederum Ursache für Folgewirkungen sein kann.

#### Entschleunigung des Geldes

In einer "österreichischen Welt" mit wettbewerblicher Geldordnung gäbe es keine vergleichbare Schuldendynamik. Auch der Fortschritt wäre bedächtiger. Die Arbeitsprozesse würden nicht so rasant verdichtet und im internationalen Handel käme man nur durch freiwilligen Austausch zum Ziel – eine zivilisierte Form der Konfliktlösung, die vermutlich deutlich weniger "Blowback"-Potenzial aufweist als aktuell. Zudem wären schon mit gedecktem staatlichem Geld langanhaltende (kriegerische) Auseinandersetzungen schwierig, mit Wettbewerbsgeld fast nicht vorstellbar. Es ist daher kein Zufall, dass schon mit Beginn des ersten Weltkriegs die kriegführenden Staaten die Goldeinlösepflicht für ihr Geld aufgehoben hatten. Krieg ist einfach zu teuer, um ihn mit richtigem Geld zu bezahlen. Dasselbe gilt für die heutigen Wohlfahrtssysteme westlicher Prägung.

#### Geld und Geldanlage

Auch in einem aus Anlegersicht relevanteren Bereich zeigt sich die Wirkung des Geldsystems: Mit der Schließung des Goldfensters im Jahre 1971 (also der Suspendierung der Umtauschpflicht von US-Dollar in Gold) wechselten die USA in eine Welt des ungedeckten Fiat Moneys. Wir wollen nicht an Zufall glauben, dass ausgerechnet in einer Zeit beschleunigter Geldentwertung auch die Technische Analyse ihren Siegeszug antrat. Gewiss, auch die breite Verfügbarkeit von Computern trug dazu bei, aber die Bedeutung des Faktors Zeit stieg immens. Timing, das war die Domäne der Techniker, während reine Value-Investoren damit Probleme hatten. Denn es konnte seine Zeit dauern, bis ein Value-Schatz durch steigende Kurse gehoben wurde. Zeit, die den Value-Managern von den Anlegern immer weniger zugebilligt wurde – besonders vor dem Hintergrund kurzfristiger Berichtsintervalle. Wer nicht das Rückgrat eines Warren Buffett besaß, hatte also kaum eine Chance, eine mehrjährige Durststrecke zu überstehen.

#### **Fazit**

Natürlich kann eine komplexe Welt nicht monokausal, etwa alleine über das Geldsystem, erklärt werden. Dennoch ist es ein interessantes Gedankenexperiment, sich vorzustellen, wie dieses Geldsystem unser Leben beeinflusst und wie die Alternative aussähe. Mehr zu diesen Gedankengängen finden Sie in Smart Investor 8/2010 sowie in der Sonderausgabe "Gutes Geld" (S. 126). Ralph Malisch

-



# Vom Abwasser zum Reinwasser

Technologien zur Behandlung verschmutzten Wassers sind vor allem in Schwellenländern gefragt.



Jeden Tag sterben nach Angaben der Weltbank auf der Erde 6.000 Kinder an Erkrankungen, die auf eine unzureichende sanitäre Versorgung, mangelhafte Hygiene und verschmutztes Wasser zurückzuführen sind. Für den Schutz der menschlichen Gesundheit und der Umwelt ist ein Ausbau der Abwassersysteme, über die verunreinigtes Wasser in Kläranlagen und andere Entsorgungssysteme geleitet wird, unerlässlich. Entsprechend aussichtsreich sind die geschäftlichen Perspektiven von Unternehmen, die schwerpunktmäßig im Abwasserbereich tätig sind.

#### Misere bei der sanitären Versorgung

Bei der sanitären Versorgung klafft zwischen städtischen und ländlichen Regionen eine große Lücke. In Brasilien etwa haben dem Vermögensverwalter RobecoSAM zufolge 82% der Bevölkerung Zugang zu sauberem Trinkwasser. "Nur 51% aber sind an die Abwassersysteme angebunden", stellt Junwei Hafner-Cai, Analystin Sustainable Water Anlagestrategie, fest. In den ländlichen Regionen im Norden des Landes hätten weniger als 20% der Bevölkerung Zugang zu sanitären Einrichtungen – in den Ballungszentren von São Paulo und Minas Gerais immerhin 60%. "Doch trotz der insgesamt besseren Versorgung können auch die Städte kaum mit dem Bevölkerungswachstum Schritt halten", so Hafner-Cai weiter.

Dem Marktsegment Abwasserbehandlungstechnik stellt die Unternehmensberatung Frost & Sullivan bis 2015 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 7,5% in Aussicht. Am dynamischsten dürfte laut Prognose die Entwicklung in Lateinamerika (+13,0%), Osteuropa (+11,7%) und im Asien-Pazifik-Raum (+10,3%) ausfallen.

#### Sabesp - eine Umweltperle

Doch sind Investments in Abwassertechnik eigentlich nachhaltig? "Der Wasserkreislauf ist grundsätzlich nachhaltig", sagt Hans Peter Portner, Manager des Themenfonds Pictet Water. Doch sei das natürliche System überlastet, weil das Wasser zu stark verschmutzt werde. Hier würden die Wasserfirmen einspringen und Investitionen bereitstellen, die diese Bioinfrastruktur unterstützen.

In punkto Nachhaltigkeit zählt Companhia de Saneamento Basico do Estado de São Paulo (Sabesp) zu den Perlen des Marktsegments. Die Gesellschaft, die für die Trinkwasserversorgung und Abwasserbehandlung im brasilianischen Bundesstaat São Paulo zuständig ist, hält Sozial- und Umweltstandards vorbildlich ein. Ärmere Bürger können Wasser zu gestaffelten Preisen beziehen, Slumbewohner zahlen besonders wenig. Hohe Investitionen helfen, dass die Wasserverlustrate gesenkt und aufbereitetes Abwasser in der Industrie wiederverwendet werden kann. Zudem versucht das Management, in der Bevölkerung das Bewusstsein für einen verantwortungsvollen Umgang mit dem flüssigen Rohstoff zu schärfen. Der Naturschutz in den Wassereinzugsgebieten genießt in der Führungsetage ebenfalls ei-

nen hohen Stellenwert. Dass das Wirtschaftswunder an der Copacabana Kratzer bekommen hat, ist auch an der Aktie von Sabesp ablesbar. Der dividendenstarke Titel hat zuletzt deutlich an Wert verloren und ein attraktives Bewertungsniveau erreicht.

China Everbright International verfügt als Spezialist für Wasserinfrastruktur ebenfalls über umfangreiche Expertise auf dem Gebiet der Wasseraufbereitung. Das auch im Abfallmanagement tätige Unternehmen dürfte davon profitieren, dass Pekings neue politische Führung den Umweltschutz zu ihrem Vorzeigeprojekt machen will. Das chinesische Umweltministerium hat kürzlich erstmals die Existenz von "Krebsdörfern" eingestanden, in denen die Wasserverschmutzung bei einem großen Teil der Bevölkerung tödliche Krankheiten verursacht. China Everbright International zählt zu den Top-Titeln im Sarasin Sustainable Water Fund. Die Aktie nähert sich allmählich ihrem Allzeithoch aus dem Jahr 1997.

#### Drei ungleiche Global Player

Anders als Sabesp und China Everbright International ist Suez Environnement mit internationalen Geschäftsbereichen auf fünf Kontinenten aktiv. Der Umweltkonzern versorgte im vergangenen Jahr 96,6 Millionen Menschen mit Trinkwasser und bereitete für 66,3 Millionen Menschen Abwasser in rund 2.300 Kläranlagen auf. Zur neuen 3 Generation zählende Recycling-Anlagen, von denen eine in Neu-Delhi betrieben ै

Gewinner der steigenden Nachfrage nach Abwassertechnik											
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2012	Umsatz 2013e	EpS 2012	EpS 2013e	KGV 2013e			
China Everbright Intl [HON]	885 610	0,66	2.675,4	336,8	560,6	0,03	0,03	22,0			
Sabesp [BRA]	621 975	8,03	5.488,6	3.634,5	3.934,9	0,96	1,10	7,3			
Suez Environnement [F]	A0Q 418	10,15	5.178,9	15.102,0	15.335,2	0,68	0,65	15,6			
Veolia Environnement [F]	501 451	9,90	5.433,9	29.400,0	24.513,9	0,12	0,39	25,4			
Xylem [USA]	A1J MBU	21,81	4.041,2	2.912,0	2.969,0	1,38	1,42	15,4			

Angaben in EUR; \*) in Mio. EUR; Stand Aktien: 19.7.2013; Quellen: onvista.de, Geschäftsberichte

wird, gelten als besonders umweltfreundlich. Die Aktie hat in fünf Jahren fast die Hälfte ihres Wertes verloren. Die Dividendenrendite liegt inzwischen bei stolzen 6,5% (Basis 2013e). Bei den Aktien des ebenfalls mit hohen Ausschüttungen hervorstechenden Konkurrenten Veolia hätten Anleger im gleichen Zeitraum sogar Kursverluste in Höhe von rund 75% hinnehmen müssen. Der Konzern war durch eine überhastete Übernahmepolitik zu einem unrentablen Konglomerat angewachsen. Goldman Sachs hat die Aktie, die deutlich höher bewertet ist als die Suez-Papiere, kürzlich auf "Buy" hochgestuft.

Xylem aus White Plains im US-Bundesstaat New York verfügt über jahrzehntelange Erfahrung in der Wasseraufbereitung. Das vor zwei Jahren aus dem Mischkonzern ITT herausgelöste margenstarke Unternehmen vergrößert seine Angebotspalette – bestehend aus innovativen Produkten und Komplettsystemen sowie umfangreichen Serviceleistungen – durch Zukäufe stetig. 72% der Umsätze realisiert

Xylem in den USA und in Europa. Zwar sorgen in den entwickelten Märkten Wartungsaufträge für verlässliche Einnahmen, doch Wachstum ist dort kaum noch möglich. Deshalb soll der Anteil in den Schwellenländern von aktuell 20% ausgebaut werden. Bereits im ersten Jahr der Eigenständigkeit wurde der breit aufgestellte Wasserspezialist wegen seiner nachhaltigen Geschäftspraktiken und transparenten Berichterstattung in den Dow Jones Sustainability World Index aufgenommen.

#### **Fazit**

Der hohe Bedarf bei Maßnahmen zum Gesundheitsschutz, die Ausbreitung städtischer Lebensformen und immer strengere Umweltvorgaben durch die Politik sollten Unternehmen, die mit einem Bein fest im Abwassergeschäft stehen, Rückenwind geben. Besonders attraktiv sind Aktien von Gesellschaften, die ihre Geschäfte in den Emerging Markets weiter ausbauen wollen.

Michael Heimrich

Zeichnungsfrist 15.06.2013

Anzeige



#### ধ্ব realkapital

#### GELD VERGEHT, WERTE BLEIBEN!

Investieren Sie mit uns in reale Werte, die es nur in absolut limitierter Auflage gibt: ACKERFLÄCHEN + WOHNIMMOBILIEN IN DEUTSCHLAND.

Fruchtbares Ackerland für die Grundnahrungsmittelproduktion, Immobilien in guten und nachhaltigen Lagen zu Wohnzwecken: Investitionsgüter mit höchstem Nutzen und damit maximaler Wertstabilität.

Unser Konzept mag einfach klingen. Das ist es auch. Und gerade deshalb ist es wertvoll und wird auch dann noch Bestand haben, wenn andere Blasen längst geplatzt sind.

Im Rahmen eines exklusiven Private Placements sind Beteiligungen ab 100.800 € möglich.

Wir sind keine anonyme Investmentgesellschaft mit Sitz auf den Caymans. Daher informieren wir Sie selbstverständlich auch gern persönlich über die Rahmenbedingungen und Vorteile einer Beteiligung an der realkapital KGaA.

#### realkapital KGaA Steintorwall 7a 38100 Braunschweig Tel.: 05 31.1 20 57.50

info@realkapital.net www.realkapital.net



Schwimmen in 191 Metern Höhe kann man bislang nur in Singapur.

Spricht der Europäer oder Amerikaner von Effizienz, so liegt die Antwort nahe, wo diese in Perfektion zu finden ist – auf den Märkten natürlich, je offener und unregulierter, umso besser. Auch die österreichische Schule folgt diesem Mantra. Krisen sind die Ursache von Fehlallokationen, treten diese auf, ist es in der Regel der Staat, der sie verursacht. Umso erstaunter sind wir, wenn wir auf die Erfolge Chinas auf den Weltmärkten blicken. Frei und offen ist wirtschaftliches Handeln hier nur insoweit, wie es – nach Meinung der machthabenden KP – dem chinesischen Volk nützt. Die Blaupause dieses "asiatischen Weges" liefert ein Stadtstaat im Süden Malaysias, Singapur, die "Perle Asiens" (in dieser Kategorie bereits im Heft 6/2008 besprochen): Seit 1959 unabhängig von Malaysia, seit demselben Jahr von der People's Action Party regiert, vom Armenhaus Asiens zum wohlhabendsten Land des Kontinents in rund 50 Jahren aufgestiegen.

#### Schlanker, aber strenger Staat

Regiert wird mit strenger Hand, selbst die eigene Bevölkerung spricht von einer "fine city" – die Stadt der Strafzettel. Singapur ist ein nach konfuzianischer Ethik organisiertes Land. Die Gesetze sind streng, die Korruption ist niedrig, der Grad an Überwachung hoch und dennoch – oder vielleicht gerade deswegen – fühlt man sich als Westler hier schnell heimisch. Der hohe Grad an Organisation erscheint einem sympathischer als in Deutschland, die Vielzahl an Parks erinnert fast an München. Wäre das feuchtschwüle Wetter nicht, man würde sich kaum in Asien wähnen. Neben der Lebensqualität kommt vielen Auswanderern Singapurs Steuerpolitik entgegen: Moderate Einkommenssteuersätze bis maximal 20% und eine vollständige Steuerfreiheit für sämtliches Einkommen, das außerhalb Singapurs generiert wurde, sucht man außer in Steueroasen sonst meist vergebens. Doch die Vergabe von permanenten Aufenthaltsgenehmigungen läuft heute bei weitem

nicht mehr so locker wie direkt nach der Lehman-Krise, als Singapur vor allem durch ausländische Fachkräfte seine Position als Schweiz Asiens stärken wollte. Das Visum ist an den Arbeitsplatz geknüpft, eine Arbeitserlaubnis wiederum bekommen – typisch Singapur – natürlich auch nur Personen, die nach Meinung der Regierung dem Staat nützen.

#### Weniger Demokratie wagen?

"Hätte ich in Singapur die absolute Macht und müsste die repräsentierten Bürger nicht fragen, ob sie das, was gemacht wird, mögen, dann könnte ich ohne Zweifel viel effektiver in ihrem Interesse regieren." (Lee Kuan Yew, Staatsgründer Singapurs und Premierminister von 1959 bis 1990).

Nicht nur dieses Zitat, sondern auch dessen praktische Umsetzung zeigt, wes Geistes Kind der Gründer des Stadtstaates ist. 20 Jahre bevor Willy Brandt für Deutschland mehr Demokratie wagen wollte, setzte Singapurs Premier Lee Kuan Yew konsequent das Gegenteil um. Er und seine Partei wurden zur Einheitspartei, politische Gegner durch zivilrechtliche Klagen ausgeschaltet oder finanziell in den Ruin getrieben. Eine wirklich freie Presse sucht man vergebens. Die positive Konsequenz ist jedoch ein Staat, der langfristig zum Wohle seiner Bürger agieren kann. Nicht der Zorn des Volkes beim nächsten Urnengang stellt die oberste Direktive dar, sondern die Möglichkeit, Singapur zu einer der führenden asiatischen Volkswirtschaften zu entwickeln. Der Markt wird zugelassen, solange er Singapur nützt, die Mechanismen des Kapitalismus werden ausgeschaltet, sobald sie nicht erwünscht sind. Unternehmen werden gefördert, wenn sie gut bezahlte Jobs in das 700 km<sup>2</sup> große Land bringen. Machte der Boom große Teile der Bevölkerung steinreich, sorgt sich Singapur auch um die mittleren und niedrigen Einkommen: Mehr als 80 % der Bevölkerung leben im sozialen Wohnungsbau, 95 % davon

besitzen jedoch ihre Sozialwohnung. Nur wer nichts besitzt, birgt revolutionäres Potenzial in sich. Warum dieses Risiko eingehen, wenn man auch Vermögen schaffen kann?

#### Die Gesellschaft der Besitzenden

Doch nicht nur der private Wohnungsbesitz wird groß geschrieben in Lee Kuan Yews Reich – bereits von Geburt an ist jeder Singapurer wohlhabend, wenn auch nur indirekt. Bereits Anfang der 70er Jahre erwarb Singapur Beteiligungen an diversen Unternehmen in Schlüsselbranchen. Dazu waren Betriebe wie Singapore Airlines oder Singapore Telecommunications schon seit Staatsgründung in den Händen der Regierung. Seit 1974 wurden diese Betriebe und Beteiligungen unter der Staatsholding Temasek zusammengefasst, der Prototyp eines Staatsfonds. Nicht stetige Einkünfte aus Ölgeschäften, sondern die Prosperität der singapurischen Wirtschaft und die clevere Investitionspolitik sorgten in den folgenden Jahren für das Wachstum des Staatsvermögens. Seit Gründung erzielte Temasek eine jährliche Rendite von 17 %, Ende 2012 verfügte die Holding über Anlagen im Wert von 158 Mrd. SGD. Rechnerisch verfügt damit jeder der 3,25 Mio. Staatsbürger Singapurs über knapp 49.000 SGD an Vermögen, rund 29.000 EUR.

### Die beste Währung der Welt

Wie kaum anders zu erwarten, wird auch das Thema Währung ein bisschen anders gehandhabt als im Rest der Welt – auf die singapurische Art: Der Singapur Dollar ist weltweit die einzige Währung, die durch breit diversifizierte Assets gedeckt ist. Verwaltet werden die Devisenreserven von einem weiteren Staatsfonds, der GIC Investment Corporation. Ziel der GIC ist es, die Kaufkraft der Reserven zu halten, wenn nicht gar zu erhöhen. Investments in Aktien, Immobilien (z.B. auch der Opernturm in Frankfurt) und Anleihen weltweit sollen die Basis dafür liefern. Anders als nahezu jede Zentralbank der Welt steuert die Monetary Authority of Singapore das Geldsystem nicht über einen Leitzins, sondern

über Eingriffe am Devisenmarkt. Auch wenn der Singapur Dollar keine wirkliche Marktwährung ist, auch hier gilt: So viel Markt wie möglich, so viel Einfluss wie nötig.

#### Ein lebenswerter Ort?

Was ist nun dieses Singapur? Das wahr gewordene Paradies auf Erden? In wirtschaftlicher Hinsicht vielleicht ja, in Sachen materieller Lebensqualität ist kaum mehr zu erwarten. Doch wird diese nicht zu knapp mit einem Verlust der Freiheit bezahlt. Der Staat glaubt zu wissen, was seine Bürger wollen. In der Vergangenheit hat er dabei nicht schlecht geraten, doch auch in Zukunft wird es beim Raten bleiben. Der Staat wird in Singapur geführt wie ein Unternehmen, und in einem solchen zählt auf Dauer der Ertrag des Ganzen, nicht das Wohlbefinden des Einzelnen. Wenn Wohlstand die Forderung nach Demokratie mit sich bringt, hätte er diese in Singapur schon lange mit sich bringen müssen, er hat es bislang aber nicht. Ein Gegenentwurf zum Westen? Ja vermutlich, doch ob einem dieser "asiatische Weg" liegt, lässt sich wohl erst herausfinden, wenn man dort für längere Zeit seine Wurzeln schlägt.

Christoph Karl



Seit 2010 bedient Singapur mit Casinos wie dem Marina Bay Sands auch die Spielleidenschaft der Asiaten.

Anzeige

### RÜDIGER BORN





## ELLIOTT-WELLEN UND FIBONACCI WORKSHOP



Rüdiger Born

### Einführung • Praxis • Live-Trading

Rüdiger Born nutzt Elliot-Wellen und Fibonaccis selbst seit Jahren äußerst erfolgreich.

Er zeigt Ihnen

- erprobte Taktiken f
  ür Einstieg, laufendes Management, Gewinnmaximierung/Ausstieg
- Trade-Möglichkeiten für Währungen, Indices, Futures sowie für Aktien, Zertifikate und CFDs
- die besten Strategien für langfristige Trades, Swing-Trades und Minutencharts

Ort Börse München

Preis Frühbucher 621.– €

> 2 Praxistage inkl. umfangreicher Seminarunterlagen sowie

### Inside

## Value-Fonds – Substanz entscheidet

### Fonds, die auf die Werthaltigkeit setzen, stabilisieren das Portfolio

Value-Titel bringen Stabilität ins Depot. Das ist besonders bei stark schwankenden Aktienkursen wichtig, wie sie in den vergangenen Monaten zu sehen waren. So war beim DAX in der ersten Jahreshälfte zwischen rund 7.500 und 8.500 Punkten alles drin. Doch welche Aktien haben Substanz und sind zugleich günstig bewertet? Dies herauszufinden ist der Job von Value-Fondsmanagern. Sie überprüfen die Aktienunternehmen auf Kriterien wie Marktposition, Profitabilität und Gewinnentwicklung und setzen diese Größen mit dem Kurs der Aktie ins Verhältnis.

### Flaggschiffe

Zu den größeren Fonds-Flaggschiffen zählt der vor gut zehn Jahren aufgelegte DJE Dividende & Substanz (WKN: 164 325), der über ein Fondsvolumen von rund 1,3 Mrd. EUR verfügt. Wie der Name schon sagt, liegt der Investmentschwerpunkt auf dividenden- und substanzstarken Aktien. Der Fonds investiert international und benchmarkunabhängig, der derzeitige Schwerpunkt liegt auf europäischen und asiatischen Aktien. Fondsmanager Jan Ehrhardt (siehe Interview in SI 6/2013) verfolgt einen aktiven Value-Ansatz,

der sich auf die Werthaltigkeit und die Fundamentaldaten der Unternehmen konzentriert. Zu seinen Top-Positionen zählen die Titel von Bilfinger, Roche Holding, Hannover Rück und die norwegische Telefongesellschaft Telenor ASA. Die Drei-Jahres-Performance kann sich mit 7,5% per annum durchaus sehen lassen. In den vergangenen zehn Jahren erzielte der Fonds sogar 9,4% pro Jahr.

#### Value bei Nebenwerten

Während Ehrhardt eher große substanzhaltige Konzerne ins Visier nimmt, konzentriert sich Fondsmanager Georg Geiger mit dem Value-Holdings Capital Partners Funds (WKN: A0B 63E) in erster Linie auf kleine und mittelgroße Unternehmen (Small und Mid Caps), die ihren Sitz in Deutschland haben oder dort überwiegend aktiv sind. Die Auswahl der einzelnen Unternehmen erfolgt ausschließlich nach der Value-Investing-Strategie. Es werden nur fundamental unterbewertete Titel gekauft, deren Kurse also unter ihrem inneren Wert liegen. Bei der Betrachtung der Vermögensstruktur fällt auf, dass der Fonds neben Aktien (77%) derzeit hohe liquide Mittel (23%) hält. Georg Geiger erläutert den Grund für die hohe Cashquote: "Die Planungen der

### Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:



www.bantleon.com



www.bellevue.ch





**\*\***Hauck & Aufhäuser

www.markt-der-fondsideen.de



www.schmitzundpartner.ch



www.starcapital.de



www.universal-investment.de



Performancevergleich ausgesuchter Value-Fonds										
Name	WKN	Perf. lfd. Jahr in %	Perf. 1 J. in %	Perf. 3 J. in %	Vol. in Mio. EUR					
Acatis Gané Value Event	A0X 754	6,92	12,45	34,18	677,86					
DJE Dividende & Substanz	164 325	7,04	14,04	24,48	1.165,70					
DNCA Value Europe	A0M MD8	9,74	24,11	37,67	40,30					
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M 8HD	4,49	15,27	57,65	398,16					
Loys Global	926 229	8,90	15,69	34,16	461,40					
MainFirst Classic Stock Funds	722 756	2,23	20,25	23,89	18,80					
Mandarine Valeur	AOR F7M	-0,71	18,87	9,17	690,07					
ME Fonds – Special Values	663 307	6,37	9,01	14,48	42,79					
Nordea-1 North American All Cap Funds	A1J 0G1	21,84	k.A.	k.A.	702,73 (USD)					
P&R Real Value-Fonds	A1J 8CF	1,51	k.A.	k.A.	11,36					
StarCap StarPoint	940 076	6,07	12,80	8,09	173,70					
Value-Holdings Capital Partners Funds	A0B 63E	2,23	8,63	47,58	24,26					
Value Intelligence Fonds	AOY AX8	9,33	11,22	30,77	82,99					

k.A.: Fonds gab es zu der Zeit noch nicht; Stand: 12.07.13

Unternehmen für das laufende Jahr unterstellen zum Großteil eine Erholung im zweiten Halbjahr, die wir aktuell so noch nicht erkennen. Nach einem schwachen ersten Quartal sehen wir auch ein eher verhaltenes zweites Quartal und rechnen mit der einen oder anderen Reduktion des Jahresausblickes 2013 sowie vorsichtigeren Aussagen zu 2014. Das wird die Kurse belasten. Dieses negative Überraschungspotenzial wollen wir nutzen, um bestehende sowie neue Positionen aufzubauen." Das vergleichsweise geringe Fondsvolumen von rund 24 Mio. EUR muss kein Nachteil sein. Dies zeigt die beeindruckende Drei-Jahres-Performance von knapp 14% p.a. Mit einem Plus von 47%, das der Fonds insgesamt in den vergangenen drei Jahren erzielt hat, schlägt er deutlich seinen Vergleichsindex, den DAX, der in der gleichen Zeit ein Plus von 33% erreichte.

### Value-Newcomer

Im Gegensatz zu den beiden genannten Fonds handelt es sich bei dem P&R Real Value (WKN: A1J 8CF) noch um einen recht jungen Fonds, der Ende 2012 aufgelegt wurde. Der Mischfonds wurde auf die Initiative der Polleit & Riechert Investment Management LLP aufgelegt und wird von der IPConcept (Luxemburg) S.A. verwaltet. Das Fondsvolumen beträgt rund 11 Mio. EUR. Der Fonds hat grundsätzlich die Möglichkeit, je nach Marktlage und Einschätzung des Fondsmanagements weltweit in Aktien, Renten, Geldmarktinstrumente, Zertifikate, Derivate und andere strukturierte Produkte zu investieren. Die größten Positionen sind Berkshire Hathaway, Balda Discount, Credit Acceptance und Aggreko, ein Anbieter von Mietgeneratoren zur Stromerzeugung. Seit Auflage liegt die Performance bei +1,66%.

### Österreichische Schule

Die Fondsmanager zeigen sich für die Zukunft zuversichtlich: "Das beste Unternehmen ist nur dann ein gutes Investment, wenn es zum richtigen Einstiegspreis gekauft wird. Dabei achten wir auf eine ausreichende Sicherheitsmarge zwischen Marktpreis und Unternehmenswert. Andernfalls halten wir Cash, und hierzu zählen wir auch Gold", bekunden Dr. Thorsten Polleit und Matthias Riechert.

Die beiden Experten gehen davon aus, dass den Volkswirtschaften Geldentwertung, zunehmende Staatsrepressalien und Marktverwerfungen bevorstehen. "Unser Ziel ist es, das Kapital durch diese Phase hindurch signifikant, nach Abzug der Inflation, zu mehren. Dazu verbindet unsere Investmentphilosophie die Erkenntnisse der Austrian School of Economics mit den Prinzipien des Value Investings. Aktien von guten Unternehmen bieten langfristig den besten Schutz vor Geldentwertung."

### **Konzentriertes Portfolio**

Im Vordergrund des ME Fonds - Special Values (WKN: 663 307), der von Markus Elsässer gemanagt und von der IPConcept Fund Management S.A. verwaltet wird, steht der Kapitalerhalt, vor allem in schwierigen Börsenphasen. Ziel ist es, einen absoluten Wertzuwachs zu erreichen. Die Strategie ging bislang auf: Seit seiner Auflage im Jahr 2002 konnte der Fonds seinen Wert beständig steigern. Die jährliche Rendite der vergangenen zehn Jahre beträgt rund 5,7%. In der Drei-Jahres-Performance erreichte der Fonds 4,7% pro Jahr. Auch 2013 liegt er bisher gut 4% im positiven Bereich. Das Fondsvolumen beträgt 42 Mio. EUR. Der Fonds investiert derzeit rund 93% in Aktien, der Rest ist in Kasse geparkt. Rund die Hälfte des Aktienvolumens ist in Unternehmen angelegt, die bekannte Marken (Consumer Brands) produzieren. Zu den weiteren Schwerpunktbranchen gehören Maschinenbau (Engineering), Rohstoffe/Energie, Pharma und Finanz. Zu den Top-Positionen zählen die Unternehmen Roche, Givaudan, Luxottica, Kaba sowie Lindt & Sprüngli. Zu den wesentlichen Auswahlkriterien gehören laut dem Fondsmanagement eine gute Marktstellung, solide Bilanzen und ein ausgezeichnetes Management. "Wir sind mit der Entwicklung unserer Werte – aktuell sind es 33 Positionen – sehr zufrieden. Viele Titel wie etwa Fielmann, Rational oder Luxottica konnten im ersten Halbjahr 2013 nicht nur zweistellig zulegen, sondern auch schöne Zusatzerträge über Dividendenausschüttungen oder Kapitalrückzahlungen liefern", resümiert Markus Elsässer.

Gian Hessami

### Kolumne

## Afrika-Börsen – eine Standortbestimmung

### Gastkolumne von Jean-Pierre Gerber



Jean-Pierre Gerber trat 2009 bei Bellevue Asset Management als Senior Product Specialist und Partner ein. Davor wirkte er während 10 Jahren bei Julius Bär in verschiedenen Funktionen, u.a. als Leiter Fondsresearch und als Produktspezialist Aktien/Emerging Markets. Jean-Pierre Gerber verfügt über einen Master-Abschluss in Wirtschaftswissenschaften nach Studien an den Universitäten Bern und Warwick, UK.

Der Schwarze Kontinent zählte in den vergangenen Jahren zu den interessantesten Neuentdeckungen von institutionellen und privaten Anlegern. Politische und wirtschaftliche Reformen, Infrastrukturinvestitionen und Anbindung an die Mobilkommunikation verhalfen Ländern südlich der Sahara zu beachtlichen BIP-Wachstumsraten von durchschnittlich 5 bis 6%. Von dieser Entwicklung profitierten auch Anleger an ausgewählten Aktienmärkten wie etwa Kenia oder Nigeria, die über ein Jahr mit rund 18% bzw. 50% zulegen konnten (in EUR per 15.7.2013).

### Kenia im Fokus

Kenia hat seine Bewährungsprobe im Umfeld der diesjährigen Präsidentschaftswahlen bestanden. Mit einem vergleichsweise ruhigen Wahlverlauf hat das Land seine demokratische Ordnung weiter gefestigt, der übliche Unmut der unterlegenen Partei wurde diesmal am obersten Gericht und nicht auf der Straße ausgetragen. Ebenso fließt heute sichtbar mehr Kapital in den Bau von Transport-, Energie- und Wohninfrastruktur, statt in undurchsichtigen Kanälen zu versickern. Setzt die neue Regierung ihre Reformbemühungen fort, dürfte der zunehmende Appetit für Direktinvestitionen und eine weitere Vertiefung der Kapitalmärkte Anlegern weiterhin aussichtsreiche Perspektiven bescheren.

### Reformen im Energiesektor

Auch Nigeria trieb nach einer längeren Stagnationsphase erstmals bedeutende Reformen im Energiesektor voran. Unter chronischem Energiemangel leidend wurden Ende 2012 über ein Dutzend staatliche Energieproduktions- und Stromverteilungsunternehmen an private Konsortien verkauft, zehn weitere Gaskraftwerke sollen Mitte 2014 privatisiert werden. Daneben haben mittlerweile die Konsum- und Dienstleistungssektoren den

Ölsektor als bedeutendsten Wachstumstreiber abgelöst. Schließlich bemüht sich die Zentralbank durch Bekämpfung exzessiver Bankgebühren um mehr Effizienz bei der Kapitalvermittlung an private Unternehmer. Ungeachtet dieser Fortschritte fließt allerdings noch immer ein zu geringer Anteil der Renten aus dem Ölgeschäft in die Realwirtschaft. Weitere Reformen drängen sich somit auf, die dann aber schon bald im Spannungsfeld zu den 2015 anstehenden Präsidentschaftswahlen stehen werden.

### Mursi-Malus

Auf der anderen Seite mussten Anleger in Johannesburg und in Kairo Verluste hinnehmen. Besonders Ägypten (-7% in EUR) litt unter den Partikularinteressen des jüngst entmachteten Präsidenten Mursi. Nichtsdestotrotz konnten aber überregional tätige Unternehmen überraschend gute Wachstumsund Gewinnergebnisse verzeichnen. Mit der Einsetzung einer Technokraten-Regierung bis zu den Präsidentschaftswahlen im Februar 2014 hat das Land gewissermaßen eine Call-Option gelöst. Sollte sich ein Neuaufbruch unter dem Einbezug der Oppositionskräfte abzeichnen, könnte sich dies stark positiv auf die Risikoprämien der ägyptischen Börsen auswirken.

#### **Fazit**

Die Beimischung von Afrika in ein globales Schwellenländerportfolio führte in den vergangenen 12 Monaten zu einem leichten Renditevorteil. Der DJ African Titans Index übertraf den MSCI EM Index um rund 3% und die BRIC-Strategien gar um 5%. Anleger mit der entsprechenden Risikobereitschaft dürften auch künftig von den attraktiven Rendite- und Diversifikationspotenzialen profitieren. Ein gestaffelter Markteinstieg und eine Portion Geduld zählen dabei zu den Tugenden erfahrener Schwellenländerinvestoren.

### **Analyse**

## StarCap Winbonds +

### Gastbeitrag von Volker Schilling, Greiff capital management AG

Aktiv und antizyklisch – zwei Attribute, die in der Fondsindustrie als sexy gelten, aber in der Theorie einfacher aussehen als in der Praxis. So sind schon viele an ihrer Aktivität gescheitert oder haben erst im Nachhinein erkannt, dass sie zyklisch gehandelt haben. Ganz anders der folgende Fonds und sein Fondsmanager, der deutschen Investoren inzwischen kein Unbekannter mehr sein sollte. Die Rede ist von Peter E. Huber und seinem vermögensverwaltenden Mischfonds StarCap Winbonds +.

#### Performance-Künstler

In den vergangenen 12 Monaten (Stichtag 10.07.2013) hat Peter E. Huber seinen Fonds souverän durch die turbulenten Aktien- und Anleihenmärkte gesteuert. Mit einem Wertzuwachs von 6,84%, einer Volatilität von 3,51 % und einer daraus resultierenden Sharpe Ratio von 1,56 hat er seine Ziele erreicht. Noch beeindruckender sieht das Fünfjahresergebnis aus, das zum Stichtag eine per-annum-Rendite von 10 % aufweist, bei einer Volatilität von 4,6 %. Dies ergibt eine ausgezeichnete risikoadjustierte Performance (Sharpe Ratio) von 2,1! Diese Werte rechtfertigen unsere Bestnoten. Allerdings haben die vergangenen Wochen auch gezeigt, dass Multi-Asset-Fonds in Phasen von gleicher Korrelation an Aktien und Rentenmärkten ebenfalls unter Druck geraten. So gab der StarCap Winbonds + im schwierigen Monat Juni 2,8 % nach und zeigte damit den größten Monatsverlust in den letzten vier Jahren.

### Aktivität im Management

Die Aktienseite soll das im Schwerpunkt rentenlastige Portfolio performancemäßig abrunden, ohne den insgesamt defensiven Charakter des Fonds zu gefährden.

Daher ist die Aktienquote auf maximal 20 % begrenzt. Langfristig sollte aber daraus kein höheres Risiko für den Anleger resultieren, das verdeutlichen Kapitalmarktstudien. Doch wie der Monat Juni eindrucksvoll gezeigt hat, gibt es auch Phasen des Gleichlaufs, die dann insbesondere Mischfonds Probleme bereiten können. Die einzige sichere Lösung in dieser Phase ist rechtzeitige Kassehaltung. Dies erfordert, um erfolgreich zu sein, aktives Timing und oft antizyklisches Vorgehen. Peter E. Huber beherrscht diese Vorgehensweise wie kein Zweiter. So hatte er bereits Ende Mai eine ungewöhnlich hohe Kassenquote von knapp 30 % im Winbonds + und konnte damit Anfang Juli beginnen, viele Papiere auf tieferen Niveaus wieder einzusammeln. Dieses konsequent antizyklische Vorgehen ist seine große Stärke. Während die Märkte im Mai ihre Hochs ausbildeten, fing Huber an - entgegen der Marktstimmung -, Geld zu horten. Gleichzeitig hat er 10-jährige deutsche (4,6 %-Anteil) und französische Staatsanleihen (4,3 % Anteil) geshortet. In diesem Sinne erfüllt er die Kriterien, die man an einen vermögensverwaltenden Mischfonds stellen muss, mit Bravour. Per Ende Iuni befindet sich ein Aktienanteil von 14% im Portfolio, Unternehmensanleihen sind mit 41% gewichtet, kurzlaufende Staatsanleihen als Kasseersatz betragen 8 %, Wandelanleihen liegen bei 4% und 33% weist die Kasse aus.

### Fazit

Der StarCap Winbonds + ist eine exzellente Wahl für einen defensiven vermögensverwaltenden Mischfonds. Handelnde Personen, Performance, Portfolio, Prozess und Philosophie sind integer, nachhaltig, aktiv, antizyklisch und erfolgreich.



Volker Schilling ist Gründer und Vorstand der Greiff capital management AG, einem unabhängigen Vermögensverwalter mit Sitz in Freiburg im Breisgau. Als Bankkaufmann, zertifizierter Finanzplaner und Co-Autor des Börsenbriefes DER FONDS ANALYST ist er gefragter Referent zum Thema Kapitalmärkte und Investmentfonds. Als Kapitalmärktstratege ist Schilling seit 1994 als Dozent an unterschiedlichen Akademien tätig.

#### **FONDS-SNAPSHOT**

WKN: A0J 23B Manager: Peter E. Huber Volumen: 188,5 Mio. EUR Auflagedatum: 13.06.2006 Typ: Mischfonds EUR defensiv

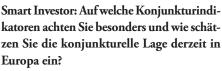
### Interview

## "An der Logik der Finanzmärkte hat sich nichts verändert"

### Gespräch mit Harald Preißler, Chefvolkswirt und Leiter Anlagemanagement Bantleon

Smart Investor: Herr Preißler, Ihre Investmentphilosophie ist in einem konjunkturbasierten Anlagemanagement begründet. Wie lässt sich dieser Ansatz beschreiben und welchen Nutzen bringt er?

Preißler: Konjunkturbasiertes Anlagemanagement ist ein Ansatz zur konsequenten Reduktion der Komplexität von Anlageentscheidungen. Viele Investoren glauben, je mehr Faktoren in eine Anlageentscheidung einfließen, umso besser, weil man ja sprichwörtlich alles berücksichtigt hat. Nach unserer Erfahrung ist das Gegenteil der Fall: Zu viele Einflussfaktoren lähmen am Ende nur die Entscheidungsfähigkeit. Aus diesem Grund konzentrieren wir uns auf einen zentralen Faktor, über den sich alle anderen denkbaren Einflüsse kanalisieren, nämlich die Konjunktur. Ob es geopolitische oder wirtschaftspolitische Entwicklungen sind, Eingriffe der Notenbanken, Verwerfungen an den Immobilienmärkten u.v.m. - für die Finanzmärkte haben solche Themen nur dann eine nachhaltige Relevanz, wenn sie sich im Konjunkturzyklus niederschlagen. Er ist am Ende der Wegweiser dafür, ob Aktien- oder Anleihenkurse steigen oder fallen. Der Risikoappetit der Investoren wird bis ins kleinste Segment vom Konjunkturzyklus gesteuert, ohne dass dies den meisten Investoren bewusst ist. Deshalb ist unser Anlageprozess auf die Lokalisierung von konjunkturellen Wendepunkten ausgerichtet. Davon hängt ab, in welchen Marktsegmenten wir wie viele Risiken eingehen wollen.



Preißler: Wir schauen uns besonders die ZEW-Konjunkturerwartungen, das IFO-Geschäftsklima und den EUR-Einkaufsmanager-Index an, alles öffentlich zugängliche Frühindikatoren. Der Einkaufsmanager-Index dient uns dabei als Referenzgröße für "den" Konjunkturzyklus. Darüber hinaus berechnen wir eine ganze Reihe eigener Frühindikatoren, die wir für die Identifikation von Wendepunkten zu Rate ziehen. Für uns beginnt ein Aufwärtstrend bereits dann, wenn sich die konjunkturellen Aussichten verbessern, selbst wenn in Umfragen die gegenwärtige Lage noch als schlecht beschrieben wird. Deswegen ist für Investoren auch die Ableitung von Handlungsempfehlungen aus dem Wirtschaftsteil der Zeitung schwierig, weil sich dort meist der Ist-Zustand der Unternehmen widerspiegelt. Entsprechend ist die Position vieler Marktteilnehmer prozyklisch. Sie sind erst am Hochpunkt des Konjunkturzyklus bullish und verpassen damit einen großen Teil der Kapitalmarktgewinne. So befinden wir uns bereits seit Mitte 2012 in einem moderaten Aufschwung, der aber erst im Laufe der kommenden Monate auf entsprechende Akzeptanz bei Medien und Investoren stoßen wird. Das verleiht der Party zwar nochmal Schwung, läutet aber zugleich das nahende Ende ein. Ab dem 2. Ouartal 2014 drehen die Konjunkturbarometer weltweit wieder nach unten – und dann dreht auch das Börsenklima.

Smart Investor: Vielfach wird das Ende des Bullenmarkts bei den Anleihen ausgerufen. Wie sehen Sie das mögliche Szenario einer nachhaltigen Trendwende Richtung steigender Renditen?

Preißler: Niemand weiß, ob wir die historischen Zinstiefs tatsächlich schon hinter uns haben. Aber selbst wenn dies der Fall wäre: Aus dem Ende des Bullenmarktes folgt noch lange nicht der Anfang eines Bärenmarktes. Denn wir sind in einer Niedrigzinsfalle gefangen, aus der es bis zum Ende dieses Jahrzehnts kein Entrinnen gibt. Selbst wenn die Zinsen aktuell noch etwas steigen, werden sie im kommenden Jahr schon wieder fallen. Dann kann man am Anleihenmarkt wieder gut Geld verdienen.

Interview: Christian Bayer



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

### News, Facts & Figures

### Gewinne auf Monatssicht

### Käufe und Verkäufe haben die Ausrichtung des Musterdepots verändert

Die vergangenen Wochen waren durch einen freundlichen Trend an den Aktienmärkten gekennzeichnet. Das zeigte sich beispielsweise an den Kursgewinnen im MSCI EUR (+6,5% gegenüber dem Vormonat). Auch unser Musterdepot, bei dem es einige Veränderungen gegeben hat, konnte von dieser Tendenz profitieren.

#### Gewinnmitnahmen

Wir haben uns von zwei Fonds aus dem Musterdepot getrennt. Zum einen haben wir den Fidelity Thailand (WKN: 973 268) verkauft. Der Grund: Wir haben momentan eine generell kritische Haltung zu Investments in den Emerging Markets. Ebenfalls verkauft haben wir den Julius Bär Global High Yield (WKN: 164 225). Hier war für den Verkauf ein von uns erwarteter Zinsanstieg ursächlich. In beiden Fällen konnten wir Gewinne vereinnahmen. Die 300 Anteile des Thailand-Fonds haben wir zu 37,07 EUR verkauft. Das entspricht einem Gewinn von 13,7%. Beim Hochzinsanleihen-Fonds lag der Gewinn höher. Wir haben uns von den 100 Anteilen zu 108,91 EUR getrennt (+43,3% gegenüber dem Einstiegskurs).

#### Käufe

Da wir den japanischen Aktienmarkt weiter positiv sehen, haben wir weitere 200 Anteile des iShares MSCI Japan € hedged (A1H 53P) erworben (Kauf am 18.07 zu 36,59 EUR). Der in der Fondstabelle angegebene Kaufkurs ist ein Mischkurs aus dem Kauf von zwei Transaktionen. Darüber hinaus haben wir in 70 Anteile des Tocqueville Gold Fonds (WKN: A1C 4YR) zu je 110,93 Euro investiert. Der Edelmetallminenfonds wird von John Hathaway

gemanagt, einem Urgestein der Branche, der über langjährige Erfahrung im Goldminensektor verfügt. Anlageziel des Fonds ist die Outperformance gegenüber dem Philadelphia Stock Exchange Gold/Silver Index (XAU) in EUR. Seit Auflegung des Fonds 2008 ist das auch gelungen.

### Da Vinci Arbitrage

Uns erreichen weiterhin Zuschriften von Lesern, die in dem Fonds investiert sind und das Gespräch mit ihren Depotbanken suchen, um ihre Anteile zurückzugeben. Dabei kommt es wohl immer wieder zu Schwierigkeiten. Hendrik Klein, CEO und CIO der Da Vinci Invest AG, hat den SI-Lesern bei Problemen in der Kommunikation mit den Depotbanken Unterstützung zugesichert. Betroffene Anleger sollten sich per Mail (info@davinci-invest. ch) oder telefonisch unter +41 (0) 41 511 83 40 an die Da Vinci Invest AG wenden. Der Da Vinci Arbitrage-Fonds (WKN: A0L A72) wird in der Fondstabelle zum letzten aktuellen Kurs geführt. Zur Klärung einer Ausbuchung zu einem fairen und transparenten Preis sind wir mit Da Vinci in Kontakt.

#### Ausblick

Die Liquidität im Fondsmusterdepot ist mit über 37% weiterhin hoch. Dadurch bietet sich die Gelegenheit, weitere Investmentideen umzusetzen. Neben dem japanischen Aktienmarkt sind wir für die USA bullish. Daher planen wir, diesen Bereich auch im Musterdepot verstärkt abzudecken.

Christian Bayer

Musterdepot (Start: 01.01.2009 mit 100.000 EUR)  Perf.: seit Auflage: +30,6% (MSCI Welt: +72,7%); 2013: -1,1% (MSCI Welt: +14,8%); seit dem Vormonat:+3,4% (MSCI Welt: +6,5%)											
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kaufdatum	Kauf zu	Kurs 19.07.	Wert 19.07.	Depotanteil	Perform Vormonat		
DaVinci Arbitrage Fund	A0L A72	Hedgefonds	70	02.01.09	132,44	101,28	7.090	5,4%	1,0%	-23,5%	
4Q Growth*	AOD 9PG	Technologie	275	10.03.10	38,65	51,62	14.196	10,9%	7,3%	33,6%	
FCP OP Medical BioHealth-Trends	941 135	Aktien Health Care	85	29.03.10	126,3	205,48	17.466	13,4%	13,0%	62,7%	
M & W Privat	AOL EXD	VV-Fonds	80	07.12.11	149,53	111,55	8.924	6,8%	-4,1%	-25,4%	
Bantleon Opportunities L	AON B6R	Mischfonds	100	18.05.12	108,95	118,13	11.813	9,0%	1,2%	8,4%	
iShares MSCI Japan € Hedged**	A1H 53P	Aktien Japan	400	21.02.13	32,47	36,01	14.404	11,0%	13,6%	10,9%	
Tocqueville Gold P	A1C 4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	114,56	8.019	6,1%	k. A.	3,3%	
	Fondsbestand 81.911,10				62,7%	*) Aci	htung: Die F	g lautet auf	lautet auf USD,		
		Liquidität	48	8.705,68	37,3%		*) Der Ka				
		Gesamtwert	130	0.616,78	100%	ist ein					

### Das große Bild

### Ist Deutschland souverän?

Aufgrund der Abhöraffäre wird klarer, was Deutschland ist – und vor allem, was es nicht ist.

### "Ein Land, das sich nichts traut"

Überrascht gab sich die deutsche Regierung, dass das gesamte Land und auch sie selbst von befreundeten Geheimdiensten abgehört wird. "Neuland" sei das Internet für die Kanzlerin, gab sie nach den ersten Enthüllungen des EX-NSA-Mannes Edward Snowden – noch ganz die Unschuld aus der Uckermark – zu Protokoll. Dabei hätte jede Regierung wissen können, was auch der hauseigene BND so alles treibt, und zwar im besten Einvernehmen auch mit ausländischen Diensten. Das Ganze ist ein Possenspiel und die Ertappten werfen massenweise Nebelgranaten. Fakt ist: Während man öffentlichkeitswirksam über Vorratsdatenspeicherung diskutierte, wurde sie längst praktiziert. Auch manches Abkommen zur Übermittlung von Daten hatte wohl nur den Zweck, offiziell abzusegnen, was auf dem "kleinen Dienstweg" schon längst Usus war. Der PRISM-Skandal kochte längst hoch, aber die deutsche Regierung sah sich nicht veranlasst, wenigstens ein kleines Zeichen ihrer Souveränität zu setzen. Stattdessen Sonntagsreden der Präsidenten der USA (Obama) und Deutschlands (Gauck) vor handverlesenem Jubelpublikum am Brandenburger Tor. Die Rührinszenierung war eine einzige Farce, denn Deutschland gilt in der glasklaren Sprache

"Die stecken unter einer Decke mit den Deutschen"

Edward Snowden über die grenzenlese Macht des Us-Geheimdienste "SSA.

Der Spiegel als Aufklärer

der NSA als "Partner dritter Klasse". Konsequenterweise ließ man auch den wahlkämpfenden deutschen Innenminister, der ein paar Wochen später in Amerika vorsprach, mit leeren Händen wieder abrücken. Das sagt vor allem etwas über die Machtverhältnisse aus. "Feigheit vor dem Freund" wurde zum geflügelten Wort in der Presse. Selbst der "Spiegel" konnte nicht umhin festzustellen: "Deutschland ist ein Land, das sich nichts traut" – "ein Zwerg der Weltgeschichte".

### Teilsouveränität im Praxistest

Dass Deutschland nur Juniorpartner ist, wusste jeder. Dass es aber um die Souveränität des Landes derart schlecht bestellt ist, konnte man allenfalls ahnen – etwa nach den Äußerungen von Bundesfinanzminister Schäuble, der im vertrauten Kreis aussprach, dass Deutschland seit 1945 bestenfalls(!) teilsouverän sei. Die Regierung als Marionettenveranstaltung?! Zumindest bekommen Begriffe wie Rechtsstaat, Gewaltenteilung und Souveränität einen zunehmend schalen Beigeschmack. Offenbar gibt es unter dieser Oberfläche ein Gespinst der Macht, das normalerweise im Dunkel bleibt. Der Rahmen, in dem der "Teilsouverän" Demokratie und

Rechtsstaat spielen darf, scheint eng gesteckt, wie nicht zuletzt die irrationale Euro-"Rettung" zeigt. Vergleichen Sie hierzu auch unsere Titelgeschichte "Über Macht und Mächtige" in der letzten Ausgabe Smart Investor 7/2013. Wer vor den NSA-Enthüllungen eine Totalüberwachung vermutete, galt als "Verschwörungstheoretiker" oder Fall für den Psychiater. Nun ist es offensichtlich. Das Entlarvende ist nicht einmal die Aufdeckung der Spähprogramme PRISM, Tempora & Co., entlarvend ist die windelweiche Reaktion der Politik, die jegliche Achtung vor sich selbst verloren zu haben scheint. Auch das Maulheldentum der Opposition kann nicht vom Gegenteil überzeugen. Wären die betreffenden Parteien wieder in der Regierung, würden sie sich genauso staatstragend duckmäuserisch verhalten wie die aktuellen Amtsinhaber.



### Ben, der Wankelmütige

Themawechsel. Erstaunlich, mit welcher Geschwindigkeit Fed-Chef Bernanke gleich zwei aufeinanderfolgende Kehrtwendungen um jeweils 180 Grad gelangen: Noch im Mai hatte er avisiert, dass das Anleihekaufprogramm der Fed bis Mitte 2014 auslaufen werde. Eine Ankündigung, die an den Märkten nicht gut ankam. Zwar bemühten sich in der Folge Offizielle der US-Notenbank, die Wogen zu glätten, aber es bedurfte eines erneuten Machtwortes des Großen Vorsitzenden, um die Unsicherheit zu zerstreuen. Hier geht es nicht um das Thema selbsttragender Aufschwung, sondern



Deutschland braucht den Euro nicht.

# Alternative

für Deutschland

Am 22. September haben Sie die Wahl

www.alternativefuer.de

### Blick hinter die Kulissen



Seit jeher kommentiert Smart Investor auch die (Welt-)Politik. Dabei genehmigen wir uns auch eine eigene Meinung, die von der des Mainstreams mitunter sehr stark abweichen kann. Dies ist aus unserer Sicht notwendig, um entscheidende zukünftige Entwicklungen gut vorhersagen zu können. Denn der Mainstream ist letztlich immer von neuen Konstellationen überrascht bzw. dafür unvorbereitet. Unter anderem deshalb beschäftigen wir uns auch mit Gruppierungen wie den "Bilderbergern", die aus unserer Sicht sehr stark in die Politik hineinwirken – dies aber auf sehr verschlungenen Wegen. Dass es sich bei solchen Überlegungen nicht um sinnfreie Verschwörungstheorien handelt, sollte angesichts der PRISM/Tempora-Enthüllungen mittlerweile jedem klar geworden sein. Unsere These: Wenn man verinnerlicht hat, welche Punkte mächtige Netzwerke wie die "Bilderberger" auf der Agenda stehen haben, dann lässt sich die Politik besser kalkulieren, nachfolgend drei Beispiele:

Ein wichtiger Punkt ist die immer mehr zunehmende Bespitzelung der Bevölkerung. Der stets vorgebrachte Grund dafür ist die Terrorismusbekämpfung. Der von uns vermutete Grund ist das Hinarbeiten auf einen totalen Überwachungsstaat nach Orwell'schem Muster. Der Whistleblower Edward Snowden hat aufgezeigt, dass die Entwicklung in diesem Punkt schon sehr viel weiter fortgeschritten ist, als sich dies die meisten Zeitgenossen (auch wir) hätten vorstellen können. Unsere Prognose: Die Überwachung wird, trotz dem, dass sie nun aufgeflogen wird, keinesfalls eingeschränkt, sondern sogar noch weiter forciert werden – bis in Bereiche des täglichen Lebens und der Privatsphäre hinein – mehr dazu in "1984" von George Orwell.

Ein weiterer Punkt ist die völlige Destabilisierung des Nahen Ostens. Wie der frühere Oberbefehlshaber der US-Streitkräfte in Europa, Wesley Clarke, in einem Fernseh-Interview zugab, besteht diese Agenda seit mindestens 2001 (wahrscheinlich aber schon deutlich länger). Anders ausgedrückt: Mit allen Mitteln wird versucht werden, ein arabisches Land nach dem anderen zu "bearbeiten", wobei man ja inzwischen schon sehr weit gekommen ist. Vor diesem Hintergrund ist die derzeitige Diskussion um den Chemiewaffeneinsatz des Assad-Regimes in Syrien hoch brisant. Die Westmächte versuchen unter allen Umständen, ihren heimischen Bevölkerungen den "Beweis" dafür schmackhaft zu machen. Der russische Außenminister Sergei Lawrow dagegen gab kürzlich bekannt, Untersuchungen russischer Experten hätten unwiderlegbare Beweise dafür geliefert, dass der Einsatz von Giftgas durch die Rebellen und nicht durch Assads Truppen erfolgte. Wem soll man nun glauben? Den US-Vertretern, die der Welt vor dem Irak-Krieg auch schon von Massenvernichtungswaffen erzählten? Die Medienmanipulationen, wenn es um Kriegseintritte geht, sind mittlerweile Legende. Unsere Prognose: Die Westmächte unter Führerschaft der USA werden weiter versuchen, das Assad-Regime zu stürzen, und Russland wird (aufgrund der Erfahrungen mit dem Libyen-Krieg) dagegenhalten, was durchaus sehr "spannende" Ausmaße annehmen kann. Mehr zur Geostrategie der USA, zu den Aussagen Wesley Clarkes sowie zu den fingierten Medienberichten bezüglich des Syrienkrieges findet sich im Artikel "Zug um Zug", welcher in Smart Investor 7/2012 ab S. 20 erschien.

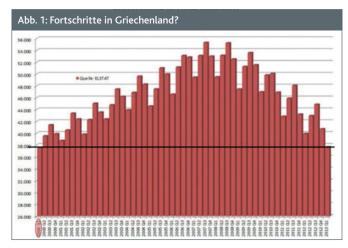
Der dritte und für Investoren wichtigste Punkt auf der geheimen Agenda ist das Ziel einer Weltwährung. Dafür unerlässlich ist natürlich, dass man dort, wo bereits ein großer Wirtschaftsraum (Europa) eine Einheitswährung (Euro) übergestülpt bekommen hat, keinesfalls eine Rückkehr zu nationalen Währungen mehr zulassen wird – koste es, was es wolle. Nur wer diesen Agenda-Punkt verstanden hat, versteht auch, warum der Euro gegen jeden gesunden Menschenverstand unter Aufführung fadenscheiniger Argumente (Alternativlosigkeit, Friedensdividende usw.) und unter ständiger Missachtung der Würde der Menschen in Südeuropa "gerechtfertigt" und "durchgepeitscht" wird. Unsere Prognose: Kein Land wird aus dem Euro austreten. Man wird alle auch nur erdenklichen Mittel ergreifen, um die Verantwortlichen "bei der Stange" zu halten.

Sehr interessant in diesem Zusammenhang wird die Entwicklung in Großbritannien sein, welches den Euro nicht hat und in welchem es starke Tendenzen für den EU-Austritt gibt. Letzteres dürfte nicht der "Agenda" entsprechen, weshalb wir den weiteren Fortgang der dortigen Politik – vor allem auch im Hinblick auf die dortige Unabhängigkeitspartei UKIP – mit Spannung verfolgen werden. Mehr zum diesjährigen Bilderberger-Treffen (und zur UKIP) lesen Sie im Artikel ab S. 22.

Ralf Flierl

# **ZKK**Zürcher Kapitalmarkt Konferenz

## 5. September 2013 Park Hyatt Zürich Beethoven-Strasse 21 8002 Zürich Anmeldung und Informationen auf www.gbc-ag.de HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK Rechtspartner Veranstalter **SCHERRER** ASSET MANAGEMENT EQS GROUP Medienpartner Gold FinanzNachrichten.de GoingPublic — Magazin **Smart Investor** Medienpartner Silber DER AKTIONAR



Reales unbereinigtes griechisches Bruttoinlandsprodukt in Mrd. Euro: keine Besserung in Sicht. Quelle: VSP AG, Querschüsse.de, ELSTAT

alleine um die Frage, ob die Chefdealer in den Notenbanken weiter ausreichend Frischgedrucktes - manche nennen es Geld in das System pumpen werden. Klare Aussage: Sie werden. Was immer Bernanke mit seinen Ankündigungen erreichen wollte, es ging schief. Konsequenterweise will er sich auf einen bestimmten geldpolitischen Kurs gar nicht mehr festlegen - selbst eine Ausweitung des Anleihekaufprogramms mag er nun nicht ausschließen. Während die Notenbank laut Lehrbuch als die Hüterin der Geldwertstabilität gilt, ist die Realität eine andere. Mit seinen jüngsten Eskapaden profilierte sich Bernanke als der eigentliche Produzent von Unsicherheit.

### Mario, der Trickser?!

Aber auch bei Bernankes Bruder im Geiste, Mario Draghi von der EZB, läuft es derzeit nicht rund. Die langen Schatten der Vergan-

### BULLIONAR

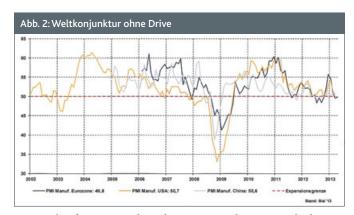
Silberkunst



3,4 kg | Höhe 10 cm | 30 Expl.

Kontakt: +49.(0)89.33 55 01 | www.bullion-art.de

genheit scheinen förmlich nach dem EZB-Chef zu greifen. Aktuell ist es ein Bericht des italienischen Finanzministeriums, der Licht auf Einzelheiten des italienischen Euro-Beitritts wirft. Wie schon der griechische Euro-Beitritt ist auch der italienische alleine das Ergebnis verantwortungsloser Tricksereien, mit denen die damaligen Akteure die Maastricht-Kriterien bewusst unterliefen - Tricksereien, die sich heute bitter rächen. Auch die Italiener hübschten ihre Haushaltslage mit Derivatgeschäften künstlich auf, was die Staatskasse nicht nur mit rund 8 Mrd. EUR an direkten Schäden belastet, sondern den ganzen Boom-Bust-Zyklus des Euro-Beitritts überhaupt erst ermöglichte. Mario Draghi war in der fraglichen Zeit Generaldirektor im italienischen Finanzministerium, womit sein Name erneut im Dunstkreis einer Finanzaffäre auftaucht. Zur Erinnerung: Erst Anfang des Jahres wurde bekannt, dass Draghi im Jahre 2011 der bedrängten Bank Monte dei Paschi di Siena in einem geheimen Milliardendeal zur Hilfe eilte – diesmal



Die Einkaufsmanagerindizes der Eurozone, der USA und Chinas notieren allesamt in der Nähe der 50 %-Marke und signalisieren damit wenig konjunkturelle Dynamik. Quelle: DJE Kapital AG

allerdings schon mit dem Hut des italienischen Notenbankchefs auf dem Kopf. Die Drehtür zwischen Big Banking, Staatsamt und Notenbank ist also auch in Italien gut geschmiert. Aktuell -Draghi trägt inzwischen den Hut des EZB-Chefs - wird munter weitergetrickst, allerdings nicht mehr nur für Italien, sondern für die gesamte Eurozone. Die EZB lockerte - entgegen den Empfehlungen der hauseigenen Risikomanager – die Bedingungen für die Einreichung sogenannter Asset-backed Securities (ABS) als Sicherheiten. Diese Papiere wirkten bekanntlich schon beim Ausbruch der Finanzkrise wie Brandbeschleuniger. Eine offensichtliche Lex specialis für die ächzenden Südeuropa-Banken, die von der EZB hier in Kraft gesetzt wurde. Das Rating Italiens, Heimat und frühere Wirkungsstätte des Gottspielers und Geldzauberers Draghi, wurde jüngst von Standard & Poor's auf BBB herabgestuft – noch ganze zwei Stufen über "Ramsch".

### "Gesundbeterei" als Bürgerpflicht

Seit Monaten werden wir mit einer regelrechten "Gesundbeterei" konfrontiert. Die massiven Stützungsmaßnahmen und Eingriffe in das Wirtschaftsgeschehen, sie müssen doch endlich wirken. Und so wird alles getan, um wenigstens den Eindruck zu erwecken, das Schlimmste der Krise sei ausgestanden. Alleine die Zahlen geben das so nicht her. In Griechenland befindet sich



Die Automobilindustrie ist einer der wenigen verbliebenden Treiber der deutschen Konjunktur.

die Wirtschaft weiter im Rückwärtsgang (vgl. Abb. 1), während die Staatsverschuldung trotz Schuldenschnitten praktisch wieder das Niveau bei Ausbruch der Krise erreicht hat. In den anderen Wackelländern sieht die Erfolgsbilanz ebenfalls nicht gerade rosig aus. Warum also wird das Offensichtliche nicht ausgesprochen? Die Wirtschaftswoche bezeichnet dieses Schweigen in der aktuellen Titelgeschichte gar als die "Die vertuschte Krise" – völlig zu Recht, wie wir denken.

### Die Krise, die nicht stattfinden darf

Knapp zwei Monate vor der Bundestagswahl dürften die etablierten Parteien kein Interesse daran haben, dass Euro und Euro-Krise zu Wahlkampfthemen werden. Da sind sich Regierungsparteien und parlamentarische Opposition mit Ausnahme der Partei "Die Linke"



Wirtschaftswoche: "Die vertuschte Krise"

einig. Auf jeden Fall will man verhindern, dass eine explizit eurokritische Partei wie die "Alternative für Deutschland" in das Parlament einzieht und den selbsternannten Rettern das Leben künftig noch schwerer macht. Spätestens nach der Wahl wird die Krise aber mit voller Wucht auch wieder in die Medien zurückkehren – zum einen, weil sie tatsächlich zu keinem Zeitpunkt überwunden war, zum anderen, weil man dem Publikum die anstehende Blut-, Schweiß- und Tränen-Politik aus Steuererhöhungen und Zwangsmaßnahmen eben nur dann wird vermitteln können, wenn dadurch glaubhaft noch größerer Schaden abgewehrt wird. Der anstehenden Bundestagswahl werden wir uns in der September-Ausgabe noch ausführlich widmen.

### Konjunktursorgen

Aber nicht nur in der Eurozonen-Peripherie will die Wirtschaft nicht in Schwung kommen. Auch in Deutschland läuft die Sonderkonjunktur langsam aus. Die Auto-Absatzkrise hat Europa fest im Griff und es ist lediglich der asiatischen Nachfrage im oberen Preissegment zu verdanken, dass in den Bilanzen der heimischen Fahrzeughersteller bislang Schlimmeres verhindert wurde. Ob das so bleiben wird, ist allerdings fraglich, denn auch in China stottert der Wachstumsmotor inzwischen hörbar. Besondere Sorgen macht das chinesische Schattenbankensystem, das einem gigantischen Ponzi-Schema gleicht und das Zeug hat, nicht nur China, sondern die Weltwirtschaft insgesamt weiter zu destabilisieren. Die Einkaufsmanager-Indizes (PMI) sowohl in China als auch in den USA liegen nur hauchdünn über der Marke von 50, unter welcher ein Nachlassen der Wirtschaftsdynamik signalisiert wird (s. Abb. 2). Der europäische PMI liegt gar unter 50. Der deutsche



## Hausbank-Prinzip



Die Beziehungen zu unseren Kunden, Partnern und interessierten Investoren haben wir über Jahre hinweg aufgebaut.

> Durch langjährige, erfolgreiche Beziehungen und Integrität entsteht Vertrauen. Vertrauen will verdient sein und muss gepflegt werden.

Vertrauen braucht auch persönliche Ansprechpartner, die bleiben.

BankM

### Löcher in der Matrix

### "Friedrich erklärt Sicherheit zum "Supergrundrecht" (welt.de, 16.7.2013)

Die gute Nachricht zuerst: Bundesinnenminister Friedrich hat den Bürgern ein neues Grundrecht spendiert: Sicherheit. Selbst im Hause Springer wusste man wohl nicht recht, wie man mit so viel Chuzpe des Ministers umgehen soll, und fasste das ministerielle Geschenk nur mit der Kneifzange der Anführungszeichen an: "Supergrundrecht" – so jedenfalls der Begriff, mit dem Friedrich seine Erfindung ohne jeden Anflug von Bescheidenheit gleich allen anderen Grundrechten voranstellte. Geburtshelferin war die Not, besser gesagt die Befragung des Ministers in einer Sondersitzung des Parlamentarischen Kontrollgremiums (PKGr) des Bundestages. Während man also halb süffisant, halb kopfschüttelnd über die Wortschöpfung des bedrängten Ministers sinnierte, blieb der eigentliche Skandal unerwähnt: Die voranschreitende Verwischung der Grenzen der Gewaltenteilung. Zwar ist der Innenminister neben dem Justizminister auch einer der "Verfassungsminister", als solcher ist er aber nur für den Schutz des Grundgesetzes zuständig, nicht für dessen rechtsphilosophische Fortentwicklung und schon gar nicht für die Demontage der "alten" Grundrechte.

### "Neues Gesetz geplant: EU will Grundrecht auf Girokonto einführen" (bild.de, 8.5.2013)

Tatsächlich prasselt derzeit ein wahrer Grundrechtsregen auf uns Bürger hernieder. Denn auch die EU-Kommission hat wieder einmal Handlungsbedarf entdeckt. Vordergründig geht es um jene Menschen, mit denen Banken ungern in eine Geschäftsbeziehung treten – weil es sich nicht rechnet. Das sei nach den Worten eines Sprechers der Verbraucherministerin "ein großes Ärgernis". Die Vertragsfreiheit bleibt also auf dem absteigenden Ast im Hause Aigner. Stattdessen hilft die EU-Kommission mit einer Gesetzesinitiative für ein "Grundrecht auf Girokonto". Was hier unkritisch als geradezu ritterliche Maßnahme zur Stärkung der Rechte von



Bankkunden gefeiert wird, muss im Kontext gesehen werden. Die Anti-Bargeld-Kampagnen und -Maßnahmen der letzten Jahre könnten das "Grundrecht auf Girokonto" in absehbarer Zukunft zu einer Bürgerpflicht zur Nutzung des Girokontos mutieren lassen. Anonymes Bargeld lässt sich eben einfach nicht richtig überwachen, und da geht es schließlich auch um unser neues "Supergrundrecht Sicherheit" (s.o.).

Ralph Malisch

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

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

Bundesbank-Chef Jens Weidmann zeigt sich daher zuversichtlich, dass die großen Zentralbanken aufgrund der weltweit mauen Konjunktur von der lockeren Geldpolitik nicht abrücken werden. Er rechnet daher damit, dass die deutsche Konjunktur nach dem schlechten Winterhalbjahr im 2. Quartal wieder an Fahrt gewinnt. Auch hier spürt man wieder das Gottspielertum, wonach die Zentralbanken über Wohl und Wehe der Wirtschaft entscheiden können. Aber wie in den letzten Ausgaben schon angedeutet: Smart Investor bezweifelt, dass insbesondere für Deutschland/Europa eine scharfe Rezession noch abgewendet werden kann. Die Gründe: Harte Austeritätspolitik in Südeuropa, nachlassende Konjunktur in China bzw. Emerging Markets und verschärfte Konkurrenz aus Japan für unsere Exportindustrie.

#### On Fundamentals

Die rückwärtsgerichteten Unternehmensergebnisse sind hier in Europa durchwachsen bis "gar nicht mal so schlecht". Bei den Ausblicken halten sich die Manager oftmals eher bedeckt. Verständlich, zumal sie das ständige Hin und Her der Zentralbanken und der Politik auch kaum mehr einschätzen können. Die Optimisten unter den Börsianern verweisen neben der moderaten Aktienbewertung (Markt-KGVs zwischen 11 und 14 in den USA und Europa) gerne auf die eklatante Unterbewertung von Aktien gegenüber Renten (KGV zwischen 30 und 70!). Wie der Value-Investor Frank Fischer im Interview auf S. 74 zugibt, lässt sich dieses Argument auch nicht einfach vom Tisch wischen. Dabei ist natürlich interessant, warum es diese enorme Renditedifferenz gibt. Ein Grund könnte sein, dass die Zinsen hoch-

gradig durch die Zentralbanken nach unten manipuliert werden – und das in einer bisher noch nie dagewesenen Weise. Gut möglich, dass die Aktieninvestoren in diesem Umfeld Schwierigkeiten bei der Bewertung haben – schließlich fehlen historische Vergleiche dafür, wie sich eine solche Situation auflösen wird. Und wie die jüngsten schnellen Zinsanstiege in den letzten Wochen zeigten, kann sich die Situation auch wieder sehr schnell ändern. So schnellte z.B. die deutsche Umlaufrendite innerhalb von zwei Monaten in der Spitze um fast 50% nach oben. Insofern erscheint uns der Vergleich Aktien versus Renten in einer Zeit wie dieser doch mit etwas Vorsicht zu genießen zu sein.

Interessant erscheint uns die Tatsache, dass viele Value-Investoren mit Fokus auf den deutschsprachigen Raum derzeit oftmals recht hohe Cashquoten in ihren Fonds haben. Frank Fischer (Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen, s. S. 74) beispielsweise hält derzeit fast 40% als Liquidität, weil er erstens den Aktienmarkt für korrekturbedürftig hält, weil er aber auch zweitens nicht mehr im großen Stil diejenigen unterbewerteten Schnäppchen findet, nach denen ein klassischer Value-Investor sucht. Ähnlich sieht es Stefan Rehder (Value Intelligence Fonds und Veranstalter der Münchner Value-Konferenz, s. S. 6) und Georg Geiger (Value-Holdings Capital Partners Funds), die ebenfalls rund ein Drittel des Fondsvermögens in Cash parken (mehr zu Value-Fonds ab S. 38). Zwar lässt sich aus diesem Umstand nicht unbedingt ein Timingsignal herauslesen, aber er sagt doch etwas über das allgemeine Bewertungsniveau der Aktien aus.







Stefan Reder, Frank Fischer und Georg Geiger

### Die Eine-Million-Dollar-Frage

Die große Frage, die sich für die Investoren derzeit stellt, ist: Nehmen die Aktienbörsen einen neuerlichen Konjunktur-Aufschwung vorweg, der eigentlich nur über den Weg der extremen geld- und fiskalpolitischen Stimulierung denkbar ist? Dann wäre der derzeitige DAX-Stand von 8.000 Punkten sicherlich gerechtfertigt und weitere Kurssteigerungen zu erwarten. Oder aber laufen die Aktienbörsen derzeit in die falsche Richtung, weil sich die (Welt-)Konjunktur in den kommenden Monaten weiter abkühlt? In diesem Fall müsste im zweiten Halbjahr mit rückläufigen Börsennotierungen gerechnet werden.

Bei unseren Gastanalysten (S. 54 bis 57) liegt ein gemischtes Bild vor. Die eher trendorientierten Methoden sprechen noch für einen intakten Bullenmarkt, die eher sentimentorientierten Methoden deuten auf eine gewisse Überhitzung beim DAX hin. In unserer neuen Rubrik "Sektoranalyse" (S. 54) wird ab jetzt regelmäßig das Verhalten der einzelnen Branchen analysiert werden. Derzeit ist hier bemerkenswert, dass die zyklischen Branchen zuletzt deutlich zulegten, was abermals die eingangs gestellte Frage aufwirft: Verdrängen die steigenden Börsen eine sich bereits verschlechternde

Konjunktur oder aber nehmen sie eine weiterhin positive Wirtschaftsentwicklung vorweg? Diesbezüglich zu den Optimisten gehört Harald Preißler, Chefvolkswirt und Leiter Anlagemanagement beim Investmenthaus Bantleon, der im Interview auf S. 42 seinen Analyseansatz und seine positive Sicht zur Konjunktur bzw. zu den Aktien erläutert. Eine deutlich negativere Einschätzung vertritt dagegen der Schweizer Aktienstratege Felix Zulauf, mit dem wir im kommenden Heft 9/2013 ein Interview bringen werden (Auszüge seiner Einschätzung finden sich in Heft 7/2013 auf S. 48).

Diese Hopp-oder-Topp-Konstellation kommt auch im Chartbild des DAX zum Ausdruck. Zum dritten Mal seit 13 Jahren notiert das deutsche Blue-Chip-Barometer in der Nähe seiner 8.000-Punkte-Marke. Wie dieser Umstand unter technischen Gesichtspunkten zu sehen ist und wie die technischen Perspektiven der amerikanischen Weltleitbörse aussehen, das wird in der Rubrik "Charttechnik" auf S. 52 erläutert.

#### **Fazit**

Deutschland ist kein souveränes Land. Spätestens seit der Abhöraffäre und dem diesbezüglichen Verhalten unserer Politiker sollte das auch den letzten Zweiflern dieser Wahrheit klar werden. Das heißt, die wirklich wichtigen Entwicklungen in diesem Lande sind fremdbestimmt. Dies dürfte schon vor der Euro-Einführung so gewesen sein, danach ist es dies sowieso. Vor diesem Hintergrund ist der Ausgang der kommenden Wahl nahezu bedeutungslos. Diesen Umstand gilt es sich vor Augen zu führen.

Die europäischen Börsen stehen an einer Weggabelung. Sollte die hiesige Politik – so wie bisher – wirtschaftlich eher verhalten bzw. restriktiv agieren, so ist von einer baldigen flächendeckenden Rezession auszugehen. Sollte dagegen in der EU, eventuell nach der deutschen Bundestagswahl, eine völlige Kehrtwende in der Politik stattfinden, so würde vermutlich ein Crack-up-Boom-Szenario – vergleichbar wie in Japan – anstehen. Für Japan selbst sowie für die USA sind die Vorzeichen ohnehin ungleich positiver zu deuten – zumindest mit Blick auf die Börsen. Unsere laufenden Einschätzungen finden Sie regelmäßig im Smart Investor Weekly, der jeden Mittwochabend auf unserer Website www.smartinvestor.de erscheint.

Ralf Flierl, Ralph Malisch

Anzeige



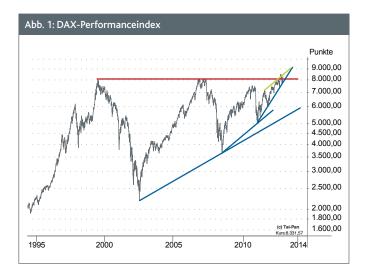
### Charttechnik

## Magische Marken

## Gemeinsamkeiten und Unterschiede an wichtigen Entscheidungspunkten

### Bezwingt der DAX den 8.000er?

Schwer tut sich der DAX derzeit mit der "magischen Marke" von rund 8.000 Punkten (Abb. 1). Historisch scheiterte er in der luftigen Höhe des 8.000er-Gipfels bereits zweimal grandios. Im Jahr 2000 folgte dem Aufstieg mit einem Minus von mehr als 70% ein wahres Kursdesaster. Auch der Höhenflug des Jahres 2007 endete mit einem Kurseinbruch von mehr als 50% abrupt. Es ist daher verständlich, wenn die Marktteilnehmer auch dieses Mal Respekt vor dem scheinbar unbezwingbaren Gipfel haben. Nach einem glatten Durchmarsch sieht es jedenfalls nicht aus, obwohl die Notenbanken insgesamt für reichlich Liquidität an den Märkten sorgen. Beim aktuellen Gipfelsturm folgte dem ersten Ausbruch direkt ein Rückschlag unter das Ausbruchsniveau. Zum Redaktionsschluss liegt der Index allerdings bereits wieder über der wichtigen Chartmarke. Ursächlich für die jüngste Zickzack-Bewegung dürften im Wesentlichen die widersprüchlichen Aussagen von Fed-Chef Bernanke gewesen sein – der Primat der Notenbankpolitik über die Charttechnik.



#### Logik der Magie

Die Logik hinter der Magie dieser Entscheidungsmarken ist gar nicht so magisch. Es sind zwei Aspekte, die hier zusammenspielen: Die meisten Marktteilnehmer orientieren sich an solchen großen bzw. runden Zahlen, wenn sie über mögliche Zielzonen einer Bewegung nachdenken oder sprechen. Ein punktgenaues Abzählen findet man außer bei den Anhängern der Elliott-Wellen-Methode eher selten. Vielleicht steckt dahinter einfach die realistische Einsicht, dass

Zukunftsfragen ohnehin mit Unsicherheit behaftet sind und man deshalb auch gar keine falsche Genauigkeit vorgaukeln will. Der zweite Aspekt ist das Konzept von Widerstand und Unterstützung. Wenn eine Aufwärtsbewegung einmal an einer Marke gescheitert ist, dann wird diese technisch als Widerstand betrachtet. Der Kurs scheiterte so gesehen im Jahre 2007 am Widerstand des Jahres 2000.



### Magisch, aber nicht rund

Vergleicht man die Kursentwicklung des DAX mit derjenigen des S&P500 (Abb. 2), dann fällt die deutlich bessere Performance der Amerikaner auf. Der US-Index schaffte den Durchbruch durch seine magische, aber nicht wirklich runde Marke von 1.550 Punkten geradezu lehrbuchmäßig. Nach einem Aufsetzer auf das Ausbruchsniveau zog er erneut nach oben davon. Dies ist umso bemerkenswerter, als der S&P 500 ein reiner Kursindex ist, während der üblicherweise und auch hier dargestellte DAX als Performanceindex zuzüglich der angefallenen Dividenden berechnet wird. Der mit dem S&P 500 direkt vergleichbare DAX-Kursindex liegt aktuell rund 30%(!) unter seinem Allzeithoch (vgl. zu dieser Thematik auch die Rubrik "Charttechnik" in Smart Investor 4/2013, S. 55).

#### Fazi

Ein Vergleich des jüngsten Kursverhaltens an den jeweiligen magischen Marken zeigt ein deutlich stärkeres Bild der US-Aktien gegenüber deutschen Dividendentiteln. Der richtigere Vergleich mit dem DAX-Kursindex untermauert diese Einschätzung sogar noch.

Ralph Malisch

### Relative Stärke

## Er hat es wieder getan

### Fed-Chef Bernanke schlägt einen weiteren Haken

### Karten neu gemischt

Wieder war es Fed-Chef Bernanke, der durch seine Äußerungen die Märkte durcheinander wirbelte. Damit hat sich der Mann innerhalb von rund zwei Monaten zweimal um 180 Grad gedreht. Erneut produzierte er eine Bewegung, die das Etikett "Made by Bernanke" verdient. Das Ausmaß des Kursumschwungs zeigt sich wiederum in der Spalte "Lage Kurs 4 Wo". Nachdem im Vormonat noch alle Werte im roten Bereich (untere 30% der Handelsspanne der letzten vier Wochen) lagen, sind nun 22 der 26 Titel in die oberen 30% der Handelsspanne (>= 70) vorgestoßen. Was Bernanke mit seinen Verbalinterventionen bezweckt, ist

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines Ausgewählte Technische Indikatoren europäischen Investors in Landeswährung Relative Stärke zum GD Halbjahr Lage Kurs Index Land 19.07. 21.06. 24.05. 12.04. 15.03. 15.02. 4Wo 6Mo 3Jhr: Steig.% Abst.% Rohöl USA 16 +0,11 +13.62 17 Nikkei 225 2 3 78 74 82 +0.24+13,7 S&P 500 3 12 4 4 8 90 97 +0,11 +7,1 TecDAX D 4 7 7 5 +0,11 +6,8 5 NASDAQ 100 USA 6 14 74 86 +0,08 +6,3 2 5 15 USA 6 3 8 85 95 98 +0,11 +6,1 DJIA 30 MDAX D 8 6 5 3 91 96 +0,11 +5,5 DAX 8 11 14 11 13 76 +0,06 +4,8 CAC 40 9 12 12 12 12 11 77 +0,05 +3,4 5 7 SMI 10 9 4 4 85 65 86 +0,10 +3,8 GB 11 13 15 15 18 95 71 **FTSE 100** 13 81 +0,06 +3,6 **REXP 10\*** 21 +0,02 +1,2 12 21 80 96 Shenzhen A China 13 5 1 11 4 24 25 +0,06 -1,5 Indien 14 16 18 19 +0,01 +3,7 Sensex IBEX 35 15 14 18 17 13 14 31 -0,06 -3,3 Merval 16 2 1 1 19 11 81 65 +0,07 +0,9 39 НК 17 16 19 17 9 74 34 58 -0.07 -4,5 Hang Seng KOSPI 18 18 23 20 73 34 37 -0,05 -3,8 Korea PTX Polen 19 22 16 23 -4,1 2 S.E.T. 20 17 6 3 2 38 +0,03 -2,1 RTX Rus 21 24 23 23 19 10 86 38 20 -0.12 -3,3 All Ord. Aus 22 20 21 8 85 53 74 +0,04 +0,0 H Shares China 23 23 20 6 16 -0.18 -12,6 Gold 24 24 24 99 19 -0,20 -12,6 24 HUI\* USA 25 26 26 26 26 26 15 8 -0.47-21,8 25 25 -23,8 Silber 26 25 25 25 60 6 -0.36grün: verbessert rot: verschlechtert schwarz: unverändert grün: >0 grün:<-15 \* REXP 10: Index 10jähriger Anleihen; HUI: Goldminen-Index

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 www.smartinvestor.de/news/hintergrund 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 fraglich, aber das ständige Hü und Hott verunsichert nicht nur die Börsen, sondern auch die Wirtschaft. Mit solchen Spielchen liefert er langfristig selbst die besten Argumente für die Abschaffung seiner Institution.

### Rohöl auf dem Treppchen

Die auffälligste Relativbewegung war beim Rohöl zu verzeichnen, das in der Berichtsperiode sieben Ränge zulegte und auf Rang 1 landete. Hintergrund dieser Bewegung ist weniger eine massiv anziehende Konjunktur als die Sorge über die Sicherheit der Versorgung. Der Putsch in Ägypten sowie die weiter unübersichtliche Lage im Land und der Region waren die Hauptpreistreiber. Damit wurde der Nikkei-225-Index auf Rang 2 verdrängt - kein Grund, das Inselreich jetzt schon abzuschreiben. Denn ein Ruck geht durch das Land und die Japaner lieben offensichtlich die berauschende Wirkung der "Abenomics", jener Mischung aus einer ultraleichten Geld- und expansiven Fiskalpolitik, die Ministerpräsident Abe ihnen verordnet hat. Bei den Oberhauswahlen erzielte er zumindest einen deutlichen Wahlsieg und verfügt nun über die Mehrheit in beiden Häusern.

Ralph Malisch

### Sektoranalyse

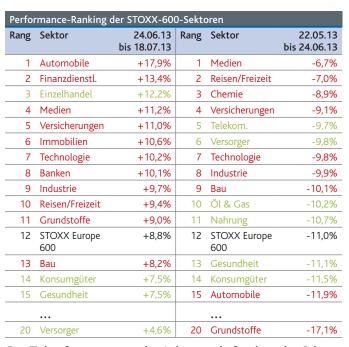
### **Europa folgt US-Optimismus**

Gastbeitrag von Daniel Haase (www.folgedemtrend.de)

Weltweit nehmen die Divergenzen an den Kapitalmärkten zu. Nahezu alle bedeutenden Emerging Markets in Asien und Lateinamerika verzeichneten im Mai und Juni drastische Einbrüche (z.B. Brasiliens Bovespa: -23%, Chinas CSI 300: -24%). Was aus charttechnischer Sicht noch schwerer wiegt: Die anschließenden Erholungen fielen – zumindest bisher – eher schwächlich aus. Das ist ein sehr deutliches Warnsignal für die nähere Zukunft. Das optimistische Kontrastprogramm wird am US-Aktienmarkt geboten: Relativ milden Rücksetzern (z.B. Dow Jones: -6%) folgten dynamische Anstiege, die inzwischen sogar zu neuen Allzeithochs führten. Europa scheint einen Mittelweg zu suchen, doch ein Blick auf die Sektorindizes offenbart: Es dominiert hier genauso wie in Amerika glasklarer Optimismus. Die seit dem 24. Juni laufende Erholung am europäischen Aktienmarkt wird von Automobilaktien (+18%) angeführt. Eine stärkere konjunkturelle Exponierung ist kaum vorstellbar. Auch sonst befinden sich ganz klar Titel konjunkturell eher offensiv aufgestellter Sektoren auf den Kauflisten europäischer Investoren. Nur ein einziger defensiver Sektorindex verirrt sich ins obere Drittel der Rangliste: Einzelhandel mit +12%. Weit abgeschlagen finden sich alle übrigen, konjunkturell eher defensiv ausgerichteten Branchen (z.B. Konsumgüter, Gesundheit oder Nahrungs- & Genussmittel) im unteren Drittel wieder. Alles in allem kann man sagen: Europas Investoren blicken ausgesprochen zuversichtlich in die nähere Zukunft. Ob dieser Optimismus angesichts der anhaltenden Schwäche der Emerging Markets berechtigt ist, wird sich zeigen.



Zu sehen ist die Entwicklung des Dow Jones Industrial Average sowie des europäischen STOXX 600, Chinas CSI 300 sowie Brasiliens Bovespa. Die letzten drei wurden zur besseren Vergleichbarkeit im Ausgangspunkt (22. Mai) an den Dow Jones angeglichen.



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

### Anzeige



### Demografie & Börse

### Im Westen nichts Neues

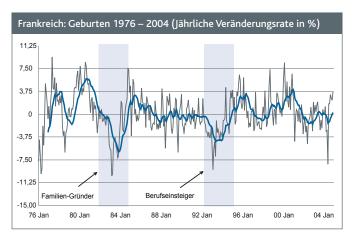
Gastbeitrag von Rüdiger Braun, Advice & Opinion Demographics & Markets (www.aodm.eu)

Ein wesentliches Charakteristikum demografischer Trends ist, dass sie in bestimmten geografischen Zonen mit gemeinsamer Vergangenheit weitgehend synchron verlaufen.

Die aktuellen demografischen Trends für Deutschland und ihre Konsequenzen für Konjunktur und Kapitalmarkt Deutschlands haben wir in den vergangenen Ausgaben beleuchtet. Heute wollen wir einen Blick über den Zaun nach Frankreich wagen.

Der Chart der französischen Geburten illustriert das schwere demografische Erbe, mit dem Frankreichs Präsident Hollande zu kämpfen hat. Dieses macht die Eurokrise und die mit ihr verbundenen Forderungen nach Strukturreformen besonders virulent. Was war passiert? Frankreich hatte in den Jahren 1982 bis 1984 (linke schattierte Fläche) einen Geburtenrückgang zu verkraften. Dieser hat nun (nach rund dreißig Jahren) genau zur Unzeit einen

nicht minder starken Rückgang in der Zahl der Familiengründer zur Folge. Damit nicht genug! Genau zehn Jahre später (rechte schattierte Fläche) passierte dasselbe mit dem Resultat, dass nun zusätzlich die Zahl der Berufseinsteiger (nach rund zwanzig Jahren) rückläufig sein wird. Beide gesellschaftliche Gruppen sind besonders wichtig für den privaten Verbrauch in einer Volkswirtschaft. Die dadurch bedingte Rezession wird allen wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen widerstehen und damit auch die Regierung vor eine Zerreißprobe stellen. Im Westen nichts Neues, möchte man sagen.



Anzeige



## SIE HABEN DIE WAHL!

CDUCSUFDPGRÜNESPD = STEUERNSCHULDENRECHTSBRUCHINFLATIONBANKROTT
ODER

FREIHEITSELBSTBESTIMMUNGAUFSCHWUNGWOHLSTAND = PARTEI DER VERNUNFT (PDV)

UNTERSTÜTZEN SIE UNS MIT IHRER STIMME – UND SPENDE! INVESTIEREN SIE IN IHRE ZUKUNFT UND WÄHLEN SIE AM 22. SEPTEMBER DIE PARTEI DER VERNUNFT (PDV)!



Bundestagswahl 2013: PDV - eine wirkliche Alternative!







### sentix Sentiment

### Stresswechsel

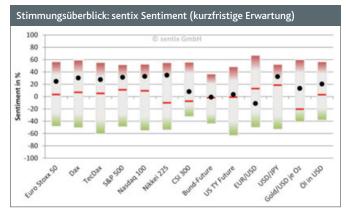
### Gastbeitrag von Dr. Sebastian Wanke, sentix GmbH (www.sentix.de)

Vor einem Monat haben wir auf fehlende Angst bei Aktien hingewiesen, Angst, die in der Regel dazu führt, dass eine Korrektur abgeschlossen wird. Ein temporäres Zittern wäre heilsam für die Hausse. Denn sonst besteht die Gefahr, dass die Anleger zu sorglos werden und eine spätere Korrektur umso heftiger ausfällt.

Doch richtig gefürchtet haben sich die Aktieninvestoren in diesem Sommer immer noch nicht – obwohl die Wirren um den künftigen Kurs der US-Notenbank hierzu hätten Anlass geben können. Nein, tatsächlich pendelte das (kurzfristige) Sentiment zuletzt im Normalbereich und ist dann sogar in die Höhe geschnellt. Es befindet sich nun am Rande des Euphoriebereichs, der als konträre Indikation auf baldigen Gegenwind hindeutet.

Dieser Jubel der Anleger lässt Aktien zwischen Baum und Borke stehen. Denn auf kurze Sicht ist die Luft dünn. Und die ebenfalls von sentix gemessene Grundüberzeugung für Aktien kommt derzeit nicht vom Fleck. Dies steht aber im Kontrast zu positiven Preissignalen für die Assetklasse, vor allem wenn man tägliche Schwankungen ausblendet und Wochencharts betrachtet.

Einen anderen Zyklus durchlebt der Goldpreis. Hier hatte es im Juni Angst gegeben, die Stimmung war auf dem Tiefpunkt. Gleichzeitig erholt sich nun die Grundüberzeugung für den Preis des Edelmetalls. Damit könnte hier das Schlimmste hinter uns liegen, zumal die Anlegerpositionierung hohe Short-Quoten ausweist. Der bisherige Stress beim Gold könnte also demnächst auf die Aktienseite wandern.



Hohe Sentimentwerte bei Aktien belasten das ansonsten solide Umfeld.

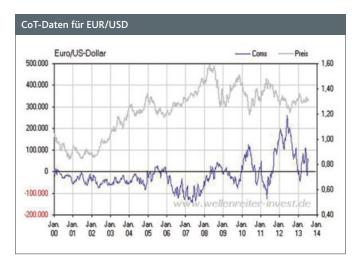
### Commitment of Traders (CoT)

### **EUR/USD** leicht unterbewertet

Gastbeitrag von Alexander Hirsekorn (www.wellenreiter-invest.de)

Im CoT-Report vom 16.07.2013 liegen die jeweiligen Netto-Short-Positionierungen der Commercials im US-Aktienmarkt trotz neuer Jahreshochs noch unterhalb ihrer Extrema vorheriger Preishochs. Hier gilt zunächst der alte Slogan "The trend is your friend". Ein solcher Trend lässt sich im EUR/USD in diesem Jahr nicht beobachten. Die seit 2008 rückläufige Schwankungsbreite des Währungspaares setzt sich auch in diesem Jahr fort. Auch in den kommenden Wochen ist mit einem stabilen bzw. leicht steigenden EUR/USD zu rechnen, da die Commercials mit einer Netto-Long-Positionierung von 60.801 Kontrakten noch immer eine Unterbewertung des Währungspaares anzeigen. Der faire Wert des Währungspaares liegt etwa im Bereich 1,33. Die Stabilität des Euros zeigt an, dass eine neue Krisengefahr in Europa in den kommenden Monaten nicht zu erwarten ist.

Die neuesten CoT-Daten können wöchentlich ab Samstag Mittag kostenlos auf **www.wellenreiter-invest.de/cot.html** abgerufen werden.



Netto-Positionierung der Commercials (Coms), der Großspekulanten (L.Specs) und der Kleinspekulanten (S.Specs) im Euro/USD seit Januar 2000

### Quantitative Analyse

### Zunehmende Unsicherheit

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

Die häufigeren Gelbphasen unserer Börsenampel signalisieren steigende Unsicherheit an den Aktienmärkten – auch wenn eine Gelbphase weiterhin einem übergeordneten Long-Signal zugerechnet wird.

Von unseren drei Indikatorengruppen unterstützt die "Markttechnik" allerdings schon länger kein Long-Signal mehr. Der "Markttrend" oszilliert jetzt hauchdünn um seine Signallinie und erzeugt dadurch die aktuell vermehrt aufkommenden Gelbphasen. Ein deutlich optimistischeres Bild zeichnet jetzt nur noch der dritte Indikatorentyp, die "Marktstimmung". Hierzu gehört z.B. der vom US-Index S&P500 abgeleitete VIX als Angstbarometer der Märkte. Er hat sich seit Mitte Juni wieder von seiner zur Vorsicht mahnenden 20 %-Linie (siehe Graphik, blaue horizontale Linie) in ruhigere Regionen absetzen können. Allerdings bleibt die seit 11.03.2013 bestehende mittelfristige Aufwärtsbewegung des VIX bestehen, ferner kann die Marktstimmung gerade in Übergangsphasen hin zu größeren Korrekturen sehr impulsiv ausschlagen. Unterstützen dann weder Markttechnik noch Markttrend ein Long-Signal, so steht die Ampel sehr schnell auf Rot. Auch wenn

es so weit nicht kommen muss: Erhöhte Aufmerksamkeit ist jetzt – auch saisonal bedingt (III. Quartal) – angebracht.



Das "Angstbarometer" VIX reflektiert mit aktuellen Werten unter dem kritischen Niveau von 20 % derzeit stressarme (globale) Aktienmärkte. Der Indikator ist allerdings durch seine stark ausgeprägte Reagibilität kein Grant für längerfristig stabile Signale.

Quelle: eigene Berechnungen; Daten bis 16.07.2013.

### Intermarketanalyse

### Aufwärtstrend am Aktienmarkt bleibt intakt

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

### Das GESAMTSYSTEM: Positiv 2:1!

1) Zinsstruktur: Positiv! Eine Weltrezession würde nur drohen, wenn die kurzen Zinsen höher wären als die langen.

#### 2) Index-Trend-Methode (Nasdaq-DowUtility-DAX):

**Positiv!** Die Aktienindizes haben sich seit Mitte Juli wieder kräftig erholen können.

### 3) Die übrigen 5 Indikatoren melden 1:4

Anleihezinsen: Positiv! Keine Konkurrenz der Bundesanleihen zum Aktienmarkt!

Ölpreis: Negativ! Der Ölpreis (Mitte Juli 108 USD für die Sorte Brent) ist im Aufwärtstrend.

**CRB-Index:** Negativ! Die Rohstoffpreise insgesamt liegen weiterhin höher als vor einem Jahr.

**US-Dollar versus Euro: Negativ!** Der Dollar (Mitte Juli bei rund bei 0,77 EUR) hat aber gegenüber dem Euro mittlerweile noch kein neues 15-Wochen-Hoch erzielen können.

**Saisonfaktor 16 Wochen: Negativ!** Erst zum 16. August wird dieser Indikator wieder Entwarnung geben.

#### Eazi+

Der seit September 2011 währende positive Trend des Gesamtsystems hat sich allen Skeptikern zum Trotz erneut bestätigt.



Verunsicherung durch steigende Ölpreise

### Edelmetalle

## "Controlled Demolition"

### Kurssturz als Abrissmaßnahme?

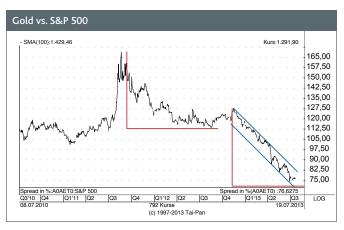
#### Wunden lecken

Naturgemäß leckten sich die "Goldbugs", also die eingefleischten Anhänger des gelben Metalls, nach den beispiellosen Kursstürzen der letzten Monate erst einmal die Wunden. Wie alles genau ineinander griff und ob bzw. in welchem Ausmaß Marktmanipulationen stattgefunden haben, wird wohl nicht restlos zu klären sein. An einer Aufklärung dürfte – außer den betroffenen Anlegern selbst – auch niemand großes Interesse haben. Warten Sie also lieber nicht auf die Einsetzung einer Untersuchungskommission. Als gesichert darf im Moment nur gelten, dass eine Reihe von Äußerungen aus Noten- und Investmentbanken sowie von Großspekulanten wie George Soros als Initialzündungen wirkte. In deren Folge setzte sich eine Abwärtsbewegung durch, die schließlich eine enorme Dynamik entfaltete. Das Ganze erinnert an den als "Controlled Demolition" bekannten Abriss von großen Gebäuden: Ein paar fachmännisch angebrachte Sprengladungen genügen, den Rest besorgen natürliche Kräfte - hier die Schwerkraft, dort Stopp-Loss-Orders, Margin Calls und frisches Momentum.

### **Erneute Kehrtwende**

Inzwischen hat Fed-Chef Bernanke seine Äußerungen hinsichtlich eines geplanten Endes der US-Staatsanleihekäufe durch die Notenbank nicht nur relativiert, sondern ins glatte Gegenteil verkehrt. Der Jubel der Mainstreampresse über das "Platzen der Goldblase" dürfte also verfrüht gewesen sein, denn Bernanke & Co. drucken munter weiter. Ein Element des Absturzes war mit der Theorie von der Blase ohnehin nicht recht kompatibel. Bei rückläufigen Kursen stieg die Nachfrage der Kundschaft nach physischem Material sprunghaft an, während die Abgabebereitschaft dramatisch sank – so zumindest Goldhändler und Prägeanstalten. Dies war auch kein Phänomen typisch deutscher Schwarzmalerei oder Hysterie, sondern ließ sich

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios											
		l	Kurs	Veränderung seit							
	19.07.13	21.06.13	02.01.13	02.01.06	Vormonat	02.01.13	02.01.06				
Gold in USD	1.296,35	1.297,20	1.686,10	516,88	-0,1%	-23,1%	150,8%				
Gold in EUR	986,34	988,49	1.278,32	437,30	-0,2%	-22,8%	125,6%				
Silber in USD	19,51	20,13	31,00	8,87	-3,1%	-37,1%	120,0%				
Silber in EUR	14,84	15,34	23,50	7,61	-3,3%	-36,9%	95,0%				
Platin in USD	1.428,50	1.378,00	1.565,50	966,50	3,7%	-8,8%	47,8%				
Palladium in USD	747,00	675,50	705,50	254,00	10,6%	5,9%	194,1%				
HUI (Index)	240,33	230,82	450,51	298,77	4,1%	-46,7%	-19,6%				
Gold/Silber-Ratio	66,45	64,44	54,39	58,27	3,1%	22,2%	14,0%				
Dow Jones/Gold-Ratio	11,99	11,41	7,95	21,20	5,1%	50,8%	-43,4%				
Dollarkurs (EUR/USD)	1,3143	1,3123	1,3190	1,1819	0,2%	-0,4%	11,2%				



Mögliche Bodenbildung, aber noch kein Trendbruch

in aller Welt beobachten. In Indien nahmen die Käufe ein solches Ausmaß an – und belasteten über die entsprechenden Importe die indische Handelsbilanz –, dass sich die Regierung genötigt sah, durch Beschränkungen und Steuererhöhungen den Golderwerb unattraktiver zu machen. Wäre tatsächlich eine Spekulationsblase geplatzt, hätte man gerade von den Endabnehmern – besonders vor dem Hintergrund des begleitenden Presserummels – die gegenteilige Verhaltensweise erwarten müssen. Von Dienstmädchen und neuerdings auch -buben wird erwartet, dass sie oben kaufen und unten verkaufen, nicht umgekehrt.

### Spiel der Vergangenheit?

Ebenfalls bemerkenswert war, wie schnell es Gold bereits wieder auf die Titelseiten großer Anlegermagazine geschafft hat, und das auch noch mit eindeutig positiven Vorzeichen. Während Focus Money

auf die zweitausendjährige Erfolgsgeschichte hinweist und wenigstens noch rhetorisch fragt "Soll ich jetzt kaufen?", ist die Sache für Euro am Sonntag bereits klar: "Jetzt Gold kaufen". Aber nicht nur die Tatsache, dass so prominent Kaufempfehlungen für das Edelmetall abgegeben werden, auch das Timing überrascht. Der Reflex auf den Absturz besteht darin, die günstigen Kurse unmittelbar zum Kauf zu nutzen, weil das Gesamtbild intakt bleibt. Aber gerade weil dieser erste Impuls so naheliegend ist und so viele Anhänger findet, muss man sich fragen, ob man damit nicht das Spiel der Vergangenheit spielt und der Markt jetzt massenhaft Käufer anzieht, nur um ein weiteres Mal abzusacken.

### Hat Gold die Talsohle erreicht?

Gastkolumne von Alasdair MacLeod, Goldmoney





Nach dem Absturz schafft es Gold bereits wieder auf die Titelseiten.

Dies ist auch der Hintergrund des steilen Anstiegs der Nachfrage nach physischen Edelmetallen, der schlechten Investorenstimmung an den westlichen Kapitalmärkten zum Trotz. Sinkende Preise haben

Goldeigentum – deutlich verbilligt.

Positionen zu helfen.



gerade in Asien eine Rekordnachfrage entstehen lassen, hier vor allem in Indien, China wie auch in fast allen anderen Staaten zwischen der Türkei und Indonesien.

### Wer sich die enormen Verkaufsmengen zu den derzeitigen Preisen genauer anschaut, dem wird klar, dass die westlichen Zentralbanken den Markt mit Angebot beliefern müssen. Das ist auch die einzige Erklärung, warum die Preise trotz kräftiger Kursrücksetzer weiterhin niedrig bleiben. Warum aber verkaufen die westlichen Zentralbanken? Es gibt zwei mögliche Gründe: Erstens, um eine Krise im physischen Metallmarkt zu entschärfen, die sich infolge der Zypern-Krise abgezeichnet hatte; vermögende Einleger aus Europa hatten versucht, ihre Konten bei den Bullion-Banken zu schließen, und die Auslieferung der Edelmetalle beantragt. Und zweitens, um den Bullion-Banken an den US-Terminbörsen bei der Glattstellung ihrer illiquiden Edelmetall-Short-

Das sagt uns Folgendes: Der Kursverfall ist auf Interventionen zurückzuführen und nicht auf eine tatsächliche Veränderung der Marktsituation, die durch Fundamentaldaten gerechtfertigt wäre. Dass man solche Aktionen als notwendig erachtete, zeigt uns auch, dass die fundamentalen Gründe, optimistisch zu bleiben – erhöhtes Risiko eines Finanz- und Währungskrise – weiterhin gültig sind. Der Anstieg der Goldleihsätze – sie liegen jetzt höher als die Geldmarktsätze – signalisiert uns aber, dass diese Phase der Angebotslieferung durch Zentralbanken zu Ende zu gehen scheint. Diesen ungewöhnlichen Umstand nennt man Backwardation, und diese legt nah, dass Gold für den Verleih und für andere finanzielle Zwecke knapp geworden ist. Die Zentralbanken scheinen sich aus dem Goldmarkt zurückzuziehen, was bedeutet, dass die Knappheit von physischem Metall akut werden wird.

Aktuell gibt es deutliches Kurssteigerungspotenzial. Neben Kursverlusten von 37% beim Gold gegenüber dem vor fast zwei Jahren erreichten Allzeithoch kam es aufgrund von Quantitative Easing zu einer deutlichen Angebotserhöhung beim US-Dollar. Inflationsbereinigt scheint Gold nicht teurer zu sein als im Jahr 2006 – also vor der Bankenkrise und zu einer Zeit, als sich nur wenige Leute um die Stabilität des Bankensystems Sorgen machten. Dies lässt folgenden Schluss zu: Es gibt jetzt sogar mehr Gründe als früher, Gold zu besitzen; die heutigen Preise sind eine goldene Gelegenheit.

### Nahe am Boden!

Um es kurz zu sagen, physische Edelmetalle sind im Umfeld der nach wie vor ungelösten Geldsystem- und Schuldenkrise ohne ernsthafte Konkurrenz. Dennoch würden wir einen erneuten Test der Tiefs nicht ausschließen, alleine schon um das Sentiment der Käufer zu dämpfen. Erst danach dürfte ein ausreichend tragfähiger Boden für den nächsten großen Aufschwung gebildet worden sein. Interessante Hinweise in dieser Hinsicht liefert der Relativchart zwischen Gold und den Aktien des S&P500-Index (Abb. 1). Der Abwärtstrend des Goldes ist demnach noch immer intakt (blaue Linien). Die Erholung auf den jüngsten Absturz war sogar schwächer ausgeprägt als bei den beiden vorangegangenen Abwärtsschüben. Ein möglicher Endpunkt der aktuellen Relativbewegung ist in der Nähe des sogenannten "Measured Move", der die vorangegangene große Abwärtsbewegung vom relativen Topp zum ersten Zwischentief noch einmal abträgt (Abb. 1: rote Winkel; der Measured Move wird hier prozentual gesehen, da die Kursskala logarithmisch ist). Die Aussage, die daraus abzuleiten ist: Wir sind in der Nähe des Bodens. Ein neuer relativer Aufwärtstrend gegen Aktien startet aber erst, wenn der steile Abwärtskanal nach oben verlassen wird.

#### **Fazit**

Trotz des weiter unübersichtlichen Marktgeschehens - insbesondere in den Goldterminmärkten – sind Käufe in Edelmetallen auf dem aktuellen Niveau absolut vertretbar. Etwas Pulver sollte man sich allerdings noch trockenhalten.

Ralph Malisch

Alasdair Macleod leitet FinanceAndEconomics.org, eine Website, die sich den Prinzipien von stabilem Geld und der Entmystifizierung der Finanz- und Wirtschaftswelt widmet. MacLeod hat einen Hintergrund als Börsenmakler, Bankier und Wirtschaftswissenschaftler. Er ist ein Head of Research bei GoldMoney.

### Branche im Blickpunkt

## 3D-Druck-Technologie

### Vorstoß in eine ganz neue Dimension

Mit der jüngsten Verbreitung neuer Drucktechnologien hat die generative Fertigung – besser bekannt als 3D-Druck – die Fantasie der Menschen beflügelt. Viele trauen es dieser Technologie sogar zu, dass sie unser heutiges Warenwirtschaftssystem komplett verändern wird, weil in Zukunft anstelle von Gütern nur deren Druckdaten herumgereicht werden müssten. Schon heute macht der 3D-Druck in manchen Branchen erste Schritte in Richtung Massenfertigung. Den Herstellern von 3D-Druckern und 3D-Software bietet der noch recht junge Markt enorme Wachstumschancen.

### Der Drucker als Werkbank

Doch was ist eigentlich 3D-Druck und wie funktioniert er? Bei der generativen Fertigung wird ein 3D-Modell in mehrere hundert zweidimensionale Schnitte zerteilt und schichtweise aufgebaut. Schon bald soll dank der neuen Technologie im Idealfall jeder bei Bedarf fast jedes Objekt in gewünschter Größe und im richtigen Maß ausdrucken können. Heute werden 3D-Drucker dem US-Vermögensverwalter Piper Jaffray zufolge meist noch für die Herstellung von Prototypen und vorläufigen Modellen und weniger für die Produktherstellung eingesetzt. Dies könnte sich bald ändern. So werden inzwischen bereits Autos, Flugzeugteile, Prothesen oder Sonnenbrillen am PC entworfen und per 3D-Druck materialisiert. Die technologischen Möglichkeiten wecken sogar Hoffnungen, bald menschliche Organe nachbilden zu können.

Das große Interesse am 3D-Druck ist zum einen auf die Weiterentwicklung der computergestützten Konstruktionstechnik (Computer-Aided Design, CAD) und entsprechender Software zurückzuführen. Wichtigster Antriebsfaktor sind aber die raschen Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und Leistungsmerkmale der Drucker. Erst dadurch haben sie sich zu einem echten Konkurrenten für maschinelle Bearbeitungsverfahren wie Drehen, Fräsen und Bohren entwickelt. Einfache Drucker gibt es bereits für weniger als 1.000 EUR zu kaufen. Da die Geräte immer preiswerter werden, dürfte der 3D-Druck auch zunehmend für Heimanwender interessant werden.

#### Zeit, Material und Geld sparen

Forscher, Entwickler und Ingenieure nutzen eine ganze Reihe verschiedener Druckverfahren, die sich mitunter sehr ähneln. Im Grunde genommen kann zwischen 3D-Druck mit Pulver sowie 3D-Druck mittels geschmolzenen und flüssigen Materialien unterschieden werden. Die Vorteile der neuen Technologie gegenüber herkömmlichen Verfahren sind offenkundig: Neben den individuellen, passgenauen Designmöglichkeiten lassen sich Objekte per 3D-Druck sowohl material- und kostensparend als auch kurzfristig und bedarfsgerecht produzieren.

Die Aktienanalysten von JP Morgan erwarten bei 3D-Druckern bis 2015 ein jährliches Marktwachstum von 20%, das sich danach leicht auf rund 15% pro Jahr abschwächen sollte. Entfaltet die neue Technologie tatsächlich ihr enormes Potenzial, dürften auch die an der Börse notierten Pioniere neuen Schub bekommen.

#### Weltmarktführer mit über 500 Patenten

Die Anbieter von 3D-Druckern unterscheiden sich voneinander. Der Weltmarktführer und Branchenveteran Stratasys stellt 3D-Printer und Druckmaterialien her. Vor allem die Industrie nutzt die mehr als 500 patentierten Druckverfahren des israelischen Unternehmens, um Prototypen für neue Designlinien und Fertigerzeugnisse in Kleinserien zu produzieren. Ein spezielles Verfahren erlaubt das Drucken von Thermoplasten durch Verflüssigen per Hitze, schichtweises Auftragen und abschließendes Abkühlen. Zu den Kunden von Stratasys zählen Auto- und Flugzeugbauer ebenso wie militärische Einrichtungen und herkömmliche Druckhersteller. Der Aktienkurs hat sich innerhalb von 22 Monaten mehr als vervierfacht.

Mitbewerber 3D Systems verkauft nicht nur Drucker, sondern auch das dafür notwendige Zubehör, die Druckermaterialien und Software. Das Unternehmen entwickelt Prototypen für die Großindustrie, bietet aber auch Lösungen und Dienstleistungen für Privatkunden an. Die eigentliche Attraktivität des Geschäftsmodells

3D-Druck-Aktien								
Unternehmen	WKN	Kurs	МСар*	Umsatz 2012	Umsatz 2013e	EpS 2012	EpS 2013e	KGV 2013e
3D Systems [USA]	888 346	35,10	3.498,4	271,4	371,1	0,64	0,81	43,3
Arcam [S]	A0J M3C	45,40	187,5	16,0	20,6	0,46	0,60	75,7
Autodesk [USA]**	869 964	27,97	6.287,7	1.759,0	1.822,6	1,51	1,52	18,4
Dassault Systèmes [F]	901 295	102,00	12.865,3	2.028,3	2.150,7	3,37	3,71	27,5
Proto Labs [USA]	A1J UHT	48,94	1.234,3	96,7	123,8	0,79	1,07	45,7
Stratasys [ISR]	A1J 5UR	67,95	2.614,7	275,6	337,3	1,16	1,50	45,3

Angaben in EUR; \*) in Mio. EUR; \*\*) gebrochene Geschäftsjahre 2012/13 und 2013/14; Stand Aktien: 19.7.2013 Quellen: Reuters, onvista.de, Geschäftsberichte

Illustration: PantherMedia / Peter Egges

besteht jedoch im Verkauf margenstarker Verbrauchsmaterialien. An den Börsen ist die in der Nähe ihres Allzeithochs notierende Aktie ebenfalls schon lange ein Verkaufsschlager.

Auf die Produktion von Metallkomponenten durch Elektronenstrahlschmelzen hat sich Arcam mit Sitz in Göteborg spezialisiert. Ein Elektronenstrahl verschmilzt Metallpulver schichtweise zum gewünschten Objekt. Zu den Hauptkunden zählen vor allem Anbieter von Prothesen und Implantaten, aber auch Unternehmen aus dem Luft- und Raumfahrtsektor. Proto Labs produziert auf der Grundlage von 3D-CAD-Designs Prototypen und Fertigungsteile in Kleinserien nach Maß. Die US-Gesellschaft greift hierbei auf selbst entwickelte Software und Drucksysteme zurück.

#### Modellieren mit 3D-Software

Bei der Verbreitung der neuen Drucktechnologien spielt auch der eine oder andere Softwarehersteller eine wichtige Rolle. Denn bei der 3D-Produktion ist vor allem die Erarbeitung eines Modells besonders aufwendig. Autodesk entwickelt und vertreibt Lösungen, die speziell für CAD und technisches Zeichnen geeignet sind. Der Branchenführer bietet zum Beispiel eine digitale Applikation an, über die sich Gegenstände einfach ausmessen lassen. Dassault Systèmes ist mit Software für 3D-Modellierung vor allem in den Bereichen Auto, Luft- und Raumfahrt gut aufgestellt. Auf Sicht von vier Jahren haben sich die Kurse beider Aktien verdoppelt bzw. verdreifacht.



Generative Fertigung – besser bekannt als 3D-Druck – ist auf dem Vormarsch.

#### **Fazit**

Viele Aktien von auf 3D-Druck spezialisierten Unternehmen sind schon sehr weit gelaufen und hoch bewertet. Nicht alle Drucktechniken sind gleichermaßen vielversprechend. Längst sind auch klassische Druckerhersteller wie Hewlett-Packard oder Xerox auf den Zug 3D-Druck aufgesprungen. Möglicherweise werden sie am Ende sogar das größte Stück vom Kuchen abbekommen. Anleger sollten sich daher genau überlegen, ob sie von der Story so sehr überzeugt sind, dass sie hohe Risiken eingehen möchten.

Michael Heimrich

Anzeige

## Smart Investor Das Magazin für den kritischen Anleger

3 MAL GEGEN
DEN MAINSTREAM

Smart Investor

SmartInvestor.de

**Smart Investor** 



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



## 10 Jahre Smart Investor **Jubiläumsabo**

3 Ausgaben gratis

✓ Buchgutschein im Wert von 15 EUR
(hei Wandlung in

(bei Wandlung in ein Jahresabo)



Online http://bit.ly/ZGmpkB
Tel./ Fax 089/2000 339-0/ -38
Mail abo@smartinvestor.de



### Moneytalk

## "Derzeit keine echten Problemfälle"

Smart Investor sprach mit Dr. Dirk Markus, Vorstandsvorsitzender der Aurelius AG, über die letzten Portfolio-Deals, Konjunktursorgen und seine Vision für die nächsten Jahre.

### Smart Investor: Dr. Markus, Sie legen bei Ihren M&A-Deals auch dieses Jahr bislang ein strammes Tempo vor. Ist das Umfeld derzeit günstig?

Markus: Hier muss man zunächst zwischen dem allgemeinen M&A-Klima und dem in unserer speziellen Nische unterscheiden. Während sich der Markt insgesamt eher ruhig darstellt, herrscht an Unternehmen in Sondersituationen weiterhin kein Mangel. Die anhaltenden Verwerfungen der Euround Verschuldungskrise führen dazu, dass viele Eigentümer den Entschluss zu einem Verkauf fassen und schon länger angedachte Verkäufe von Randbereichen endlich durchführen. Für die sind wir dann natürlich der richtige und meist erste Ansprechpartner.

### Smart Investor: Wird Ihr Fokus in den nächsten Monaten eher auf der Kaufoder auf der Exit-Seite liegen?

Markus: Man wird sicherlich beides von uns sehen. So erwarte ich in den nächsten 18 Monaten drei bis vier Exits. In der Summe werden wir aber mehr zu- als verkaufen, da wir uns weiter vergrößern und wachsen wollen.

## Smart Investor: Welches Umsatz- und Ertragspotenzial besitzen Ihre diesjährigen Neuerwerbungen?

Markus: Da wäre zunächst die Studienkreis-Gruppe, ein deutschlandweit aktiver Anbieter von professioneller Nachhilfe für Schüler mit einem Jahresumsatz von 50 Mio. EUR. Bereits heute ist die Gesellschaft leicht profitabel. Allerdings sehen wir die Chance, Umsatz und Marge deutlich auszubauen. Mit der TDS HR Services & Solutions erwarben wir einen Spezialisten

für Personalabrechnungen. Auch dieses Unternehmen schreibt bereits schwarze Zahlen und gehörte beim alten Eigentümer zu einem typischen Randbereich, der nicht sonderlich im Fokus stand. Aktuell läuft das Closing für das Deutschland-Geschäft des finnischen IT-Dienstleisters Tieto, der sich zukünftig stärker auf seine Kernmärkte konzentrieren möchte. Dabei handelt es sich um ein Geschäft mit einem Jahresumsatz von ca. 110 Mio. EUR. Schließlich steht die Übernahme der ACC Austria vor ihrem Abschluss. Hier steht noch die Zustimmung der zuständigen Kartellbehörden aus. ACC Austria ist ein führender Hersteller von hochwertigen Kompressoren für Kühlschränke und Kühltheken mit einem Jahresumsatz von rund 150 Mio. EUR.

### Smart Investor: Zuletzt trennten Sie sich von Ihrer Beteiligung an der Schleicher Electronic. Wie einträglich war dieser Verkauf?

Markus: Das Unternehmen gehörte zu unseren ältesten Beteiligungen, so dass ein solcher Schritt durchaus logisch war. In der Regel bleiben wir so lange investiert, bis alle Maßnahmen, die wir für nötig halten, umgesetzt sind und ihre Wirkung entfalten. In diesem Fall waren wir seit dem Jahr 2007 dort engagiert, was mit der typischen Investitionsdauer von fünf bis sechs Jahren übereinstimmt. Über die Konditionen des Verkaufs haben wir mit dem neuen Eigentümer Stillschweigen vereinbart.

### Smart Investor: Sind Sie mit dem Verlauf des zweiten Quartals zufrieden?

Markus: Mir liegen heute noch keine detaillierten Zahlen vor, aber in Summe bin



Dr. Dirk Markus

ich durchaus optimistisch für das erste Halbjahr. Bereits das erste Quartal verlief für uns erfreulich. Natürlich gibt es immer Beteiligungen, die besser laufen als andere. Damit sind wir letztlich ein Querschnitt der deutschen Wirtschaft. Rein organisch bleiben unsere Wachstumsmöglichkeiten sicherlich begrenzt, daher möchten wir weiter zukaufen und unser Portfolio auf diesem Wege sukzessive ausbauen.

### Smart Investor: Spüren Sie, dass konjunkturelle Sorgen wieder stärker in den Fokus von Unternehmen und Investoren rücken?

Markus: Für uns sind branchenspezifische Faktoren meist wichtiger als die Schwingungen der Gesamtwirtschaft. In Südeuropa bleibt es bei den bekannten Problemen, daran haben auch die letzten Monate wenig geändert. In Spanien, wo wir vorsichtig investiert sind, sehen wir inzwischen sogar erste Lichtblicke. Dagegen sind wir für Italien und Frankreich deutlich skeptischer,



Auch die Studienkreis-Gruppe befindet sich im Portfolio der Aurelius AG.

vor allem weil sich in diesen Ländern noch nicht überall ein Problembewusstsein etabliert hat. Deutschland und Großbritannien entwickeln sich wiederum stabil auf einem überschaubaren Niveau.

### Smart Investor: Wo lauern in Ihrem Portfolio die größten Risiken?

Markus: Grundsätzlich bietet unser diversifi-

ziertes Beteiligungsportfolio einen gewissen Risikoausgleich. Derzeit sehe ich keine echten Problemfälle oder Katastrophen auf uns zukommen. Am schwersten tut sich unser IT-Dienstleister Steria aus Spanien. Dieses Unternehmen haben wir erst vor wenigen Monaten erworben und die eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen beginnen gerade erst zu greifen.

### Smart Investor: Wagen Sie zum Schluss einmal einen Ausblick auf die nächsten Jahre? Was dürfen Anleger da noch von Ihnen erwarten?

Markus: Wir werden in unseren Wachstumsanstrengungen sicherlich nicht nachlassen. Dabei sollte die durchschnittliche Transaktionsgröße weiter ansteigen. Vor drei Jahren lagen wir hier noch im Schnitt bei 30 Mio. EUR Umsatz. Heute sind es schon 80 Mio. EUR und in zwei bis drei Jahren werden es sehr wahrscheinlich 150 Mio. EUR sein. Unser Fernziel sieht zudem einen Konzernumsatz von 5 Mrd. EUR vor. Nicht erwarten darf man von uns, dass wir unsere Strategie oder unseren Investitionsfokus wesentlich ändern werden. Hier wollen wir bei dem bleiben, was wir können und wovon wir etwas verstehen.

### Smart Investor: Herr Dr. Markus, wir bedanken uns für das Gespräch und wünschen Ihnen weiterhin viel Erfolg!

Interview: Marcus Wessel

### Über Aurelius

Die Münchener Beteiligungsgesellschaft Aurelius machte den Erwerb von Firmenabspaltungen, Spin-offs und Restrukturierungsfällen zu ihrem Geschäftsmodell. Offiziell spricht man von Unternehmen mit "Entwicklungspotenzial", welches durch ein aktives Eingreifen und Umstellung interner Prozesse gehoben werden soll. Nach Realisierung der gesetzten Umsatz- und Ertragsziele zeigt sich Aurelius zudem offen für einen Weiterverkauf der Beteiligung an zumeist strategische Investoren. In der Vergangenheit gelang es Firmenchef Dr. Dirk Markus, mehrere Portfoliounternehmen gewinnbringend zu veräußern. Besonders einträglich war dabei der Verkauf des Elektromotorenherstellers Schabmüller im Sommer vergangenen Jahres. Für die eigenen Aktionäre sprang damit erneut eine Sonderdividende (2,30 EUR) heraus, die zusammen mit der regulären Ausschüttung in Höhe von 1,80 EUR Mitte Mai gezahlt wurde. Als Folge der von der Hauptversammlung beschlossenen Ausgabe von Gratisaktien drittelte sich der Kurs. Für je eine alte Aktie gab es zwei neue Anteile, was die Notiz nunmehr optisch günstiger erscheinen lässt.

Die Kursentwicklung verlief auch in den letzten zwölf Monaten ausgesprochen positiv. Mit einem Zugewinn von rund 80% binnen Jahresfrist ließ das Papier sämtliche Indizes hinter sich. Der aktuelle Börsenwert liegt dadurch inzwischen bei



rund 530 Mio. EUR. Nach einem starken Auftaktquartal, in dem die Erlöse aus fortgeführten Geschäftsbereichen um 60% auf 377 Mio. EUR anstiegen, sieht sich die Gesellschaft weiter auf Erfolgskurs. Auf der Transaktionsseite gelangen Aurelius 2013 bereits fünf Akquisitionen und ein Verkauf. Zuletzt trennte man sich von der Berliner Schleicher Electronic. Die Aurelius-Aktie ist im Musterdepot des Smart Investor enthalten (s. S. 72).

### Value

## Aus heimischen Gefilden

Obwohl die Bewertungen teilweise bereits ausgereizt sein dürften, lassen sich auch hierzulande noch interessante Value-Aktien entdecken. Wir stellen nachfolgend drei aussichtsreiche Titel aus dem MidCap-Bereich vor.

### Power fürs Depot

Mit der Augsburger Renk AG holt sich der Anleger einen echten Weltmarktführer in sein Depot. Der Hersteller von hochleistungsfähigen, vollautomatischen Getrieben für Kettenfahrzeuge gehört mehrheitlich zum MAN- und damit indirekt auch zum VW-Konzern. Gleitlager, Spezial- und Standardgetriebe für Schiffe, den Navy-Bereich und industrielle Anwendungen wie Windkraftanlagen runden das Produktsortiment der Oberbayern ab. Neben einer starken Präsenz in Nischenmärkten wie dem Verteidigungsbereich, wo der Konzern über exzellente Kontakte verfügt, sichern auch das weltweite Servicenetz und die Nähe zur großen MAN den über die vergangenen Jahrzehnte etablierten Wettbewerbsvorsprung. Damit verfügt Renk über einen tiefen und zugleich stabilen "Burggraben". Hinzu kommen nicht allein für Value-Investoren attraktive Kennzahlen. Die Eigenkapitalquote lag in den letzten Jahren beständig nahe der 50%-Marke, die Verschuldung ist vernachlässigbar und die Dividendenpolitik auf Kontinuität ausgerichtet. Zuletzt wurden für das Geschäftsjahr 2012 exakt 2 EUR ausbezahlt (Rendite: 2,5%). Mit einer Umsatzrendite im zweistelligen Bereich (in Q1: 13,3%) demonstriert die Gesellschaft auch in durchaus schwierigen Zeiten ihren Effizienz- und Profitabilitätsanspruch. Für das Gesamtjahr kündigte der Vorstand bereits an, trotz voraussichtlich leicht rückläufiger Erlöse dieses Level in etwa halten zu wollen. Da wir auf die europäische Konjunktur schwierige Zeiten zukommen sehen, erscheint jedoch ein Einstieg erst auf einem ermäßigten Kursniveau bei einer höheren "Margin of Safety" ratsam.

#### Pump It Up

Ein Global Player ist auch der KSB-Konzern, der seine Pumpen und Armaturen in über 100 Ländern vertreibt. Zuletzt lag das Augenmerk der Expansion vor allem auf Asien, wo das Unternehmen derzeit die höchsten Umsatzzuwächse erzielt. Im Geschäftsjahr 2012 stiegen die Erlöse in der Region um fast ein Fünftel auf 409 Mio. EUR. Auf Konzernebene reichte es gleichsam für einen neuen Umsatzrekord von knapp 2,3 Mrd. EUR. KSB ist ein typischer Spätzykliker, dessen Geschäfte erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung Fahrt aufnehmen. Als Folge von Projektverzögerungen ging der Umsatz im ersten Quartal leicht zurück. Diese stichtagsbezogene Betrachtung sollte allerdings nicht überbewertet werden, zumal neben dem Breitengeschäft mit Standardpumpen auch der Servicebereich weiter wächst. Beides sorgt auf das Jahr gesehen für

eine stabile Einnahmebasis. Das Qualitätsversprechen der KSB-Pumpen wird weltweit geschätzt und sichert dem Konzern einen gewissen Preisvorteil. Mit dem klaren Fokus auf den wachsenden, außereuropäischen Märkten verfolgt der Vorstand zudem die unseres Erachtens einzig richtige Strategie. So solide sich die Bilanz der Hessen präsentiert (Eigenkapitalquote von über 42%, liquide Mittel auf über 400 Mio. EUR ausgebaut), bei der Profitabilität hat der Konzern noch Nachholbedarf. Eine Vorsteuermarge von 5,8% bietet durchaus Spielraum für weitere Verbesserungen. Aufgrund der leichteren Handelbarkeit empfiehlt sich ein Kauf der mit einem KGV von rund 9 etwas günstigeren Vorzugsaktie.

### Gut getak(k)tet

Das Sortiment der Takkt AG umfasst über 200.000 Produkte und wie alle der hier vorgestellten Value-Titel ist auch das SDAX-Unternehmen auf seinem Gebiet mit Abstand Marktführer. In Europa und Nordamerika nimmt man die erste Position im Business-to-Business-Versandhandel mit Büro- und Betriebseinrichtungen ein. Egal ob Lagerhalle, Hotel oder Großraumbüro, für jeden findet sich in den Katalogen des Versandhändlers der passende Artikel. Die langjährigen Kundenbeziehungen sind neben der Verlässlichkeit der Logistikkette eines der wichtigsten Assets der Gesellschaft, bei der es zuletzt zu nennenswerten Veränderungen im Aktionärskreis kam. So trennte sich Mehrheitsaktionär Haniel von Takkt-Aktien im Gegenwert von 154 Mio. EUR. Der Anteil



Ausgewählte deutsche Value-Titel										
Name	WKN	Kurs	MarketCap*	Umsatz 2012*	Umsatz 2013e*	EpS 2012	EpS 2013e	KGV 2013		
KSB Vz.	629203	444,00	384	2.268	2.300	42,77	46,00	9,7		
Renk	785000	82,50	578	476	455	6,69	6,80	12,1		
Takkt	744600	12,47	818	940	980	1,02	1,08	11,5		

<sup>\*)</sup> in Mio. EUR

des Familienkonzerns sank hierdurch von über 70 auf nunmehr 50%. Auch wenn die Platzierung die Notiz kurzfristig noch belasten dürfte, ist ein größerer Streubesitz mit Blick auf die gestiegene Gewichtung im SDAX und höhere Börsenumsätze durchaus positiv. Value-Anleger schätzen an dem Unternehmen nicht zuletzt seine äußerst aktionärsfreundliche Dividendenpolitik. Nähert sich die Eigenkapitalquote wie zuletzt 2012 der Marke von 50%, schlägt der Vorstand eine Sonderausschüttung vor. Daneben zahlt Takkt seit vielen Jahren eine stabile Basisdividende in Höhe von 32 Cent. Auf Basis eines aktuellen KGVs von gut 11 mag das Papier nicht wirklich unterbewertet erscheinen. Zieht man aber die soliden Wachstumsraten der Vergangenheit als Maßstab heran – von

2009 bis 2012 nahmen die Erlöse um über 200 Mio. EUR zu und kletterte der Überschuss von 27 auf 67 Mio. EUR –, wäre der Titel sicherlich auch für Warren Buffett eine Versuchung wert.

#### **Fazit**

Es gibt sie noch: Value-Aktien, die ganz nach dem Geschmack von Warren Buffett und Benjamin Graham wären. Eine vertretbare Bewertung mit einer entsprechenden Sicherheitsmarge ist dabei aber nur ein Aspekt, auf den Anleger achten sollten. Ebenso wichtig erscheinen Managementkontinuität, Shareholder-Orientierung und ein gewisser Vorsprung vor Wettbewerbern.

Marcus Wessel

Anzeige





### Buy or Good Bye

### **Buy: Roper Industries**

Qualität hat ihren Preis. Diese alte Börsenweisheit bestätigt sich wieder einmal, wenn man die Aktie des US-Industriekonzerns Roper etwas näher betrachtet. Mit einem Jahresumsatz von zuletzt 3 Mrd. USD ist das S&P500-Unternehmen vornehmlich in interessanten, weil prosperierenden Nischenmärkten wie dem Healthcare- und Technologiesektor unterwegs. Daneben bietet Roper Produkte und Services für Kunden aus der Energiewirtschaft und der Industrie. Testsysteme zum Aufspüren von Lecks oder zur Materialanalyse gehören ebenso wie Pumpen, Sensoren und Ventile zum breiten Angebot des stark auf Ingenieur-Know-how aufgebauten Mischkonzerns. In seiner Medizinsparte setzt das Unternehmen beispielsweise auf Produkte und Softwarelösungen rund um die bildgebende Diagnostik. Ein weiterer Schwerpunkt liegt auf der Radiofrequenztechnologie (RFID), die vor allem bei Mautsystemen, in der Zutrittskontrolle und entlang von Lieferketten zum Einsatz kommt.

Mit diesem nicht zuletzt durch Zukäufe stetig erweiterten Portfolio beschreitet Roper einen attraktiven Wachstumspfad. Auch für dieses und nächstes Jahr sind weitere Verbesserungen bei Umsatz und Ergebnis im niedrigen zweistelligen Prozentbereich zu erwarten. Dabei dürften sich die Gewinne erneut überproportional zu den Erlösen entwickeln. Der Fokus liegt bei Roper eindeutig auf der Marge, die das Management in den Mittelpunkt seiner Anstrengungen stellt.



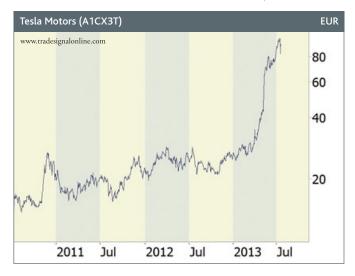


Die Börse honoriert diesen Kurs mit steigenden Multiples – das aktuelle KGV für 2014 liegt bei rund 20 – und einer Notiz auf Allzeithoch. Überhaupt spricht der stabile Aufwärtstrend der letzten Jahre eine eindeutige Sprache. Alternativ zum einem prozyklischen Einstieg empfiehlt es sich, Kursrücksetzer zum Kauf der Roper-Aktie zu nutzen.

Marcus Wessel

### Goodbye: Tesla Motors

Weil teure Batterien und fehlende Stromtankstellen Elektroautos noch bremsen, ist die Aktie von Tesla Motors eher ein Hoffnungswert als ein verlässliches Investment. Die Papiere des kalifornischen Autobauers haben zuletzt eine atemberaubende Rally hingelegt, sind nach mehr als einer Kursverdreifachung innerhalb von sieben Monaten nun aber heiß gelaufen. Zwar ist der Elektroauto-Pionier zum Jahresauftakt erstmals in die Gewinnzone gefahren. Um aber in den nächsten drei Jahren das von Analysten erwartete



jährliche Umsatzplus von mehr als 25% mittelfristig fortschreiben zu können, müsste Tesla wohl ein Modell entwickeln, das nicht teurer als 40.000 USD ist. Die schnittige Limousine Model S – sie ist aktuell das einzige (!) Modell – kostet jedoch selbst in ihrer einfachen Version mehr als 70.000 USD. Von Fahrzeugen dieser Preisklasse lassen sich dem Branchendienst IHS zufolge weltweit aber nicht einmal eine halbe Million Exemplare pro Jahr verkaufen. Und ob Tesla-Chef Elon Musk sein Versprechen einhalten kann, in drei bis fünf Jahren ein deutlich preisgünstigeres Modell anbieten zu können, ist doch sehr fraglich. Schließlich wächst die Hoffnung auf massentaugliche E-Autos erst mit deutlich sinkenden Batteriepreisen.

Musk rechnet damit, in diesem Jahr 21.000 Stück des Model S verkaufen zu können. Inzwischen hat die Aktie jedoch mit einem dreistelligen KGV (2014e) ein Bewertungsniveau erreicht, das allenfalls dann angemessen wäre, wenn der E-Auto-Pionier mehrere hunderttausend Fahrzeuge verkaufen würde – eine auf mittlere Sicht kaum vorstellbare Größenordnung. Deshalb ist es auch paradox, dass Tesla an der Börse mit 14 Mrd. USD 45% mehr wert ist als der seit 2010 wieder Gewinne schreibende italienische Autobauer Fiat. Anleger sollten aussteigen, bevor die zuletzt viel zu stark beschleunigende Aktie eine abrupte Vollbremsung hinlegt.

Michael Heimrich

### Nachrichten aus den Unternehmen

## Böse Überraschungen

#### FMC: US-Pläne schocken Anleger

Eigentlich ist die Aktie des Dialysespezialisten FMC ein Hort der Stabilität. Doch auch dieser gerät gelegentlich ins Wanken. Die Meldung, wonach das US-Gesundheitsministerium ab dem kommenden Jahr die Erstattung für die Behandlung von Dialysepatienten um über 9% zusammenstreichen möchte, versetzte die Börse in Alarmstimmung. Fast 10% seines Börsenwertes büßte der DAX-Konzern infolge dessen an nur einem einzigen Handelstag ein. FMC ist in den USA Marktführer bei der Dialyse-Behandlung mit einem jährlichen Erstattungsvolumen von vier Milliarden Dollar. Ebenfalls unter Druck gerieten Konkurrenten wie die von Warren Buffett favorisierte DaVita. Aktionäre müssen nun hoffen, dass es den Unternehmen gelingt, in der laufenden Anhörungsfrist eine abgemilderte Kürzung zu erzielen. Mit einer endgültigen Entscheidung des US-Gesundheitsministeriums ist nicht vor Ende Oktober zu rechnen. Bislang gingen Analysten von einer weitaus moderateren Absenkung in Höhe von rund 3% aus.

**SI-Kommentar:** Die Börse hasst Unsicherheit, weshalb die Kurschancen kurzfristig limitiert sind. Nervenstarke Anleger setzen darauf, dass der Worst Case noch verhindert werden kann. Andernfalls sind die Gewinnschätzungen nicht zu halten. (MW)

#### BlackBerry: CEO bittet um Geduld

Die Hoffnungen auf einen raschen Turnaround haben sich beim Smartphone-Anbieter BlackBerry bislang nicht erfüllt, und so bat CEO Thorsten Heins auf der Hauptversammlung die anwesenden Aktionäre um mehr Geduld. Erst wenige Tage zuvor legte der Konzern abermals enttäuschende Quartalszahlen vor, die deutlich die Erwartungen der Wall Street verfehlten. Nach zwischenzeitlichen Gewinnen rutschte man zuletzt wieder tief in die Verlustzone. Auf 84 Mio. USD belief sich das Minus, wobei die Zahl der ausgelieferten Smartphones mit 6,8 Mio. Stück gleichsam enttäuschte. Hier hatten Analysten im Vorfeld 7,5 Mio.

Auslieferungen erwartet. Erst zu Jahresbeginn stellte der Konzern sein neues Betriebssystem "Blackberry 10" und die dazu passenden neuen Smartphone-Modelle vor. Gebracht hat dies alles bislang wenig. Nach Informationen des Marktforschers IDC hat sich der Marktanteil der BlackBerry-Geräte binnen Jahresfrist auf nur noch 3% halbiert. Um nun zusätzliche Kosten einzusparen, will Heins weitere Stellen vor allem im Verkauf und Management abbauen. SI-Kommentar: Knapp 40% büßte der Wert nach Vorlage des Berichts ein. Es scheint, als könne nur noch ein Übernahme Black-Berry retten. Als seriöses Investment fällt das Papier durch. (MW)

### Rational: Umsatz- und Gewinnwarnung

Eine unliebsame Überraschung erlebten zuletzt auch Aktionäre des Gargeräteherstellers Rational. Vorstandschef Dr. Günter Blaschke nahm die bisherige Prognose bei Umsatz und Ergebnis zurück. Nach einem schwachen ersten Halbjahr, in dem die Erlöse lediglich um 3% auf 211 Mio. EUR kletterten, geht Blaschke für das Gesamtjahr nur noch von einem Zuwachs von rund 5% aus. Zuvor sprach er von einem Wachstum im hohen einstelligen Bereich. Das Ergebnis werde dabei auf Vorjahresniveau erwartet. Auch damit lag Rational klar unter den Schätzungen der Finanzanalysten. Diese hatten bislang mit einem Gewinnplus von 10% kalkuliert. Als Gründe für die Revision nannte der Vorstand einerseits Währungseffekte, die vor allem das Geschäft in Asien belasteten, zum anderen die hohe Vergleichsbasis aus dem Vorjahr. Im zweiten Quartal 2012 rechnete Rational gleich mehrere große Projektaufträge ab. Auch in Europa verlangsame sich der Absatz als Folge der schwachen Konjunktur. Es war im Übrigen die erste Warnung des Unternehmens seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008.

**SI-Kommentar:** Da wir auf die Konjunktur weitere Probleme zukommen sehen, scheint es für einen Einstieg in diesen Qualitätstitel noch zu früh. Die traditionell hohe Bewertung des Papiers wurde aber zumindest teilweise bereits abgebaut. (MW)











### Südzucker: Gewinn rückläufig, Rohstoffkosten belasten

Die Aussicht auf sinkende Gewinne schickte die Südzucker-Aktie in den vergangenen Wochen auf Talfahrt. Die nun vorliegenden Zahlen zum ersten Quartal bestätigen diesen Trend, wobei vor allem steigende Rohstoffkosten und eine schlechtere Zuckerrübenernte den Ertrag schmälerten. In der wichtigen Zucker-Sparte ging das operative Ergebnis um knapp ein Fünftel auf 159 Mio. EUR zurück. Besser lief es im Bioethanol-Geschäft der ebenfalls börsennotierten Tochter CropEnergies und in der Frucht-Sparte, die Fruchtzubereitungen und Fruchtsaftkonzentrate herstellt. Hier konnte das Ergebnis sogar nahezu verdoppelt werden. Auf Konzernebene kletterten die Umsätze wie erwartet um rund 7% auf 2 Mrd. EUR. Der Überschuss nach Anteilen Dritter brach indes um über 40% auf 131 Mio. EUR ein. Dabei wirkten sich auch die rückläufigen Weltmarktpreise für Zucker negativ auf die Margen des Konzerns aus. Für das Gesamtjahr hielt der Vorstand an seiner alten Prognose fest. Danach soll das EBIT im Vergleich zum Rekordjahr 2012/13 um rund 15% auf 825 Mio. EUR zurückgehen. Ab dem Jahr 2017 muss sich Südzucker zudem auf eine neue Zuckermarktordnung in der EU einstellen.

SI-Kommentar: Unser früherer Musterdepotwert sucht derzeit nach einem tragfähigen Kursniveau. Angesichts des Rückgangs von über 34 auf 24 EUR sehen wir den verhaltenen Ausblick aber weitgehend eingepreist. (MW)

### Bauer: Hoffnungen ruhen auf zweitem Halbjahr

Anlässlich seiner Hauptversammlung gab der Spezialtiefbaukonzern Bauer Ende Juni einen ersten Einblick in die Entwicklung des zweiten Quartals. Nach einem schwachen Jahresauftakt, der noch von der kalten Witterung und Projektverzögerungen geprägt war, hat sich die Lage in den vergangenen Monaten etwas aufgehellt. So seien die Maschinenumsätze in dieser Zeit wieder gestiegen und auch im Bau machte der Konzern zuletzt Fortschritte. Als Teil eines Konsortiums erhielt Bauer den Zuschlag für Spezialtiefbauarbeiten an Tunnel und Stützwänden für eine sieben Kilometer lange Bahn-Neubaustrecke im Spessart. Der anteilige Auftragswert beläuft sich nach Unternehmensangaben auf rund 47 Mio. EUR. Es ist hierzulande der für Bauer bislang größte Einzelauftrag, der nach Worten von Firmenchef Prof. Thomas Bauer mittelfristig eine gute Auslastung der Kapazitäten sichert. Gleichzeitig betonte der Vorstand, dass die Jahresziele noch keineswegs sicher sind. Um diese tatsächlich zu erreichen, müsse man im zweiten Halbjahr noch erheblich aufholen. Bislang erwartete der SDAX-Konzern eine Gesamtleistung von über 1,5 Mrd. EUR (Vj.: 1,3 Mrd. EUR) und einen Überschuss von gut 30 Mio. EUR (Vj.: 24,3 Mio. EUR). Am Ende beschloss die Hauptversammlung noch die Zahlung einer von 50 auf 30 Cent reduzierten Dividende für das vergangene Jahr.

SI-Kommentar: Der Kursverlauf spiegelte zuletzt die Unsicherheit über das Ausmaß der Erholung deutlich wider. Wir schätzen die Perspektiven zumindest in Europa als anhaltend schwierig ein und würden von einem Kauf des Papiers abraten. (MW)

### Nachrichten aus den Immobiliengesellschaften

#### GSW Immobilien: Rebellion der Aktionäre

Es kommt nur selten vor, dass eine Hauptversammlung nicht der zuvor festgelegten Regie folgt. Beim Berliner Wohnimmobilienunternehmen GSW nahm das Aktionärstreffen eine unerwartete Wendung. So entzogen die versammelten Anteilseigner mehrheitlich dem erst seit April amtierenden Vorstandsvorsitzenden Bernd Kottmann ihr Vertrauen. Auch Aufsichtsratschef Eckart John von Freyend, der Kottmann angeblich zu schnell für den Posten ausgewählt haben soll, musste eine Abstimmungsniederlage hinnehmen. Initiiert hatte die Rebellion der niederländische Pensionsfonds PGGM. Dieser störte sich zudem an der gemeinsamen Vergangenheit von Kottmann und Freyend beim inzwischen arg krisengebeutelten Immobilienkonzern IVG, wo beide bis zum Jahr 2006 tätig waren. Während Kottmann die GSW bereits am 15. Juli und damit gerade einmal drei Monate nach seinem Amtsantritt verließ, will Freyend bis Ende Juli zurücktreten. Nun sucht die Gesellschaft mittels eines Personalunternehmens nach neuen Kandidaten für die vakanten Posten. Über die Personalquerelen geriet die gute operative Entwicklung des MDAX-Mitglieds etwas in Vergessenheit. Dank steigender Mieteinnahmen und einer rückläufigen Leerstandsquote nahm das operative Ergebnis im ersten Quartal um knapp ein Viertel auf über 39 Mio. EUR zu. Bei den "Funds from Operations" verzeichnete man gar einen Zuwachs um 32% auf 19,8 Mio. EUR. Die Attraktivität Berlins sei ebenso wie der Bedarf an Wohnraum weiterhin hoch.

**SI-Kommentar:** Die Aktie zählt zu den eher teureren Immo-Titeln (Notiz auf Höhe des NAV). Bis keine Klarheit über die Neubesetzung von Vorstand und Aufsichtsrat herrscht, drängt sich ein Kauf nicht wirklich auf. (MW)

### Nachrichten aus den Beteiligungsgesellschaften

### M.A.X. Automation: Prüft Großakquisition

Bei der M.A.X. Automation kündigt sich eine fundamentale Weichenstellung an. Die Rheinländer erwägen den Kauf der schwäbischen AIM-Gruppe, der gleich mehrere Unternehmen aus dem Bereich der Industrieautomation sowie der Reinigungs-, Prüf- und Montagetechnik angehören. AIM beliefert hauptsächlich Kunden aus der Automobilindustrie sowie der Medizinbranche und würde somit ein Kernsegment der M.A.X. wesentlich verstärken. Vergangenes Jahr brachte es die Gruppe auf einen Umsatz von 130 Mio. EUR. Damit ist AIM in etwa halb so groß wie die M.A.X. Automation (Jahresumsatz: 244 Mio. EUR). Zur Profitabilität des Übernahmeziels wollte man sich auf Seiten des potenziellen Käufers noch nicht äußern, da eine vertiefte Due Diligence-Prüfung gerade erst begonnen habe. Sollte sich das M.A.X.-Management um Vorstandschef Bernd Priske für den Kauf aussprechen, würde der bisherige AIM-Eigentümer, die Hamburger Günther Holding, bis zu 29,9% der M.A.X.-Aktien erwerben und so zu einem strategischen Ankerinvestor werden. Von dessen Branchenerfahrung glaubt man bei M.A.X., ebenfalls mittelbis langfristig profitieren zu können. Den Zukauf wolle man mit einem Mix aus den vorhandenen Barmitteln und neuen Krediten finanzieren. Zudem sei der Wechsel in den Prime Standard geplant. SI-Kommentar: Der Fall erinnert in Teilen an die letztjährige Übernahme der Claas Fertigungstechnik durch die MBB Industries (IK). An diese schloss sich eine fundamentale Neubewertung der Aktie an. M.A.X. gehören auf die Watchlist. (MW)

Anzeige



### Anleihen

## Risikokapital in Anleihen-Verpackung

Mittelstandsanleihen haben mit dem klassischen Mittelstand zunehmend weniger zu tun – sollte das gesamte Segment daher auf den Prüfstand?

Mehrmals totgesagt und doch nie gestorben – bislang haben die Mittelstandssegmente an den deutschen Börsenplätzen jeden vorzeitigen Nachruf bei bester Gesundheit überlebt. Auf jeden Abschwung folgte in der Vergangenheit eine neue Emissionswelle, keine Pleite und keine Gewinnwarnung der bestehenden Emittenten konnten dies bislang verhindern. Nachdem die Modebranche nun wohl fast vollständig mit Mittelstandsanleihen am Markt präsent ist, haben die Bauentwickler das Instrument Anleihe für sich entdeckt. Auch Smart Investor hat bereits in der Vergangenheit mehrmals vor den immer größeren Risiken am Markt gewarnt, der große Crash hat bislang dennoch nicht stattgefunden. Doch dieser muss nicht für immer ausbleiben, einige der jüngsten Emissionen schreien gerade so nach einer kritischen Betrachtung.

#### Wenn die Verpackung nicht mehr hält was sie verspricht

Die Kernidee der Mittelstandsanleihe war einfach und bestechend: Zum ersten Mal konnten sich klassische Familienunternehmen oder kleine börsennotierte Gesellschaften Geld am Anleihemarkt besorgen. Das Geld von Privatanlegern sollte die restriktive Kreditvergabe der Banken nach der Finanzkrise konterkarieren. Doch mittlerweile ersetzen die Anleger nicht nur Banken, sie ersetzen auch das Eigenkapital von Bauträgern (z.B. bei Cloud No 7, Eurogrund, Timeless Homes), finanzieren Windräder (Wallenborn), Solarparks (MBB) und Kreuzfahrtschiffe (MS Deutschland) und bekommen dafür Fremdkapital-Zinsen für Eigenkapitalrisiken. Auch Andreas Wegerich, Vorstand der mittelständischen Investmentbank Youmex, sieht diesen Trend: "Was wir mittlerweile sehen, sind teilweise reine Projektfinanzierungen. Manche Emittenten wären früher beim Venture Capitalist gelandet, heute platzieren sie mühelos Anleihen. Das kann nicht die Grundidee dieses Marktes gewesen sein."

### Wenn das nicht existierende Hochhaus beliehen wird

Die Liste an Negativbeispielen am Markt ist lang – jüngstes Beispiel ist die Cloud No 7 GmbH: Nicht der Bauträger selbst leiht sich hier 35 Mio. EUR, sondern eine Projektgesellschaft des Bauträgers, die bislang lediglich den Plan hat, in Stuttgart ein imposantes Hochhaus samt 5-Sterne-Hotel zu bauen. Die Frage, woraus die Zinsen bezahlt werden, bis die ersten Wohnungen verkauft werden, wird im Prospekt ohne Scham beantwortet: Aus den 35 Mio. EUR der Anleiheemission. Die Anleger bezahlen sich also zunächst selbst die Zinsen aus der Substanz, dafür bekommen sie das Grundpfandrecht und die Pachteinnehmen aus einem Vertrag mit Steigenberger

verpfändet – für ein Gebäude, das noch nicht existiert. Wer die Margen von Bauträgern kennt, weiß, dass Anleger hier mit 6,0% Coupon wenig von dem Kuchen abbekommen, dessen Zutaten sie vollständig bezahlt haben. Cloud No 7 ist nur das Extrembeispiel für eine Branche, die sich seit Monaten Geld am Anleihemarkt besorgt.

### "Stupid German Money"

Der Ausdruck, geprägt von Amerikanern, die sich über die Leichtgläubigkeit deutscher Investoren wunderten, könnte auch bald am Anleihemarkt gelten. Was früher unbedarfte Anleger in Form geschlossener Fonds kauften, wird heute anders verpackt als Anleihe platziert: Die Wallenborn-Anleihe finanziert eine Projektgesellschaft, die in Kroatien einen Windpark errichtet. MBB Clean Energy finanziert über die Anleihe den Ankauf von Solar- und Windparks an diversen Standorten – klassische Verbriefungstransaktionen. Finanzinstrumente, wie sie nach Lehman an den Märkten eigentlich verpönt waren. Im Fall von MBB kommt dazu, dass die einzelnen Projekte in ebenfalls fremdfinanzierten Objektgesellschaften liegen, die Hebelwirkung für die Eigentümer von MBB wird dadurch größer, das Risiko für die Anleiheinhaber steigt. "Der Markt wird wohl über kurz oder lang richtige Probleme bekommen, dafür benötigt es vermutlich noch nicht einmal eine Rezession", meint dazu Wegerich.

#### Auch der Name darf nicht blenden

Die Flucht in altbekannte Namen kann für einen Anleger nicht die Lösung sein: Der Trend zu Markennamen am Anleihemarkt sorgte bis letztes Jahr für eine Welle von Emissionen von Modeunternehmen und Konsumgüterherstellern. Doch nicht alle guten Namen



Mittelstandsanleihen (MiBox) haben sich in den letzten 1,5 Jahren schlechter entwickelt als die Anleihen von DAX-Konzernen (RDAX)

WKN	Laufzeit bis	Kurs in %	Rendite	Сопров	Volumen (Mio ELIR)	Rating	Ratingagentur			
		rtars iii 70	Renorce	сопроп	votamen (i no. 2011)	Rating	Matingagenta			
A1TNGG	07.03.17	101,15	5,67%	6,00%	35	BBB	Creditreform			
A1RE8B	16.07.18	100,25	7,31%	7,38%	15	ВВ	Creditreform			
A1TNHB	18.06.18	95,75	8,33%	7,25%	30	ВВ	Creditreform			
A1RE5T	16.11.17	90,30	9,91%	7,13%	20	ВВ	Creditreform			
A1TM7P	06.05.19	98,00	6,67%	6,25%	300 (75 platziert)	BBB (Anleihe)	Creditreform			
A1TND4	11.06.18	99,64	8,38%	8,13%	13 (8 platziert)	B+	Creditreform			
A1RE7V	18.12.17	84,31	11,53%	6,88%	60	A (Anleihe), CCC+ (Emittent)	SCOPE			
A1R0YA	12.02.18	111,50	3,71%	6,50%	30	ВВ	Euler Hermes			
A1H3YJ	19.04.16	105,29	4,93%	7,13%	70	BB-	Creditreform			
A1R09H	28.06.18	99,98	9,31%	9,00%	10	-	-			
A1H3YK	27.04.16	103,28	5,95%	7,38%	65	BB-	Creditreform			
A1R1C5	31.07.18	100,00	7,00%	7,00%	80	BBB+ (Anleihe)	SCOPE			
Anleihen mit ausgewogenem Chance- / Risko-Verhältnis										
A1R07C	23.04.18	100,05	6,93%	7,00%	65	-	-			
A1TNA7	04.06.18	103,95	6,72%	7,75%	25	BB+	Creditreform			
A1HJLL	22.05.18	101,50	6,89%	7,25%	15	BBB-	Creditreform			
	A1TNGG A1RE8B A1TNHB A1RE5T A1TM7P A1TND4 A1RE7V A1ROYA A1H3YJ A1RO9H A1H3YK A1R1C5 ance-/Risko A1RO7C A1TNA7	Chance-/Risko-Verhältnis A1TNGG 07.03.17 A1RE8B 16.07.18 A1TNHB 18.06.18 A1RE5T 16.11.17 A1TM7P 06.05.19 A1TND4 11.06.18 A1RE7V 18.12.17  A1ROYA 12.02.18 A1H3YJ 19.04.16 A1R09H 28.06.18 A1H3YK 27.04.16 A1R1C5 31.07.18 ance-/Risko-Verhältnis A1R07C 23.04.18 A1TNA7 04.06.18	Chance-/Risko-Verhältnis A1TNGG 07.03.17 101,15 A1RE8B 16.07.18 100,25 A1TNHB 18.06.18 95,75 A1RE5T 16.11.17 90,30 A1TM7P 06.05.19 98,00 A1TND4 11.06.18 99,64 A1RE7V 18.12.17 84,31  A1ROYA 12.02.18 111,50 A1H3YJ 19.04.16 105,29 A1RO9H 28.06.18 99,98 A1H3YK 27.04.16 103,28 A1R1C5 31.07.18 100,00 Cance-/Risko-Verhältnis A1R07C 23.04.18 100,05 A1TNA7 04.06.18 103,95	Chance-/Risko-Verhältnis  A1TNGG 07.03.17 101,15 5,67%  A1RE8B 16.07.18 100,25 7,31%  A1TNHB 18.06.18 95,75 8,33%  A1REST 16.11.17 90,30 9,91%  A1TM7P 06.05.19 98,00 6,67%  A1TND4 11.06.18 99,64 8,38%  A1RE7V 18.12.17 84,31 11,53%  A1ROYA 12.02.18 111,50 3,71%  A1H3YJ 19.04.16 105,29 4,93%  A1RO9H 28.06.18 99,98 9,31%  A1H3YK 27.04.16 103,28 5,95%  A1R1CS 31.07.18 100,00 7,00%  Cance-/Risko-Verhältnis  A1RO7C 23.04.18 100,05 6,93%  A1TNA7 04.06.18 103,95 6,72%	Chance-/Risko-Verhältnis  A1TNGG 07.03.17 101,15 5,67% 6,00%  A1RE8B 16.07.18 100,25 7,31% 7,38%  A1TNHB 18.06.18 95,75 8,33% 7,25%  A1RE5T 16.11.17 90,30 9,91% 7,13%  A1TM7P 06.05.19 98,00 6,67% 6,25%  A1TND4 11.06.18 99,64 8,38% 8,13%  A1RE7V 18.12.17 84,31 11,53% 6,88%  A1ROYA 12.02.18 111,50 3,71% 6,50%  A1H3YJ 19.04.16 105,29 4,93% 7,13%  A1RO9H 28.06.18 99,98 9,31% 9,00%  A1H3YK 27.04.16 103,28 5,95% 7,38%  A1R1C5 31.07.18 100,00 7,00% 7,00%  Cance-/Risko-Verhältnis  A1R07C 23.04.18 100,05 6,93% 7,00%  A1TNA7 04.06.18 103,95 6,72% 7,75%	Chance-/Risko-Verhältnis  A1TNGG 07.03.17 101,15 5,67% 6,00% 35  A1RE8B 16.07.18 100,25 7,31% 7,38% 15  A1TNHB 18.06.18 95,75 8,33% 7,25% 30  A1RE5T 16.11.17 90,30 9,91% 7,13% 20  A1TM7P 06.05.19 98,00 6,67% 6,25% 300 (75 platziert)  A1TND4 11.06.18 99,64 8,38% 8,13% 13 (8 platziert)  A1RE7V 18.12.17 84,31 11,53% 6,88% 60  A1ROYA 12.02.18 111,50 3,71% 6,50% 30  A1H3YJ 19.04.16 105,29 4,93% 7,13% 70  A1RO9H 28.06.18 99,98 9,31% 9,00% 10  A1H3YK 27.04.16 103,28 5,95% 7,38% 65  A1R1C5 31.07.18 100,00 7,00% 7,00% 80  ance-/Risko-Verhältnis  A1RO7C 23.04.18 100,05 6,93% 7,00% 65  A1TNA7 04.06.18 103,95 6,72% 7,75% 25	Chance-/Risko-Verhältnis         A1TNGG       07.03.17       101,15       5,67%       6,00%       35       BBB         A1RE8B       16.07.18       100,25       7,31%       7,38%       15       BB         A1TNHB       18.06.18       95,75       8,33%       7,25%       30       BB         A1RE5T       16.11.17       90,30       9,91%       7,13%       20       BB         A1TM7P       06.05.19       98,00       6,67%       6,25%       300 (75 platziert)       BBB (Anleihe)         A1TND4       11.06.18       99,64       8,38%       8,13%       13 (8 platziert)       B+         A1RE7V       18.12.17       84,31       11,53%       6,88%       60       A (Anleihe), CCCC+ (Emittent)         A1ROYA       12.02.18       111,50       3,71%       6,50%       30       BB         A1ROYA       12.02.18       111,50       3,71%       6,50%       30       BB-         A1ROYA       12.02.18       105,29       4,93%       7,13%       70       BB-         A1ROYA       28.06.18       99,98       9,31%       9,00%       10       -         A1R1YK       27.04.16       103,28			

Stand: 19.07.2013; Quelle: Bloomberg, Emissionsprospekte und Ratingberichte

müssen auch gute Investments sein: So bonitätsstark die Rudolf Wöhrl AG auch sein mag, ein Kurs von 111% bedeutet eben, dass ein Anleger bei der Tilgung fast zwei Coupons verliert, die Effektivrendite beträgt daher nur noch 3,8%. Ob dieser Zinssatz für das Risiko eines mittelständischen Einzelhändlers adäquat entlohnt, ist zumindest fraglich. Die Bilanzen von Modeunternehmen wie Hallhuber (hier löst die Private-Equity-Gesellschaft Change Capital Partners mit dem Anleiheerlös ein eigenes Gesellschafterdarlehen ab), More & More und Laurèl (Rating-Downgrade) sowie bekannter Markenartikler wie Valensina oder Underberg (beide ebenfalls bereits Rating-Downgrades) sind oft nicht so gut, wie es der Name erhoffen lassen würde. Auch wenn es sich hier noch um klassischen Mittelstand handelt, stehen Chancen und Risiken oft in einem unausgewogenen Verhältnis. Einer der Hauptgründe, warum ein professioneller Fondsmanager wie Martin Wilhelm von der IfK

– Institut für Kapitalmarkt GmbH, der auf Value-Anleihen spezialisiert ist, die Mittelstandsanleihesegmente fast vollständig meidet.

### Anlagenotstand darf nicht zu Leichtsinn führen

Trotz leicht gestiegenem Nominalzinsniveau ist der Anlagenotstand für Anleger nach wie vor hoch. Doch die Verlockungen hoher Coupons dürfen über Risiken nicht hinwegtäuschen, und die nehmen gerade mit den jüngsten Emissionen dramatisch zu. Vollständig die Finger lassen sollte man von Unternehmen aus gehypten Branchen (aktuell Mode und Bauträger) sowie von Projektfinanzierungen, die fast an Verbriefungstransaktionen erinnern. Im Zweifelsfall sollte das Lesen des Emissionsprospektes Klarheit bringen. Das Vertrauen auf Ratingnoten kann bei Mittelstandsanleihen nicht die eigene Recherche ersetzen.

Heinrich Bukowski

Anzeige

## **Bond***Guide* – *der* Newsletter für Unternehmensanleihen

14-täglich Analysen, Statistiken, Hintergründe Jetzt anmelden! www.bondguide.de.

Nächste Erscheinungstermine: 12.7., 26.7., 9.8.





### Musterdepot

## Alles auf Anfang

Die letzten Kursgewinne ließen unser Depot zurück auf den Stand von Anfang Januar klettern. Wirklich zufrieden können wir mit dieser Entwicklung aber natürlich noch nicht sein.

Mit einem Zugewinn von fast 5% hat unser Depot die Verluste der Vormonate wieder größtenteils aufgeholt, so dass wir uns derzeit auf dem Stand von Anfang Januar befinden. Dem DAX hinken wir mit dieser Performance aber weiterhin klar hinterher. Ohne den inzwischen verkauften Short, den wir vorrangig als Absicherung betrachteten, hätten wir aber zumindest in den vergangenen Wochen das hohe Tempo des DAX mitmachen können. Auch wenn sich die Lage an den Märkten wieder etwas entspannt hat, so möchten wir unser bearishes Szenario noch keineswegs verwerfen. Es bestehen weiterhin erhebliche Risiken – speziell für die europäische Konjunktur. Unsere hohe Cashposition drückt

diese Skepsis auch recht deutlich aus. Der Teilverkauf unserer Aurelius-Position geschah rückblickend sicherlich zu früh, brach der Wert doch erst kürzlich auf ein neues Allzeithoch aus. Mehr als erfreulich entwickelten sich die Morphosys-Papiere. Die Nachricht über den Einstieg des US-Biotechkonzerns Celgene beflügelte die Notiz. Beide Unternehmen unterzeichneten eine Entwicklungspartnerschaft für einen Antikörper gegen Knochenmarkkrebs.

#### Japans Wirtschaft im CuB

Japanische Aktien waren zuletzt wieder gefragter. Positiv wurden vor allem Aussagen der Notenbank aufgenommen, die an ihrer

Musterdepot (Start: 24.3,2003 mit 100.000 Euro)												
Performance: -0,1% seit Jahresanf	ang (DAX:	+9,4%); +4,8% gg.\	/ormo	nat (D	AX: +7,0	%); +174,	4% seit	Depotsta	rt (DAX:	+225,7%	5)	
	WKN	Branche/Land	SIP*	C/R*	Stück	Kauf-	Kauf	Kurs	Wert	Depot- Performa		
						Datum	zu	akt.	akt.	Anteil	Vormonat	
Toyota-Call (5.500; Dez 2014) [JPN]			С	9/7		21.02.13	0,49	1,12	5.600	2,0%	+36,6%	+128,6%
Aurelius [D]	AOJ K2A	Sanierer	D	7/6	600	13.09.12	12,00	21,85	13.110	4,8%	+17,5%	+82,1%
Morphosys [D]	663 200	Biotechnologie	С	8/6	300	14.12.12	28,30	50,18	15.054	5,5%	+36,3%	+77,3%
Pfizer [USA]	852 009	Pharma	C	6/4	750	04.01.12	16,82	22,13	16.598	6,0%	+0,8%	+31,6%
Amgen [USA]	867 900	Biotech	С	7/4	250	13.09.12	64,70	81,40	20.350	7,4%	+9,6%	+25,8%
Procter & Gamble [USA]	852 062	Konsumgüter	С	7/5	300	21.12.11	50,36	61,53	18.459	6,7%	+6,5%	+22,2%
Aisin Seiki [JPN]	863 680	Automobilzulieferer	В	8/6	400	03.05.13	27,46	30,25	12.100	4,4%	+9,6%	+10,2%
PNE Wind [D] IK	AOJ BPG	Windparks	С	8/6	4.000	10.01.13	2,45	2,66	10.640	3,9%	+0,4%	+8,6%
Metro [D]	725 750	Handel	D	8/7	300	21.02.13	23,92	25,62	7.686	2,8%	+2,9%	+7,1%
Bridgestone [JPN]	857 226	Automobilzulieferer	В	8/6	400	02.05.13	27,80	28,94	11.576	4,2%	+12,6%	+4,1%
Rakuten [JPN]	927128	Kaufhaus	Α	7/5	1.200	18.07.13	10,05	10,30	12.360	4,5%	_	+2,5%
IBM [USA]	851 399	IT/Software	С	6/5	120	13.12.12	147,80	147,83	17.740	6,5%	-0,1%	+0,0%
Vtion [CHN]	CHE N99	Telekom/Internet	С	8/6	1.000	14.03.13	4,20	3,56	3.560	1,3%	-3,8%	-15,2%
First Majestic Silver [CAN]**	AOL HKJ	Silberproduzent	С	8/6	1.800	21.06.12	12,14	9,37	16.866	6,1%	+28,4%	-22,8%
Monument Mining [CAN] IK	AOM SJR	Gold/Edelmetalle	С	9/7	25.000	01.11.12	0,37	0,24	6.000	2,2%	+14,3%	-34,4%
Silver Wheaton [CAN]** IK	AOD PA9	Silberproduzent	С	8/6	500	26.09.12	29,66	16,11	8.055	2,9%	+6,7%	-45,7%
Aurcana [CAN]** IK	A1T 9L6	Silberproduzent	D	9/7	4.250	04.10.12	2,86	1,33	5.653	2,1%	-8,3%	-53,5%
IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 81!						Aktier	bestand	201.406	73,4%			
						L	iquidität	72.978	26,6%			
						Ges	amtwert	274.384	100,0%			

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

<sup>\*)</sup> **SIP:** Das SI-Potentialometer 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. Veränderungen beim C/R oder SIP gegenüber dem Vormonat werden farblich hervorgehoben. Verbesserungen sind grün und Verschlechterungen rot markiert; \*\*) Durchschnittskurs

Duchgeführte Käufe und Verkäufe										
Käufe	WKN	Kurs	Stück	Kaufwert		Datum				
Aurcana	A1T9L6	0,98	3.000	2.940		04.07.13				
First Majestic Silver	A0LHKJ	8,54	600	5.124		04.07.13				
Rakuten	927128	10,05	1.000	10.050		18.07.13				
Verkäufe				Verk.wert	Perf.					
Fastenal	887891	35,40	450	15.930	+6,1 %	27.06.13				
Aurelius	A0JK2A	18,60	600	11.160	+55,0 %	04.07.13				
Dax Short	TB51UR	7,70	1.500	11.550	-27,9 %	18.07.13				

sehr lockeren Geldpolitik einstimmig festhalten will. Zudem gebe es Anzeichen, dass sich die japanische Wirtschaft allmählich erholt. Von dieser Konstellation sollten auch unsere Musterdepotwerte Bridgestone und Aisin Seiki profitieren. Beide Unternehmen sind als Zulieferer der großen Automobilhersteller bestens positioniert, um an einem durch den schwachen Yen befeuerten Export-Boom zu partizipieren. Hinzu kommt unser Engagement in Toyota über den noch bis Dezember 2014 laufenden Call. Hier konnten wir unseren Einstand inzwischen mehr als verdoppeln. Neu im Depot ist die Aktie des Internet-Kaufhauses Rakuten. Die japanische "Amazon" brach unlängst bei steigenden Umsätzen auf ein neues Hoch aus – ein ausgesprochen bullishes Zeichen. Angesichts des intakten dortigen Crack-up-Boom-Szenarios bleiben wir für den japanischen Aktienmarkt positiv gestimmt. Wir sind überzeugt, dass sich die dortige Börse vom erwarteten Negativtrend in Europa weiter abkoppeln wird. Um unsere Kursgewinne nicht an eine schwache japanische Währung zu verlieren, werden wir schon bald eine Absicherung aufbauen.

# Ausgebombte Edelmetallaktien

Aus unserer Sicht spricht viel dafür, dass Edelmetallwerte nach den starken Verlusten der letzten Wochen zunächst einmal ihren Boden gefunden haben. Wir stockten deshalb zu niedrigen Kursen unsere Positionen bei den Silberförderern Aurcana (IK) und First Majestic Silver (IK) auf. Dabei erwischten wir einen nahezu idealen Einstiegszeitpunkt und wurden prompt mit Gewinnen belohnt. Am 10. Juli wurde bekannt, dass eine Anwaltskanzlei gegen Aurcana Klage eingereicht hat. Der Vorwurf: Das Unternehmen habe nicht rechtzeitig über Probleme beim Hochfahren der Produktion in der Shafter-Mine informiert. Im April hatte die Gesellschaft einräumen müssen, dass die angestrebte Verarbeitung von 600 Tonnen Gestein pro Tag nicht erreicht worden ist. In der Folgezeit erlitt die Aktie höhere Kursverluste als die Papiere vergleichbarer Minenfirmen. Aurcana sieht die Klage als gegenstandslos an, schließlich seien die Schwierigkeiten inzwischen bewältigt. Seit Juni würden 600 Tonnen pro Tag verarbeitet. Es wurden außerdem zahlreiche Maßnahmen ergriffen, um bis Jahresende die Produktion wie geplant auf 1.500 Tonnen pro Tag hochzufahren. Aurcana dürfte bei Shafter mittlerweile um etwa ein Jahr hinter dem ursprünglich kommunizierten Zeitplan liegen. Ob in diesem Zusammenhang bewusst falsch informiert wurde, muss der Gerichtshof in Kanada entscheiden. Wir steigen vorsichtshalber bei einer Fortsetzung der Erholung bei 1,85 EUR aus.

In Anbetracht der niedrigen Edelmetallpreise wird verstärkt über die Kosten von Minenfirmen diskutiert. Die Beteiligungsgesellschaft Silver Wheaton (IK) und der Silberproduzent First Majestic Silver sind daher unsere Kerninvestments im Edelmetallbereich. Silver Wheaton erhält vertraglich abgesichert als Gegenleistung für Investitionen Gold und Silber zu extrem günstigen Festpreisen. First Majestic hat im Vergleich zur Konkurrenz die niedrigsten Förderkosten. Bei realistisch kalkulierten Gesamtkosten (all-in cost) von 21,69 USD/oz (1. Quartal 2013) verdient das Unternehmen beim aktuellen Silberpreis allerdings auch kein Geld mehr. Die laufenden Kosten des Minenbetriebs (Cash Cost) lagen zuletzt jedoch bei nur 9,49 USD/oz Silberäquivalent. Damit wird auch bei einem Silberpreis von 20 USD/oz noch ein positiver Cashflow erwirtschaftet.



### **Fazit**

Unsere Augen sind weiterhin auf die USA und Japan gerichtet. Hier sehen wir aktuell deutlich spannendere Investitionschancen als in Europa. Der hohe Depotanteil amerikanischer Blue Chips erklärt sich zum Teil auch mit der von uns erwarteten Dollar-Stärke. Neben dem Aufbau einer Yen-Absicherung werden wir uns vornehmlich auf dem amerikanischen und japanischen Aktienmarkt nach neuen Musterdepotkandidaten umsehen. Auch den erneuten Aufbau einer Absicherung (wahrscheinlich auf den DAX) möchten wir für die kommenden Wochen keinesfalls ausschließen.

Marcus Wessel, Rainer Kromarek

# Interview mit einem Investor

# "Zurzeit sind wir sehr vorsichtig unterwegs"

Gespräch mit dem Value-Investoren Frank Fischer über seinen eigenen Anlagestil, der auch die makroökonomische Gesamtlage mitberücksichtigt.



Frank Fischer, Jahrgang 1964, ist Vorstandsmitglied der Shareholder Value Management AG aus Frankfurt und übt dort die Funktion des Chief Investment Officer aus. Außerdem ist Frank Fischer im Vorstand des Zentrums für Value Investing, Vorstandsmitglied der Shareholder Value Beteiligungen AG und im Verwaltungsrat der Pulsion SE.

Smart Investor: Herr Fischer, Sie haben sich mit Ihrer Shareholder Value Management AG bzw. mit Ihrem Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen dem Value-Investing verschrieben. Was verstehen Sie ganz kurz gesagt darunter? Fischer: Das Wichtigste ist bei uns immer der Preis. Preis geht über alles. Und wenn wir eine nicht so tolle Firma für einen fantastischen Preis bekommen, schlagen wir gerne auch mal zu. Aber natürlich ist es auch entscheidend, dass wir auf Qualität setzen. Das Kernthema dabei ist, nicht verwahrlostes, sondern gut geführtes Kapital im Portfolio zu haben.

# Smart Investor: Sehen Sie sich mit Ihrem Investmentstil eher beim Value-Puristen Benjamin Graham oder eher beim progressiveren Warren Buffett?

Fischer: Ganz klar eher bei Buffett. Ich habe lieber Unternehmen mit Pricing Power und einem strukturellen Wettbewerbsvorteil. und das am liebsten in einem Markt, der auch noch wächst.

# Smart Investor: Werden Sie doch mal konkret, welche Aktie gefällt Ihnen gerade?

Fischer: Zum Beispiel die britische Hargreaves Services, die derzeit mit einem KGV von 6 bewertet ist. Das hervorragende Management, welches auch große Anteile an dieser Firma hält, kauft marode oder insolvente Kohleminen in England und Schottland zu Niedrigstpreisen auf und saniert sie. Einerseits ist die gesamte Branche aufgrund vieler spezifischer Probleme unter Druck, andererseits bietet dies gerade für starke Akteure wie Hargreaves hervorragende Möglichkeiten, um günstig an Asset zu kommen. Und das Potenzial

ist insofern ziemlich groß, dass die Firma nicht nur Kohle fördert, sondern sie auch veredelt und zudem noch die Logistik besorgt. Dabei ist die Kohle noch lange nicht aus der Energieversorgung oder anderen Bereichen wegzudenken.

# Smart Investor: Der deutsche Nebenwert Pulsion befindet sich seit längerer Zeit schon in Ihrem Depot...

Fischer: Ja, die Aktie ist nach der jüngsten Sonderausschüttung leider unter die Räder gekommen. Aus meiner Sicht war die Höhe des Abschlags aber nicht gerechtfertigt. Das Geschäft beruht, vereinfacht gesagt, auf immer wiederkehrenden Erlösen im Medizinbereich, mit zudem schönen Wachstumsaussichten. Hinzukommt, dass sich eine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik erkennen lässt sowie ein geplantes Aktienrückkaufprogramm. Solche Titel haben wir sehr gerne im Depot.

# Smart Investor: Was bei Ihnen auffällt, ist, dass Sie sich auch mit den makroökonomischen Entwicklungen sehr stark beschäftigen - was eher ungewöhnlich ist für einen Value-Investor ...

Fischer: Klar, weil uns das hilft, uns zu orientieren und zu überlegen, mit welchen Risiken wir unterwegs sind. Denn es ist nicht so sehr das einzelne Unternehmen mit seinen Dienstleistungen und Produkten und seiner gesunden Bilanz, welches in unserer Wahrnehmung zurzeit das Hauptrisiko darstellt, sondern es sind die politischen Entscheidungen und die Entscheidungen der Notenbanken, aus denen auch eine Bedrohung für die Aktien hervorgehen kann.

Smart Investor: Da fällt auf, dass Ihr Fonds fast wie an der Schnur gezogen

# nach oben geht, die kurzfristigen Schwankungen des DAX macht er nicht mit, längerfristig aber ist die Performance deutlich besser ist als beim DAX. Wie schaffen sie das?

Fischer: Unter anderem durch disziplinierte Kauf- und Verkaufsentscheidungen bei unseren Portfoliowerten. Wir versuchen günstig einzukaufen und teuer zu verkaufen. Und in den Fällen, in denen wir nichts Passendes finden, gehen wir einfach in Cash und sitzen solche Phasen, die auch durchaus über Monate gehen können, einfach mal aus. Denn nur weil wir vorsichtiger werden, muss die "teure Phase" am Markt ja noch lange nicht vorbei sein.

# Smart Investor: Konkret fahren Sie zurzeit mit fast 40% Cash, das ist im Vergleich zu anderen Fonds sehr hoch...

Fischer: Das ist richtig, zurzeit sind wir in der Tat sehr vorsichtig. Es gibt da einige Dinge, die mir nicht ganz so gefallen, und da bin ich dann lieber vorsichtig unterwegs.

# Smart Investor: Zum Beispiel?

Fischer: Wir haben in Europa bisher noch keine Markt-bzw. Strukturbereinigung gesehen, die diese Bezeichnung wirklich verdient hätte. Weder hat eine ernstzunehmende Liberalisierung des Arbeitsmarktes stattgefunden noch wurde in den Krisenländern das Zunftdenken aufgegeben: Jeder sitzt auf seinen Pfründen und sagt, hier melke ich, solange ich kann, und stell mich nicht dem Wettbewerb. Aber all dies müsste sich ändern, damit Strukturen geschaffen werden, so dass der Markt sich bereinigt und aus sich heraus Wachstum generieren kann, ohne dass die Staatsquoten ausgeweitet werden und ohne dass die entsprechenden Notenbanken weiter alles mit Liquidität zuschütten.

# Smart Investor: Bis jetzt hilft diese Haltung doch den Märkten ...

Fischer: Ja, aber die Erkenntnis, dass sich etwas Grundlegendes ändern muss, reift gerade. Und wenn es dann peu à peu zu Änderungen kommt, dann wird es Anpassungsschmerzen geben, weil z.B. die Gewinnentwicklungen nicht mehr so schön sind, und damit könnten die Gewinne und auch die Bewertungen in Zukunft auch mal fallen.

Smart Investor: Viele Ihrer Kollegen sind jedoch im Bullenlager und argumentieren vor allem damit, dass genügend Geld billig herumliegt und es irgendwie auf dem Aktienmarkt aufschlagen wird, weil die Renditedifferenz zwischen Anleihen- und Aktienbewertung so eklatant groß ist. Was halten Sie von diesem Argument?

Fischer: Zumindest kann man es keinesfalls einfach so vom Tisch wischen, sondern man muss sich immer überlegen: Was macht denn mein Alternativertrag?

#### Smart Investor: Aber ...?

Fischer: Nur zwei Gedanken: Wir haben eine Art Peak-Margen-Situation, ich meine vor allem im Sinne von Nachsteuergewinn. Es muss jetzt gar nicht viel passieren, damit diese Margen auch mal wieder etwas geringer ausfallen. Z.B. aufgrund des Umstands, dass Google, Amazon und Co. eben nicht mehr wie bisher über irgendwelche niederländischen oder irischen Briefkastenfirmen steuerlich wunderbar optimieren können.

Und natürlich ist es auch eine berechtigte Frage, ob wir immer noch so eine schöne Konjunktur haben werden, wenn die Staatsquote aufgrund von Sparmaßnahmen zurückgeht.

# Smart Investor: Sie beschäftigen sich also mit Themen, die andere noch gar nicht auf der Agenda haben?

Fischer: So ist es, denn eine Maxime, die im Value Investing ganz oben steht, ist die Vermeidung von Kapitalverlusten.

# Smart Investor: Das bedeutet aber, dass man in der Performance auch mal nachhängt.

Fischer: Genau. Klar freuen wir uns, wenn wir oben auf dem Treppchen stehen und zu den besten Performern gehören, aber noch wichtiger ist für uns, dass wir keinen Mist bauen. Wir wollen auch in schwierigen Zeiten einen positiven Ertrag erzielen, und das geht nur, wenn man vorsichtig bleibt.

Smart Investor: Haben Sie vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Ralf Flierl

Anzeige





Wir haben das Wissen, Sie profitieren davon! financial.de liefert alle Informationen zu den deutschen Small Caps.

Bei uns erhalten Sie brandaktuelle Hintergrundberichte, exklusive News und spannende Management-Interviews.

# wikifolio

# Marke und Marktphase

# Value-Ansätze im wikifolio-Universum

#### Unterschätzte Marken

Das wikifolio "Unterbewertete Marken-Aktien & Wachstum" (ISIN DE000LS9AGH7) interpretiert den Value-Gedanken um bzw. ergänzt ihn (mehr unter www.wikifolio.com). Der Ansatz kreist um den monetären Wert der Marke, der schwer zu kalkulieren ist und daher auch oft unterschätzt wird. Laut Trader "madn" fokussieren sich viele Marktteilnehmer zu sehr auf kurzfristige Finanzdaten oder Dividenden. Dadurch kann ein Missverhältnis zwischen einer aktuell negativen Datenlage und dem langfristigen Potenzial einer Marke entstehen. Dieses Potenzial will das wikifolio durch Anlagen in Einzeltiteln – schwerpunktmäßig in den Regionen



Unterbewertete Marken auf dem Weg nach oben.

Europa und Nordamerika – heben. Zudem dient ein "niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis" als klassisches Value-Kriterium. Die konkreten Käufe finden dann vorzugsweise in Phasen allgemeiner Marktschwäche oder nach Kursstürzen – also antizyklisch – statt.

# **Breit diversifiziert**

Besonderen Wert legt "madn" auf die Recherche. Es ist eben nicht immer so wie bei Apple, Coca-Cola und den Fahrzeugbauern, dass ein Unternehmensname auch dem Markennamen entspricht. Wer also einfach nur nach bekannten Firmennamen Ausschau hält, dem wird manche Perle entgehen. Mit aktuell 25 Positionen ist das wikifolio auch in Bezug auf die Streuung der Mittel professionell aufgestellt. Der Lohn der Mühe: Bis Redaktionsschluss konnte das wikifolio eine Performance von mehr als 41% generieren.

# Abseits ausgetretener Pfade

Ebenfalls valueorientiert legt das wikifolio "Deutschland abseits von DAX-Werten" (ISIN DE000LS9ABX5) an. Wie der Name schon sagt, spezialisiert sich der Trader "MacMoney" auf die zweite und dritte Reihe deutscher Unternehmen. Das ist keinesfalls abwertend gemeint, denn erstens sind in diesem Bereich häufiger

Aktuelle Bestenliste der handelbaren wikifolios, ermittelt nach acht Kriterien in der Sortierung "Top wikifolios"						
Bezeichnung	Perf. seit Beginn	Perf. 1 Monat				
MomentumTrading-spekulativ-	77,25%	6,55%				
Kurschancen bei Turnaround-Kandidaten	60,67%	5,81%				
UMBRELLA	68,55%	7,47%				
Absolute Return mit System	29,15%	6,71%				
Deutschlands größte Familienunternehmen	32,29%	2,78%				
Antizyklische Chancen	72,93%	1,83%				
Yurev Global Equity	86,90%	0,45%				
MidTermAlpha	38,58%	3,81%				
Unterbewertete Marken-Aktien & Wachstum	42,09%	4,53%				
Deutschland abseits von DAX-Werten	46,85%	3,24%				

Unterbewertungen anzutreffen und zweitens reagieren kleinere, fokussierte Titel direkter auf Veränderungen als große Konzerne. Schnellboote vs. Tankschiffe könnte die Devise lauten. Eine Performance von bislang 48% adelt den Ansatz. Allerdings weist "MacMoney" auch auf die größere Volatilität der kleineren Werte hin. Ein Effekt, der durch eine Investition in aktuell nur drei Titel bei einer Investitionsquote von 100% – also Volllast – nicht gerade abgemildert wird. Dennoch war der bislang maximal verzeichnete Kursrückgang mit nur 13,24% moderat.

### Fazit

Die beiden vorgestellten wikifolios zeigen spannende Kombinationen bzw. Segmentierungen von Value-Ansätzen – mit durchaus ansprechenden Ergebnissen.

Ralph Malisch



Von wegen "zweite Reihe" – hier ganz vorne dabei.

# Ihr Einstieg ins Value-Investing

Die letzten Jahre haben gezeigt, dass die Schieflage weniger großer Banken das gesamte weltweite Finanzsystem in den Abgrund ziehen kann. Die Folgen sind unüberschaubar und der Ruf nach strengeren Regeln und Kontrolle nicht zu überhören. Dabei ist eine kostspielige und aufwendige Suche nach funktionierenden Organisationsformen für Banken keinesfalls erforderlich.

Max Wirth wurde 1860 von verschiedenen Stellen aufgefordert, Material und Ratschläge zur Gründung von Volksbanken zu geben. Sein aus dieser Recherche entstandenes Buch ist ein hochaktueller Stoff, denn der Blick auf genossenschaftlich organisierte Banken früher und heute zeigt, dass sie mit ihrer Arbeitsweise an den Finanzmärkten in besonderer Weise den Anforderungen an ein stabiles, nachhaltiges und wettbewerbsorientiertes Bankensystem entsprechen.

Max Wirth Prof. Dr. Max Otte Die Hebung der arbeitenden Klassen durch

Genossenschaften und Volksbanken

Eine Anleitung zur Gründung von Genossenschaften aller Art ISBN 978-3-89879-794-8 128 Seiten | 14,99 € Herausgegeben von MAX OTTE

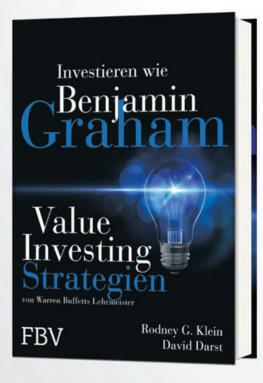
Die Hebung der arbeitenden Klasse durch Genossenschaften und Volksbanken



Eine Anleitung zur Gründung von Genossenschaften aller Art

**FBV** 

Max Wirth



Benjamin Graham, der Vater des Value-Investing, ist nach wie vor einer der meist beachteten Denker der Finanzwelt. Seine Werke gehören zu den Klassikern der Finanzliteratur. Er leistete bahnbrechende Arbeit an der Wall Street. Sein Leben und seine Arbeit haben viele erfolgreiche Investoren beeinflusst, darunter Warren Buffett, John Neff und Michael F. Price.

Mit Realismus erkennt Graham, dass der Kurs etwas anderes ist als der Wert. Nach Grahams Überzeugung wird der Kurs von den Zufälligkeiten, Launen, Übertreibungen, von der Begeisterung und Verzweiflung an der Börse bestimmt. Mit Strenge, der richtigen Auswahl und Disziplin strebt er immer wieder danach darzulegen, dass der Wert von der Fähigkeit abhängt, Cash zu generieren, sowie vom Timing, der Dauer, dem Ausmaß und der Zuverlässigkeit der Barmittelzuflüsse. Schon in diesen frühen Schriften beruht Grahams Analyse nicht auf Hoffnung und Antizipation, sondern auf Fakten und Realismus.

Rodney G. Klein
David Darst
Investieren wie Benjamin Graham
Value-Investing-Strategien von Warren Buffetts Lehrmeister
ISBN 978-3-89879-498-5
416 Seiten | 34,99 €



# Leserbriefe

# Nichts von Obelix gelernt...

# Gleichzeitiger Währungscrash möglich?

Wenn sich fast alle Währungen gleichzeitig abwerten, wie kann dann eine Währung durch Inflation zusammenbrechen (wie bei der deutschen Reichsmark 1923)? Braucht man eine Fluchtwährung als Voraussetzung für einen Zusammenbruch oder kann eine Währung auch ganz einfach kollabieren, wenn Menschen das Vertrauen in ihre Währung verlieren?

Sebastian S.

Wenn von einem Währungszusammenbruch gesprochen wird, dann ist in der Regel die völlige Kaufkraftentwertung im Rahmen einer Hyperinflation gemeint, wie z.B. in der Weimarer Republik 1923 oder in Simbabwe 2009. Theoretisch könnten auch mehrere Währungen gleichzeitig in eine solche Hyperinflation eintreten. In der Tat benötigt es aber immer eines mehr oder weniger feststehenden Bezugspunktes, um einen solchen Kaufkraftverfall zu messen. In der Regel wird das ein relevanter Warenkorb sein, das könnten aber auch Immobilien oder Edelmetalle sein. Und natürlich könnte es auch eine Fluchtwährung sein.

Ganz konkret geht Smart Investor davon aus, dass viele Währungen in den kommenden Jahren einen dramatischen Kaufkraftverfall erleben werden, z.B. in Lebensmitteln oder Gold gemessen. Japan machte mit der jüngst eingeschlagenen Abenomics-Politik bereits den Anfang. Europa dürfte nach einer anstehenden Phase der wirtschaftlichen Schwäche ebenfalls auf diesen Weg einschwenken. Die USA bzw. den Dollar sehen wir wirtschaftlich am stärksten, weshalb die Weltleitwährung vermutlich zukünftig auch zur Weltfluchtwährung werden wird (s. auch Zitat von Felix Zulauf im Heft 7/2013 auf S. 48). D.h. alle anderen Währungen werden vermutlich gegenüber dem Dollar stark abwerten.

## Obelix GmbH & Co. KG

Die "Obelix GmbH & Co. KG" aus der Asterix-Reihe beschreibt den Versuch von Julius Cäsar, die unbeugsamen Gallier um Asterix mittels "Geldschwemme" in die Knie zu zwingen. Er scheitert und die Sesterze (damalige Währung) hat am Ende ihren Wert verloren ... Für Comicfreunde als Einführung in die europäische Finanz/Wirtschaftspolitik gut geeignet. Im Handelsblatt vom 15.7.2013 findet man unter Gastkommentar (letzte Seite) einen "Marketing"-Beitrag für einen echten Soli für Europa. Okay, das hatte man im SI schon mal angedeutet. Aber ich hätte nie gedacht, dass es tatsächlich kommt. Klar, noch haben wir ihn nicht, aber die Saatbeetbereitung beginnt. In diesem Punkt hat SI einen Treffer gelandet. Chapeau.

Paul B.



Der Asterix-Band wurde unseres Wissens in den 1970er Jahren geschrieben und setzt sich entsprechend kritisch mit Inflation, dem Wirtschaftssystem und Interventionen auseinander. Gelernt wurden die Lektionen seit damals allerdings nicht, und so werden wir wohl eine weit weniger humorvolle Wiederholungsschleife in der Realität durchlaufen müssen.

Was die Ökonomen Straubhaar & Co. betreiben, ist in der Tat hanebüchen. Uns werden zwei miserable Alternativen (Rettungsschirme und EU-Steuer) angeboten und dann wird für eine der beiden argumentiert. Genau so wird der Boden für den alten Traum der EU-Bürokratie bereitet, die eigene Staatlichkeit durch die Hintertür einzuführen – eigene Steuerhoheit inklusive. Die naheliegende Frage, ob man diesen undemokratischen Moloch, der ein ums andere Mal seine Unfähigkeit zu tragfähigen, bürgernahen und kostengünstigen Lösungen (der Euro ist da nur die Spitze des Eisbergs) unter Beweis gestellt hat, in dieser Form überhaupt haben will, wird natürlich nicht gestellt.

# Meinung zu Asian Bamboo?

Sehr interessiert las ich den Bericht über Stockpicking-Chancen bei "deutschen" China-Aktien im Smart Investor 7/2013. Ihre Skepsis gegenüber den zwei Firmen Powerland und Kinghero hat sich weiterhin bestätigt. Allerdings habe ich einen weiteren Wert vermisst, nämlich Asian Bamboo. Hat das einen bestimmten Grund? Gibt es vielleicht Gründe, Asian Bamboo zu meiden, in Verbindung mit dem mit Sino-Forest-Skandal? Immerhin kommen beide Unternehmen aus der gleichen Branche.

Kurt W.

Dass Asian Bamboo im Artikel keine Erwähnung fand, hat vielerlei Gründe. Zum einen sind wir schon länger von der operativen Entwicklung des Unternehmens enträuscht. Die Anstrengungen des Vorstands, den Ertrag zu steigern und das Unternehmen auf den Wachstumspfad zurückzuführen, sind bislang allesamt gescheitert. Auch 2013 wird Asian Bamboo einen empfindlichen Umsatzeinbruch hinnehmen müssen. Der kürzlich kommunizierte Turnaround-Plan steht auf wackligen Füßen, da auch das Vertrauen der Investoren schwer erschüttert ist. Hier spielt sicherlich – wie von Ihnen vermutet – auch die Nähe des Geschäftsmodells zum Skandalunternehmen Sino-Forest eine Rolle. Wir würden Asian Bamboo derzeit weiter strikt meiden. Schließlich waren wir ganz einfach aus Platzgründen gezwungen, uns auf ein halbes Dutzend (interessanter) Werte zu beschränken.

Zu spät mit Dividendenthema?

Ihre Geschichte zu den Dividenden im Juli-Heft fand ich sehr interessant und nützlich. Aber mal ganz ehrlich: Sind Sie damit nicht ein bisschen spät dran gewesen? Immerhin ist die Hauptsaison der Dividendenzahlungen doch schon vorbei.

Bert Z.

Stimmt, die Hochsaison der Hauptversammlungen ist vorbei. In Bezug auf die Dividendenzahlungen sollte das aber ohne Belang sein. Denn jede Ausschüttung bewirkt ja beim Aktienkurs einen Dividendenabschlag. Zwar erwecken die vielen Zeitschriften, die in der Dividendensaison dieses Thema groß beschreiben, dass es hier etwas "umsonst abzugreifen" gäbe, dem ist aber nicht so.

### Die Dominanz der Angelsachsen

Die letzte Ausgabe des Smart Investors fand ich hervorragend. Die von Ihnen dargestellte Art, wie Macht zentralisiert und vernetzt ist, bringt es auf den Punkt – ohne gleich in Spekulation überzugehen. Jeder Leser kann dann für sich selbst entscheiden und die Krankheit von den Symptomen ablesen.

Als gebürtiger Neuseeländer mit zusätzlich britischer Staatsbürgerschaft möchte ich Folgendes feststellen: Es gibt ein geheimes Bündnis zwischen den USA, Großbritannien, Australien, Kanada und Neuseeland (Snowden hat dieses auch erwähnt). Die fünf Länder sind eigentlich unterschiedliche Glieder desselben Organismus. Deren Kooperation kann man meines Erachtens in Wissenschaft, Gesundheitswesen, Wirtschaft, Pädagogik und Kultur beobachten.

Es war immer ein Ziel und eine natürliche Qualität dieser Denkart der Angelsachsen, dass sie die Welt erobern würden - immer mit zeitgemäßen Mitteln. Zunächst mit Schiffen und Waffen, dann mit Ideen und Überwachung. Diese Länder können Machtpolitik viel besser ausüben als andere Länder. Deutschland hat aufgrund einer tollpatschigen Politik in Kombination mit Idealismus immer den Kürzeren gegenüber den angelsächsisch geprägten Ländern gezogen, vor allem von 1848 bis in die heutige Zeit. Man muss sich im Lichte der Europäischen Union und der Dominanz des Angloamerikanismus fragen, ob Deutschland überhaupt souverän ist. Vermutlich nein – was ich allerdings sehr schade finde. Denn aus dem Besten der englischen und deutschen Kultur könnte etwas wirklich Gutes entstehen, z.B. ein Freiheitsverständnis, das sich nicht gleich in Hedonismus und Egoismus verliert, Christentum, welches nicht in Fundamentalismus abdriftet, und Wissenschaft, die sich nicht in bloßem Materialismus erschöpft.

Colin H.

Das von Ihnen angesprochene Bündnis zwischen den fünf angelsächsisch geprägten Staaten wird informell als "Five Eyes" ("Fünf Augen") bezeichnet und meint die enge Kooperation zwischen den Geheimdiensten dieser Staaten. Durch die Enthüllungen Edward Snowdens wurde dieses Bündnis in der Tat ins Lampenlicht gerückt.

Der von Ihnen angesprochene Kampf zwischen der angelsächsischen Welt und Deutschland bzw. Kontinentaleuropa ist einerseits nicht ganz politisch korrekt, aber in Anbetracht der immer mehr bekannt werdenden Tatsachen auch nicht von der Hand zu weisen. Ob das nun die durch Snowden aufgedeckte Abhöraffäre ist (Prism und Tempora), die absolute Dominanz der Angelsachsen im Investmentbanking und im Geschäft mit Ratings, die Tatsache, dass fast vier Fünftel der weltweit 50 mächtigsten Firmen aus diesen Ländern stammen (s. Artikel "Kontrolle und Macht" in 7/2012 auf S. 28) oder aber das ominöse mächtige Globalisten-Netzwerk "Bilderberger" (s. S. 22), deren führende Köpfe ebenfalls aus dem angelsächsischen Raum stammen, vieles deutet in die von Ihnen angesproche Richtung. All das aufzuarbeiten, wäre sicher einmal einen großen Artikel wert.

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

# Buchbesprechung

# "Verspielt nicht eure Zukunft!"

Wer gelesen werden will, fasse sich kurz. Den neuen Hans-Werner Sinn, ein kleines Büchlein im Reclam-Format, nimmt man schon deshalb gerne zur Hand, weil der gedankenreiche und viel zitierte Professor damit in die Westentasche passt, genauer gesagt: die Essenz seiner Reformvorschläge für Deutschland, die ihm der Herausgeber des Buches, Jens Schadendorf, in Form eines Interviews entlockte.

Die Agenda 2010, die Professor Sinn seinerzeit maßgeblich mitgestaltet hat, müsse, so fordert er, weiterentwickelt werden durch mehr Lohnflexibilität (weg von den Flächentarifverträgen) und staatliche Lohnzuschüsse (statt Unterstützung außerhalb der Arbeit). Solange eine radikale Steuerreform wegen steigender Staatsausgaben noch nicht möglich sei, sollten jedenfalls alle Freibeträge, Freigrenzen und Progressionsgrenzen jährlich automatisch mit der Wachstumsrate des nominalen Sozialprodukts heraufgesetzt werden, damit die Abschöpfung der Wirtschaftsleistung durch den Staat nicht unverhältnismäßig steigt ("Steuertarif auf Rädern"). Obwohl Sinn daran glaubt, dass es der anthropogene CO2-Ausstoß sei, der das Klima verändert, plädiert er gegen die Energiewende und den Ausstieg aus der Atomkraft; Wind- und Sonnenenergie könnten die Grundlast nicht tragen. Der katastrophalen demografischen Entwicklung will er entgegenwirken durch eine flächendeckende Kinderbetreuung nach französischem Vorbild, ein "Kindersplitting" statt des Ehegattensplittings und eine Elternrente, gekoppelt mit erweitertem Sparzwang für Kinderlose. Die Zuwanderung in den ohnehin bereits überlasteten Sozialstaat müsse und könne nur gestoppt werden durch eine EU-weite Reform. Sinns für Konservative schwer verdauliche Forderung nach Einführung der Ganztags- und der Gesamtschule zwecks Hebung des Bildungsniveaus gewinnt Gewicht durch seine Warnung vor einer Wiederholung der Fehler der 1970er Jahre, als dieses Schulkonzept mit der falschen Grundidee



"Verspielt nicht eure Zukunft!" von Hans-Werner Sinn, Redline Verlag 2013, 107 Seiten, 4,99 EUR.

einer antiautoritären Erziehung verbunden wurde. Versöhnt wird der Konservative durch das Kinderwahlrecht für Eltern, das zu Sinns Demokratiereform für mehr Nachhaltigkeit politischer Entscheidungen gehört.

Zum Thema Eurokrise, das nur gestreift wird, weil Professor Sinn es in seinem Buch "Die Target-Falle" (das übrigens demnächst auch auf Englisch herauskommt) gründlich abgehandelt hat, fordert er einen möglichst schnellen Ausstieg aus der Rettungsspirale und eine Rückkehr zum Maastrichter Vertrag. Geordnete und finanziell



Hans-Werner Sinn ist seit 1984 Professor für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft an der Ludwig-Maximilians-Universität in München und seit 1999 zudem Präsident des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung.

unterstützte temporäre Austritte aus der Eurozone, die einhergehen mit Schuldenschnitten zulasten der privaten Gläubiger, seien unerlässliche Voraussetzungen für die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit mancher südeuropäischer Staaten, und diese sei wiederum das Wichtigste für die Wiederherstellung des sozialen Friedens in Europa.

Man muss die Langmut des westfälischen Professors bewundern, mit der er stets umgänglich und kollegial auf die nach seiner Analyse doch fortgesetzt versagenden herrschenden Volksdiener und Volkswirte eingeht. Außer an seiner Höflichkeit mag dies auch daran liegen, dass er selbst aus der Schulklasse der Euro-Befürworter herkommt, seine Aufgabe als Volkswirt und Finanzwissenschaftler darin sieht, "die Marktfehler zu analysieren, darauf aufbauend sinnvolle Regulierungssysteme zu entwickeln und umgekehrt auch falsche Regulierungen zu kritisieren", und überhaupt als neoklassischer Gleichgewichtstheoretiker systemimmanent denkt. Die Geldsystemfrage stellt er jedenfalls nirgends. Das noch recht junge, mittlerweile weltweite Experiment der monetären Planwirtschaft eines Teilreservebankwesens auf Papiergeldbasis ist für ihn kein Thema, und eine echte Reform der Geldordnung – nicht bloß des Zuschnitts der Währungsgebiete in Europa -, die ganz oben auf jede Reformagenda gehört, vermissen wir auf seiner.

Gleichwohl, oder gerade weil Professor Sinn das Schuldgeld-System und die Zentralbankwirtschaft als solche nicht in Frage stellt und daher auch vom politischen Establishment und wissenschaftlichen Mainstream angehört wird, sollte man sich für die Wochen vor der Bundestagswahl einen Fundus dieses im übrigen herrlich klarkantigen und als aufrüttelnde Handreichung geeigneten Büchleins zulegen und immer, wenn einem aus Wahlkampfständen von Politikern ein Parteiprogramm entgegengereckt wird, es mit Professor Sinns in jedem Falle besseren "Zukunftsprogramm für Deutschland" quittieren: Verspielt nicht unsere Zukunft!

Kristof Berking

#### Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
3D Systems	888 346	60	Metro	725 750	72
Aisin Seiki	863 680	72	Monument Mining	AOM SJR	72
Amgen	867 900	72	Morphosys	663 200	72
Arcam	A0J M3C	60	MTN	897 024	16
Aurcana	A0B 9Y6	72	National Oilwell Varco Inc.	903 541	13
Aurelius AG	A0J K2A	62, 72	Pfizer	852 009	72
Autodesk	869 964	60	PNE Wind	AOJ BPG	72
Bauer	516 810	68	Procter & Gamble	852 062	72
Blackberry	A1W 2YK	67	Proto Labs	A1J UHT	60
Bridgestone	857 226	72	Rakuten	927 128	72
Capital One Financial Corp.	893 413	12	Rational	701 080	67
China Everbright International	885 610	34	Renk	785 000	64
Dassault Systèmes	901 295	60	Roper Industries	883 563	66
EOG Resources Inc.	877 961	12	Sabesp	621 975	34
Fastenal	887 891	72	Shoprite	853 202	16
First Majestic Silver	AOL HKJ	72	Silver Wheaton	AOD PA9	72
Fresenius Medical Care AG	578 580	67	Stratasys	A1J 5UR	60
Gannett Company, Inc.	854 136	13	Südzucker	729 700	68
GSW Immobilien	GSW 111	69	Suez Environnement	A0Q 418	34
IBM	851 399	72	Takkt	744 600	64
KSB Vz.	629 203	64	Tesla Motors	A1C X3T	66
M.A.X. Automation	658 090	69	Toyota	853 510	72
Marvell Technology Group Ltd.	930 131	12	Veolia Environnement	501 451	35
MetLife Inc.	934 623	13	Xylem	A1J MBU	35

### Themenvorschau bis Smart Investor 12/2013

Value-Investments: Über Preis und Wert von Aktien

Rational AG: Unternehmertum par excellence

Tobin Tax: Was es dabei zu wissen gibt

Markteffizienz: Neueste Studien dazu

Wandelanleihen: Mix aus Rente und Aktie Öko-Investments: Was taugt, was nicht?

Kapitalschutz: Was tun, wenn der Staat Amok läuft?

Austrian Economics: Die wichtigsten Kritikpunkte

Fracking: Große Chance oder große Illusion?

MicroCaps: Wenn die Kleinen ganz groß rauskommen

Edel- und Halbedelsteine: Alternative Substanzwerte

US-Aktien: Die Out-Performer der Zukunft

Börsenstrategien: Die besten Analyseansätze

Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden

Volatilität: Für die meisten Börsianer ein Mysterium

Gleichschaltung: In Wirtschaft und Gesellschaft

Manipulation: Die Macht der Medien

Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert oder nicht

Wachstumsaktien: Schwenkt das Pendel wieder um?

# **Smart Investor**

11. Jahrgang 2013, Nr. 8 (August)

# Verlag:

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

### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur, RF), Christian Bayer, Kristof Berking, Ralph Malisch (RM)

# Redaktionsanschrift:

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

### Freie Mitarbeiter:

Kristof Berking, Jürgen Büttner, Heinrich Bukowski, Gian Hessami, Michael Heimrich, Christoph Karl, Rainer Kromarek, Magdalena Lammel, Marc Moschettini, Stefan Preuß, Martin Seitner, Marcus Wessel (MW)

## Gast-Autoren:

Rüdiger Braun, Slobodan Cvetkovic, Jean Pierre Gerber, Marko Gränitz, Daniel Haase, Alexander Hirsekorn, Dr. Werner Koch, Werner Krieger, Uwe Lang, Dr. Conrad Mattern, Alasdair McLeod, Frank Schäffler, Volker Schilling, Dr. Sebastian Wanke

### Interviewpartner:

Ed Cowart, Frank Fischer, Dr. Dirk Markus, Dr. Harald Preißler

## Gestaltung:

Rudolf Schuppler (Cartoons), Dorena Jacob (Gestaltung), Marcantonio Moschettini (Bildredaktion)

#### Bilder

flickr, fotolia, PantherMedia, pixelio

### Anzeigen

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom 1. Dezember 2007; Ansprechpartner: Katharina Meindl; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-53; Fax: -38

# Erscheinungstermine 2013:

21.12.12 (1<sup>1</sup>13), 26.1. (2/13), 23.2. (3/13), 26.3. (4/13), 19.4. (5/13), 31.5. (6/13), 29.6. (7/13), 27.7. (8/13), 31.8. (9/13), 28.9. (10/13), 26.10. (11/13), 23.11. (12/13), 14.12. (1/14)

# Redaktionsschluss:

19. Juli 2013

### Preise

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

### Abonnementverwaltung:

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

### Charts

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

### Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

# Haftung und Hinweise:

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

### Börsenpflichtblatt:

Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt der Börsen Düsseldorf und München.

### Nachdruck:

© 2013 Smart Investor Media GmbH, München. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978 ISSN 1612-5479

# Interessenkonflikte:

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

Zu guter Letzt

# Wenn der Schlapphut zweimal klingelt

Von Stefan Preuß, Redakteur des Smart Investor

Einsame Senioren mit Haustier könnten neuerdings ihr Alleinsein durch interessante Haubesuche unterbrechen lassen. Etwa wenn die Schoßkatze, nennen wir sie "Angie", verschwindet. Sie müssen nur ihren Enkel, der sich am Computer auskennt, anrufen und ihn bitten, einen Anschlag wegen Angie auszudrucken. Ruck-zuck stünden Schlapphutträger vor der Tür – welch nette Abwechslung. Machen die Senioren aber nicht, denn sie haben Anstand und Werte. Das kann man von einigen Regierungen nicht behaupten.

Aktuell entzündet sich die Diskussion also an PRISM, TEMPORA und was sonst noch alles zum Vorschein kommen mag. Diese Diskussion an sich ist wichtig, weil die informationelle Selbstbestimmung konstituierend für das Zusammenleben in der Informationsgesellschaft ist. Doch noch wichtiger ist es zu erkennen, dass der gesamte Spähvorgang eine weitere Stufe in der Erosion der Werte darstellt.

als eine Abfolge von Skandalen. Und wenn man zwischenzeitlich hoffte, irgendwo zwischen Bunga-Bunga, Bankendesperados und Bilanzskandalen die moralische Nulllinie zu erreichen oder mindestens zu erahnen, wo sie liegen könnte, befinden wir uns offensichtlich doch noch immer in der Abwärtsspirale. Wo verlaufen deren letzte Windungen? Und wie sieht eine Wirtschaftsordnung ganz ohne Werte aus, wenn wir die letzten Windungen passiert haben? Sicher: Der ehrbare Kaufmann, wie wir ihn aus den Buddenbrooks kennen, ist Geschichte. Sicher ist aber auch: Bürger, Verbände, Institutionen und Unternehmen befreundeter Länder auszuspionieren ist nicht die Zukunft.

Das Thema ist schwerlich in Gesetze zu fassen, denn wie Horaz schon feststellte: Was nützen die Gesetze, die eitlen, wenn die guten Sitten fehlen? Ist es Schwarzmalerei, die Erosion der Werte als extreme Gefahr

Nachrichten sind heutzutage kaum mehr



für unsere Wirtschaft zu bewerten? In den vergangenen Jahren ist das Marktsegment der Nachhaltigkeits- und Ethik-Anlageprodukte stark gewachsen, allerorten gibt es Beiräte, schon haben sich einflussreiche Agenturen etabliert, die über Staaten oder Unternehmen den Daumen heben oder senken. Tabak, Rüstung, Erwachsenenunterhaltung landen sofort auf dem Index, und Anleihen von Staaten, in denen gefoltert oder Geld gewaschen wird, ebenso.

Doch hier auf die Selbstreinigung des Marktes zu hoffen wäre blauäugig: keine Staatsanleihen der USA, Großbritanniens oder deren Gebietskörperschaften mehr in den Portfolios? Google, Facebook, Microsoft, Telekom- und Netzwerkfirmen aus USA auf dem Index nicht-ethischer Anlagen – das wird es wohl nicht geben. Die Corporate-Governance-Regeln von Unternehmen sind ebenfalls kein Hoffnungsschimmer. Vielmehr dokumentieren sie nur den fortgeschrittenen Grad des Werteverfalls. Wie schnell sie über Bord geworfen werden, macht die Causa Hoeneß deutlich, bei der Vorstände von DAX-Unternehmen als Aufsichtsräte ethisch nicht überzeugen.

Immer öfter wird das alte Lincoln-Zitat gebracht, dass man Freiheit und Sicherheit nicht gegeneinander ausspielen könne, weil man sonst beides verliere. Man muss den Gedankengang erweitern. Unlimitierter PRISM-Wahnsinn als Teil der Erosion der Werte zerstört auch die Wirtschaft und damit unseren Wohlstand.

Stefan Preuß





• unerkannt surfen • sicher kommunizieren

■ Dieses Buch gibt einen Überblick über die Sicherheitsrisiken und Gefahren, die im Internet lauern – und zeigt, wie man sie vermeidet. Dabei wird auf technische Hintergründe und Details in einer auch für Laien verständlichen Weise eingegangen.

Wer das Internet nutzt, ist ständigen Bedrohungen ausgesetzt. Egal ob betrügerische Websites, Hackerangriffe oder staatliche Überwachung. Wer nicht aufpasst, fängt sich schnell etwas ein. Viren, Würmer, Malware – unsichtbar und lautlos dringen sie in unsere Computer und Smartphones ein. Sie saugen vertrauliche Informationen ab, manipulieren unsere Bankkonten und locken uns in teure Abofallen. Inzwischen sind die Gefahren so komplex, dass ein normaler Anwender kaum noch durchblickt.

Dieses Buch gibt Ihnen Werkzeuge und Tricks an die Hand, um Sie vor diesen Gefahren zu bewahren. Sie profitieren von diesem Buch gleich mehrfach:

- kein IT-Fachchinesisch für Experten, sondern Klartext für jeden Internet-Nutzer
- schnelle und auf den Punkt gebrachte Informationen durch Checklisten, Piktogramme und Illustrationen
- hoher Nutzwert durch praktische Tipps so werden Sie selbst zum Sicherheitsexperten
- wichtige Empfehlungen für einen möglichst sicheren Umgang mit sozialen Netzwerken.

Sichern Sie sich mit diesem Buch profundes Expertenwissen – leicht nachvollziehbar aufbereitet und sofort einsetzbar.

Besonders nützlich: Am Anfang des Buches hilft ein Test, die Prioritäten zu identifizieren.

Als Extra: Auf der Internetseite zum Buch finden Sie den virtuellen USB-Stick mit nützlichen Programmen, die das Surfen sicherer machen. Alle diese Sicherheitsprogramme werden regelmäßig aktualisiert und sind für Sie als Privatanwender völlig kostenlos!



Thorsten Petrowski: Sicherheit im Internet für alle • gebunden • 256 Seiten • zahlreiche Abbildungen Best.-Nr. 931 600 • 14.95 €



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

Ein Unternehmen der August von Finck Gruppe

VermögensManufaktur

Vm.