

# Smart Investor

www.smartinvestor.de

## Inflation Gekommen, um zu bleiben



**Nebenwerte:**  
Volle Bandbreite  
an Möglichkeiten

**Fortune-Strategie:**  
Über Bewunderung  
und Outperformance

**Gamingaktien:**  
Spielend an der  
Börse gewinnen



# STABILITAS FONDS

Ein Partner der

 DZ PRIVATBANK

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

Platz 1\*  
auf 1-, 3-, 5- und  
10 Jahre!

\*Quelle: Euro/Finanzen Verlag,  
2019

## Stabilitas Pacific Gold+Metals

Large-/Midcaps Goldminenaktien weltweit (A0ML6U)  
Fondsvolumen 30.9.2020: 168 Mio. Euro



## Stabilitas Silber+Weißmetalle

Silber- und Weißmetallminen im Fokus (A0KFA1)  
Fondsvolumen 30.9.2020: 144 Mio. Euro



## Stabilitas Special Situations

Spezialsituationen erkennen + nutzen (A0MV8V)  
Fondsvolumen 30.9.2020: 10 Mio. Euro

*Hinweis: Bei dieser Anzeige handelt es sich um eine Werbemittelung.*

*Grundlage des Kaufs ist ausschließlich der VKP sowie das KID, das Verwaltungsreglement sowie die Berichte. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen marktbedingten Kursschwankungen, die zu Verlusten führen können. Eine Investition ist mit Risiken verbunden. Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt.*

## Investieren in Edelmetallaktien. Beständig mit den Experten.

Setzen Sie auf stabile Erfolgsgrößen. Die Aktien der Edelmetalle Gold und Silber versprechen langfristig weiterhin hohes Potenzial und bilden somit das Kerninvestment der Stabilitas Fonds. Ergänzt werden die Fonds durch Aktien aus den Sektoren Platin, Palladium, Basismetalle und Energie. Nutzen Sie das Expertenwissen und die langjährige Erfahrung von Martin Siegel und seinem Team in Deutschland. Kontaktieren Sie uns bei Fragen zur Strategie, Performance, Kosten und ESG.

Erfahren Sie mehr über die Stabilitas Fonds unter  
[www.stabilitas-fonds.de](http://www.stabilitas-fonds.de)

### Vertriebsstelle CapSolutions GmbH

Herzog-Heinrich-Str. 6  
80336 München  
Tel.: +49.89-21 55 85 13 0  
Fax.: +49.89-21 55 85 13 9  
[stabilitas@capsolutions.de](mailto:stabilitas@capsolutions.de)

### Stabilitas GmbH

Wittenbrede 1  
32107 Bad Salzuflen  
Tel.: +49.52 22-79 53 14  
Fax: +49.52 22-79 53 16  
[info@stabilitas-fonds.de](mailto:info@stabilitas-fonds.de)

## Das Karma des Fiatgeldes



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

*„Wer ständig über seine Verhältnisse lebt, wird irgendwann von der Realität eingeholt.“*

Wer hat nicht schon mal mit einem Menschen zu tun gehabt, auf den diese Feststellung zutrifft. Allerdings ist den meisten Zeitgenossen nicht bewusst, dass dies für unsere gesamte Gesellschaft gilt. Seit Jahrzehnten leben wir – und damit meine ich die ganze Welt – über unsere Verhältnisse. Erkennbar ist dies an den gigantischen Schuldenbergen, die durch Privatpersonen, Unternehmen, aber vor allem Staaten angehäuft wurden. In einem Fiatgeldsystem, wie es heutzutage überall gegeben ist, entspricht die Menge aller Schulden der Menge allen Geldes. Und diese ebenso großen Geldmengen jagen – nachdem sie sich jahrelange nur bei Investmentgütern wie Aktien, Immobilien und Bitcoins ausgetobt haben – nun nach Konsumgütern wie Brot, Benzin und Fahrrädern, weshalb deren Preise stark steigen.

Im Oktober betrug der Preisanstieg bei Konsumgütern im Euroraum 4,1% – mit stark steigender Tendenz. Klar: Der Millionär steckt das weg. Aber der Oma von nebenan, die vor einem Jahr mit ihrer kärglichen Rente gerade einmal bis zum 30sten des Monats durchkam, geht dieses Jahr am 28sten das Geld aus. Sie verstehen, was ich sagen will: Inflation ist nicht nur ein Theoriegebilde für ein paar versponnene Volkswirte – sie wirkt sich im realen Leben aus, und zwar knallhart! Und sie wird, anders als uns die Zentralbanker beschwichtigend erzählen wollen, auch kein vorübergehendes Ereignis sein. Nein: Sie wird sich aller Voraussicht nach noch deutlich beschleunigen, Corona sei Dank!

Während die Mainstreamökonomie Inflation gerne als naturgegebenes Phänomen

betrachtet, sieht die Österreichische Schule ganz klar einen Wirkungszusammenhang. Auf eine Aktion folgt eine Reaktion, oder konkret: Auf Geldschöpfung aus dem Nichts (= Fiatgeld) folgt zwingend die Geldentwertung, vulgo Inflation. Ich möchte hier gar von einem karmischen Effekt sprechen. In unserer Titelgeschichte widmen wir uns ab S. 18 ausführlich dem Inflationsphänomen und setzen uns dabei ganz bewusst die österreichische Brille auf. Dass die Aufblähung der Geldmenge, was die eigentliche Bedeutung von Inflation ist, nicht nur im wirtschaftlichen Sinne relevant ist, zeigt der Beitrag auf S. 22: Sie hat nämlich auch massive Negativeffekte auf Gesellschaft, Kultur und Demografie – und sie steht für Umverteilung und kollektive Korruption.

Selbstverständlich finden Sie in der vorliegenden Ausgabe noch jede Menge weitere spannende Themen, etwa unsere große Abhandlung zu den Nebenwerten mit vielerlei aussichtsreichen deutschen Titeln auf S. 6 und britischen auf S. 14. Weiterhin stellen wir Ihnen die legendäre und gewinnbringende Fortune-Strategie vor (S. 26) und werfen einen Blick auf die Branche der Gamingaktien (S. 48), die von ihren einstigen Höchstkursen deutlich zurückgekommen sind. Freilich warten auch noch viele weitere Themen auf Ihre Lektüre.

Es grüßt Sie herzlich

Ralf Flierl

# Investieren Sie mit uns in die Warren Buffetts dieser Welt!



Gunter Burgbacher  
Fondsmanager



# AFB

AKTIENFONDS FÜR  
BETEILIGUNGSUNTERNEHMEN

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

In Kooperation mit

**Smart Investor**



Bild: © fotostu – stock.adobe.com



Bild: © Archivist – stock.adobe.com

## ab S. 6

## S. 26

### Märkte

- 6 Nebenwerte: Menu à la carte
- 8 Interview Nebenwerte: „Der Aktienboom geht an Nebenwerten oftmals vorbei“; Gespräch mit Dr. Georg Issels, Scherzer & Co.
- 13 Interview: „Wir sind auf einem guten Weg“; Gespräch mit Dr. Johannes Schmidt, INDUS Holding
- 14 Britische Nebenwerte: Bits & Ziegelsteine

### Nebenwerte:

Stock Picking, also das gezielte Auswählen einzelner Aktien, ist gerade beim reichhaltigen Angebot an Nebenwerten das zieleführende Vorgehen bei der Portfoliogestaltung. Vielversprechende Aktien aus der „zweiten Reihe“ stellen wir ab S. 6 (Deutschland) und S. 14 (Großbritannien) vor. Wer lieber breiter gestreut auf Fonds im Nebenwertebereich setzen möchte, sollte ab S. 30 fündig werden.

### Fortune-Strategie:

Der Wert eines Unternehmens spiegelt sich im Aktienkurs wider, in den alle Erwartungen hinsichtlich Chancen und Risiken einfließen – so die Theorie vom effizienten Markt. Dass es in der Praxis anders aussieht, beweisen u.a. die erfolgreichen Anhänger der Fortune-Strategie. Wer in die am meisten bewunderten Unternehmen in den USA investiert, schneidet besser ab als der S&P 500 – weitere Einzelheiten ab S. 26.

### Hintergrund

- 18 Titelstory / Politik & Gesellschaft: Mit Wucht zurück – die Inflation
- 22 Titelstory / Österreichische Schule: Bremse am Rad der Zivilisation
- 24 Lebensart & Kapital – International: Portugal
- 26 Phänomene des Marktes: Die Fortune-Strategie

## Titelstory: Inflation

## ab S. 18

Lange galt die Inflation als besiegt. Trotz hoher Geldmengenausweitungen befanden wir uns scheinbar in der besten aller Welten: Steigende Assetpreise und niedrige Geldentwertungsraten unterstützten den Irrglauben, dass die Inflation tot sei. Doch mit den Verwerfungen der Corona-Krise kam sie mit voller Wucht zurück. Überraschend ist das für Austrians nicht (vgl. S. 22), denn die Inflation ist bei ungedeckten Fiatgeldern systemisch. Auch wenn man sie phasenweise kaum erkennen kann, zeigt die Historie, dass ungedecktes Geld immer wieder in die Inflation abbiegt und meistens auch in dieser endet (vgl. S. 18).

### Fonds

- 30 Inside: Nebenwertefonds
- 32 Analyse: FU Fonds – Multi Asset Fonds; Gastbeitrag von Jürgen Dumschat, AECON Fondsmarketing
- 33 Kolumne: Exponentielles Wachstum; Gastbeitrag von Thomas Bartling
- 34 Event: Ausgezeichnete Expertise
- 36 Interview: „Rohstoffaktien waren bei hoher Teuerung nicht zu schlagen“; Gespräch mit Felix Schleicher und Markus Walder, VAA Value Advisors,
- 37 News, Facts & Figures



Bild: © fotomek – stock.adobe.com, Rudolf Schuppeler



## S. 48

### Gamingaktien:

Die Gamingaktien haben nach den fulminanten Zahlen im Stay-at-Home-Jahr 2020 ordentlich Federn gelassen. Gastautor Gerd Kirsten erläutert, dass die Party jedoch alles andere als zu Ende ist. Mit prognostizierten Wachstumsraten um die 10% p.a. über die nächsten Jahre bleiben Hard- und Softwareschmieden sowie spezialisierte Zulieferanten heiße Kandidaten für das Depot – Näheres ab S. 48.



## S. 8, 13, 36, 58

### Interviews

Mit Dr. Georg Issels, Vorstand der Scherzer & Co. AG, haben wir über die Vorzüge von Nebenwerten gesprochen (S. 8). Dr. Johannes Schmidt, Vorstandsvorsitzender der INDUS Holding AG, gibt auf S. 13 ein Update zu seinem Unternehmen. Aussichtsreiche Investments in Schwellenländer sowie Value-Werte im Inflationsumfeld beleuchten Felix Schleicher und Markus Walder von VAA Value Advisors ab S. 36. Schließlich gibt Prof. Dr. Christian Rieck Einblicke in rationale Entscheidungen auf Basis spieltheoretischer Überlegungen (S. 58).

### Research – Märkte

- 38 Das große Bild: Droht ein Katastrophenwinter?
- 41 Löcher in der Matrix
- 42 Charttechnik
- 42 Intermarketanalyse
- 43 Quantitative Analyse
- 43 sentix Sentiment
- 44 Relative Stärke
- 45 Edelmetalle: Ein Stück Normalität kehrt zurück

### Research – Aktien

- 48 Branchenanalyse: Gamingaktien; Gastbeitrag von Gerd Kirsten
- 50 Buy or Goodbye: Villeroy & Boch Vz. und Tesla
- 52 Turnaround: Auf die Party folgt der Kater
- 54 Anleihen: Auf der richtigen Seite der Kreditbeziehung
- 56 Musterdepot: Pluszeichen auf breiter Front

### Potpourri

- 58 Interview: „Verluste finden wir schlimmer als entgangene Gewinne“; Gespräch mit Prof. Dr. Christian Rieck
- 62 Leserbrief: 50 Minuten nach zwölf!?
- 64 Buchbesprechung: „Hidden Champions“
- 66 Zu guter Letzt: Oh, Du fröhliche ...
- 65 Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 3/2022



# Solit

substanzoptimiert. liquide. transparent.



## SOLIT Wertelager

Bankenunabhängige Einzelverwahrung Ihrer Edelmetalle

Mit dem SOLIT Wertelager bieten wir Ihnen eine hochsichere und bankenunabhängige Verwahrungslösung für die physischen Edelmetalle Gold, Silber, Platin und Palladium sowie Diamanten.

Wählen Sie dabei zwischen den Lagerstandorten Deutschland, Schweiz und Kanada.

- ✓ Hochsicherheitslager zu 100 % versichert
- ✓ Segregierte Lagerung („Allocated Storage“)
- ✓ Zoll- oder mehrwertsteuerfreier Erwerb möglich

Weitere Informationen unter [solit-kapital.de/solit-wertelager](https://solit-kapital.de/solit-wertelager)



## Nebenwerte



# Menu à la carte

Für jeden Risikohunger finden sich unter Small Caps die passenden Titel. Manche Nebenwerte warten noch darauf, „entdeckt“ zu werden; andere sind bereits seit Längerem absolute Highflyer.

### Hidden-Software-Champions

Die **PSI Software AG** entwickelt Lösungen für das Energie- und Produktionsmanagement. Dabei handelt es sich vor dem Hintergrund der Energiewende um eine der spannendsten Storys im Technologiebereich. Zu den Kunden zählen zum einen Energieversorger, Netzbetreiber und Verkehrsbetriebe, zum anderen die Industrie, die damit ihre Produktionsabläufe steuert und optimiert. Unter anderem lassen sich so Ressourcen einsparen und Vorgänge bis zur Logistik effizienter gestalten. Im Energiemanagement können die Berliner den sicheren und umweltverträglichen Betrieb von Strom-, Gas- und Wassernetzen gewährleisten sowie die Organisation im ÖPNV verbessern. Bereits jetzt zeichnet sich für die Gesellschaft ein starker Start in das Jahr 2022 ab. Insbesondere der Ausbau der hochmarginigen Plattformprodukte stellt für die kommenden Jahre einen wesentlichen Gewinntrieb dar. Diese Story rechtfertigt die recht stattliche Bewertung.

Die in Bad Camberg ansässige **Serviceware SE** hat es sich zum Ziel gesetzt, die Effizienz in Unternehmen mit ihren Softwarelösungen zu verbessern. Die Plattform für das „Enterprise Service Management“ lässt sich in fünf Module unterteilen, die bei den Kunden Aufgaben wie die Optimierung der Servicekosten, die Digitalisierung von Serviceprozessen oder die Einsatzplanung der Mitarbeiter übernehmen. Eine weitere Anwendung ist der einfache Zugriff auf Wissen und Informationen, z.B. im Service Center. Die hohen Investitionen in die eigene Produktfamilie dürften sich bereits im nächsten Geschäftsjahr bezahlt machen. Dass die Gesellschaft auf ihrem Wachstumskurs vorankommt, zeigt der deutliche Anstieg der wiederkehrenden Software-as-a-Service-(SaaS-) Umsätze, deren Anteil an den Konzern Erlösen auf zuletzt 48% ausgebaut werden konnte. Serviceware sollte dank einer zunehmenden Kostentransparenz bei Serviceprozessen auf absehbare Zeit zweistellige Wachstumsraten aufweisen. Für den Small Cap sind das insgesamt starke Perspektiven.

### Zwei echte Dauerläufer

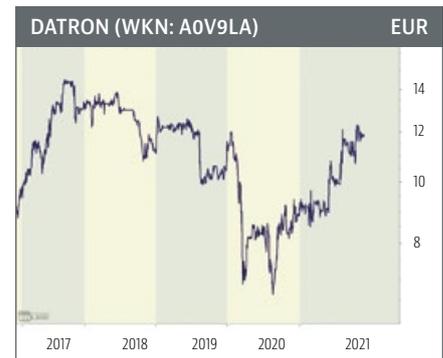
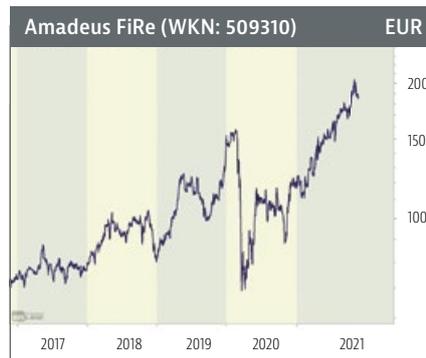
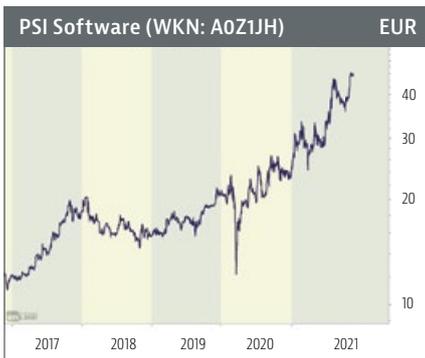
Fast scheint die Kostolany'sche Philosophie des Investierens etwas aus der Mode gekommen zu sein. Dabei zeigen Nebenwerte wie **Amadeus FiRe** und **CEWE**, wie einfach es mitunter sein kann, auf

lange Sicht an der Börse zu reüssieren. Wer vor zehn Jahren Anteile am Personalvermittler Amadeus Fire erwarb, liegt inzwischen fast 600% vorne. Der Fotodienstleister Cewe erreicht im gleichen Zeitraum ein Plus von über 320% – Dividenden nicht eingerechnet. Unterlegt sind diese Kurszuwächse durch eine bis zuletzt intakte Geschäftsdynamik. Amadeus Fire legt ihren Schwerpunkt auf klassische Zeitarbeit und die Vermittlung von Jobs aus dem kaufmännischen und IT-Bereich. Dazu kommen Dienstleistungen wie Projektmanagement und Angebote für die Fort- und Weiterbildung. Vom schlechten Image der Zeitarbeit bei niedrigqualifizierten Jobs grenzt man sich sehr bewusst ab. Erst mit Vorlage der Q3-Bilanz hob der Vorstand ein weiteres Mal die Jahresprognose an: Das operative Ergebnis (EBITA) werde im Gesamtjahr den Wert von 65 Mio. EUR (Vj.: 41 Mio. EUR) übertreffen. Auch die weiteren Aussichten könnten angesichts des Fachkräftemangels und der ungebrochenen Nachfrage nach qualifizierten Mitarbeitern kaum besser sein. Immer mehr Firmen werden daher die Dienste von Amadeus Fire in Anspruch nehmen (müssen). Erst kürzlich übersprang der Börsenwert des Konzerns die Grenze von 1 Mrd. EUR.

Diese Marke ist für Cewe ebenfalls in Reichweite. Zumindest kurzfristig kommt nun vieles auf den Verlauf des wichtigen Weihnachtsgeschäfts an. Hier erzielte man in der Vergangenheit den Großteil seines Gewinns. Eine Ausnahme bildete das „Corona-Jahr“ 2020, was in den vergangenen Quartalen zu einer ungünstigen Vergleichsbasis führte. Anleger mit Weitblick lassen sich davon aber nicht verunsichern, zumal Cewe mit regelmäßigen Aktienrückkäufen und Dividendenzahlungen seine aktionärsfreundliche Ausrichtung unterstreicht.

### Vor einer Neubewertung

Die Aktien des Bildverarbeitungsspezialisten **STEMMER IMAGING (IK)** und des Spezialmaschinenbauers **DATRON** profitierten in den vergangenen Monaten mehrfach von starken Unternehmenszielen und der Anhebung der eigenen Prognosen. Dabei scheint die Neubewertung in beiden Fällen noch keineswegs abgeschlossen zu sein.



Der Einsatz von Bildverarbeitungs-lösungen, wie sie Stemmer anbietet, kann bei vielerlei industriellen Anwendungen die Effizienz und Sicherheit in der Produktion erhöhen. Wie breit das Spektrum hier ist, zeigen die Design Wins, über die das Unternehmen zuletzt berichtete. So rüstet man die im Bau befindlichen Batteriefabriken eines großen OEM-Herstellers mit Kameras zur Materialinspektion aus. Auch ein Premiumreifenhersteller vergab einen Großauftrag an Stemmer. Der Boom von Augmented-Reality-Angeboten im Freizeitbereich (bei Golf, Fußball, Darts etc.) eröffnet ebenfalls Wachstumschancen. Außerhalb der Industrie werden die Branchen Lebensmittel, Landwirtschaft und Gesundheit für Stemmer immer wichtiger. Durch den höheren Anteil des Solutions-Geschäfts, in dem sich Bruttomargen von bis zu 45% erzielen lassen, sollte die Profitabilität im Konzernverbund sukzessive ansteigen. Diese Einschätzung wird von Stemmers aktualisierter Mittelfristprognose – 200 Mio. EUR Umsatz bis 2024, Anstieg der EBITDA-Marge auf durchschnittlich 12% bis 14% – untermauert.

Auch die CNC-Fräsmaschinen von Datron finden derzeit reißenden Absatz. Meist werden sie zur Bearbeitung von Aluminium

und Kunststoffen eingesetzt. Eine Nische sind Dentalfräsmaschinen zur Bearbeitung von Zahnersatz. Während sich Datron in der Corona-Krise auf sein stabiles Service- und Ersatzteilgeschäft verlassen konnte, registriert man seit Jahresbeginn eine breite Belebung auf der Auftragsseite. Fantasie steckt in der eigenentwickelten Software, mit der eine Steuerung der Maschinen über Wischgesten möglich ist. Spätestens Anfang 2022 will der neue CEO, Michael Daniel, seine Wachstumsagenda vorlegen. Diese könnte dem Small Cap nochmals Auftrieb verleihen.

#### Haus des Geldes

Dem schlechten Image vieler Finanzinstitute begegnet die Münchner **MERKUR PRIVATBANK** mit einem hohen Maß an Verlässlichkeit und Bodenständigkeit. Vom Größenwahn der Konkurrenz hat sich Geschäftsführer Dr. Marcus Lingel nie anstecken lassen. Das inhabergeführte Institut ist stark in der Region verwurzelt und für seine unabhängige Beratung bekannt. Während die Konkurrenz vor allem die eigenen Produkte verkaufen will, können die Merkur-Mitarbeiter frei von Interessenkonflikten beraten. Das verwaltete Kundenvermögen legt auch deshalb kontinuierlich zu – zuletzt auf rund 3 Mrd. EUR. Nicht weniger positiv ▶

#### Kennzahlen der vorgestellten Nebenwerte

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2020*	Umsatz 2021e*	EpS 2020	EpS 2021e	EpS 2022e	KGV 2022e	Div. 2021e	Div.-Ren. 2021	Perf. lfd. Jahr	Besprochen auf Seite
Amadeus FiRe	509310	186,00	1.064	280	370	3,29	6,30	7,40	25,1	2,00	1,1%	54%	6
APONTIS PHARMA	A3CMGM	21,80	185	39	49	-0,14	0,20	0,54	40,4	0,00	0,0%	15%	11
audius (IK)	A0M530	17,20	85	35	59	0,34	0,80	0,93	18,5	0,25	1,5%	99%	11
CEWE	540390	129,00	929	727	760	7,20	7,30	8,00	16,1	2,40	1,9%	39%	6
DATAGROUP	A0JC85	82,10	684	358	450	0,03	2,70	3,12	26,3	0,70	0,9%	64%	11
DATRON	A0V9LA	11,70	47	42	53	0,14	0,85	1,00	11,7	0,20	1,7%	44%	6
DFV Dt. Familienvers. (IK)	A2NBVD	11,64	170	115	144	-0,51	-0,14	0,28	41,6	0,00	0,0%	-49%	10
Funkwerk	575314	32,10	259	98	118	1,68	2,20	2,30	14,0	0,40	1,2%	47%	10
Leifheit	646450	34,75	330	272	295	1,32	1,44	1,75	19,9	1,05	3,0%	-20%	12
Limes Schlosskliniken	A0JDBC	212,00	62	11	17	-2,37	13,00	11,00	19,3	0,00	0,0%	108%	12
MERKUR PRIVATBANK	814820	15,60	121	-	-	1,05	1,10	1,20	13,0	0,42	2,7%	54%	7
Nabaltec	A0KPPR	35,60	313	160	184	-2,23	1,57	1,86	19,1	0,20	0,6%	31%	12
PSI Software	A0Z1JH	45,60	716	218	244	0,66	1,12	1,36	33,5	0,40	0,9%	87%	6
SBF AG	A2AAE2	9,90	87	22	33	0,27	0,38	0,60	16,5	0,00	0,0%	-1%	11
Serviceware	A2G8X3	17,75	186	72	83	-0,15	0,05	0,32	55,5	0,00	0,0%	27%	6
STEMMER IMAGING (IK)	A2G9MZ	40,10	261	105	135	-0,51	1,10	1,43	28,0	0,60	1,5%	92%	6

\*) in Mio. EUR; alle Angaben in EUR

Quelle: eigene Schätzungen

## Interview Nebenwerte

# „Der Aktienboom geht an Nebenwerten oftmals vorbei“

Smart Investor im Gespräch mit **Dr. Georg Issels**, Vorstand der Scherzer & Co. Beteiligungsgesellschaft, über die Vorzüge von Nebenwerten und seine Small-Cap-Favoriten



**Smart Investor: Herr Dr. Issels, warum sollten sich Anleger mit Nebenwerten beschäftigen?**

*Issels:* Kleinere Unternehmen lassen sich in der Regel viel besser durchblicken als Großkonzerne, deren Geflecht aus Beteiligungen und Töchtern selbst erfahrene Analysten mitunter vor Probleme stellen kann. Ein gutes Beispiel dafür ist Siemens, die vor der Ausgliederung einzelner Sparten immer für ihre unzureichende Fokussierung kritisiert worden ist – auch von uns. Und selbst heute fällt es noch schwer, die Potenziale des Konzerns genau einzuschätzen. Gerade in schwierigen Börsenzeiten ist es von Vorteil, wenn man das Geschäftsmodell eines Small Caps sehr genau verstanden hat und von seiner Plausibilität überzeugt ist.

**Smart Investor: Worauf sollte man vor dem Einstieg in einen Small Cap besonders achten?**

*Issels:* Bei Scherzer schauen wir uns neben dem Geschäftsmodell zunächst das Aktionariat sehr genau an. Gibt es vielleicht einen Großaktionär? Falls ja, handelt es sich dabei um die Gründer oder um eine Private-Equity-Gesellschaft? Anleger sollten unbedingt die Mentalität des Großaktionärs verstehen. Hinzu kommt die Arbeitsweise des Vorstands. Gerade bei kleinen Unternehmen kann das Management einen gewaltigen Unterschied ausmachen. Etwas plakativ, wie Warren Buffett es ausdrückt, könnte man die Frage

stellen: Mag der Manager das Unternehmen oder mag er nur sein Gehalt?

**Smart Investor: Welche Themen beschäftigen zurzeit die Nebenwerteszene?**

*Issels:* Die Anforderungen, die aus den ESG-Kriterien an die Unternehmen inzwischen gestellt werden, stellen viele doch vor große Herausforderungen. Vor allem die produzierenden Unternehmen müssen dafür einen immensen Aufwand betreiben. Ich denke hier nur an das Lieferkettengesetz. Außerdem sorgen sich nicht wenige Vorstände im Small-Cap-Bereich um ihre Investoren. Der Aktienboom geht an Nebenwerten oftmals vorbei, da Anleger lieber in die großen Techfirmen oder in ETFs investieren.

**Smart Investor: Können Sie uns einige Ihrer Favoriten nennen?**

*Issels:* Da möchte ich zunächst zwei konservative Aktien erwähnen, in denen wir engagiert sind. Die United-Internet-(UI-)Tochter 1&1 stemmt gerade den Aufbau eines eigenen 5G-Netzes – das ist durchaus mutig. Interessant ist die Aktie für uns, weil Großaktionär UI und dessen CEO, Ralph Dommermuth, bei 1&1 weiter aufstocken. Aktuell hält Dommermuth 78,3% an 1&1. Weitere Zukäufe durch UI könnten folgen. Ein anderer, eher konservativer Wert ist ZEAL. Dahinter verbirgt sich das Vermittlungsgeschäft der Lotto24. Als kürzlich bekannt wurde, dass man die Umsatzprognose aufgrund einer schwachen Jackpotentwicklung senken musste,

nutzten Anleger die Kursschwäche umgehend zum Kauf von Zeal-Aktien. Hier herrschen offenbar große Begehrlichkeiten, was das Geschäftsmodell angeht.

**Smart Investor: Und wer es etwas spekulativer mag?**

*Issels:* Mehr Chancen, aber auch Risiken bietet K+S. Hier muss man sagen, dass die Aktie schon stark gestiegen ist. Dennoch sehen wir vor dem Hintergrund der Kali-preisentwicklung weiteres Kurspotenzial. K+S sollte 2022 in der Lage sein, ein deutlich höheres Ergebnis zu erzielen. TeamViewer ist eine klassische Turnaround-Story, ein Fallen Angel im IPO-Bereich. Das Unternehmen verfügt über ein gutes Produkt, für das eine hohe Nachfrage besteht. Auf dem aktuellen Kursniveau – die Aktie hat vom Allzeithoch aus gesehen mehr als 80% verloren – finden wir die Bewertung attraktiv.

**Smart Investor: Wird 2022 aus Ihrer Sicht ein gutes Jahr für Nebenwerte?**

*Issels:* Ich erwarte in der nächsten Zeit mehr Gegenwind für den gesamten Aktienmarkt. Es gibt viele Störfaktoren und dazu noch eine recht hohe Zinssensibilität – gerade deshalb wird das Stock Picking immer wichtiger.

**Smart Investor: Herr Dr. Issels, wir bedanken uns vielmals für das interessante Gespräch!**

*Interview: Marcus Wessel*

Morgan Stanley

# Smarter Broker, smarte Trades: Alle Produkte 0,00 €\*.



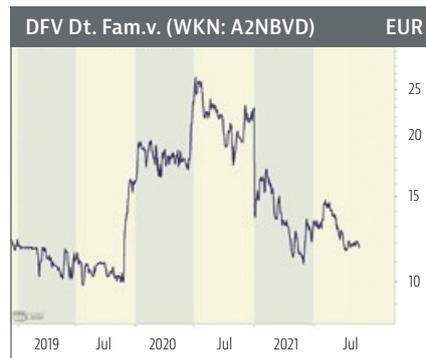
Mit Morgan Stanley handeln Sie die breiteste Auswahl an Basiswerten und Hebelprodukten. Traden Sie alle unsere Produkte bei Smartbroker für 0,00 €\*. Dauerhaft. Denn auch hier sind wir Premium-Partner und Sie sind wieder einmal einen Trade voraus.

[www.zertifikate.morganstanley.com](http://www.zertifikate.morganstanley.com)

## EINEN TRADE VORAUS

\*Die entsprechenden Konditionsdetails entnehmen Sie bitte dem Preisverzeichnis des Handelspartners.

Diese Werbeanzeige wurde lediglich zu Informationszwecken erstellt. Bei den dargestellten Wertpapieren handelt es sich um Inhaberschuldverschreibungen. Der Anleger trägt grundsätzlich bei Kursverlusten des Basiswertes sowie bei Insolvenz der Emittentin ein erhebliches Kapitalverlustrisiko bis hin zum Totalverlust. Eine ausführliche Darstellung möglicher Risiken sowie Einzelheiten zu den Produktkonditionen sind den Angebotsunterlagen (den endgültigen Bedingungen, dem relevanten Basisprospekt einschließlich etwaiger Nachträge dazu sowie dem Registrierungsdokument) zu entnehmen. Etwaige hierin genannte Wertpapiere dürfen zu keiner Zeit direkt oder indirekt in den Vereinigten Staaten von Amerika (einschließlich aller dieser Jurisdiktion unterliegenden Territorien und Außengebiete) oder an U.S.-Personen („U.S. persons“ wie in Regulation S des U.S. Securities Act 1933 oder dem U.S. Internal Revenue Code (jeweils in der jeweils geltenden Fassung) definiert) angeboten oder verkauft, verpfändet, abgetreten, ausgeliefert oder anderweitig übertragen, ausgeübt oder zurückgezahlt werden.  
© Copyright 2021 Morgan Stanley & Co. International plc. Alle Rechte vorbehalten.



ist die Entwicklung im Kreditgeschäft: Hier verspricht vor allem die Bauträgerfinanzierung nachhaltiges Wachstum. Anleger partizipieren über die Aktie der Merkur Bank somit auf eine intelligente Weise am Bauboom. Dass dieser ein abruptes Ende nimmt, ist angesichts historisch günstiger Finanzierungsmöglichkeiten nicht zu erwarten.

Eine spannende Turnaround-Story bietet die **DFV Deutsche Familienversicherung (IK)**. Gründer und CEO Dr. Stefan Knoll konnte die DFV hierzulande bereits als rein digital aufgestelltes Insurtech erfolgreich am Markt etablieren. In Testberichten werden die Versicherungen der DFV regelmäßig für ihre Einfachheit und Transparenz ausgezeichnet. Zum Angebot zählen neben Krankenzusatzversicherungen auch Unfall-, Tier- und Sachversicherungen. Zu Beginn des Sommers erfolgte der Markteintritt in Österreich, der als Blaupause für andere Auslandsmärkte dienen könnte. Dank der Kooperation mit den reichweitenstarken Sendern der ProSiebenSat.1-Gruppe erhofft sich Dr. Knoll auch dort schnelle Vertriebsfolge. Mit dem jüngst gemeldeten Einstieg in das Rückversicherungsgeschäft betritt die DFV neues Terrain. Der CEO ist zuversichtlich, das hohe Wachstum der Bruttobeiträge von über 20% beibehalten zu können. Überdies soll der Vorsteuerverlust mit rund -2 Mio. EUR (Vj.: -10,6 Mio. EUR)

deutlich geringer als zunächst prognostiziert ausfallen. Im nächsten Jahr nimmt die DFV dann Kurs auf schwarze Zahlen.

#### Vorfahrt für die Schiene

Die Erkenntnis, mehr in den Ausbau der Schiene und den ÖPNV investieren zu müssen, ist keinesfalls neu – doch vor dem Hintergrund der Klimakrise wird diese Aufgabe immer dringlicher. Es bleibt zu hoffen, dass die nächste Bundesregierung hier einen Investitionsschwerpunkt legen wird. Davon sollte der **Funkwerk**-Konzern profitieren. Die Thüringer merken schon heute den positiven Einfluss eines millionenschweren Förderprogramms. Damit soll der Mobilfunkempfang entlang der Bahnstrecken verbessert werden. Das Fördervolumen im Bereich Zugfunk liegt allein für Funkwerk bei rund 30 Mio. EUR, wovon der Großteil noch im laufenden Geschäftsjahr und ein Rest 2022 umsatz- und ergebniswirksam werden wird. Aber auch danach bleiben die Aussichten für das Technologieunternehmen dank der fortlaufenden Digitalisierung der Schiene exzellent. Eine mögliche Wachstumsdelle im Zugfunk ab dem Jahr 2023 könnte durch die anderen Aktivitäten in den Bereichen Videoüberwachung und Reisendeninformation geschlossen werden. Durch die Übernahme des Softwareentwicklers ViPRO.SYS erschloss man sich unlängst das Segment „Smart Buildings“. Eine neue, im Bau befindliche Fertigungshalle am

Anzeige

# Deutsche Aktien Systematic Invest

- abgesicherte Anlagestrategie
- deutsche Momentum-Titel
- deutsche Value-Perlen

**WKN HAFX8Z**



Quelle: OnVista, Stand 18.10.2021

Ausführliche Informationen  
[werner.krieger@gfa-vermoegensverwaltung.de](mailto:werner.krieger@gfa-vermoegensverwaltung.de)  
 Telefon: +49 7643 91419-50

Hauptsitz in Kölleda wird Ende 2022 die Produktionskapazitäten nochmals erweitern – trotz der angespannten Lieferketten können sich Funkwerk-Aktionäre daher zurücklehnen. Die im Sommer angehobene Jahresprognose dürfte nicht gefährdet sein.

Eine spekulativere Alternative ist die Aktie der **SBF AG**. Hier fährt der Vorstand einen aggressiven Übernahmekurs. Das Stammgeschäft mit LED-Beleuchtungssystemen für Schienenfahrzeuge wurde durch einen Zukauf um den Geschäftsbereich „industrielle Beleuchtung“ erweitert. Derzeit werden gleich mehrere Übernahmen deutscher Mittelständler geprüft; eine Entscheidung könnte noch bis Jahresende erfolgen. Bereits auf Basis der aktuellen Konzernstruktur strebt SBF dank voller Auftragsbücher bis zum Jahr 2025 Erlöse von mindestens 60 Mio. EUR (2020: 21,8 Mio. EUR) an.

### Lotsen und Architekten 2.0

In einer digitalen Welt brauchen Unternehmen die richtigen Begleiter: Gemeint sind hoch spezialisierte IT-Experten, wie sie beim schwäbischen IT-Dienstleister **audius** (IK) arbeiten. Die Gesellschaft zählt mit ihren rund 500 Mitarbeitern zwar noch zu den kleineren Adressen auf dem deutschen IT-Markt – für Nebenwertinvestoren ergeben sich aber gerade daraus Kurschancen. Bereits zum wiederholten Mal hob die Gesellschaft mit Vorlage der Q3-Bilanz ihre Jahresziele an. Erfreulich ist neben der bereits hohen operativen Marge von 12% vor allem der kontinuierliche Zuwachs im Auftragsbestand. Die Kunden beauftragen audius mit der Umsetzung wichtiger IT-Projekte und IT-Dienstleistungen. Eine weitere Kernkompetenz liegt auf dem Bereich Netze/Mobilfunk. Die Gesellschaft errichtet und betreut Firmennetze auf der Basis von 5G ergänzt um klassische Softwareservices, IT-Sicherheit und Outsourcingdienste. Akquisitionen dürften das Wachstum des im m:access notierten Small Cap nochmals beschleunigen. Für die nächste positive Überraschung könnte das Übertreffen der 2021er-Guidance sorgen (Umsatz: 58 Mio. EUR; EBITDA: mehr als 6,5 Mio. EUR).

Eine Liga höher als audius spielt Konkurrent **DATAGROUP** mit seinen 3.500 Mitarbeitern. Die Probleme in der Bankingsparte, die das Ergebnis im vergangenen Geschäftsjahr belasteten, gehören der Vergangenheit an. In den kommenden Tagen dürfte der scheidende Vorstandschef und Gründer Max Schaber vielmehr starke Eckdaten für das Geschäftsjahr 2020/21 vorlegen. Datagroup hat sich mit ihrem modularen Baukastensystem „CORBOX“ bei zahlreichen Unternehmen unverzichtbar gemacht. Die Kunden wählen aus einer breiten Palette die für sie relevanten Dienste aus. Dieser Service-as-a-Product-Ansatz sichert Datagroup einen hohen Anteil wiederkehrender Umsätze. Bei Investoren steht eine solche Verlässlichkeit hoch im Kurs.

### Gesunde Gewinne

Obwohl die Aktie von **APONTIS PHARMA** erst seit Mai an der Börse zu finden ist, so ist die Gesellschaft doch ein alter Bekannter. Die Wurzeln des Unternehmens liegen in der alten Schwarz Pharma; 2018 kam es dann zur Umbenennung. Seitdem hat der Vorstand Apontis als „Single Pills Company“ in einer Nische des Pharmamarkts positioniert. Single Pills vereinen ▶



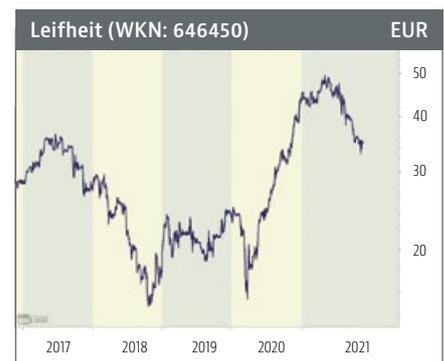
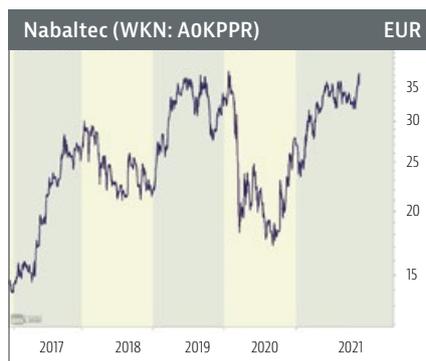
147 Jahre Edelmetallerfahrung.

**ROBBE & BERKING**

— S E I T 1 8 7 4 —

[www.wertanlagen.robbeberking.de](http://www.wertanlagen.robbeberking.de)

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



Therapien gegen mehrere Erkrankungen in einer einzelnen Tablette. Studien belegen, dass die oftmals älteren Patienten Single Pills wesentlich regelmäßiger einnehmen, was Krankenhausaufenthalte und Komplikationen deutlich reduziert. Darüber hinaus ergeben sich für das Gesundheitssystem Kostenvorteile von über 30%. Bei Apontis – hierzulande der Marktführer bei Single Pills – liegt der Schwerpunkt auf kardiovaskulären Erkrankungen. Die Entwicklung einer neuen Single Pill dauert in der Regel zwischen drei und fünf Jahren. Mit einem Teil der IPO-Einnahmen will der Vorstand die Produkt-Pipeline ausbauen: So ist für 2022 die Markteinführung von vier neuen Single Pills geplant. Bis zum Jahr 2026 sollen es sogar 20 sein, von der jede einzelne ein Umsatzpotenzial zwischen 3 Mio. und 12 Mio. EUR besitzt. Die Story wird allmählich auch an der Börse entdeckt.

Seelische Erkrankungen wie Depressionen, Burn-outs oder Angststörungen sind leider seit vielen Jahren ein Wachstumsmarkt. Auf deren Therapie konzentrieren sich die **Limes Schlosskliniken**. In einem Umfeld, das mehr an ein Wellnesshotel denn an eine Klinik erinnert, werden hier bislang an zwei Standorten Patienten behandelt. Eine dritte Klinik in Lindlar bei Köln soll im zweiten Quartal 2022 ihren Betrieb aufnehmen. Daneben laufen die Planungen für einen vierten Standort, an dem erstmals Kinder und Jugendliche behandelt werden sollen. Bedingt durch Anlaufverluste am neuen Standort sollten Anleger für das nächste Jahr einen Gewinnrückgang einkalkulieren. Neben dem Bau weiterer Kliniken liegt in einer steigenden Auslastung das größte Wachstumspotenzial für die Gesellschaft. Die recht marktenge Aktie bleibt hochinteressant.

### Prognose rauf, Prognose runter

Schneller als erwartet hat der Spezialchemiekonzern **Nabaltec** das Vor-Pandemie-Niveau erreicht. Die flammhemmenden Füllstoffe und Additive werden vor allem im Bausektor und in der Feuerfestindustrie stark nachgefragt. Ein echte Wachstumssperle ist das Böhmitgeschäft, das fortlaufend an der Kapazitätsgrenze kratzt. Böhmit wird für die Herstellung von Lithium-Ionen-Batterien in der Elektromobilität benötigt. Zurzeit beliefert Nabaltec vor allem asiatische Kunden. Durch den Aufbau weiterer Kapazitäten in Europa möchte man den aktuellen Umsatzanteil von rund 15% deutlich ausbauen. In den USA ist das Unternehmen inzwischen mit zwei Standorten vertreten. Bei seiner Tochter Naprotec dauere der Aufbau einer Kundenbasis allerdings länger als ursprünglich gedacht. Dennoch hob der Vorstand im Oktober bereits zum zweiten Mal in diesem Jahr seine Prognose an: Bis zu 12% sollen vor Steuern und Zinsen verdient werden. Die hohe Profitabilität, die in der Zukunft noch ausgebaut werden dürfte, macht die Nabaltec-Aktie zusammen mit der Böhmit-story zur ersten Wahl im Chemiesektor.

Der viel diskutierte Cocktail aus höheren Rohstoffpreisen, Lieferengpässen und einer geringen Verfügbarkeit von Frachtraum veranlasste den **Leifheit**-Vorstand zur Senkung seiner Ergebnisziele. Dabei war die alte EBIT-Guidance von 20 Mio. bis 24 Mio. EUR (Vj.: 18,8 Mio. EUR) eigentlich bewusst konservativ formuliert. Noch im Sommer sah es so aus, als könne der Hersteller diverser Haushalthelfer seine Ziele sogar klar übertreffen – doch mit dem Ergebniseinbruch im dritten Quartal wurde diese Hoffnung zunichte gemacht. Der deutlich gesunkene Aktienkurs lockt nun allerdings zum Einstieg – schließlich kann Leifheit auf eine starke Marke mit hoher Kundenakzeptanz aufbauen, die es ermöglicht, notwendige Preiserhöhungen am Markt durchzusetzen. CEO Henner Rinsche hat aus dem einst etwas schläfrigen Laden einen innovativen, in Europa führenden Anbieter von Haushaltsprodukten gemacht. Die aktuellen Herausforderungen scheinen dagegen eher temporärer Natur zu sein.

### Fazit

Stock Picking bleibt im Nebenwertebereich das Gebot der Stunde. Momentumstars und Turnarounds, Value und Growth, Old- und New Economy – gerade diese Bandbreite spricht für deutsche Small Caps. Diese sollten in keinem diversifizierten Portfolio fehlen. ■

Marcus Wessel



## Interview

## „Wir sind auf einem guten Weg“

Smart Investor im Gespräch mit **Dr. Johannes Schmidt**,  
Vorstandsvorsitzender der INDUS Holding AG

**Smart Investor: Dr. Schmidt, die Indus Holding AG ist die wohl größte deutsche Beteiligungsgesellschaft im Bereich der mittelständischen Firmen. Ist Corona bei Ihren Töchtern abgehakt?**

*Schmidt:* Stand heute sind die akuten Themen, die lockdowninduziert waren, natürlich abgehakt – aber das große Durcheinander, das wir auf den Materialmärkten und auf der Frachtseite beobachten, ist ja letzten Endes ebenfalls durch Corona entstanden. Die Industrie leidet stark an den Corona-Spätfolgen. Parallel dazu und gerade beim Blick auf Deutschland sorgt mich die aktuelle Entwicklung schon erheblich. Die Zahl der täglich Neuzugeworbenen von rund 50.000 derzeit ist exorbitant, das ist weit jenseits von allem, was wir bisher während der Lockdowns erlebt haben. Meiner Meinung nach werden wir die harten Lockdowns nicht mehr sehen, wohl aber eine erhebliche Anzahl von Einschränkungen vor allem im privaten Bereich.

**Smart Investor: In welchen Ihrer Branchen läuft es rund, in welchen nicht?**

*Schmidt:* Ich denke, dass unser Firmenportfolio, wenn man strukturell draufschaut, deutlich zeigt, was für Potenzial und Stärke drinsteckt. Das Segment Bau zeigt sich superstabil und profitabel – es ist gut durch die Corona-Krise gekommen und erzielt dieses Jahr wieder deutliche Umsatzzuwächse. Der Maschinen- und Anlagenbau meldet sich sehr stark zurück im laufenden Jahr, sowohl in puncto Umsatz als auch in Sachen Profitabilität. Und das Segment Metalltechnik entwickelt sich ebenfalls sehr erfreulich. Was wir natürlich mit Sorge sehen und wo wir die weitere Entwicklung nicht so recht einschätzen können, ist die Fahrzeugtechnik, welche v.a. unter den Lieferengpässen leidet.

**Smart Investor: Zeigt denn ihr Maßnahmenpaket ZWISCHENSPIRT schon Ergebnisse?**

*Schmidt:* Ja; dazu gehörten auch Portfoliobereinigungen über Verkäufe und Stilllegungen. Im laufenden Jahr konnten wir außerdem drei Unternehmen akquirieren – und ich bin zuversichtlich, dass wir in diesem Jahr noch einen Zukauf vermelden werden.

**Smart Investor: Sie haben heute Ihre Neunmonatszahlen veröffentlicht. 11,4% Umsatzzuwachs – das kann sich sehen lassen. Wie viel davon war organisch?**

*Schmidt:* Die 11,4% beziehen sich auf den Vorjahresumsatzwert, davon sind 3,2% anorganisch. Die drei Zukäufe, die wir dieses Jahr in der Bilanz neu aufgenommen haben, tragen also mit 3,2% zu diesen 11,4% bei. Das heißt, rein organisch bleiben 8,2% übrig – wobei noch zu berücksichtigen ist, dass die mit Zwischenspiert abgegebenen Unternehmen im letzten Jahr in den Umsatzzahlen noch enthalten waren, in diesem aber nicht mehr. Diese Reduktion von 2,1% des Jahresumsatzes 2020 konnte überkompensiert werden.

**Smart Investor: Sie konnten auch eine deutlich ausgeweitete Gewinnmarge vermelden ...**

*Schmidt:* Ja, die EBIT-Marge hat sich im Vergleich zum Vorjahr sehr erfreulich entwickelt und liegt nun bei 6,1% – und wenn man die Wertminderung im Bereich Fahrzeugtechnik herausrechnet, dann liegt der Wert sogar bei 6,7%. Das ist noch nicht unser Zielwert, aber wir sind auf einem guten Weg.

**Smart Investor: Im Neunmonatsbericht sind Sie bei den Aussagen für die letzten drei Monate besonders vorsichtig. Sehe ich das richtig?**



*Schmidt:* Man muss einfach sehen, dass der Abschwung bei den Mengen in der Fahrzeugtechnik erst seit Mitte August richtig spürbar ist. Die ersten sieben Monate waren eigentlich noch von relativ hohen Abrufen in der Autoindustrie gekennzeichnet, wohingegen nun durch die gesamte Absatzkrise, v.a. durch Chipmangel verursacht, bei den Fahrzeugen davon auszugehen ist, dass das ganze vierte Quartal auch deutlicher belastet sein wird. Wo das wohl nächstes Jahr hingehen wird? Selbst die Aussagen dazu direkt aus der Fahrzeugindustrie sind äußerst diffus. Der Optimismus, dass sich ab Januar alles dramatisch verbessert, ist eigentlich nicht sehr groß. Eher wird mit einer Normalisierung vielleicht zur Jahresmitte 2022 gerechnet.

**Smart Investor: Der Indus-Aktienkurs notiert immer noch deutlich unter den Höchstkursen aus dem Jahr 2017. Zu Recht?**

*Schmidt:* Ich denke, der Markt sieht sicher nach wie vor kritisch auf die Fahrzeugtechnik; das muss man einfach so feststellen und das ist ja durchaus berechtigt. Beim Aktienkurs kann ich nur auf die Analysten verweisen, die ihn im Durchschnitt bei rund 43 EUR, also 20% höher, sehen.

*Interview: Ralf Flierl*

## Britische Nebenwerte

# Bits & Ziegelsteine

Mit digitalen Geschäftsmodellen und zwei Profiteuren der Corona-Öffnung können Anleger in UK auf Schnäppchenjagd gehen

Der Brexit sorgt bis heute dafür, dass Value-Fans häufig in Großbritannien fündig werden: Denn an attraktiven Unternehmen zu interessanten Bewertungen mangelt es auch nach der Rally des laufenden Jahres nicht.

## Amazon-Klon auf dem Weg zum Mode-Powerhouse

Dies hat auch der legendäre Value-Anleger Nick Sleep erkannt, der mit seiner Stiftung seit 2020 eine Position am britischen Zalando-Konkurrenten **ASOS** hält. Sleep gilt als Superstar, seit er mit seinem Fonds Nomad Partnership zwischen 2001 und 2014 rund 20% p.a. an Performance erzielte. Sein Geheimrezept: wundervolle Unternehmen finden und diese auf ewig halten. Bereits 2001 entdeckte er Amazon und lernte das spezielle Geschäftsmodell von Jeff Bezos schätzen. Worauf Sleep bei Unternehmen besonders achtet, das nennt er „Scale Economics Shared“. Damit gemeint sind skalierbare Geschäftsmodelle, die Effizienzgewinne zu einem großen Teil an ihre Kunden weitergeben – womit sich langfristig Wettbewerbsvorteile ergeben, die auch mit hohem Kapitaleinsatz kaum überwunden werden können. All dies scheint Sleep auch in Asos zu sehen. Nach beinahe zwei Jahrzehnten hat er gar einen Teil seiner Amazon-Aktien verkauft und den Erlös daraus in Asos gesteckt. Was könnte den Starinvestor also an dem Modehändler interessieren?

Asos hat ähnlich wie Zalando die Entwicklung von einem Online-Modehändler hin zu einer Plattform hinter sich, auf der maßgebliche Modemarken präsent sind. Erklärtes Ziel des Unternehmens ist es, die Anlaufstelle schlechthin für Mode der Altersklasse der 16- bis 34-Jährigen zu werden (Generation Z und Millennials). Asos geht davon aus, die Wünsche und Nöte dieser globalen Zielgruppe besser zu kennen als die Konkurrenten, was die beeindruckenden Zahlen durchaus widerspiegeln. Zwischen 2011 und 2021 legte der Umsatz von 0,3 Mrd. auf 3,9 Mrd. GBP zu. Skalierbar wird das Geschäft u.a. dadurch, dass den bestehenden Kunden – die Asos typischerweise über Jahre treu bleiben – zunehmend höhermarginige eigene Marken verkauft werden. Bereits heute erwirtschaftet das Unternehmen 1,4 Mrd. GBP Umsatz mit den Eigenmarken und erzielt damit Bruttomargen von mehr als 55%. Ähnlich wie Amazon mit Amazon Prime bietet Asos für knapp 10 GBP pro Jahr eine Premiummitgliedschaft, die eine Zustellung der bestellten Waren am nächsten Tag garantiert. Die aktuell rund zwei Millionen Premiumkunden kaufen heute ca. fünfmal so häufig wie „gewöhnliche“ Kunden ein.

Mit der zunehmenden Internationalisierung wächst der adressierbare Markt; 2030 soll dieser laut Asos bereits rund 430 Mrd. GBP

umfassen. Das mittelfristige Ziel des Managements um COO Mat Dunn sind Umsätze von 7 Mrd. GBP und eine EBIT-Marge von mehr als 4%. Langfristig soll der Umsatz weiter dynamisch zulegen, die EBIT-Marge auf mehr als 8% ansteigen. So wunderbar diese Langfristvision klingt – zunächst einmal kostet die Internationalisierung Geld. Zudem lasteten zuletzt Schwierigkeiten mit der globalen Lieferkette sowie ein Nachlassen der Corona-Sondereffekte (wie etwa der geringeren Retourenquote) auf der Aktie, die vom Top um fast 50% korrigiert hat. Nach einem Managementwechsel an der Spitze und einer Gewinnwarnung für 2022 aufgrund höherer Kosten scheint nun das Schlimmste ausgestanden zu sein. Für Anleger mit einem langen Atem wie Sleep eine Traumkonstellation: Mit einem Enterprise-Value-Umsatz-Verhältnis von 0,66 lässt sich die Aktie heute zu einer Bewertung kaufen, die es mit Ausnahme des Höhepunkts der Corona-Krise seit dem Börsengang 2006 nicht gab. ▶



Im Hinblick auf den Unternehmenswert (Enterprise Value) zum Umsatz ist ASOS mit aktuell 0,66x so tief wie noch nie in den letzten 14 Jahren bewertet (mit kurzer Ausnahme im Coronacrash 2020)

## KONSEQUENT FLEXIBEL UND AUSGEWOGEN

DR. JAN EHRHARDT  
Fondsmanager und Vorstand  
DJE Kapital AG



Wenn es turbulent wird an den Märkten, trennt sich die Spreu vom Weizen.

Der **DJE – Zins & Dividende** kann dank seiner Flexibilität sein Aktienengagement auf ein Minimum beschränken und dafür in Anleihen investieren, die Zinserträge bieten, oder die Cash-Quote erhöhen. Und dank seines aktiven Managements setzt er auf Branchen und Unternehmen, die auch in Krisen Gewinne erzielen können.

**Sein Ziel: Kapital zu erhalten und Mehrwert zu schaffen – in möglichst jeder Marktphase.**



SCAN ME

Erfahren Sie mehr unter:  
[www.dje.de/zins-und-dividende](http://www.dje.de/zins-und-dividende)



WERBEMITTEL. Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Aktienkurse können markt-, währungs- und einzelwertbedingt relativ stark schwanken. Auszeichnungen, Ratings und Rankings sind keine Kauf- oder Verkaufsempfehlungen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Weitere Informationen zu Chancen und Risiken finden Sie auf der Webseite [www.dje.de](http://www.dje.de). Der Verkaufsprospekt und weitere Informationen sind in deutscher Sprache kostenlos bei der DJE Investment S.A. oder unter [www.dje.de](http://www.dje.de) erhältlich. Verwaltungsgesellschaft der Fonds ist die DJE Investment S.A. Vertriebsstelle ist die DJE Kapital AG. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann in deutscher Sprache kostenlos in elektronischer Form auf der Webseite unter <https://www.dje.de/zusammenfassung-der-anlegerrechte> abgerufen werden. Die in dieser Marketingunterlage beschriebenen Fonds können in verschiedenen EU-Mitgliedsstaaten zum Vertrieb angezeigt worden sein. Anleger werden darauf hingewiesen, dass die jeweilige Verwaltungsgesellschaft beschließen kann, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb der Anteile ihrer Fonds getroffen haben, gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie 2011/61/EU aufzuheben.



### Das Social Network für Weinliebhaber

Über ein ähnlich attraktives digitales Geschäftsmodell verfügt der Online-Weinhändler **Naked Wines**. Die Aktie ist schon seit Längerem ein Favorit des Value-Investors Matthias Riechert (siehe Interview in Smart Investor 7/2020). Zuletzt bekam das Papier aber besondere Aufmerksamkeit, da es vom Hedgefondsmanager Glen Kacher von Light Street Capital auf der Sohn Investment Conference in San Francisco vorgestellt wurde, der gleichzeitig bekanntgab, 10% der Aktien in seinem Fonds zu halten. Er hält den Titel in den nächsten zehn Jahren für einen potenziellen Zehnfacher. Auch Naked Wines besitzt gewisse Ähnlichkeiten mit dem großen Vorbild Amazon: Genau wie Jeff Bezos ordnet CEO Nick Devlin die Profitabilität dem Wachstum unter. Trotz deutlichen Umsatzwachstums erzielte Naked Wines 2021 (das Geschäftsjahr endet zum 31.3.) ein negatives Ergebnis; 2022 und 2023 dürfte dies ähnlich sein. Das Unternehmen investiert die Erlöse vor allem in die Neukundengewinnung, um damit den „Flywheel-Effekt“ zu vergrößern, der das Geschäftsmodell von Naked Wines so attraktiv macht. Statt lediglich ein Weinhändler zu sein, baut Naked Wines eine Community rund um das Thema Wein auf. So können die Kunden zum sogenannten Angel werden und einen fixen Betrag monatlich (ab 30 USD) als Weinabonnement zur Verfügung stellen.

Naked Wines wiederum geht mit diesen finanziellen Zusagen auf Einkaufstour und bindet langfristig gute Winzer an das Unternehmen, die diesem exklusiv ein Kontingent ihrer Produktion zur Verfügung stellen. Die Winzer sparen sich hohe Marketingaufwendungen und konzentrieren sich auf das Wichtigste: einen hochwertigen Wein in die Flasche zu bekommen. Die Mehrheit der Kunden ist getrost als Wein-Aficionados zu bezeichnen. Insgesamt haben sie bereits rund vier Millionen Bewertungen auf der

Plattform hinterlassen. Rund 900.000 Angels kaufen derzeit mehr als 1.500 verschiedene Weine bei 235 Winzern. Der adressierbare Markt in den USA, in UK und Australien ist mit 24 Mrd. USD groß genug, um noch viele Jahre lang mit 10% bis 20% p.a. im Umsatz zu wachsen. Angesichts der durch die Gewinn-und-Verlust-Rechnung laufenden Investitionen in neue Kunden muss korrekterweise das Ergebnis betrachtet werden, das bei Verzicht auf diese Maßnahmen erzielt würde: In diesem Fall läge das EBIT im Jahr 2021 bei 39 Mio. GBP, womit sich basierend auf dem letzten Geschäftsjahr ein günstiges EV/EBIT-Multiple von 11,3 ergibt.

### Londoner Bestlage zum Schnäppchenpreis

Exakt das Gegenteil der digitalen Corona-Profitore stellt die Aktie von **Capital & Counties Properties** dar. Der Immobilienbestandhalter besitzt mit dem Covent Garden eine Premiumimmobilie in zentralster Londoner Lage, dazu kommen über die seit 2020 aufgebaute Beteiligung an der ebenfalls börsennotierten Shaftesbury (23%) weitere attraktive Objekte im Londoner West End. Der Covent Garden ist eine gehobene Markthalle mit Einzelhandelsflächen, weltweit bekannten Marken, attraktiven Gastronomieflächen und Büros. Selbstverständlich stellen die Corona-Krise und die damit einhergehenden Beschränkungen sowie der Brexit eine Belastung für das Unternehmen dar: Immerhin ging der Net Asset Value (NAV) des Portfolios seit Anfang 2019 um rund 30% zurück. Die zunehmende Lockerung der Corona-Maßnahmen und die sich durchsetzende Erkenntnis, dass der Brexit für das Vereinigte Königreich nicht in einer Katastrophe enden wird, lässt nun jedoch Licht am Ende des Tunnels erscheinen. Auch nach Corona dürften Menschen im Apple-Store einkaufen oder in angesagten Bars das innerstädtische Flair genießen wollen.

Noch vor Beginn der Corona-Krise war das Unternehmen ein umworbenees Übernahmeobjekt: Der britische Immobiliencycoon Nick Candy wollte 2019 zusammen mit dem saudischen Staatsfonds für das Unternehmen bieten, der norwegische Staatsfonds Norges Bank hat in den letzten Jahren sogar ein Aktienpaket von 15% aufgebaut. Zwar hat sich bislang in der Nach-Corona-Phase noch kein neuerlicher Übernahmepotenzial aus der Deckung gewagt – was nicht ist, kann jedoch noch werden. Immobilienexperten bezeichnen Objekte wie den Covent Garden gemeinhin als Trophy-Assets: ein Übernahmziel, das weniger dem Erzielen einer maximalen Rendite als dem Parken von Liquidität dient. Angesichts einer Mietrendite von 4% zum aktuellen NAV und einem Aktienkurs, der einen Discount von 15% auf diesen NAV einpreist, braucht es keine große Fantasie, sich hier eine entsprechende Übernahmeprämie vorstellen zu können.

#### Attraktive Unternehmen aus UK

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz* 2020	Umsatz* 2021e	EpS 2020	EpS 2021e	EpS 2022e	KGV 2020	KGV 2021e	KGV 2022e	Div. 2021e	Div.- rendite
ASOS [GB]**	912703	32,41	3.231	3.889	4.661	1,50	1,57	1,26	21,6	20,6	25,7	-	-
Capital & Counties Properties [GB]	A1CUUR	1,96	1.668	88	81	-0,01	0,00	0,01	-164,5	-	164,5	0,01	0,5%
IWG [JE]	A2DGJL	3,48	3.506	2.956	2.636	-0,76	-0,27	0,07	neg.	neg.	48,7	0,03	0,9%
Naked Wines [GB]***	A0B7SL	7,90	580	242	405	0,21	-0,01	-0,07	36,8	neg.	neg.	-	-

\*) in Mio. EUR; \*\*) Geschäftsjahr zum 31.8.; \*\*\*) Geschäftsjahr zum 31.3.; alle Angaben in EUR

Quelle: TIKR

### Moderne Arbeitswelten

Zwar besitzt **IWG** selbst keine Immobilien – das Unternehmen ist mit seinem Angebot an flexiblen Bürolösungen (u.a. unter der Marke Regus bekannt) jedoch Weltmarktführer in einem Geschäft, das indirekt am Immobilienmarkt hängt. Die jüngsten Zahlen zeigen indes, dass IWG die Corona-Krise noch nicht vollständig abgestreift hat; der Trend zum flexiblen Arbeiten dürfte mittelfristig jedoch für enormes Wachstum sorgen. Kurz zusammengefasst betreibt IWG ein Arbitragemodell: Das Unternehmen mietet große Büroimmobilien für zehn oder 15 Jahre an und vermietet einzelne Arbeitsplätze oder Konferenzräume auf Monatsfrist. Häufig beteiligen sich Immobilienbesitzer an den Kosten zur Einrichtung eines Standorts, erhalten dafür einen Anteil am Umsatz. Bei aller Begeisterung für das Homeoffice – nicht alle werden in den kommenden Jahren von Zuhause arbeiten. Was von Corona jedoch bleiben dürfte, ist der Trend zu flexiblen Büros, wie sie Regus bereits heute an das Who's who der Großkonzerne, aber auch an Kleinunternehmen und Start-ups vermietet. Während das aggressive Wachstum des Konkurrenten WeWork seit 2016 Druck auf die Margen ausgeübt hat, ist dessen aktuelle Gesundheitskrumpfung eine Wohltat für die ganze Branche. Nach einer Nahtoderfahrung im Dotcom-Boom hat Regus eine beachtliche Entwicklung hingenommen. Die Struktur ist heute weitaus risiko-scheuer als zuvor.

So werden nahezu alle Objekte von eigenen Projektgesellschaften gemietet – ohne Bürgschaft der Mutter. Droht ein Standort in Schwierigkeiten zu geraten, ist der Vermieter allein durch die Androhung einer Insolvenz leicht zu Nachverhandlungen zu bewegen. Vor Corona hat das eigentümergeführte Unternehmen – CEO Mark Dixon besitzt nach Zukäufen rund 29% der Anteile – begonnen, eine neue Stufe der Entwicklung einzuleiten. Durch Franchiseverträge wird das Geschäft in einzelnen Regionen wie Japan nicht mehr in Eigenregie betrieben. Die Verkäufe an die Franchisenehmer spülen Einmalerträge in die Kasse, langfristig partizipiert IWG durch die Franchisegebühren weiterhin am Wachstum des Geschäfts – ein Konzept, das viele Hotelketten in attraktive Asset-Light-Geschäftsmodelle verwandelt hat. Vor allem der Verkauf des US- und des UK-Geschäfts könnte eine Summe einbringen, mit der sich der größere Teil der heute ausstehenden Aktien durch Rückkäufe erwerben ließen. Die mittlerweile mittels SPAC-Deal an die Börse gegangene WeWork bringt es trotz minderwertigen Geschäftsmodells auf eine etwa doppelt so hohe Bewertung. Grund genug für IWG, mit dem Gedanken zu spielen, das Geschäft auf zwei oder gar drei Unternehmen aufzuteilen, um die dahinter liegenden Werte sichtbar zu machen. Eine ausführliche Studie zu IWG hat im Sommer Swen Lorenz von Undervalued-Shares.com veröffentlicht.

### Fazit

Das Vereinigte Königreich bietet Value-Fans derzeit einen reichen Fundus an Ideen: Auf dem Londoner Kurszettel gibt es nicht nur günstige, sondern auch noch äußerst erfolgreiche Unternehmen. ■

*Josef Obermeier*

# Regelmäßig smart: wikifolio- Zertifikate als Sparplan.

**Ganz einfach  
ab 25 Euro im Monat.**

Entdecken Sie die Handelsideen erfolgreicher Trader und holen sich deren Performance auch in Ihr Depot. In wikifolio-Zertifikate investieren und profitieren. Auch als Sparplan. Regelmäßig und bequem.

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



Gelistet an der  
**Börse  
Stuttgart**

Erhältlich bei Ihrer Bank, z.B. bei  
**comdirect** **1822direkt**

**broker**

Titelstory / Politik &amp; Gesellschaft

# Mit Wucht zurück – die Inflation

Erst tot geglaubt, dann unterschätzt.  
Die Inflation als systemisches  
Phänomen des Fiatgelds.

## Unterschiedliche Perspektiven

Die Inflation ist seit Monaten in aller Munde, und dennoch herrscht nicht einmal Einigkeit darüber, worum es sich bei diesem Phänomen im Kern handelt. Für die Masse der Menschen und Ökonomen ist Inflation ein Anstieg der Verbraucherpreise, technisch gesprochen ein Anstieg des allgemeinen Preisniveaus. Lediglich die Austrians nehmen in der Sache eine Minderheitenposition ein: Denn sie setzen bereits früher, beim Aufblähen (lat. „inflare“) der Geldmenge an. Vieles spricht für diese Sichtweise. Zum einen knüpft sie an der einzigen echten Ursache eines Anstiegs des allgemeinen (!) Preisniveaus an, zum anderen gibt sie bereits einen Hinweis auf inflationäres Potenzial, wenn die Preisindizes noch lange nicht ausschlagen. Insbesondere erlaubt diese Sichtweise auch eine zutreffende Einschätzung der Assetpreis-inflation, die von der Wirtschaftspolitik nur allzu gerne als Hinweis auf eine vor Kraft strotzende Wirtschaft missinterpretiert wird. Der Keim der Inflation ist immer die übermäßige Geldmengenausweitung. Wo sich dieses Geld dann letztlich preiswirksam Bahn bricht, ist dagegen oft nicht exakt zu prognostizieren.

## Der Staat und das Geld

Die Geschichte hat immer wieder gezeigt, dass das Geldwesen nirgendwo schlechter aufgehoben ist als in den Händen des Staats. Von der staatlichen Münzverschlechterung früherer Tage bis zum modernen Notenbankwesen hat sich zwar viel an den Methoden,

wenig jedoch am Grundsätzlichen geändert. Die chronische Geldknappheit von Politik und Staat wurde und wird immer wieder gerne durch eine zunächst schleichende, quasi geräuschlose, letztlich aber durch eine offene Geldentwertung „gelöst“. Am Ende stand praktisch ausnahmslos die Währungsreform. Auch der Versuch, das Geldwesen auf „unabhängige“ Notenbanken zu übertragen, ging nur in der Frühphase halbwegs gut. Meistens stecken den Verantwortlichen da noch die Erfahrungen des vorangegangenen Scheiterns in den Knochen, was sie entsprechend vorsichtig agieren lässt. Die Deutsche Bundesbank ist mit der Deutschen Mark ein Beispiel einer solchen frühen Erfolgsgeschichte, auch wenn sie letztlich unter den politischen Verhältnissen tragisch scheiterte.

## Diener vieler Herren

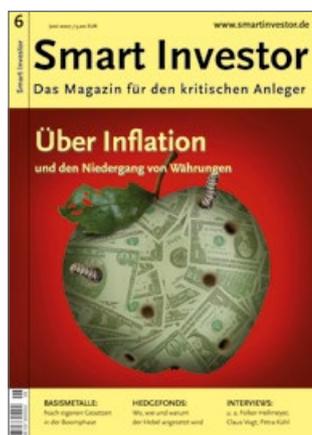
Die wesentlichen Ursachen für das Scheitern unabhängiger Geldwächter sind nicht nur die Einflussnahme bei der Besetzung der Leitungsgremien und politischer Druck im Tagesgeschäft. Subtiler ist die Überfrachtung einer Notenbank mit zusätzlichen Aufgaben, deren gleichzeitige Erfüllung aufgrund der vorhandenen Zielkonflikte zwangsläufig zu Kompromissen führt. Klassisch ist in dieser Hinsicht die Aufgabenbeschreibung der Fed, die neben der Geldwertstabilität in Form von Preisstabilität im Innern und Stabilität des Dollar-Außenwerts auch für eine Verstetigung des Wirtschaftswachstums und niedrige Arbeitslosigkeit zuständig ist. Die simultane Erreichung dieser Ziele wird nicht umsonst als „magisch“ bezeichnet. Da die Halter der Nominalwertanlagen im Gegensatz zu Wirtschaftsverbänden, Gewerkschaften und den Regierungen selbst über keinerlei Druckmittel oder schlagkräftige Lobby verfügen, ist auch klar, wessen Interessen im Zweifel auf der Strecke bleiben.

## Durchpolitisierte Währungshüter

Zusätzlich sind inzwischen alle großen Notenbanken – freilich ohne dass dies offiziell auch so benannt wird – in die Staatsfinanzierung eingestiegen, also genau in jenes Feld, aus dem sich eine unabhängige Notenbank tunlichst heraushalten sollte. Bei einer stark politisierten Organisation wie der Europäischen Zentralbank (EZB) tritt der Gedanke der Geldwertstabilität sogar noch



Bild: © fotomek - stock.adobe.com, Rudolf Schuppler



Smart Investor 6/2007

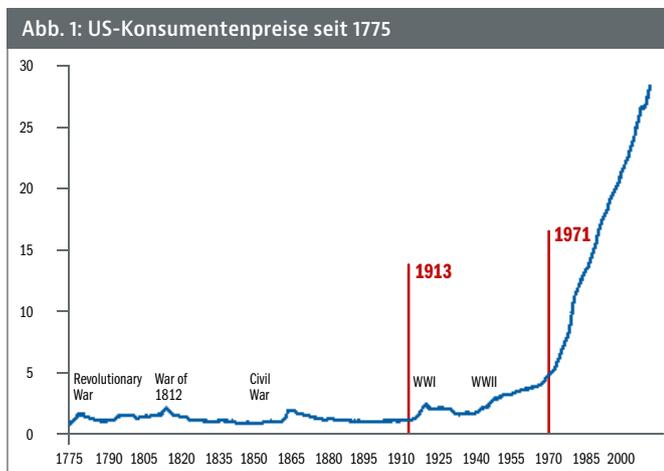


Smart Investor 8/2008

weiter in den Hintergrund: Die EZB hat als einzige Notenbank der Welt noch die eminent wichtige Zusatzaufgabe zu erfüllen, ihren eigenen Währungsraum, die Eurozone, gegen ein Auseinanderbrechen abzusichern. Als würde das nicht genügen, will man dort künftig sogar auch noch für die Klimapolitik mit zuständig sein.

### Von Krieg bis Klima

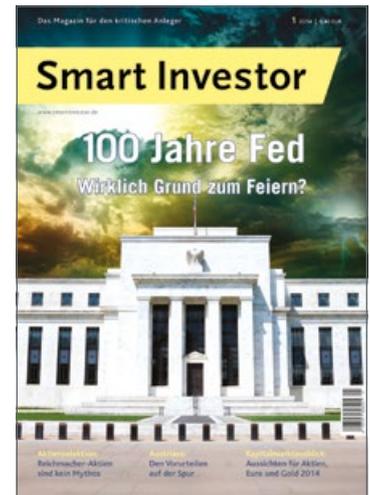
Die längste Historie aller Papierwährungen hat der US-Dollar – und dessen Geschichte ist ebenso bewegt wie lehrreich: Schon der Umstand, dass sich die Geldentwertungsraten des Dollar seit der Gründung des Federal Reserve System im Jahr 1913 gegenüber den vorangegangenen Jahrzehnten tendenziell erhöht haben, straft die Erzählung vom segensreichen Wirken der Notenbanken in Bezug auf die Geldwertstabilität Lügen (vgl. Abb. 1). Zwar



Wir haben diese wichtige Grafik bereits in der letzten Ausgabe gezeigt. Seit die Fed für die Preisstabilität zuständig ist (1913), steigt das Preisniveau. Seit die Bindung zum Gold gelöst wurde (1971), gibt es kein Halten mehr.

Quellen: Bureau of Labor Statistics, Historical Statistics of the United States, und Reinhart/Rogoff (2009)

haben zwei Weltkriege und die Große Depression tiefe Spuren hinterlassen, aber man könnte die Angelegenheit auch anders betrachten: Welchen Anteil hatten Notenbanken daran, dass derart langanhaltende und kostspielige Kriegshandlungen überhaupt finanziert werden konnten? Das klingt vielleicht ein bisschen weit hergeholt, aber ersetzen wir die Vokabel Krieg durch Pandemiebekämpfung oder Klimawandel, wird deutlich, was gemeint ist: Dem politischen Wunsch nach großen, „gemeinsamen Kraftanstrengungen“ werden sich Notenbanken jetzt und in Zukunft ebenso wenig verweigern wie in der Vergangenheit.



Smart Investor 1/2014

Mit der Gründung der Fed nahm das Geldsystem eine unheilvolle Entwicklung

### „Not kennt kein Gebot“

Damit bleibt die politische Unabhängigkeit der Notenbanken ein frommer Wunsch. Das gilt ganz besonders in Zeiten, die unter der Überschrift „Not kennt kein Gebot“ stehen. Dass wir aktuell in einer solchen Zeit leben, lässt sich nicht bestreiten. Die Willfährigkeit der Notenbanken gegenüber der Politik hat vor Jahren bereits ein solches Ausmaß angenommen, dass deren Instrumentenkasten der konventionellen Geldpolitik längst ausgeschöpft ist. Entsprechend beobachten wir eine rasche Abfolge geldpolitischer „Innovationen“, die anfangs noch zutreffend als Sündenfälle bezeichnet wurden. Ein Turbo und eine Blaupause war in dieser Hinsicht die Finanzkrise des Jahres 2008, die uns unter dem Titel Quantitative Easing eine neue Qualität aggressiver ►

Anzeige

## EINFACH. GOLD. RICHTIG.

### GOLDSPARWOCHEN BEI PHILORO!

Schließen Sie jetzt den **philoro EDELMETALLSPARPLAN** ab. Mit dem Gutscheincode\*: GoldInvestor schenken wir Ihnen Gold oder Silber im Wert von 50 €!

VERGLEICH: Entwicklung Edelmetallspargplan<sup>1</sup> vs. Sparbuch<sup>2</sup>, 2010 – 2020

SPARBUCH 100 %  
EDELMETALLSPARPLAN 127 %



philoro  
VIEL GOLD. VIEL ZUKUNFT.

edelmetallsparer.de

\* Gutscheincode gültig bis 31.12.2021

Quelle: Reuters Eikon, OeNB, Incrementum AG | <sup>1</sup> Gold-Sparplan inkl. Spesen | <sup>2</sup> Sparbuchzinsen gemäß Einlagenzinssatz auf Spareinlagen mit Laufzeit bis zu 1 Jahr und jährlicher Verzinsung inkl. KEST



Geldschöpfung bescherte. Auch Null- und Negativzins gehören in diesen Bereich fragwürdiger Innovationen, die den Geldwert immer weiter ausgehöhlt haben. Fragwürdig waren diese Maßnahmen auch deshalb, weil sie an den zugrunde liegenden Problemen, vor allem der ausufernden Schuldenwirtschaft der Staaten, nichts verändert haben. Im Gegenteil: Diesen Schuldnern wurden so nur neue Spielräume eröffnet, die diese unmittelbar für die Aufnahme weiterer Schulden nutzten.

### Entfesselte Geldsphäre

Einer der großen geldpolitischen Sündenfälle, der seinerzeit allerdings nicht von der US-Notenbank, sondern von der Nixon-Regierung begangen wurde, war die „vorübergehende Schließung des Goldfensters“ im August 1971 (vgl. Smart Investor 8/2021). Seitdem befinden wir uns weltweit in einem Umfeld völlig losgelöster Fiatgeldsysteme, und es zeigte sich unmittelbar, dass die Politik schon damals nicht mit der neu gewonnenen Freiheit umgehen konnte. Nicht nur erwiesen sich die 1970er-Jahre als eines der stärksten Inflationsjahrzehnte überhaupt – seitdem folgt zudem die Geldmengenexpansion in den USA einem deutlich steileren Wachstumspfad (vgl. Abb. 1).

### Auf Innovation folgt Inflation

Zwar liegen die einzelnen Stichtage weit auseinander, in der Zusammenschau zeigen sie aber eine klare Entwicklungslinie, die von der Gründung der Fed über das US-Goldverbot, die Schließung des Goldfensters und diverse Finanzkrisen bis in die Jetztzeit weisen. Auch sollte sich niemand der Illusion hingeben, dass die Geschichte fragwürdiger Innovationen – oder besser: der politischen Nutzbarmachung des Geldwesens – bereits ihren Endpunkt erreicht habe. Die nächsten Schritte drohen schon: Digitales Zentralbankgeld, massive Negativzinsen, Bargeldabschaffung, bedingungsloses Grundeinkommen (BGE) oder die sogenannte Modern Monetary Theory (MMT), an der übrigens nichts modern ist, sind nur einige der Themen, die vorangetrieben werden und den Geldwert weiter aushöhlen werden. Das künftige Geldwesen, das sich hier schemenhaft abzeichnet, wird von seiner Wertaufbewahrungsfunktion weitestgehend entkleidet, ein Instrument der Politik bzw. politischer Willkür sein.

### Weder Freund noch Helfer

Es ist fast schon ein Treppenwitz, dass jene Notenbank genannte „Abteilung“ des Staats, die höchstselbst Billion um Billion aus dünner Luft schöpft, die Hüterin der Geldwertstabilität sein soll. Dieses Bock-als-Gärtner-Szenario ist schlicht absurd. Tatsächlich könnten die Interessen von Sparern und Staat nicht unterschiedlicher sein: Für Sparer wirkt die Inflation wie eine Sondersteuer auf Nominalanlagen; für den Großschuldner Staat ist dagegen jede Entwertung seiner Schulden hochwillkommen, ganz besonders in einer künstlichen Nullzinsumgebung, in der dies nicht einmal durch Zinszahlungen kompensiert wird. Aber nicht nur in der Rolle des Schuldners ist der Staat Hauptprofiteur – er ist es auch als Fiskus. Nicht nur, dass mit zunehmender Geldentwertung immer mehr Menschen in der Steuerprogression nach oben rutschen, auch der über die Geldentwertung angetriebene Anstieg der Assetpreise nützt dem Fiskus, weil die Anleger zunehmend



In der alternativen Berechnung von ShadowStats.com (blau) liegt die US-Verbraucherpreis-inflation beim mehr als Zweifachen der offiziellen Berechnungsweise (rot)  
Quelle: Twitter.com/Shadowstats.com

bloße Scheingewinne zu versteuern haben. Entsprechend wird der reale Kaufkraftverlust in Inflationszeiten fast ein Ding der Unmöglichkeit, weil neben der Geldentwertung auch noch die Steuer kräftig zubeißt.

### Hauptprofiteur und Hauptverlierer

Weil der Staat Hauptprofiteur der Inflation ist, gleichzeitig aber vermeiden will, dass eine echte Inflationsmentalität entsteht, lässt er kaum etwas unversucht, die Geldentwertung kleinzurechnen, ja er verkauft sie sogar als wünschenswertes Ziel. Das fängt schon bei der Messung der Inflationsraten an, die üblicherweise als jährliche Wachstumsraten angegeben werden, was den gewünschten Effekt hat, dass selbst höhere Preissteigerungen nach einem Jahr wieder aus der Statistik „verschwinden“ sind – der eingetretene Kaufkraftverlust aber bleibt. Auch haben die Statistikbehörden der Länder zahlreiche Methoden, den Preisauftrieb durch Anpassung der Warenkörbe gedämpft auszuweisen. Was zu teuer wird, fliegt raus; was günstig bleibt, kommt rein. Das entspricht zwar tatsächlich dem Verhalten eines Haushalts mit Budgetrestriktion, aber es misst eben auch nur jenen Teil des echten Preisauftriebs. Ein besonderes Thema war in der Vergangenheit die sogenannte Hedonik, die insbesondere in den USA exzessiv angewendet wurde, um den technischen Fortschritt preisdämpfend zu berücksichtigen. Der Amerikaner John Williams macht sich auf seiner Seite ShadowStats.com seit der umfassenden Reform der Preisindizes im Jahr 1980 die Mühe, die US-Inflation weiter nach der ursprünglichen Definition zu berechnen (vgl. Abb. 2), wobei die echte Preissteigerung zwischen den beiden Kurven liegen dürfte.

### Erfolge, wo keine sind

Eine niedrige Preissteigerungsrate hat weitere Vorteile für die Regierung, denn die nominale Steigerung des Bruttoinlandsprodukts zerfällt in die Preiskomponente und das reale Wirtschaftswachstum. Je stabiler die Preise, desto höher sind ceteris paribus die ausweisbaren realen Wachstumsraten, und diese sind wiederum der vielleicht wichtigste Einzelfaktor für die Wiederwahl einer Regierung („It’s the economy, stupid!“). In den USA schwingen

zudem noch die Themen US-Dollar-Hegemonie und die Finanzierung der enormen Defizite mit, obwohl man fairerweise einräumen muss, dass auch das US-Haushaltsdefizit inzwischen in weiten Teilen von der Fed getragen werden dürfte. Abseits der Preisstatistiken bleibt die Entwicklung des Goldpreises ein wichtiger Indikator für die finanzielle Gesundheit des US-Dollar, sodass es im Rahmen eines statistischen „Gesamtpakets“ auch keineswegs unplausibel wäre, falls auf den Goldpreis ebenfalls dämpfend eingewirkt würde.

### Mikro- vs. Makroperspektive

Aus der Individualperspektive des Anlegers lässt sich – unter den genannten Einschränkungen der Scheingewinnbesteuerung – zumindest etwas gegensteuern, indem man Nominalanlagen, insbesondere das Geld auf Bankkonten, auf das notwendige Minimum reduziert. Genau das ist der Gedanke hinter der hier schon oft empfohlenen Strategie, Sachwerte zu bevorzugen. Und genau dies wird seit Jahren so intensiv praktiziert, dass es kaum eine Assetklasse gibt, in der die Geldschwemme nicht zu einer Blasenbildung geführt hätte – Aktien, Immobilien, Kunst, Oldtimer, Wein etc. Volkswirtschaftlich lässt sich der Geldüberhang so allerdings nicht aus der Welt bekommen. Denn wenn Sie Ihr Geld anlegen, verschwindet es dadurch nicht – es hat, wie es so schön heißt, dann nur ein anderer, nämlich der Verkäufer eines Guts,

und dieser steht wiederum vor demselben Problem. Wird dies den Menschen bewusst, werden sie Geld wie die sprichwörtliche heiße Kartoffel behandeln, es also schnellstmöglich weiterzugeben versuchen, um es in Werthaltiges zu tauschen. Eine solche Inflationsmentalität könnte zu einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit und zu weiterem Preisaufrtrieb führen. Schon aus diesem Grund wird kräftig daran gearbeitet, den aktuellen Preisaufrtrieb als lediglich vorübergehend weg zu erklären, etwa aufgrund von Lieferengpässen oder unterbrochenen Logistikketten.

Dass Inflation nicht nur monetäre und wirtschaftliche, sondern auch kulturelle und gesellschaftliche Auswirkungen hat, beschreibt der nachfolgende Artikel ab S. 22.

### Fazit

Das Inflationsthema ist im herrschenden Geldsystem schon deshalb nicht zu lösen, weil die kontinuierliche Geldentwertung ein wesentlicher und gewünschter Teil dieser Geldordnung ist. Allerdings besteht die Gefahr, dass aufgrund der Dynamik der Geldmengenausweitungen und immer neuer „Innovationen“ tatsächlich einmal übersteuert wird. In einer solchen Situation ist weder eine Verfestigung der Inflation noch ein Übergang in eine neue, digitale Geldordnung auszuschließen.

*Ralph Malisch*

Anzeige

Handverlesen investieren.

Scherzer & Co. AG  
www.scherzer-ag.de

© Bild: U. Hardberck - Fotolia.com

Titelstory / Österreichische Schule



Bild: © Prazis Images - stock.adobe.com

Die Banken schöpfen massiv ungedecktes Buchgeld. Das führt nicht bloß zur Umverteilung, kritisieren die Ökonomen der Österreichischen Schule: Inflation schädige auch Kultur und Demografie eines Landes.

### Gigantische Umverteilung

Zur Hochphase der Hyperinflation von 1923 kostete ein Brotlaib 5,6 Mrd. Mark. Die Deutschen gingen mit Waschbottichen voller Millionenscheine los, um Lebensmittel zu kaufen. Laut dem US-Volkswirt Prof. Steve Hanke brauchten die Preise seinerzeit gerade einmal 3,7 Tage, um sich zu verdoppeln. Der Wert der Mark sank so rasch, dass die Menschen in Kaufpanik gerieten und nur noch von Tag zu Tag lebten. Der Gassenhauer jener Zeit war „Wir versaufen unsrer Oma ihr klein Häuschen“. Es war eine Umverteilung von Vermögen, wie sie bis dato in Deutschland noch nie vorgekommen war. Schuldner durften sich freuen – viele andere verloren ihr gesamtes Hab und Gut.

### Finanzielle Repression

Im Deutschland des Jahres 2021 scheinen zwar Teuerungsraten von 50% pro Monat undenkbar. Gleichwohl warnen Austrians heute wie damals vor den fatalen Auswirkungen der Inflation – also der Geldschöpfung der Geschäfts- und Zentralbanken, die nicht durch reale Ersparnisse

wie Edelmetalle gedeckt ist. Diese führe zu finanzieller Repression, erklärt etwa der Ökonom Prof. Dr. Gunther Schnabl. Preise von Vermögensgütern wie Aktien und Immobilien würden überproportional steigen, wovon vor allem Reiche profitierten, die diese Güter vorwiegend besitzen. Der Mittelstand werde durch die ultralaxe Geldpolitik ausgehöhlt, weil die Nullzinspolitik Bankguthaben entwerte. Die DZ Bank schätzt etwa die Zinsverluste, die deutsche Sparer zwischen 2010 und 2020 wegen der Niedrigzinsen verloren haben, auf 732 Mrd. EUR – das ist der Gegenwert von mehr als einem Fünftel aller produzierten Waren und Dienstleistungen des vergangenen Jahres.

### Lohnrepression

Die Geldflut reduziert auch die realen Löhne. Geringe Zinsen senkten den Druck auf Unternehmen, Innovationen voranzutreiben und die Produktion effizienter zu gestalten, erklärt Prof. Dr. Schnabl. Firmen generierten Scheingewinne durch künstlich gesenkte Finanzierungskosten. Laut Prof. Dr. Schnabl ist die Arbeitsproduktivität –

definiert als reales Bruttoinlandsprodukt pro gearbeiteter Stunde – in Deutschland seit der Wiedervereinigung drastisch gesunken. Die jährlichen Produktivitätsgewinne gingen von 3% auf etwa 1% zurück. „Da die Produktivitätsgewinne deutlich gefallen sind, ist der Spielraum für Lohnerhöhungen und den weiteren Ausbau der sozialen Sicherung gering“, erklärt der Professor.

### Ungleichheit nimmt zu

Laut dem Ökonomen Jonathan Newman gehen in den USA die Einkommen auseinander, seit Präsident Nixon die Goldbindung des US-Dollar aufkündigte. Von da an sei der Gini-Koeffizient – ein statistisches Maß, das mit Werten von null bis eins zunehmende Ungleichheit abbildet – stetig gestiegen. Nach dem Zweiten Weltkrieg sank der Gini-Koeffizient bis kurz vor Nixons Maßnahme im Jahr 1971 leicht auf 0,35. Seither kletterte er wieder deutlich, nämlich auf zuletzt 0,45 im Jahr 2019. Für Newman ist klar: Im modernen Bankensystem mit Teilreserve sei Preisinflation unvermeidlich, weil Geld als ein

Kredit in die Welt komme, den Zentralbanken an Geschäftsbanken gegen Staatsanleihen oder andere Wertpapiere ausgeben würden. Die Geschäftsbanken wiederum vervielfachten die Zentralbankgeldmenge durch ihre Kreditvergabe. Dagegen wären anhaltende Preissteigerungen in einer natürlichen Warengeldordnung, in der keine Zentralbank existiert und Banken unter Vollreserve operierten, unwahrscheinlich. „Die Geldmenge könnte nur wachsen, wenn die Geldkosten der Geldproduktion geringer wären als die neue Geldmenge, die produziert werden kann“, erklärt Newman.

### Banken, Alte und Konzerne profitieren

Auch Prof. Dr. Schnabl warnt vor Umverteilung. Ihm zufolge würden junge Leute benachteiligt, weil die inflationsbedingten Produktivitätsverluste die Einkommen und Rentenansprüche drückten. Etwa seien die Reallöhne von Akademikern unter 30 Jahren seit den 1990er gefallen, berichtet der Leiter des Leipziger Instituts für Wirtschaftspolitik. Großunternehmen profitierten, weil sie sich leichter an Kapitalmärkten finanzieren könnten. Im Gegensatz zu Mittelständlern böten sie mehr Sicherheiten und könnten eigene Anleihen ausgeben, um an den Niedrigzinsen zu partizipieren. Auch Banken nütze die Geldflut, weil diese die neugeschöpften Kredite der Zentralbank als Erste erhielten und damit einkaufen könnten, solange die Preise noch unverändert seien. Das blähe den Finanzsektor im Vergleich zur Realwirtschaft künstlich auf.

### Urbanisierung

Ländliche Regionen würden veröden, weil dort weniger Großunternehmen ansässig seien, führt Prof. Dr. Schnabl aus. So gebe es im wirtschaftlich noch immer hinterherhinkenden Osten Deutschlands nur ein DAX-Unternehmen. Junge Menschen wanderten in die Wirtschaftszentren ab, wo sie auf hohe Immobilienpreise und Mieten stoßen würden. Wer am meisten unter der immateriellen Geldvermehrung leidet, das fasst Prof. Dr. Schnabl wie folgt zusammen: „Schlecht sieht es für einen jungen Menschen ohne Vermögen aus, der in Sachsen-Anhalt, Nordhessen oder Österreichs südlichem Burgenland eine Beschäftigung bei einem kleinen oder mittleren Industrieunternehmen sucht.“

### Demografie

Wohin eine heiß laufende Notenpresse führt, zeigt der Abstieg Japans. Einst als künftige Weltwirtschaftsmacht gefeiert, öffnete die Zentralbank des Landes lange vor Fed und Co. die Geldschleusen. Bereits seit Mitte der 1980er-Jahre hat sich dort die Zahl der prekären Beschäftigungsverhältnisse von 15% auf 40% erhöht. Seit Ende der 1990er fallen die Reallöhne. „Viele junge Männer mit schlecht bezahlten Jobs ziehen sich aus dem Heiratsmarkt zurück, weil sie die materiellen Erwartungen ihrer potenziellen Partnerinnen fürchten“, berichtet Prof. Dr. Schnabl in einem Fachaufsatz. Der Traum vom eigenen Haus mit Garten sei für viele junge Japaner unerreichbar. Die Geburtenraten sinken und die Gesellschaft altert. Das bringt die Gesundheits- und Rentensysteme unter Druck. Die öffentlichen Schulden wachsen und der Staat greift erneut auf die Notenpresse zurück, um sie zu finanzieren – ein Teufelskreis.

### Kultur und Spiritualität

Indes warnen die Österreicher nicht lediglich vor materieller Verarmung. Prof. Dr. Jörg Guido Hülsmann schreibt in seinem Werk „Krise der Inflationkultur“, dass staatliches Zwangsgeld auch den „sittlichen Zement“ untergrabe, der eine Gesellschaft zusammenhalte. Menschen würden abhängiger und alle Lebensbereiche durchdringe eine zunehmende Tendenz zur Gegenwartsorientierung. „Denken und Handeln richten sich an kurzfristigen Problemen und Zielen aus, unter Vernachlässigung der längerfristigen Folgen“, schreibt der Professor der französischen Universität Angers. Zeit sei in einer inflationsären Wirtschaftsordnung Geld. Wer fortwährend im Hamsterrad gefangen sei, dem fehle die Zeit für immaterielle Tätigkeiten, die den persönlichen Reifeprozess ausmachten – etwa zum Nachdenken, für die Familie oder für Gott.

### Unersättlichkeit und Hässlichkeit

Außerdem führe das Zwangsgeldsystem zu Materialismus und Unersättlichkeit, schreibt Prof. Dr. Hülsmann. Selbst ein sehr Reicher könne noch reicher werden, wenn er in Vermögensgüter investiere. In einer natürlichen Geldordnung würde dagegen die kommerzielle Entlohnung der Ersparnisse sinken: Denn je mehr Kredite in kommerzielle Verwendungen fließen

würden, desto kräftiger würden die Zinsen fallen. Immer mehr Ersparnisse würden in der Folge in wohlthätige Zwecke umgeleitet – etwa in Mäzenatentum, städtische Verschönerungsmaßnahmen oder in die Ausbildung der Nachkommen. „Diese Tendenzen waren in der westlichen Welt im 19. Jahrhundert und bis etwa zum Ersten Weltkrieg vorherrschend“, erklärt Prof. Dr. Hülsmann. Die inflationäre Geldordnung habe dem ein Ende gesetzt, weil sie zur Investition in inflationsgesicherte Vermögensgüter und zur Verschuldung verleite. Auch Fragen der Ästhetik würden zweitrangig, weil der Anreiz größer werde, Ersparnisse kommerziell zu verwenden. Ein Bauherr lasse nicht mehr nach seinem Geschmack bauen, sondern eine Immobilie dürfe mögliche Käufer nicht abschrecken und müsse bestenfalls dem Massengeschmack zusagen.

### Kollektive Korruption

Laut Prof. Dr. Hülsmann unterliegen die Bürger einem schweren Trugschluss. Der staatliche Interventionismus rege zu Verhalten an, das für den Einzelnen vorteilhaft sei, aber für die Gemeinschaft nachteilig. Etwa finanziere der Staat durch das immaterielle Geld eine Rentenversicherung, die den Anreiz zur Ehe und Familiengründung untergrabe. Dabei sei allen Beteiligten im Grunde bewusst, „dass alle gerade dabei sind, ihre Zukunft zu opfern. Aber sie verdrängen diese Einsicht und glauben an ein Wunder“, schreibt er. Viele hätten ein Eigeninteresse an der Aufrechterhaltung des Systems, z.B. Schuldner. Prof. Dr. Thorsen Polleit nennt dies „kollektive Korruption“. Diese könne eine ganze Gesellschaft in eine kollektivistisch-sozialistische Richtung abdriften lassen und in einer Hyperinflation münden: Denn vor die Wahl gestellt zwischen Depression und Notenpresse, fände sich möglicherweise eine Mehrheit, „die gegen Pleitewellen und für das Geld drucken plädieren wird“.

### Fazit

Der Verfall des Geldwerts macht nicht bloß die Reichen reicher und die Armen ärmer: Austrians warnen vor einer Tendenz zur Gegenwartsorientierung in allen Lebensbereichen. Etwa sinken Geburtenraten, Regionen veröden und Kunst und Kultur zerfallen. ■

*Elias Huber*

## Lebensart &amp; Kapital – International

# Portugal

## Land der Seefahrer

Portugal wirbt vor allem mit seinem milden Klima und der langen Küste für sich. Doch das Land hat für Auswanderer in den letzten Jahren auch mit anderen Vorzügen an Attraktivität gewonnen: Portugal liegt auf der iberischen Halbinsel und hat nur mit Spanien eine Landgrenze im Osten und Norden; der Atlantik bildet die natürliche Grenze. Dieser ist zugleich Schicksal des Landes, wie man an der portugiesischen Geschichte und der großen Seefahrtstradition erkennen kann.

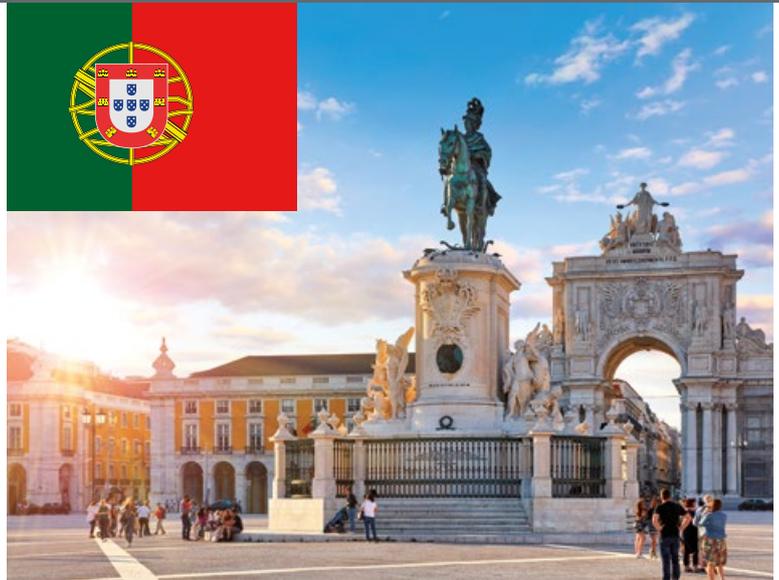
Während das Klima im Norden des Landes relativ feucht und mild ist, verfügen die Landschaften im Süden, der Alentejo und die Algarve über ein trockenes und heißes Klima. Zu Portugal gehören auch die Inselgruppen der Azoren und Madeira (siehe Smart Investor 10/2021 auf S. 26).

Etwa 70% der hiesigen Bevölkerung konzentrieren sich in der Küstenlandschaft, die von der spanischen Grenze im Norden bis in den Großraum Lissabon reicht. Die beiden größten Städte des Landes sind Lissabon und Porto, die ebenfalls an der Küste liegen. Das im Norden befindliche Porto ist mit seinen 240.000 Einwohnern die wichtigste Industrie- und Handelsstadt und berühmt für den aus der Region stammenden Portwein. Die Hauptstadt Lissabon hat 600.000 Einwohner und ist mit ihrer Lage am Atlantik und der Mündung des Flusses Tejo sowie der historischen Altstadt ein wahrer Touristenmagnet.

### Einwanderung

Während die Bevölkerung in früheren Jahrzehnten trotz mehrerer Auswanderungswellen wuchs, ging sie seit 2008 leicht zurück. Das liegt vor allem an der Geburtenrate, die zu den niedrigsten in Europa gehört. Das Land ist mit 112 Einwohnern pro Quadratkilometer nur halb so dicht besiedelt wie Deutschland – es gibt also noch genügend Platz für Einwanderer.

Bild: © noche – stock.adobe.com



Die Reiterstatue von José I. auf der berühmten Praça do Comércio in Lissabon

Bild: © Yasunya – stock.adobe.com

Die meisten der in Portugal lebenden Ausländer kommen aus portugiesischsprachigen Ländern wie Brasilien, Kap Verde, Angola und sind Katholiken. Dadurch besteht eine starke kulturelle Nähe zu den Portugiesen und weniger Probleme mit der Integration als in Deutschland und einigen anderen EU-Ländern. Daneben gibt es auch zahlreiche Einwanderer aus der EU, wovon viele Portugiesen sind, die in ihre Heimat zurückkehren, oder Rentner, die ihren Lebensabend in Portugal verbringen wollen.

### Geschichte

Das Königreich Portugal entstand im 12. Jahrhundert, als es den Portugiesen gelang, den Norden des Landes von den muslimischen Mauren zu befreien, die seit 713 über den größten Teil des Landes geherrscht hatten. Bereits 1250 mussten die Mauren auch aus dem Süden abziehen. Aufgrund seiner Lage entwickelte sich das befreite Land zu einer bedeutenden Seemacht. Schon im 15. Jahrhundert errichteten die Portugiesen Stützpunkte in Brasilien, Afrika, Indien

und Macau, mit denen sie die Grundlage für ein großes Kolonialreich legten.

Als 1580 das portugiesische Königshaus ausstarb, gelangte das Land unter Kontrolle der Spanier. Man verlor Teile seines Kolonialreichs vor allem an Holland und England. 1640 kam es zu einem Aufstand gegen die Spanier und der Herzog von Braganza rief sich zum portugiesischen König aus. Die Dynastie der Braganza konnte jedoch den weiteren Niedergang Portugals nicht aufhalten.

1807 besetzten französisch-napoleonische Truppen Portugal. Nach dem Abzug der Franzosen kam es zu einem Konflikt zwischen absolutistischen und liberalen Kräften, in dessen Folge das Land seine erste Verfassung erhielt und zu einer konstitutionellen Monarchie wurde. 1822 erlangte Brasilien seine Unabhängigkeit, womit Portugal seine wichtigste Kolonie verlor. 1910 kam es zu Aufständen gegen die Monarchie. Der letzte portugiesische König



Mit einfachen Holzbarken, sogenannten Rabelos, wurden früher Portwein-Fässer aus den Weinanbaugebieten am oberen Douro nach Porto transportiert

Bild: © Igor Dmitriev – stock.adobe.com

musste ins Exil gehen und die Republik wurde ausgerufen. Im Ersten Weltkrieg unterstützte die portugiesische Regierung die Entente. Nach dem Kriegsende versank die Republik in zunehmende Anarchie. 1926 übernahm das Militär die Macht.

1932 ernannte die Armee António de Oliveira Salazar zum Ministerpräsidenten. Er formte die Militärdiktatur um zu einem klerikal-faschistischen Staat, dem Estado Novo (Neuen Staat). Vorbild war dabei vor allem das faschistische Italien unter Mussolini. Im spanischen Bürgerkrieg unterstützte Salazar General Franco, wohingegen Portugal im Zweiten Weltkrieg neutral blieb. 1968 trat Salazar aus gesundheitlichen Gründen zurück.

### Gegenwart

Aus Unzufriedenheit über einen verlustreichen Kolonialkrieg in Angola und Mosambik und die wirtschaftliche Lage kam es 1974 zu einem Putsch überwiegend linksgerichteter Militärs, der sogenannten Nelkenrevolution. Die linke Militärregierung führte eine umfangreiche Landreform und Verstaatlichungen durch. Die Kolonien wurden bis auf Macau, das erst 1999 folgte, in die Unabhängigkeit entlassen. 1976 folgten freie Wahlen, bei denen die Sozialisten gewannen. 1986 wurde Portugal in die EU aufgenommen und in den folgenden Jahrzehnten stabilisierte sich die Demokratie, wobei sich häufig sozialistische und gemäßigt konservative Regierungen abwechselten. Seit Oktober 2015 regiert ein linkes Parteienbündnis aus den gemäßigten Sozialisten, dem Linksblock und dem Listenbündnis von Grünen und Kommunisten das Land. Premierminister ist der Sozialist António Costa.

### Wirtschaft

Die Finanzkrise 2008/09 bedeutete für Portugal einen massiven wirtschaftlichen Einbruch. Von 2011 bis 2014 erhielt das Land Finanzhilfen der EU. Auch wenn

#### Portugal in Zahlen

Fläche:	92.212 km <sup>2</sup>
Einwohner:	10.350.000 (2021)
Hauptstadt:	Lissabon
Arbeitslosigkeit:	7,7% (2021)
BIP pro Kopf:	22.500 USD (2020)



Seit 1873 fährt die „Carros eléctricos de Lisboa“ in der portugiesischen Hauptstadt

sich die Wirtschaft seit 2014 erholte, liegt das BIP immer noch unter dem EU-Durchschnitt; lediglich die Region Lissabon steht besser da.

Größter privater Arbeitgeber des Landes ist der Mischkonzern Sonae, der vor allem in den Bereichen Einzelhandel und Telekommunikation engagiert ist und auch in Deutschland mehrere Einkaufszentren betreibt. Exportprodukte Portugals sind Textilien und Schuhe, aber auch Fahrzeuge, Maschinen und Chemieprodukte. Seit der Finanzkrise konnte das iberische Land seine Exporte deutlich steigern. Die Regierung hatte zur Überwindung der Finanzkrise verstärkt die Exportwirtschaft unterstützt.

Problematisch ist weiterhin die hohe Staatsverschuldung: 2020 betrug sie über 130% des BIP, wohingegen sie 2000 noch bei 50% lag.

### Leben in Portugal

Obwohl sich in Europa durchaus Länder mit besseren wirtschaftlichen Perspektiven für Auswanderer finden, ist die Zahl der Deutschen in Portugal in den letzten Jahren gewachsen. Was macht das Land für deutsche Auswanderer attraktiv?

Peter S. (*Name von der Redaktion geändert*), der seit mehreren Jahren an der Algarve lebt, nennt politische Gründe: „Ich fand die Einschränkung unserer Grundrechte in Deutschland immer unerträglicher, verbunden mit der Hetze gegen Kritiker des Systems. Portugal hingegen, das ich von früheren Reisen kannte, hat sich immer um die Verhältnismäßigkeit der Mittel –

ein urdemokratisches Prinzip – bemüht, und die Portugiesen sind entspannter und weniger autoritätshörig als die Deutschen. Dazu sind sie äußerst hilfsbereit und liebenswürdig. Wetter und Essen sind ebenfalls hervorragend.“

Die Lebenshaltungskosten sind nur teilweise niedriger als in Deutschland. Peter S.: „Die Kosten etwa in Lissabon oder an der Algarve entsprechen in etwa den Ausgaben in deutschen Großstädten; lediglich die Grundnahrungsmittel (Brot, Gemüse, Obst, Salat und Fisch) sind billiger, ebenso das Essen im Restaurant.“

Laut dem Portal auswandern-info.com sind die Verbraucherpreise (ohne Mieten) in Lissabon etwa 20% niedriger als in Berlin. Das Essen in einem preiswerten Restaurant kostet zwischen 7 und 13 EUR, ein Importbier zwischen 2 und 5 EUR.

Für eine Zwei-Zimmer-Wohnung bezahlt man im Zentrum Lissabons zwischen 800 und 1.200 EUR, außerhalb des Zentrums nur 500 bis 900 EUR. Für Deutsche nicht teuer, für Portugiesen schon: Das Durchschnittsgehalt in dem iberischen Land liegt lediglich bei etwa 1.000 EUR.

Portugal ist kein besonders günstiges Auswanderungsland. Zudem sind die Chancen für Einwanderer auf dem portugiesischen Arbeitsmarkt begrenzt – und selbst das nur mit Portugiesischkenntnissen. So ist es wohl vor allem das besondere Lebensgefühl, das Auswanderer in das Land am Atlantik zieht.

*Mathias von Hofen*

## Phänomene des Marktes

# Die Fortune-Strategie

Eine viele Jahre beachtete Börsenheuristik zeigt immer noch eine überraschende Outperformance

Eine klassische Börsenweisheit besagt, dass ein großartiges Unternehmen nicht unbedingt auch ein großartiges Investment sein muss. Das wird damit begründet, dass diese Firmen den meisten Anlegern schon lange bekannt sind, sodass deren Qualitäten bereits in den Kursen eingepreist sein sollten.

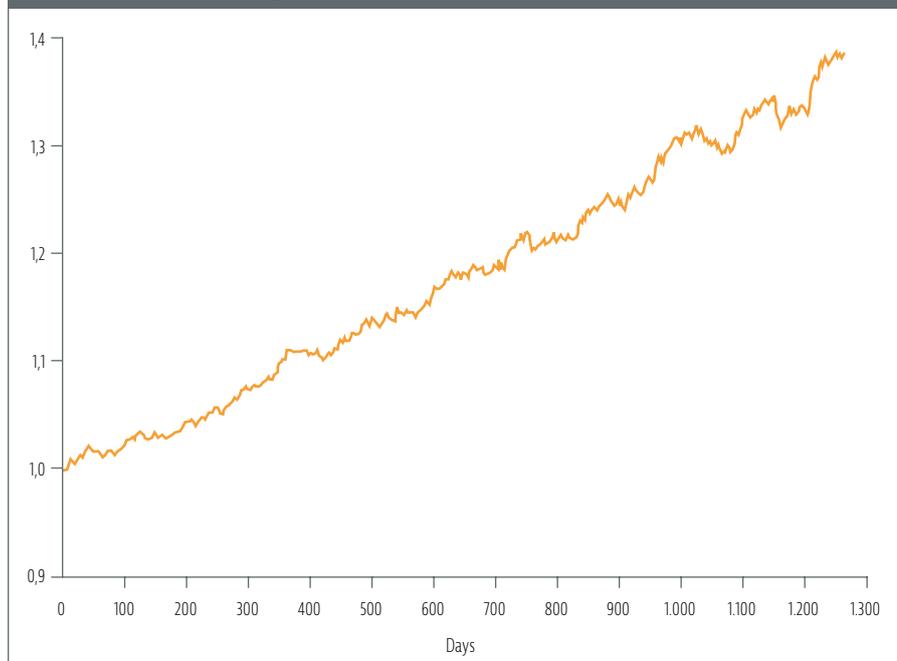
Dass diese Logik in die Irre führen kann, zeigten Jeff Anderson und Gary Smith bereits im Jahr 2006 mit ihrer spannenden Studie „A Great Company Can Be a Great Investment“. Darin betrachteten sie die Aktienrenditen der zehn Unternehmen, die vom bekannten Fortune-Magazin jedes Jahr als die am meisten bewunderten in

den Vereinigten Staaten ermittelt wurden. Das überraschende Ergebnis: Ausgerechnet die Aktien der „America's Most Admired Companies“, die alles andere als unbekannte Geheimtipps darstellen, erzielten eine erhebliche, statistisch signifikante Überrendite.

## Rückrechnungen

Die Liste der zehn am meisten bewunderten Unternehmen wurde von 1983 bis 2004 jeweils im ersten Quartal des Folgejahres veröffentlicht – anfangs im Januar, später im Februar und dann im März –, wobei die genauen Veröffentlichungstage für Rückrechnungen bekannt sind. Die Rangliste basiert auf einer Umfrage unter Tausenden

Abb. 1: Kontinuierliche Outperformance



Die erste Untersuchung der Fortune-Strategie für den Zeitraum von 1983 bis 2004 zeigte eine kontinuierliche Outperformance gegenüber dem S&P 500. Das gilt wie hier zu sehen auch über die Haltdauer von einem Jahr hinaus: Das Ratio beider Zeitreihen verläuft über fünf Jahre nach Bekanntgabe hinweg in einem beständigen Trend zugunsten der Fortune-Strategie (gemittelt über alle Portfolios im Untersuchungszeitraum) – der Effekt wurde also keineswegs mit Erscheinen der Liste eingepreist.

Quelle: Anderson, J./Smith, G. (2006): A Great Company Can Be a Great Investment. In: Financial Analysts Journal, 62(4), S. 92.



Bild: © Archivist - stock.adobe.com

Führungskräften, Direktoren und Wertpapieranalysten, die Unternehmen in verschiedenen Bereichen wie Innovation, Qualität des Managements und Qualität der Produkte bzw. Dienstleistungen bewerten.

Auf Basis dieser spätestens per Erscheinungsdatum des Magazins öffentlich verfügbaren Informationen wurden die Untersuchungen durchgeführt. Dabei wurden die zehn Top-Aktien jedes Jahres per Erscheinungsdatum in gleicher Gewichtung gekauft und bis zum Termin der nächsten Ausgabe gehalten, also rund ein Jahr. Anschließend wurde das Portfolio entsprechend angepasst und wiederum gleichgewichtet in den dann ermittelten Top-Ten-Aktien angelegt. Parallel wurde die Performance des Marktes anhand einer permanenten und vollständigen Investition im S&P 500 betrachtet. Die Strategie wurde auch auf Robustheit



untersucht, indem als Handelstage neben dem Tag der Veröffentlichung des Magazins auch spätere Zeitpunkte (fünf, zehn, 15 und 20 Handelstage danach) betrachtet wurden – mit ähnlichem Ergebnis.

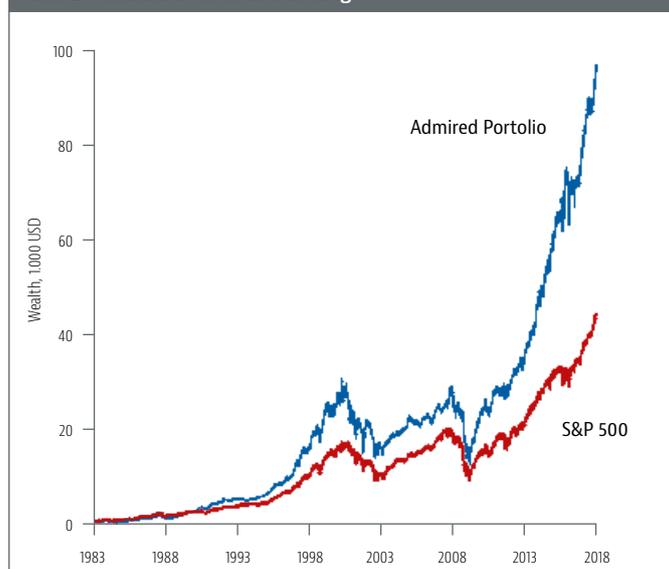
Die überraschende Outperformance der Fortune-Strategie ist noch beeindruckender, wenn man bedenkt, dass die Ergebnisse zehn Jahre später in der von Gary Smith veröffentlichten Folgestudie „Great Company, Great Investment Revisited“ bestätigt wurden. Ein Beispiel für die ausgewählten zehn Aktien im Jahr 2015 (absteigend geordnet): Apple, Google, Berkshire Hathaway, Amazon, Starbucks, Walt Disney, Southwest Airlines, American Express, General Electric und Coca-Cola.

#### Mögliche Effekte

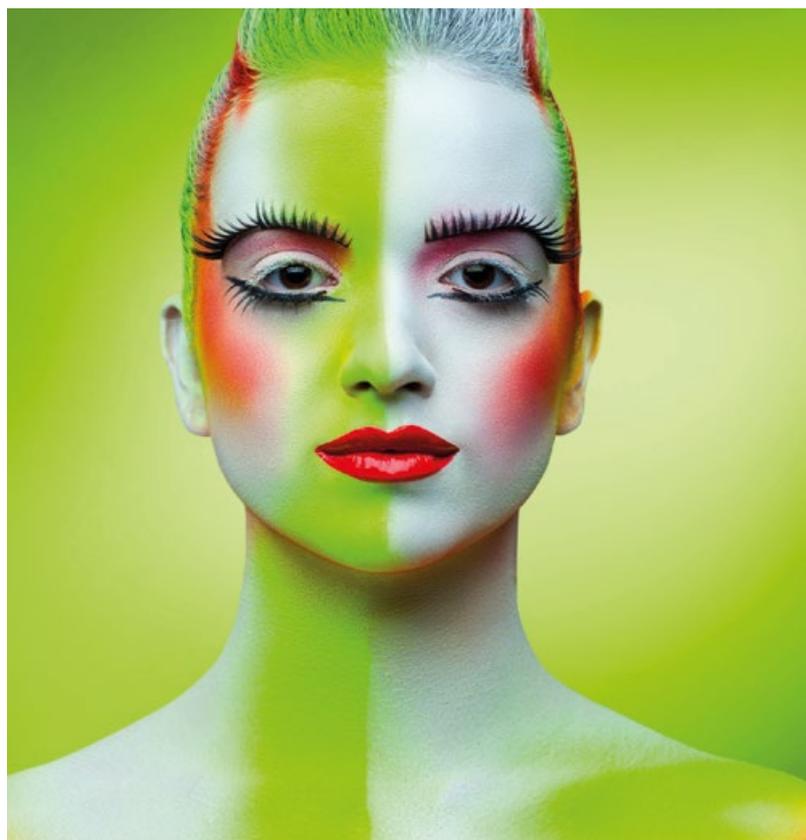
Die beständige Outperformance des Fortune-Portfolios ist verblüffend. Auch Smith, hat keine abschließende Erklärung für diese Anomalie. Wäre der Markt wirklich effizient, sollten alle öffentlich zugänglichen Informationen von den vielen Anlegern, die eine Aktie kaufen und verkaufen, eingepreist werden – und das sollte für „bewunderte“ Unternehmen gleichermaßen bzw. erst recht gelten: Sie sollten zu einem Preis gehandelt werden, der Anlegern unter Berücksichtigung des Risikos eine angemessene (aber eben keine überdurchschnittliche) Renditeerwartung bietet.

Man könnte eigentlich, wie es die eingangs genannte Börsenweisheit ausdrückt, auch den umgekehrten Effekt vermuten: dass sich Anleger auf die am meisten bewunderten Firmen stürzen, ohne die Bewertungen überhaupt zu berücksichtigen, und damit die Kurse auf überhöhte Niveaus befördern. Dann wären die Renditeerwartungen entsprechend unterdurchschnittlich. ►

Abb. 2: Aktualisierte Rückrechnung



Die letzte verfügbare Rückrechnung stammt aus dem Jahr 2019 und zeigt, dass die Strategie nach Veröffentlichung des ersten Papers im Jahr 2006 weiterhin hervorragend funktionierte. Quellen: Gary Smith, Marketwatch



# Exklusiv für Wertpapieranleger bis zu 2 % p.a.

Angebot freibleibend.

Handelsblatt

Deutschlands  
**BESTE**  
**Banken**

2021

MERKUR PRIVATBANK

Kundenbefragung  
Im Vergleich: 23 Privatbanken  
Partner: ServiceValue GmbH  
handelsblatt.com • 18.07.2021

☎ 089 59 99 80

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

Doch genau das passiert nicht – tatsächlich scheinen sich Anleger in ihrer Begeisterung für großartige Unternehmen sogar zurückzuhalten. Woran das liegen könnte, darüber lässt sich nur spekulieren. Vielleicht vernachlässigen sie Top-Unternehmen, weil sie deren Fähigkeit unterschätzen, attraktive Cashflows zu generieren, oder sie glauben zu stark an effiziente Märkte und denken, dass es sich kaum lohnen kann, in die am meisten bewunderten Unternehmen zu investieren. Das Paradoxe könnte dann sein, Anleger gerade weil es so offensichtlich erscheint skeptisch sind und lieber nach Chancen bei weniger offensichtlichen Werten suchen. Gerade der „Glaube“ an effiziente Märkte könnte demnach dazu beitragen, dass Ineffizienzen wie diese bestehen bleiben – oder aber Anleger sind risikofreudiger und die bekannten Top-Unternehmen erscheinen ihnen zu „langweilig“. Stattdessen setzen sie vielleicht lieber systematisch auf wachstumsstarke, junge Aktien, bei denen sie sich mehr Potenzial versprechen. Diese sind gleichzeitig weitaus volatil oder riskanter, aber die kleine

Wahrscheinlichkeit großer Gewinne klingt trotzdem verlockend, ähnlich wie beim Kauf von Lotterielosen.

Jedenfalls kommt Smith zu dem Schluss, dass der beobachtete Renditeunterschied keine Risikoprämie darstellt. Das ergaben seine Analysen, in denen er versuchte, die Renditen mit dem Marktfaktor sowie den Faktoren Size, Value und Momentum zu erklären. Auch die Standardabweichungen der täglichen Renditen des Fortune-Portfolios und des S&P 500 sind sehr ähnlich. Zudem erscheint schon rein intuitiv eine Erklärung anhand besonderer Risiken unwahrscheinlich, da die am meisten bewunderten Unternehmen meist groß und finanziell solide sind und damit kaum als risikoreicher als der Durchschnitt angesehen werden.

Auch andere Erklärungen scheiden aus: So wird die Outperformance nicht durch wenige, extrem hohe Renditen einzelner Aktien verursacht, sondern ist in der Breite zu beobachten. Insgesamt schlugen in der ersten Studie 57% der Fortune-Aktien den S&P 500, in der Folgestudie 61%, und

während des gesamten Zeitraums von 1983 bis 2015 waren es 58%.

Transaktionskosten bieten ebenfalls keine Erklärung. Die jährliche Anpassung der zehn Aktien verursacht zwar mehr Kosten als der einmalige Kauf eines S&P-Indexfonds – aber sie sind zu gering, als dass sie bei einigermaßen großen Portfolios einen Unterschied generieren könnten. So macht der Kauf und Verkauf von jeweils zehn Aktien zu je 10 USD nur 0,2% eines Portfolios von 100.000 USD aus.

**Fazit**

Ein Portfolio der jährlich vom Fortune-Magazin als am meisten bewunderte Unternehmen in den USA ermittelten Werte schneidet erheblich besser ab als der S&P 500 – und zwar unabhängig davon, ob die Aktien am Tag der Veröffentlichung oder erst einige Handelstage später gekauft werden. Dieses Ergebnis steht im Widerspruch zur Hypothese effizienter Märkte, da die Liste der von Fortune ausgewählten Unternehmen eine leicht zugängliche öffentliche Information darstellt.

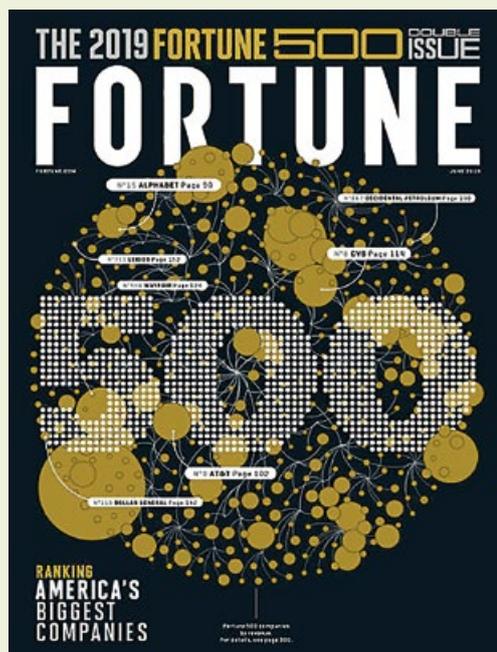
Smith verweist abschließend auf die Aussage des US-Analysten und Assetmanagers Philip Arthur Fisher aus dem Jahr 1958, in der er für eine Anlagestrategie plädierte, die auf dem sogenannten Gerüchtekram basiert: auf Gesprächen mit Managern, Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten und Branchenkennern. Vielleicht ist die von Fortune veröffentlichte Umfrage letztlich als Zusammenfassung solcher „wertvoller Gerüchte“ zu interpretieren, die in den Bilanzen und anderen harten Daten, die Anleger zur Bewertung von Aktien heranziehen, nicht auftauchen. Eventuell wird das von Anlegern auch nach Bekanntgabe der Liste einfach nicht ausreichend gewürdigt bzw. als zu offensichtlich abgetan. Das würde bedeuten, dass man ganz einfach einen Vorteil am Markt erzielen könnte, indem einmal im Jahr die Ergebnisse der Fortune-Umfrage in Betracht gezogen werden. Wenn das eine genügend hohe Anzahl von Marktteilnehmern tun, ist der Effekt in der nächsten Folgestudie vielleicht schwächer ausgeprägt oder sogar ganz verschwunden.

*Dr. Marko Gränitz*

**Fortune-Liste 2021**

Am 1.2. wurde die diesjährige Rangliste auf der Fortune-Website veröffentlicht und am 8.2. im Fortune-Magazin. Zwar nennt sich die Liste dort „World’s Most Admired Companies“, aber sie bezieht sich dennoch nur auf die USA. Bereits zum 14. Jahr in Folge landete Apple auf Platz 1 der am meisten bewunderten Unternehmen; es folgten Amazon und Microsoft. Kein Wunder also (im Nachhinein), dass die Strategie so gut performt hat. Die Plätze 4 bis 8 belegten Walt Disney, Starbucks, Berkshire Hathaway, Alphabet und JPMorgan. Auch Netflix kehrte in die Top Ten zurück und belegte Platz 9 vor Costco.

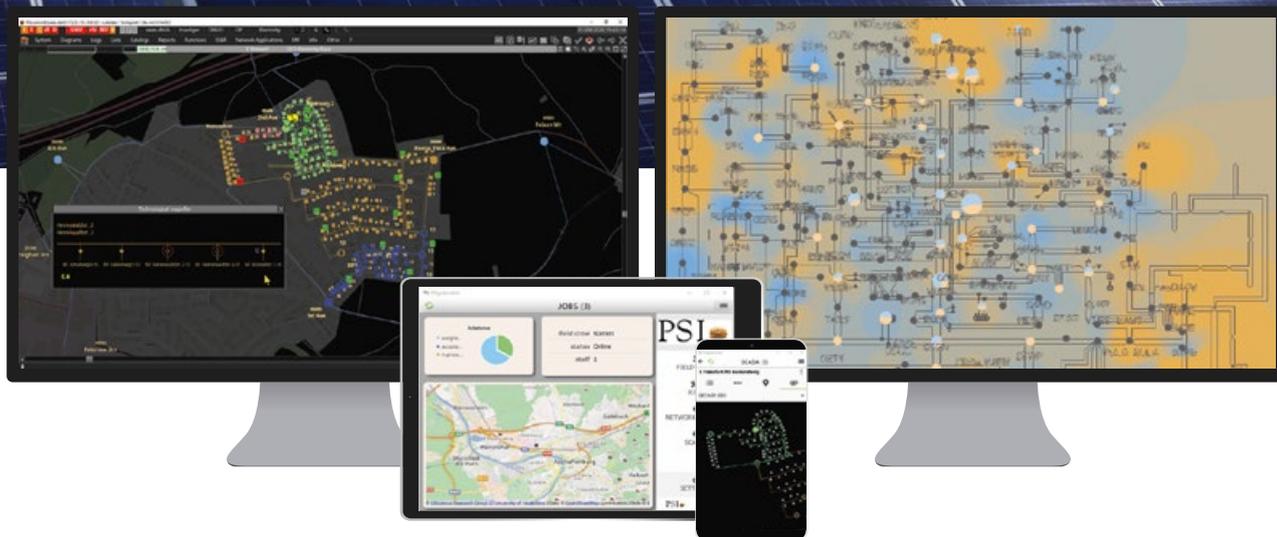
*Quelle: Fortune*



*Einmal im Jahr präsentiert das legendäre Fortune-Magazin die Liste der am meisten bewunderten Unternehmen*

Mit KI zu nachhaltiger Energieversorgung

# PSI-Software unterstützt mit KI-Optimierung den Wandel zur Energieversorgung der Zukunft



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

ISIN: DE000A0Z1JH9 WKN: A0Z1JH Kürzel: PSAN

Software für Versorger und Industrie

PSI 

## Inside

# Nebenwertefonds

## Die zweite Reihe auf der Überholspur?

Mid-, Small- und Micro Caps bieten Portfoliomanagern beste Möglichkeiten, Alpha zu generieren. Das Anlageuniversum ist größer als das der Large Caps. Vom Bankenresearch werden die Titel oft links liegen gelassen. Die andere Seite der Nebenwertemedaille ist eine geringere Liquidität und eine im Einzelfall oft höhere Volatilität. Idealerweise können Fondsmanager die Schwankungsintensität aber auch zu einem günstigen Einstieg nutzen.

### Ein Deutscher in Paris

Armin Zinser lenkt in der französischen Hauptstadt die Aktienausswahl des **Prévoir Perspectives** (WKN: A1XCQU). Der Fondsmanager verfolgt einen pragmatischen und unabhängigen Investmentansatz jenseits von Value- und Growth-Schranken oder Benchmarkzwängen. Er investiert in Nebenwerte aus der Eurozone mit nachhaltigem

Wachstum und herausragendem Management. Fündig wird er beispielsweise bei familiengeführten Mittelständlern. Mit gut 63% liegt ein regionaler Schwerpunkt auf Deutschland, in dem überdurchschnittlich viele Firmen mit diesem Profil beheimatet sind. Zu den Top-Positionen zählen der Healthcare-Software-Entwickler NEXUS AG und das Vision-Technology-Unternehmen Basler AG. Der Fonds erzielte in drei Jahren herausragende 92,7%; die Peergroup\* „Aktien Euroland Nebenwerte“ kam in diesem Zeitraum nur auf 58,4%.

### Nachhaltigkeit im Fokus

Im **avesco Sustainable Hidden Champions Equity** (WKN: A1J9FJ) von der avesco Financial Services AG (siehe auch S. 34)

\* Falls nicht anders angegeben, handelt es sich um die Morningstar-Kategorien.

nimmt Fondsenker Oliver Hagedorn Nebenwerte mit nachhaltigem Geschäftsmodell in den Blick, die in ihren Nischen führend sind. Zur Aufnahme müssen sie ein mehrstufiges Auswahlverfahren durchlaufen. Ausgeschlossen sind Unternehmen, die gegen die Nachhaltigkeitsprinzipien des UN Global Compact verstoßen. Die Auswahl erfolgt mit Blick auf ethische Unternehmensführung sowie ökonomische, ökologische und soziale Kriterien. Zu den am stärksten gewichteten Titeln zählen aktuell die Carl Zeiss Meditec AG und der größte Schweizer Milchproduzent, die Emmi AG. Der Fonds erwirtschaftete in drei Jahren 85,5% und damit mehr als die Vergleichsgruppe „Aktien Europa mittelgroß“, die es auf 58,1% brachte.

### Die Kleinsten im Blick

Augustin Lecoq und Aurélie Caruso suchen im **Mandarine Europe Microcap** (WKN:

Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert mit Unterstützung von



Verband unabhängiger Vermögensverwalter  
Deutschland e.V.

**MANAGED PROFIT +**  
MEHR POSITIVE PERFORMANCE

[www.advisoryinvest.at](http://www.advisoryinvest.at)

**BANTLEON**  
Institutional Investing

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

**commoditycapital**  
invest in real assets

[www.commodity-capital.com](http://www.commodity-capital.com)

**CONCEPT**  
VERMÖGENSMANAGEMENT

[www.c-vm.com](http://www.c-vm.com)

**DNB**

[www.dnb.no/lu](http://www.dnb.no/lu)

**HANSAINVEST**

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

**HEEMANN**  
VERMÖGENSVORWALTUNG

[www.heemann.org](http://www.heemann.org)

**MMT**  
GLOBALVALUE

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

**PLUTOS**  
VERMÖGENSVORWALTUNG AG

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

**PRÉVOIR**  
Asset Management

[www.sgprevoir.com/de](http://www.sgprevoir.com/de)

**PI KAPITALANLAGE**

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

**SCHMITZ & PARTNER AG**  
Privates Depotmanagement

[www.schmitzundpartner.ch](http://www.schmitzundpartner.ch)

**Solit**  
WERTEFONDS

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

A2AQ7L) nach unentdeckten Perlen bei den kleinsten Unternehmen. 11% der Portfoliofirmen liegen bei der Marktkapitalisierung unterhalb von 150 Mio. EUR. Bei der Auswahl greift ein Liquiditätsfilter. Aus einer Buy-List mit einem quantitativen Scoring, das u.a. Wachstum, Bewertung und Momentum berücksichtigt, wird über einen fundamentalanalytischen Ansatz das Portfolio mit 160 bis 200 Titeln zusammengestellt. Dazu gehören aktuell das schwedische IT-Unternehmen Prevas und die Deutsche Beteiligungs AG. Der Fonds kam in drei Jahren auf 88,1% und lag damit deutlich vor den Mitbewerbern aus der Kategorie „Aktien Europa Nebenwerte“ mit 68%.

#### Paarportfolio

Das Ehepaar Barbara und Michael Kollenda lenkt den **SALUTARIS Multiwert Superfund** (WKN: A12FNB). Der Fonds existiert bereits seit 2005, aber erst im September 2020 hat die SALUTARIS Capital Management GmbH die Verwaltung übernommen und die Strategie komplett neu ausgerichtet. Der Fokus liegt auf deutschen mittelständischen Unternehmen mit dauerhaftem Wachstumspotenzial, interessanten Geschäftsmodellen und soliden Bilanzkennzahlen. Im Auswahlprozess kommen Value-Kriterien zum Einsatz. Großer Wert wird auf die Qualität des Managements gelegt, das im persönlichen Kontakt evaluiert wird. Aktuell befinden sich u.a. IBU-tec advanced materials AG, ein Spezialist für thermische Verfahrenstechnik, und der

ökologisch ausgerichtete Finanzdienstleister ÖKOWORLD AG im Portfolio. Der Fonds erzielte in einem Jahr satte 55,8%.

#### Deutschlandfonds

Der **MPPM Deutschland** (WKN: A1W8EF) kann grundsätzlich in deutsche Aktien unterschiedlicher Marktkapitalisierung investieren. Trotz dieser weitergehenden Möglichkeit dominieren die Nebenwerte. Das Kürzel im Namen steht für Manfred Piontko Portfolio Management. Der Fondsenker wählt aus einem Universum von 500 Titeln ein konzentriertes und benchmarkfernes Portfolio zwischen 25 und 35 Werten aus. Gesucht werden hochwertige und unterbewertete Unternehmen. In unsicheren Marktphasen können Derivate zur Absicherung eingesetzt werden. Auch das Halten von Cash ist möglich. Zu den am höchsten gewichteten Titeln zählen aktuell der Massivhausanbieter HELMA Eigenheimbau, die Beteiligungsgesellschaft Mutares und Formycon, ein Entwickler von biopharmazeutischen Arzneimitteln. Der Fonds erzielte in drei Jahren 34,4%, die Vergleichsgruppe „Aktien Deutschland“ kam auf 36,3%.

#### Asiatische Nebenwerte

Die Fondsmanager Aliya Orazalina und Abhishek Thepade investieren im **DNB Fund Asian Mid Cap** (WKN: 986071) über einen fundamentalanalytischen Stock-Picking-Ansatz in asiatische Werte außerhalb Japans. Der Fonds ist mit rund 40 Titeln vergleichsweise konzentriert. Unter den

Regionen sind China (30,4%) und Indien (28,0%) aktuell am stärksten vertreten. Bei den Sektoren dominieren zyklische Konsumgüter mit 40,6% stark. Unter den Top Ten des Portfolios finden sich das chinesische Online-Reisebüro Tongcheng-Elong Holdings und der indische Finanzdienstleister IndusInd Bank. Der Fonds erzielte in drei Jahren 62% und damit etwas mehr als die Fondsgruppe „Aktien Asien Nebenwerte ohne Japan“, die auf 56,9% kam.

#### Globaler Ansatz

Der von Scott Woods gemanagte und mit über 90 Titeln stark diversifizierte **Threadneedle Global Smaller Companies** (WKN: A1JJHG) ist ein erfolgreicher Klassiker unter den Nebenwertefonds. Das macht sich auch im Fondsvolumen bemerkbar, das aktuell bei einer für diese Aktienkategorie stolzen Größe von 2,3 Mrd. EUR liegt. Woods sucht bei den Aktien aus der zweiten Reihe Qualitätsunternehmen mit dauerhaften Wettbewerbsvorteilen gegenüber der Konkurrenz, die vom Markt noch nicht in vollem Umfang eingepreist wurden. Das Qualitätskriterium wird an Rentabilitätskennzahlen, ESG-Aspekten und am Wachstumspotenzial festgemacht. Zu den aktuellen Top-Holdings zählen die US-Finanzdienstleister Live Oak Bancshares und Triumph Bancorp. Der Fonds erzielte in drei Jahren 104,7% und lief damit der Peer-group „Aktien weltweit Nebenwerte“ mit 61,1% deutlich voraus. ■

Christian Bayer

Nebenwertefonds/-ETFs						
	WKN	Performance in %			Max. Drawdown (3 Jahre) in %	Volumen in Mio. EUR
		1 Jahr	3 Jahre	3 Jahre (BM)*		
avesco Sustainable Hidden Champions Equity	A1J9FJ	+40,9	+85,5	+58,1	-31,7	62,1
Comgest Growth Europe Smaller Companies	631027	+22,4	+78,0	+58,1	-32,2	1.255,4
DJE Mittelstand & Innovation	A14SK0	+28,1	+84,6	+68,0	-31,7	254,3
DNB Fund Asian Mid Cap	986071	+30,7	+62,0	+56,9	-39,0	184,1
iShares MSCI World Small Cap ETF**	A2DWBY	+36,4	+57,8	+61,1	-40,9	2.527,3
Kepler Small Cap Aktienfonds	675304	+26,8	+39,9	+61,1	-33,7	123,7
Lupus alpha Smaller German Champions	974564	+37,7	+78,5	+56,0	-36,9	923,3
Mandarine Europe Microcap	A2AQ7L	+43,5	+88,1	+68,0	-40,2	212,7
MPPM Deutschland	A1W8EF	+38,6	+34,4	+36,3	-36,1	46,1
Prévoir Perspectives	A1XCQU	+53,0	+92,7	+58,4	-35,4	108,3
SALUTARIS Multiwert Superfund	A12FNB	+55,8	k.A.	k.A.	k.A.	6,1
SPDR Russell 2000 U.S. Small Cap ETF**	A1XFN1	+41,0	+59,2	+69,4	-41,8	1.941,8
Threadneedle Global Smaller Companies	A1JJHG	+36,6	+104,7	+61,1	-33,1	2.323,0

\* Benchmark; \*\* in Mio. USD

Quellen: Fondsgesellschaften, Morningstar, onvista

## Analyse

# FU Fonds – Multi Asset Fonds

Gastbeitrag von Jürgen Dumschat, AECON Fondsmarketing GmbH

## FONDS-SNAPSHOT

WKN: A0Q5MD

Fondsmanager: Heemann  
Vermögensverwaltung AG

Volumen: 156 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 6.10.2008

Typ: Mischfonds



Jürgen Dumschat (Jahrgang 1955) ist gelernter Bankkaufmann und Marketing-Fachwirt. Seit 1988 ist die Investmentbranche sein Betätigungsfeld, und von Anfang an hat er sich auf vermögensverwaltende Fonds spezialisiert. Mit seinem Pool, der AECON Fondsmarketing GmbH, betreut er Finanzdienstleister auf hohem Niveau. Als Sprecher des Interessenverbands vermögensverwaltender Investment-Fonds (IVIF) und Organisator der alljährlichen Hidden Champions Tour hat er sich als Protagonist des Segments „vermögensverwaltende Fonds“ bundesweit einen Namen gemacht. In seinem Bestreben, Fonds aus Kundensicht zu beurteilen, entwickelte er die „Torment Ratio“, die ermittelt, ob das Schmerzensgeld (Performance) in Relation zu den Leiden des Anlegers („Maximum Drawdown“ und „Maximum Underwaterperiod“) ausreichend dimensioniert ist.

Fast auf den Tag genau vor fünf Jahren wurde der Fonds der Heemann Vermögensverwaltung an dieser Stelle vorgestellt. „Prädikat: Empfehlenswert!“ lautete damals das Fazit. Heute gilt es, zu überprüfen, inwieweit der flexible Mischfonds den Erwartungen der Anleger, die dieser Empfehlung folgten, gerecht werden konnte. Immerhin hat sich das Volumen des Fonds seitdem mehr als versechsfacht – für die Anleger hat sich das Investment auf jeden Fall gelohnt. Schließlich beläuft sich die durchschnittliche Wertentwicklung über die letzten fünf Jahre (Stand: Mitte November) auf nahezu 13% p.a. Damit übertrifft der FU-Fonds die Wertentwicklung der Fünfjahresperiode zuvor deutlich, obwohl sich der Anteilspreis von Mitte 2018 bis Mitte 2020 per Saldo zwei Jahre lang seitwärts entwickelte. Allerdings war der nur 16%ige Einbruch im Zuge des Corona-Crashes bereits Anfang September 2020 kompensiert. Seit dem Tiefpunkt des Crashes hat der Fonds um mehr als 50% zugelegt und damit sogar so manchen Aktienfonds in den Schatten gestellt, obwohl er die Aktienquote auf bis zu 60% absenken kann.

## Investmentprozess

Die Grundlage für diesen Erfolg ist ein konsequenter Managementprozess, bei dem Titelselektion auf Basis hausinterner Analysen und eine Gesamtmarktanalyse mit aktivem Risikomanagement kombi-

niert werden. Diversifikation nach Assetklassen, Geografie, Branchen und Anlagestilen zur Vermeidung von Klumpenrisiken sowie eine disziplinierte Verlustbegrenzung durch temporäre Absicherungen auf Portfolioebene sind die Eckpfeiler des Erfolgs. Damit ist der FU-Fonds eher als flexibler Mischfonds einzustufen, auch wenn Morningstar und andere ihn als aggressiv oder dynamisch einstufen. Das aktuell knapp 160 Mio. EUR hohe Volumen ermöglicht eine Flexibilität, die milliarden-schweren Mischfondsbestsellern vielfach verloren gegangen ist. In der Dimension von Leistung (Performance) zu Risiko (Maximum Drawdown) liegt der Fonds ganz weit vorne, und in puncto Diversifikation im Anlegerportfolio hat er ebenfalls etwas zu bieten: In den letzten fünf Jahren hat er nämlich in jedem dritten Verlustmonat des DAX ein positives Monatsergebnis abliefern können. Das dämpft die Schwankungen, die gerade in offensiveren Anlegerdepots die Nerven der Anleger strapazieren. Länger als zwei Jahre mussten sie nie auf ein neues Allzeithoch warten.

## Fazit

Das Fazit bleibt uneingeschränkt identisch: ein empfehlenswerter Fonds, der sich sowohl für ausgewogene als auch für offensivere Anleger als Basisinvestment empfiehlt. Es wird nicht mehr lange dauern, bis wir den Fonds auf den Bestsellerlisten wiederfinden. ■



Quelle: Morningstar

## Kolumne

# Exponentielles Wachstum

Gastbeitrag von Thomas Bartling

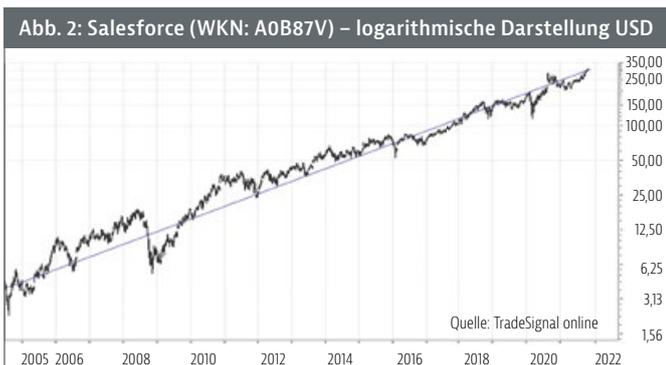
Die deutsche Firma SAP wurde 1972 in Walldorf gegründet und ist heute das größte Softwareunternehmen Europas. Sie errang in den 1980er- und 1990er-Jahren mit ihrer Software zur Abwicklung sämtlicher Geschäftsprozesse eines Unternehmens weltweite Bedeutung und mischte gegen den Rivalen Oracle auch den nordamerikanischen Markt auf. Oracle-Manager Marc Benioff gründete im Jahr 1999 das US-Softwareunternehmen Salesforce.com, dessen Wachstumsstory seinerseits den Startschuss für das Cloud Computing gab. Salesforce wurde, vonseiten zahlreicher Investoren hierzulande fast unbemerkt, im August letzten Jahres in den Dow Jones 30 aufgenommen und verdrängte damit das älteste Indexmitglied, den Ölkonzern Exxon Mobil.

Salesforce hatte seinen Börsengang im Juni 2004 und der Chart (Abb. 1) des Aktienkurses erinnert an eine Exponentialfunktion. Der Kurs hat sich von 4,78 USD am 9.11.2004 auf 305,92 USD am 10.11.2021 gesteigert – er hat sich damit in 17 Jahren mit Faktor 64 entwickelt oder anders ausgedrückt sechsmal verdoppelt:  $305,92 = 4,78 \times 2^6$ .

Die Dimensionen der Wertveränderungen können im oberen, linearen Chart nur verzerrt wahrgenommen werden, da die Verdoppelung beispielsweise von 20 auf 40 die gleiche Dimension einnimmt wie der Schritt von 280 auf 300. Bei der Umstellung

auf einen logarithmischen Chart (siehe Abb. 2) lässt sich erkennen, dass die Salesforce-Aktie über die 17 Jahre der Börsennotierung nahezu mit einer konstanten Wachstumsrate nach oben geht – ein faszinierendes Beispiel für eine starke Growth-Aktie. Jeder Prozess, der eine konstante Wachstumsrate aufweist, führt zu exponentiellem Anstieg.

Wenn der Kurs sich auch zukünftig entlang der linearen Wachstumsgeraden hangelt, wird die Salesforce-Aktie die nächste Kursverdoppelung (ca. 612 USD) in etwa 34 Monaten, also im September 2024 erreichen. Jedem Börsianer und Investor dürfte dabei jedoch bewusst sein, dass die Kursentwicklung unmittelbar mit dem Geschäftserfolg des Unternehmens korreliert. Im Geschäftsjahr 2022 (endet am 31.1.2022) wird Salesforce einen Umsatz von etwa 26.300 Mio. USD erreichen; dieser lag vor 17 Jahren noch bei 310 Mio. USD. Der Umsatz hat sich in dem betrachteten Zeitraum also um den Faktor 84 gesteigert – damit sogar noch etwas stärker als der Aktienkurs. Er folgt dabei ebenfalls einem exponentiellen Wachstum. Interessant ist im Falle Salesforce auch, dass die Ertragssituation zunächst über viele Jahre negativ war. Der Kapitalmarkt entwickelte jedoch früh das Vertrauen in ein langfristig profitables Unternehmen, ähnlich wie bei Amazon. Als ermutigendes Fazit stellt der Autor die These auf: Wer Unternehmen findet, die über viele Jahre ihr Geschäftsvolumen exponentiell entwickeln können, darf sich berechnete Hoffnungen auf gleichermaßen steigende Börsenbewertungen machen. ■



Thomas Bartling, 58, studierte Wirtschaftswissenschaften mit Schwerpunkt Informatik an der Universität Bielefeld, um im Anschluss zunächst im IT- und Finanzmanagement von Bertelsmann zu arbeiten. Seit Auflage 2008 ist er verantwortlicher Fondsmanager des Publikumsfonds CONCEPT Aurelia Global. Bartling ist Geschäftsführer und Gesellschafter von CONCEPT Vermögensmanagement in Bielefeld.

## Event

# Ausgezeichnete Expertise

## Boutiquen Award 2021 für Fonds und Anbieter

Bild: © Mein Geld Medien Gruppe



### Preisinflation?

Vor dem Hintergrund einer Vielzahl von Ratingsternen, Medaillen und Preisen, mit denen sich Fonds positiv von ihren Mitbewerbern abheben können, stellt sich die Frage: „Braucht es noch mehr Auszeichnungen?“ Die Antwort lautet: „Ja, wenn dadurch echter Mehrwert entsteht.“ Die Initiatoren des Boutiquen Award – die Mein Geld Medien GmbH, die Pro BoutiquenFonds GmbH sowie die AECON Fondsmarketing GmbH – haben sich für einen Ansatz entschieden, mit dem kleinere und weniger finanzstarke Fondsboutiquen nicht ins Hintertreffen geraten. So konnten auch Fonds mit geringerem Volumen und Boutiquen mit niedrigerem Marketingbudget angesprochen werden. Konkret: Die Logos der Awards können von den Siegern kostenfrei genutzt werden. Ansonsten müssen Anbieter meist dafür zahlen, erworbene Auszeichnungen auch präsentieren zu dürfen, was tendenziell den Platzhirschen Vorteile verschafft. Für die Boutiquen Awards konnten sich Fondsboutiquen mit Sitz in Deutschland bewerben, deren Assets unter Management unterhalb der vorgegebenen 1-Mrd.-EUR-

Schwelle liegen. Fonds mussten einen dreijährigen Track Record aufweisen und ein Mindestvolumen von 10 Mio. EUR auf die Waage bringen.

### Fonds und Boutiquen im Wettstreit

Für Fonds gab es Auszeichnungen in den fünf Kategorien „Aktien“, „Anleihen“, „Multi Asset“, „Liquid Alternative“ und „Top-Innovator“ (hier mit Ausnahme von der Track-Record- und Mindestvolumenregel). Die Boutiquen konnten Auszeichnungen in den Kategorien „Nachhaltigkeit“, „Bester Newcomer“ sowie „Bester Marketing-Auftritt/Beste Anlegerinformation“ nach Hause tragen. In der Jury gaben neben Vertretern der Initiatoren weitere hochkarätige Fondsexperten, darunter Dr. Hendrik Leber von ACATIS und Detlef Glow von Refinitiv Lipper, ihr Votum ab. Bewerber um die Nachhaltigkeitsauszeichnung durften ausschließlich Produkte nach Artikel acht („hellgrüne“ Fonds, die Nachhaltigkeitsaspekte im Investmentprozess berücksichtigen) und Artikel neun („dunkelgrüne“ Fonds, die explizit nachhaltige Anlageziele verfolgen) der EU-Offenlegungsverordnung anbieten.

Für die Marketingauszeichnung wurden knapp 300 Websites u.a. mit Fokus auf die Verständlichkeit der Informationen für Nicht-Profis unter die Lupe genommen. Die Voraussetzungen für den „Top-Innovator“: Die Fonds durften nicht älter als rund zwei Jahre sein, das Konzept musste die Jury mit innovativen Alleinstellungsmerkmalen überzeugen. Nach den Auswahlverfahren wurden die Auszeichnungen am 7.10. in Frankfurt am Main überreicht.

### And the winner is ...

In der Kategorie „Multi Asset“ sicherte sich der DC Value One (WKN: A0YAX7), der flexibel in die Anlageklassen Aktien, Renten, Rohstoffe und Cash investiert, den Award. Im Segment „Anleihen“ wurde der IIV Mikrofinanzfonds (WKN: A1H44T) ausgezeichnet. Das investierte Geld wird über Mikrofinanzinstitute in Kreditform an Klein- und Kleinstunternehmer ausgereicht. Ebenfalls prämiert wurde The Digital Leaders Fund (Kategorie „Aktien“; WKN: A2H7N2). Der Fonds von der Pyfore Capital GmbH investiert in Digitalisierungsgewinner. Als „Top-Innovator“ punktete der Seahawk Equity Long Short Fund (WKN: A2N9B7). Der Fonds fokussiert sich mit seiner Strategie auf die Sektoren Energie und Transport. Preisträger waren auch die inhabergeführte Frankfurter Boutique TimmInvest GmbH („Best Newcomer“), antea ag („Bester Marketing-Auftritt/Beste Anlegerinformation“) sowie die avesco Financial Services AG („Nachhaltigkeit“). Beim Boutiquen Award ist eine Preisvergabe kein Muss – das zeigte sich in der Kategorie „Liquid Alternative“. Unter der Fondsauswahl konnten die Anbieter bei der Frage der Liquidierbarkeit der Assets in Krisenzeiten nicht restlos überzeugen. Nach geglücktem Start geht der Boutiquen Award 2022 in die nächste Runde. ■

*Christian Bayer*

# mkk

## Münchener Kapitalmarkt Konferenz

32. MKK  
goes  
Hybrid

### 7. & 8. Dezember 2021

#### VOR ORT:

The Charles Hotel München –  
Rocco Forte Hotels

#### ONLINE:

Teilnahme über ZOOM

► Anmeldung für die 32. MKK ab dem 25. Oktober 2021 unter [www.mkk-konferenz.de](http://www.mkk-konferenz.de) möglich.



#### Veranstalter



#### Forenpartner



#### Rechtspartner



#### Konferenzpartner



#### IR Partner



#### WP Partner



Passion for Numbers.

#### Medienpartner GOLD



#### Medienpartner SILBER



Informationen auf [www.mkk-konferenz.de](http://www.mkk-konferenz.de)

## Interview

# „Rohstoffaktien waren bei hoher Teuerung nicht zu schlagen“

Smart Investor im Gespräch mit **Felix Schleicher** und **Markus Walder**, VAA Value Advisors, über Value-Aktien im Inflationsumfeld und unterbewertete Titel in Schwellenländern

**Smart Investor: Der ursprünglich von Benjamin Graham entwickelte Value-Ansatz hat sich kontinuierlich weiterentwickelt. Welche Value-Kriterien sind für den Investmentprozess des MMT Global Value (WKN: HAFX19) ausschlaggebend?**

*Schleicher:* Value-Kriterien sind sehr vielschichtig. Wir unterscheiden zwischen qualitativen und quantitativen Faktoren. Zu den qualitativen zählen beispielsweise das Management, das Geschäftsmodell, die Wettbewerbssituation der Unternehmen sowie die Aktionärsfreundlichkeit. Neben diesen qualitativen Kriterien für die Aktienausswahl kommen unterschiedliche weitere Kennzahlen zum Einsatz. Dabei werden Bewertungskennzahlen wie der Unternehmenswert zum Cashflow, das Kurs-Buchwert-Verhältnis (abhängig von der Branche), das Kurs-Umsatz-Verhältnis sowie die Dividendenrendite betrachtet. Zudem ist der Verschuldungsgrad eine sehr wichtige Messgröße. Im zweiten Schritt achten wir darauf, dass der Kauf mit einem möglichst hohen Abschlag zu der historischen Durchschnittsbewertung und zum inneren Wert erfolgt. Das eröffnet hohes Kurspotenzial, wenn sich die Bewer-

tungen wieder normalisieren für den Fall, dass unsere Analyse richtig war, und schützt im Worst Case vor hohen Verlusten.

**Smart Investor: Die Teuerung ist offensichtlich gekommen, um zu bleiben. Wie schlagen sich Value-Aktien in einem Inflationsszenario?**

*Walder:* Zu diesem Thema gibt es von uns eine Kurzstudie, die auf unserer Website [www.mmtglobalvalue.com](http://www.mmtglobalvalue.com) abrufbar ist. In einer Auswertung seit 1926 von Hulbert schlugen Value- die Growth-Aktien bei Inflationsraten zwischen 2% bis 5% um etwa 7% pro Jahr. Bei einer Inflation über 5% waren Value-Aktien sogar um jährlich gut 12% besser. Zudem fällt auf, dass Value-Werte in Phasen hoher Inflation wie 1975 bis 1990 den Gesamtmarkt deutlich hinter sich ließen. Dabei ist interessant, dass vor allem Rohstoffaktien bei hoher Teuerung nicht zu schlagen waren. Die großen Verlierer in einem Inflationsszenario waren in der Vergangenheit Anleihen und Technologieaktien.

**Smart Investor: Schwellenländer sind mit rund 20% im Portfolio des MMT Global Value gewichtet. In welchen Regionen und bei welchen Unternehmen sehen Sie Unterbewertungen?**

*Schleicher:* Vor allem in Asien finden sich etliche günstige Qualitätsaktien. Wir haben Engagements in Südkorea, Indien und China. Samsung Electronics oder Alibaba sind zwei Beispiele für Unternehmen, die bei vergleichbarer Qualität deutlich tiefer bewertet sind als ihre amerikanischen Pendanten. Seit Kurzem haben wir auch einen ETF auf die Türkei im Portfolio. Die türkische Lira hat gegen den Euro um mehr als 80% abgewertet, was dem dortigen Export enorm hilft; zudem sind türkische Aktien mit einem KGV von etwa sechs sehr günstig bewertet.

**Smart Investor: Welche Rolle spielen Dividendenaktien in Ihrem Investmentansatz? Sind diese Titel in Niedrigzinsphasen bei der Masse der Investoren nicht besonders gefragt und aus Sicht eines Value-Investors eher überteuert?**

*Walder:* Langfristig spielt die Dividende bei dem Gesamtertrag von Aktien eine bedeutend größere Rolle, als die meisten erwarten. In vielen Aktienmärkten sorgen die Ausschüttungen für mehr als die Hälfte der Wertentwicklung. Erstaunlicherweise gibt es heute noch zahlreiche sichere Dividendenaktien mit Renditen von bis



*Das Value-Team arbeitet seit 2001 zusammen und setzt den wertorientierten Anlagestil bereits über 20 Jahre erfolgreich um. Der Anlagestil berücksichtigt viele Erkenntnisse von André Kostolany. Felix Schleicher (rechts) stand über zehn Jahre (1989 bis 1999) in regem Austausch mit ihm und schöpft heute aus dem enormen Erfahrungsschatz des Altmeisters.*

zu 8% – und das in einem Umfeld von Negativzinsen. Bei uns liegen u.a. BAT, Altria, Logista und Telenet im Fondsportfolio.

**Smart Investor: Der Sektor Öl und Gas ist im Fonds mit knapp 13% nennenswert gewichtet. Kann man dort noch werthaltige Unternehmen finden oder ist in Zeiten der grünen Energie nicht zu befürchten, dass sie einfach nur billig sind und es auch bleiben?**

*Schleicher:* Bei dem aktuellen Ölpreis von 80 USD und Gaspreisen auf Rekordniveau verdienen die Produzenten enorm viel Geld, wie die jüngsten Quartalszahlen beweisen. Der Markt ist noch sehr skeptisch für den Sektor – dabei werden Öl und Gas für die Energieversorgung der Welt noch sehr lange unverzichtbar sein. Titel wie Ovintiv haben sich im Kurs vervielfacht und sind noch immer günstig bewertet. Wir bleiben weiter bei unserer relativen Übergewichtung von Rohstoffaktien und sehen zunehmend auch für Serviceunternehmen aus dem genannten Sektor hervorragende Chancen. Die gesamte Branche ist im Aufbruch und entwickelt sich immer mehr in Richtung erneuerbare Energieträger, indem sie dort neue Geschäftsfelder erschließt. So betreiben sehr viele

Unternehmen aus dem Öl- und Gassektor Windparks, Photovoltaikanlagen oder verdienen ihr Geld in der Wartung bzw. im Bau dieser Anlagen.

**Smart Investor: Der Fonds ist u.a. in die Aktie von General Electric (GE) investiert. Das Unternehmen macht es Siemens nach und spaltet sich auf, was bei den Anlegern gut ankam. Wie sehen Sie die Zukunft des Investments?**

*Walder:* Die einzelnen Bereiche von GE sind ohne Zweifel viel mehr wert als der gesamte Konzern. Dieser Konglomeratsabschlag dürfte mit der Zeit verschwinden. Die Bereiche Gesundheit und erneuerbare Energie gehören bekanntlich zu den Favoriten vieler Anleger und sollten nach der Abspaltung wesentlich höhere Bewertungen zugestanden bekommen als der GE-Konzern in seiner heutigen Form. Zudem ist der heutige CEO, Lawrence Culp, der vorher bei Danaher war, einer der besten Manager unserer Zeit.

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

*Interview: Christian Bayer*

## News, Facts & Figures

# Kursgewinne

Im Vergleich zum Vormonat hat das Fondsmusterdepot um 3,2% zugelegt, während der MSCI World EUR mit 5,2% ein dickeres Plus einfahren konnte. Ein Grund: Der US-lastige MSCI World hat durch die Stärke des Dollar gegenüber dem Euro deutliche Währungsgewinne verbucht.

Rückenwind gab es auf Monatssicht für unsere Edelmetall- und Rohstofffonds wie den Stabilitas Silber+Weissmetalle (WKN: A0KFA1; +6,8%). Mit Blick auf eine weiter steigende Inflation fühlen wir uns in diesen Sektoren, die von der Teuerung profitieren, weiterhin wohl. Spitzenreiter auf

Monatssicht war der Comgest Growth Japan (WKN: A2AQBB; +6,9%). Für den im Oktober gewählten Ministerpräsidenten – Fumio Kishida – gibt es in Erwartung einer reformorientierten Politik aktuell an der Börse Vorschusslorbeeren.

*Christian Bayer*

Musterdepot (Start: 1.1.2009 mit 100.000 EUR)										Stichtag:
Performance: seit Auflage: +183,0% (MSCI Welt: +326,6%); 2021: +12,7% (MSCI Welt: +29,4%); seit dem Vormonat: +3,2% (MSCI Welt: +5,2%)										19.11.2021
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kaufdatum	Kauf zu	Kurs 19.11.	Wert 19.11.	Depotanteil	Performance seit Vormonat	Kauf
Comgest Growth Japan	A2AQBB	Aktien Japan	600	18.12.20	14,59	14,94	8.964	3,2%	+6,9%	+2,4%
Stabilitas Silber+Weissmetalle*	A0KFA1	Aktien Metalle	400	17.05.18	26,71	55,68	22.272	7,9%	+6,8%	+108,5%
SUNARES*	A0ND6Y	Aktien Bodenschätze	200	10.03.16	54,09	104,13	20.826	7,4%	+5,5%	+92,5%
FU Fonds – Multi Asset Fonds P*	A0Q5MD	Mischfonds	60	10.03.16	189,36	301,75	18.105	6,4%	+5,1%	+59,4%
Seilern Global Trust*	676583	Mischfonds	60	30.04.20	276,59	411,02	24.661	8,7%	+4,2%	+48,6%
Bakersteel Electrum Fund	A0F6BP	Aktien Rohstoffe	150	29.04.21	71,29	72,57	10.886	3,8%	+3,9%	+1,8%
Aktienfonds für Beteiligungsunternehmen	A2PE00	Aktien Welt	110	19.12.19	103,64	156,74	17.241	6,1%	+3,9%	+51,2%
Commodity Capital Global Mining Fund*	A0YDDD	Aktien Edelmetalle	150	18.07.19	65,91	154,36	23.154	8,2%	+3,9%	+134,2%
DNB Technology	A0MWAN	Aktien Technologie	25	14.04.16	298,57	861,45	21.536	7,6%	+3,5%	+188,5%
Prévoir Perspectives	A1XCQU	Nebenwerte Euroland	50	05.11.20	293,91	442,68	22.134	7,8%	+3,3%	+50,6%
Bellevue BB Adamant Medtech & Services	A0RP23	Aktien Healthcare	25	22.05.20	527,06	706,85	17.671	6,2%	+2,3%	+34,1%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Europ. Nebenwerte	30	26.09.13	94,00	156,02	4.681	1,7%	+1,4%	+66,0%
MEDICAL BioHealth*	941135	Aktien Healthcare	30	08.12.16	204,84	686,16	20.585	7,3%	+0,2%	+235,0%
CONCEPT Aurelia Global	A0Q8A0	Mischfonds	75	05.11.20	196,52	218,55	16.391	5,8%	-0,5%	+11,2%
<b>Fondsbestand</b>			249.107,25	88,0%						
<b>Liquidität</b>			33.865,38	12,0%						
<b>Gesamtwert</b>			282.972,63	100,0%						

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

## Das große Bild

# Droht ein Katastrophenwinter?

In den kommenden Monaten dürfte die Gesellschaft auf eine Zerreißprobe gestellt werden.

## Die Spaltung

Ein Riss geht durch die Gesellschaft. Auf der einen Seite stehen diejenigen, die das kostenlose und teilweise sogar mit Incentives versute Angebot einer Impfung gegen COVID-19 bislang nicht angenommen haben. Auf der anderen Seite ist vor allem die Politik samt einigen willfrigen Medien und rigorosen Impfverfechtern zu sehen, die ein solches Verhalten als unsozial erachten und für härtere Maßnahmen gegenüber der ersteren Gruppe plädieren. Im Großen und Ganzen geht es um rund 20% bis 30% der Bevölkerung (je nachdem, ob man die Kinder herausrechnet oder nicht), die zur medial geächteten Gruppe der Ungeimpften zählen. Sie seien schuld vor allem an drei fatalen Entwicklungen: erstens an den zuletzt stark steigenden Inzidenzzahlen, zweitens am hohen Anteil von ungeimpften COVID-Infizierten in den Intensivstationen und drittens an den immer knapper werdenden freien Intensivbetten.

## Eskalation noch im Winter?

Smart Investor prophezeit eine Eskalation in diesem Streit noch im kommenden Winter, welche ein gesellschaftliches Chaos erzeugen und in Verbindung mit anderen Faktoren das Zeug dazu haben könnte, die Wirtschaft und damit die Börsen auf Talfahrt zu schicken. Aber betrachten wir zunächst die drei oben genannten Punkte:

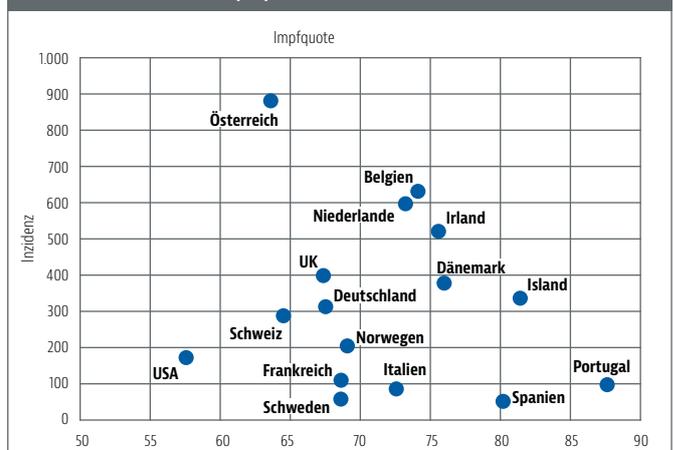
## Inzidenz und Impfquote

In Gibraltar stieg die Inzidenz zuletzt auf weit über 1.200, was um das Vierfache höher liegt als in Deutschland (zuletzt: etwa 300). Allerdings stellt das rund 55.000 Einwohner beherbergende Gibraltar mit einer Impfquote von annähernd 100% quasi den Gegenbeweis für das hierzulande vorgetragene Argument dar, dass eine zu niedrige Impfquote eine hohe Inzidenz verursacht – und auch bei Betrachtung der Werte in anderen europäischen Ländern (Abb. 1) lässt sich kein statistischer Zusammenhang zwischen Inzidenz und Impfquote feststellen. Herauszuheben wäre andererseits sogar Schweden, wo die Impfquote vergleichbar mit der in Deutschland ist, aber die Inzidenz bei nur einem Fünftel liegt. Und dies, obwohl es in Schweden keine Corona-Maßnahmen wie Lockdown, Abstands- oder Maskenpflicht gibt!

## Zu ketzerisch?

Schweden mit seinem Weg des Laissez-faire scheint die Herdenimmunität erreicht zu haben. Aber in einer von Angst und Spaltung geprägten und aufgeheizten Stimmungslage wie hierzulande (ebenfalls im Gegensatz zu Schweden) sind solche Gedanken natürlich ketzerisch.

Abb. 1: Inzidenz und Impfquote



Statistisch lässt sich ein Zusammenhang zwischen Impfquote und Inzidenz kaum nachweisen  
Quelle: corona-in-zahlen.de (Stand: 16.11.2021)

berhaupt muss doch die Frage erlaubt sein, wie die täglich gemeldeten 50.000 Neuinfektionen und mehr bei einer zu zwei Drittel durchgeimpften deutschen Bevölkerung zustande kommen, wenn genau vor einem Jahr ein Bruchteil dieser Fälle bei einer Impfquote von 0% zu beobachten war. Spricht das für oder gegen die Impfung? Könnte es nicht sein, dass die gemeldeten Fälle mit der Häufigkeit der Testungen zusammenhängen, welche in den verschiedenen Ländern völlig unterschiedlich gehandhabt werden?

## Ungeimpfte auf Intensiv

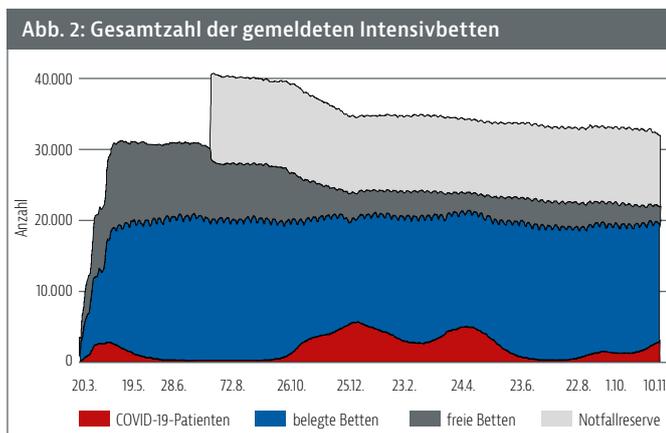
Politiker wie Angela Merkel, Markus Söder u.a. werden nicht müde, auf den hohen Anteil von Ungeimpften an den Corona-Fällen in den Intensivstationen hinzuweisen. Aber woher stammen deren Zahlenangaben? Die einzige Organisation, die eine solche Quote deutschlandweit überhaupt liefern könnte, ist die Deutsche Interdisziplinäre Vereinigung für Intensiv- und Notfallmedizin (DIVI). Die DIVI errechnet wöchentlich die belegten und freien Intensivbetten in Deutschland; dazu später noch mehr. Bei einer Mitte November im Bundestag stattgefundenen Anhörung musste DIVI-Präsident Prof. Dr. Gernot Marx nun eingestehen, dass die Erfassung des Impfstatus der eingelieferten Intensivpatienten bislang durch die DIVI gar nicht erfolgt – dies sei in Zusammenarbeit mit dem RKI aber in Planung (Quelle: <https://fb.watch/9lR-7Huf-6/>). Woher kommen dann also die so dramatischen Zahlen, die von den Politikern herübergereicht werden?

In Großbritannien hat man die Zahlen offenbar besser im Griff. Dort wird schon seit längerem der Impfstatus von COVID-Patienten und auch -Sterbefällen erfasst und statistisch aufbereitet. Demnach ist der Anteil der Geimpften bei COVID-Infektionen sogar noch höher als deren Anteil an der Gesamtbevölkerung (ca. 67% wie in Deutschland). Das Magazin „Multipolar“, welches die Daten der dortigen Gesundheitsbehörde (UK Health Security Agency) ausgewertet hat, spricht gar von einer „immunologischen Schubumkehr“, die insbesondere bei mittleren Jahrgängen zwischen 40 und 60 Jahren sehr deutlich ausgeprägt ist (Quelle: <https://multipolar-magazin.de/artikel/immunologische-schubumkehr>). Bei den Sterbefällen sind die Zahlen noch dramatischer (<https://multipolar-magazin.de/artikel/das-sterben-der-geimpften>). Irgend ein Wort darüber von unseren Politikern oder Hauptstrommedien? Und ist es vorstellbar, dass Impfungen in Großbritannien anders wirken als in Deutschland?

### Knappe Intensivbetten

Schließlich kommen wir noch zum dritten Punkt: den immer knapperen freien Intensivbetten. Mit der reinen Feststellung dieses Umstands haben die Politiker zwar recht, aber offensichtlich nicht mit der Angabe zur Ursache. Die Rohdaten dazu stammen von der oben genannten DIVI und sind in Abb. 2 wiedergegeben. Es ist zu erkennen, dass die Anzahl der belegten Intensivbetten (blauer Bereich) seit Beginn der Datenerfassung (ab Frühjahr 2020) mehr oder weniger stabil seitwärts bei rund 20.000 verläuft – wohlgeachtet auch während der Corona-Hochphasen (roter Bereich). Allerdings ist eben auch zu sehen, dass die Anzahl der freien Betten dunkelgrauer Bereich) ständig sinkt. Das hat aber wie schon erwähnt nichts mit einer Mehrbeanspruchung zu tun.

Vielmehr sind seit April 2020 rund 6.000 Intensivbetten aus der Statistik gefallen. Die dafür genannten Gründe sind die schlechten Arbeitsbedingungen und die unterdurchschnittliche Bezahlung für das dortige Personal sowie die Rationalisierungen im Zuge der Privatisierungen im Gesundheitsbereich. An dieser Stelle seien aber ein paar Fragen erlaubt: Herrscht seit März 2020 nicht eine pandemische Notlage in Deutschland? Wurden seitdem nicht rabiate Maßnahmen, insbesondere ein Lockdown, verhängt und hat die Politik die Wirtschaft nicht fast schon gewaltsam zum Stillstand gebracht? Sind dadurch nicht Hunderte von Milliarden

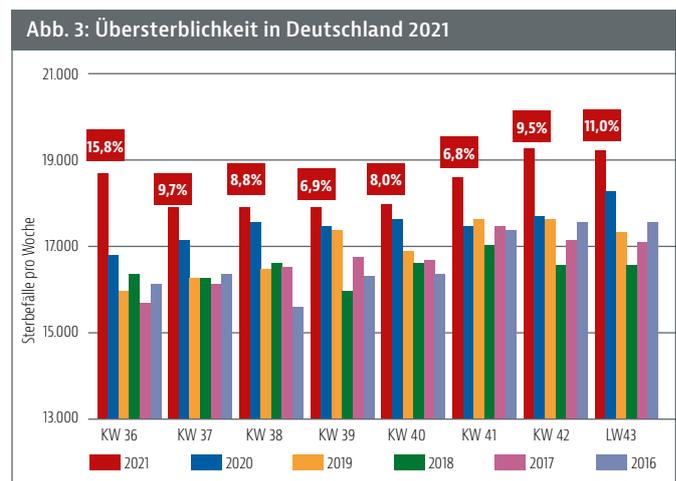


Quelle: DIVI

Euro Kosten und Substanzverlust bei Staat und Unternehmen (und hier vor allem beim Mittelstand) entstanden? Mit einem winzigen Bruchteil dieses Betrags hätte man die Anzahl der Intensivbetten ebenso „gewaltsam“ aufrechterhalten können. Dafür, dass das nicht passiert ist, ist wer verantwortlich?

### 2021 mit Übersterblichkeit

Im Winter wird sich das Infektionsgeschehen verstärken – wie jedes Jahr. Während das „Coronajahr“ 2020 zumindest in Deutschland keine Übersterblichkeit brachte, ist dies 2021 bereits spätestens seit der Jahresmitte der Fall – trotz (oder wegen?) der Impfung. Abb. 3 verdeutlicht die Übersterblichkeit für die Kalenderwochen 36 bis 43 (entspricht dem Zeitraum September/Oktober) im Vergleich zum Durchschnitt (Median) der letzten fünf Jahre. Es zeigt sich, dass 2021 in jeder Kalenderwoche die Spitzenposition einnimmt. Berücksichtigt man noch dazu die oben beschriebene sich verschärfende Situation bei den Intensivbetten, so lässt sich für die Hochphase des Infektionsgeschehens (Dezember bis April) eine dramatische Eskalation erwarten.



Die Zahlen in den roten Kästchen geben die prozentuale Abweichung im Jahr 2021 gegenüber dem Median (Durchschnitt) der fünf Vorjahre wieder

### Die kommenden Monate ...

Diese Abhandlung war aus unserer Sicht notwendig, um zu verstehen, wie die bisherigen Entwicklungen womöglich zu deuten sind und was in den kommenden Monaten vermutlich geschehen wird. Offensichtlich hat sich die politische Führung in eine Sackgasse verrannt – oder handelt sie zielgerichtet? Hierzu sei auf unsere Titelgeschichte „Great Reset“ in Smart Investor 5/2021 und den Artikel „Weiße Folter“ in Smart Investor 7/2021 auf S. 24 verwiesen. Seitens der Politik werden Zahlen verdreht oder (bewusst?) fehlinterpretiert. Zudem wird eine Spaltung der Bevölkerung betrieben („Teile und herrsche“) und mit den Ungeimpften werden Sündenböcke für eine verängstigte Bevölkerung aufgebaut. Die bisherigen Sterbezahlen deuten an, dass 2021 deutlich heftiger als das „Pandemiejahr“ 2020 wird. Wirkliche Notstände in den Intensivstationen sind damit schon abzusehen. Es ist zu vermuten, dass die Politik vor diesem Hintergrund zu dramatischen Maßnahmen greifen wird. Ein allgemeiner – nicht nur für die Ungeimpften geltender – Lockdown ist vermutlich schon ausgemachte Sache. Dieser wird insbesondere für kleinere und ▶



manche mittlere Unternehmen zum Sargnagel. Es ist weiter zu befürchten, dass die bereits erfolgte Beschneidung einiger Grundrechte bald von der Politik genutzt wird – so sind die körperliche Unversehrtheit oder die Unverletzlichkeit der Wohnung nicht mehr gewährleistet. Zudem dürfte eine Impfpflicht beschlossen werden, vergleichbar zu Österreich.

**Heiß, heißer, Pfizer**

Der US-Pharmariese Pfizer (WKN: 852009) ist einer der Hauptprofiteure der Impfkampagne. Zusammen mit seinem deutschen Entwicklungspartner BioNTech (WKN: A2PSR2) erstellt und vertreibt Pfizer mit Comirnaty den am meisten verabreichten COVID-19-Impfstoff. Rund 2,3 Mrd. Dosen davon wird man voraussichtlich im laufenden Jahr verkauft haben. Pfizers Umsatz wird sich dementsprechend von 42 Mrd. USD im letzten Jahr auf voraussichtlich 82 Mrd. USD im aktuellen Geschäftsjahr fast verdoppeln. Laut Unternehmensausblick wird sich der Nettogewinn 2021 auf über 23 Mrd. USD erhöhen; je Aktie bedeutet das eine Steigerung von 2,22 USD auf ca. 4,18 USD anno 2021 um nahezu 90%. Das ergäbe eine Nettogewinnmarge von fast 29% – ein geradezu ungeheuerlich hoher Wert für ein solch großes Unternehmen wie Pfizer (Börsenwert: ca. 285 Mrd. USD). Das KGV für 2022 berechnet sich dementsprechend auf knapp 12,5, was nur der Hälfte des S&P-500-Index-KGVs von ca. 25 entspricht.

Pfizer kann unter dem fundamentalen Betrachtungswinkel als sehr günstig und damit als attraktives Investment bewertet werden. Der Blick auf die Charttechnik (Abb. 4) scheint ebenfalls interessant, wird doch hieran vielleicht ersichtlich, wie das Thema Impfung zukünftig zu sehen ist. So hat sich der Aktienkurs im Laufe der letzten rund 20 Monate seit dem Corona-Tief im März 2020 ungefähr um zwei Drittel von 30 auf aktuell rund 50 USD nach oben geschraubt. Es handelt sich dabei um exakt dasjenige Kursniveau, welches bereits vor mehr als 20 Jahren von der Aktie erklommen wurde. Die 50-USD-Marke scheint für Pfizer sehr relevant zu sein.

**Ausblick**

Die Pfizer-Aktie steht unserer Ansicht nach am Scheideweg. Sollte es mit der Impfkampagne, wie vom Unternehmen und den Analysten prognostiziert, ungehindert weitergehen, dürfte einem weiteren Anstieg der Aktie in das bisher unbekannte Chartterrain über 50 USD nichts im Wege stehen. Andererseits sehen wir auch die Möglichkeit, dass der Impfprozess mit solchen mRNA-Wirkstoffen wie Comirnaty ins Stocken gerät, z.B. wegen Meldungen über massive Nebenwirkungen. EudraVigilance, die Datenbank der Europäischen Union für Verdachtsmeldungen von Arzneimittelreaktionen, hat bislang ca. 28.000 Todesfälle und 2,6 Mio. Nebenwirkungen als sogenannte Verdachtsfälle gemeldet, und es

ist davon auszugehen, dass die Dunkelziffer um ein Vielfaches höher ist – manche Fachleute sprechen gar vom Faktor zehn oder mehr.

Auch die Tatsache, dass die Impfung nicht hält, was zu Anfang versprochen wurde (Impfschutz nur für wenige Monate; Geimpfter kann sich infizieren, kann andere anstecken, kann erkranken, kann schweren Verlauf haben und auch daran sterben), könnte ernst zu nehmende Zweifel an der Sinnhaftigkeit aufkommen lassen.

**Fazit**

Ein Katastrophenwinter, wie er hier prognostiziert wird, hat natürlich weitreichende Auswirkungen für die Wirtschaft, die im klein- und mittelständischen Bereich teilweise immer noch ausgezehrt vom letzten Lockdown ist. Die bereits bestehenden und sich noch weiter verschärfenden Logistik- und Lieferkettenprobleme (wir berichteten in den letzten Ausgaben) werden zahlreichen Unternehmen arg zusetzen. Fällt damit die von vielen erwartete Jahresendrally aus? Die Befürchtung ist aus unserer Sicht angebracht. Die weiter anziehende Inflation (siehe aktuelle Titelgeschichte ab S. 18 und Smart Investor 11/2021 ab S. 42) wird mittelfristig einen Großteil der Bevölkerung mit voller Wucht treffen und die Politik zum Handeln zwingen. Sozialismus voraus! Das aktuelle Titelblatt des Magazins „CAPITAL“ bringt es auf den Punkt: „DER PERFEKTE STURM“. ■

*Ralf Flierl*



Capital 12/2021

# Löcher in der Matrix

## Fake News, aber amtlich

Unser südliches Nachbarland, die Republik Österreich, hat für die Zeit ab Februar 2022 eine allgemeine Impfpflicht gegen Corona beschlossen. Wie dies zu einer lediglich bedingt zugelassenen Therapie passt, bleibt das Geheimnis der dortigen Regierung. Aber auch hierzulande hatten die Menschen immer wieder Befürchtungen geäußert, dass aus dem „Impfangebot“ nach einer gewissen Schamfrist doch noch eine Art Impfpflicht werden könnte. Das freilich waren schlimme Fake News. Entsprechend widmete sich das Bundesgesundheitsministerium unter der Überschrift „Fakten gegen Falschmeldungen zur Corona-Schutzimpfung“ dem Kampf gegen derart verantwortungslos gestreute Gerüchte: „Wird es eine gesetzliche Impfpflicht geben?“, befragte man sich auf der haus-eigenen Website selbst und war auch um die Antwort nicht verlegen: „NEIN“, „Es wird keine Impfpflicht geben!“ Starke und klare Worte, die man dort inzwischen allerdings vergeblich sucht – denn das Aufklärungsstück wurde sang- und klanglos entfernt, nachdem unser Nachbarland in Sachen Impfpflicht vorgeprescht war. Und wie auf Stichwort zeigten sich im Anschluss gleich mehrere Ministerpräsidenten offen für die allgemeine Impfpflicht. Zieleinlauf: Söder vor Günther vor Kretschmer.

## „Kostenloses“ Abo

Noch eine weitere „Verschwörungstheorie“ scheint Wirklichkeit zu werden: Spätestens seit auch „vollimmunisierte“ (O-Ton des geschäftsführenden Bundesgesundheitsministers Jens Spahn) zu einem weiteren „Piks“ aufgerufen sind, werden auch Befürchtungen laut, das Ganze könne in ein regelrechtes Impfabo ausarten. Das wurde lange dementiert, denn nach einer bzw. zwei Spritzen sollte ursprünglich Schluss sein. Während man negative Spätfolgen der Impfungen weiter kategorisch ausschließt, scheint man über die konkreten Nahwirkungen nur eine verschwommene Vorstellung zu haben. Nicht nur massenhafte Impfdurchbrüche treiben die Inzidenzen, auch die Impfwirkung selbst lässt bereits nach wenigen Monaten deutlich nach. Der Booster ist also bereits sicher und ein regelrechtes Boosterabo liegt in der Luft. Das muss die Menschen aber nicht sorgen, denn RKI-Präsident Prof. Dr. Lothar Wieler äußerte sich in der Bundespressekonferenz zuversichtlich: „Es ist ein gutes Abo, denn es ist kostenlos!“ Wie aus einem guten, „kostenlosen“ Boosterabo auf wundersame Weise die Milliardengewinne der Impfstoffhersteller entstehen, ließ der RKI-Chef jedoch offen.

## Menschenbilder 2021

Der Bayerische Verwaltungsgerichtshof attestierte dem Bayerischen Ministerpräsidenten in seinem Urteil zur bayerischen Ausgangssperre bekanntlich ein „fragwürdiges Menschenbild“. Offenbar haben einige Akteure dies als Ansporn missverstanden, dem CSU-Chef nachzueifern. Der bereits erwähnte RKI-Chef ließ sich beispielsweise zu folgendem Satz hinreißen: „Wir dürfen denjenigen, die



Bild: © XYZproject – stock.adobe.com

sich nicht impfen lassen, wirklich nicht mehr die Chance geben, der Impfung zu entgehen, z.B. dadurch, dass sie sich freitesten können.“ Den Umgang mit mündigen Bürgern hatten wir uns eigentlich anders vorgestellt. Auch Prof. Dr. Michael Hüther, Direktor des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln e.V., scheint an der Erziehung seiner Mitmenschen Gefallen zu finden: „Die Pflicht zum #Homeoffice schützt die Ungeimpften vor 3G. Würde das bedacht?“, machte er sich jüngst auf Twitter bei den Mächtigen anheischig. Auf gut Deutsch: Das Homeoffice darf nicht zur kleinen Flucht aus dem mühsam aufgebauten Impfdruck missbraucht werden.

## Frauenpower

Wenn unsere Sorgen über das Virus dereinst verfliegen sein werden, wartet mit dem Klimawandel schon die nächste Großbaustelle. Aber zumindest hier besteht Hoffnung: Denn niemand Geringerer als die angesehene Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) wartete jüngst mit einer aufsehenerregenden Studie auf. Mit jedem Prozentpunkt, um den der Frauenanteil in den Führungspositionen eines Unternehmens steigt, soll deren CO<sub>2</sub>-Ausstoß um satte 0,5 Prozentpunkte sinken – so lässt sich gleichermaßen Gutes fürs Klima und für die Gleichberechtigung tun. Ob die Entlassung Ungeimpfter ähnlich positive Auswirkungen auf den CO<sub>2</sub>-Ausstoß haben wird, muss aber wohl erst noch erforscht werden. ■

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: [www.smartinvestor.de/category/hintergrund/loecher-in-der-matrix](http://www.smartinvestor.de/category/hintergrund/loecher-in-der-matrix)

## Charttechnik

## Profiteure der Pandemie

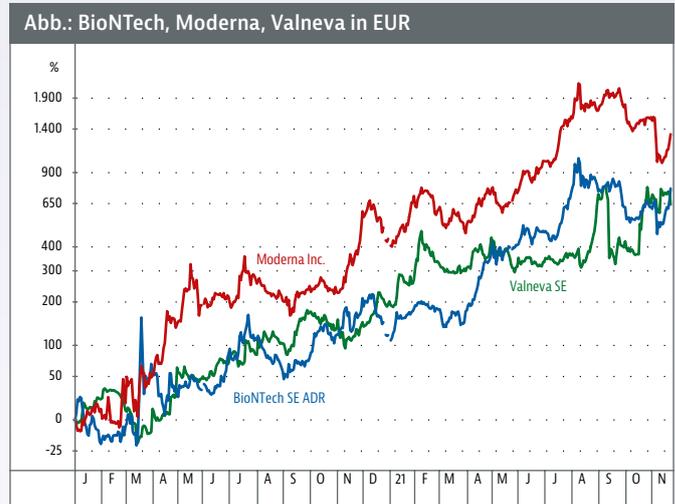
## Impfstoffhersteller im Chartcheck

## Pure Plays in Aktion

Auch an den Märkten dominiert derzeit das Thema Corona. Hauptprofiteure dieser Entwicklung sind die Hersteller von Impfstoffen, wobei wir uns hier auf die „Pure Plays“ BioNTech (blau), Moderna (rot) und Valneva (grün) konzentrieren. Was unmittelbar auffällt, ist der Gleichklang der Kursverläufe: Alle drei Titel stürmen seit Anfang 2020 steil nach oben. Wie steil, können Sie an der Skala links erkennen. Moderna hatte in der Spitze fast ein Plus von 2.000% erreicht, sich also nahezu verzwanzigfacht, bevor die Aktie deutlich korrigierte. Inzwischen ist sie wieder auf dem Weg nach oben. Zieht man den Vergleich mit der Vorjahresperiode, dann erwies sich die Zeit von Anfang November bis Mitte Dezember als ausgesprochen positiv für Impfstoffaktien.

## Klassische Alternative

Die deutsche BioNTech und die französische Valneva entwickelten sich etwas schwächer, per Saldo aber fast parallel. Beide Titel konnten sich seit Anfang 2020 in der Spitze verelf- bzw. verachtfachen. Das ist insofern erstaunlich, als BioNTech längst Milliarden Gewinne einfährt, während Valneva immer noch auf den Verkauf



start seines Impfstoffs wartet. Offenbar sehen die Märkte dort aber erhebliches Potenzial, denn der Totimpfstoff könnte vor allem jenen Menschen ein Ja zur Impfung erleichtern, die die neuartige mRNA-Technologie ablehnen. ■

Ralph Malisch

## Intermarketanalyse

## Aktienhausse vorläufig ungefährdet!

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der BÖRSENSIGNALE ([www.boersensignale.de](http://www.boersensignale.de))

Das GESAMTSYSTEM: **Positiv 3:0!**1) Zinsstruktur: **Positiv!**

Der Abstand zwischen langen und kurzen Zinsen ist zwar weiter auf 0,64 gesunken, aber ein stärkerer Abrutsch ist nicht zu erwarten. Trotz Corona bleiben die Konjunkturaussichten für 2022 hervorragend.

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

Der DAX hat neue Rekordstände erreicht und auch die US-Indizes bleiben auf hohem Niveau. Solange der Nasdaq Composite Index nicht an einem Freitag unter die Marke 14.000 fällt, kann dieser Indikator nicht drehen. Momentan liegt er bei rund 16.000.

3) Die übrigen fünf Indikatoren melden **3:2! Positiv!**

**Anleihezinsen: Negativ!** Die Anleihezinsen sind zwar im Aufwärtstrend, steigen aber keineswegs rasant – und dies trotz höherer Inflationsraten. Deutsche Bundesanleihen weisen immer noch Negativzinsen auf.

**Ölpreis: Positiv!** Der Ölpreis (Brent) hat seinen Aufschwung gestoppt und steht nur noch knapp über 80 USD. Da

der kurzfristige Trend nun nicht mehr aufwärts geht, ist dieser Indikator wieder positiv.

**CRB-Index: Negativ!** Die Rohstoffpreise betrachten wir im Jahresvergleich. Ihr Trend deutet weiter auf steigende Preise hin. Das ist ein Inflationssignal und daher negativ zu werten.

**US-Dollar in Euro: Positiv!** Der US-Dollar weist mit Werten über 0,88 EUR immer wieder neue Jahreshöchststände auf.

**Saisonfaktor: Positiv!** Die Monate November bis April waren in den letzten 60 Jahren für den Aktienmarkt deutlich stärker als Mai bis Oktober.

## Fazit

Das Gesamtsystem hat sich auf drei zu null verbessert. Auch das Sicherheitssystem, das seit 50 Jahren jede Aktienbaisse rechtzeitig angekündigt hat, gibt kein Warnsignal mehr. Gefährlich würde es erst, wenn der DAX die Marke 15.150 unterschreitet und zusätzlich der S&P 500 jene von 4.357. Gemessen an den Indexständen bei Redaktionsschluss wären dies Rückgänge um rund 8% – das ist im kommenden Dezember nahezu ausgeschlossen. Nur ein Krieg um die Ukraine könnte so etwas auslösen. ■

## Quantitative Analyse

# Trendindikator rally bestätigt grüne Ampel!

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

Eine fünftägige GELB-Phase Mitte Oktober hatte uns zu einer kurzzeitig reduzierten Aktienquote in unserem Fonds veranlasst. Das erneute Umschalten unserer Börsenampel auf GRÜN nach der sehr kurzen GELB-Phase war dann goldrichtig. Zwar tendieren die Aktienmärkte vor Thanksgiving nochmals zur Schwäche, saisonal betrachtet kann aber danach die Weihnachtssrally durchstarten – zumindest im statistischen Schnitt einer langfristigen Rückbetrachtung der Aktienmärkte über die letzten Jahrzehnte hinweg. Schauen wir also mal, ob auch dieses Jahr die Statistik untermauert wird und die Aktienmärkte nach dem 25.11. zu einem Endspurt ansetzen werden.

Auffällig war die Erholung unseres Trendindikators: Er stürmte seit Mitte Oktober regelrecht nach oben und hat aktuell die Entscheidungslinie nach oben durchstoßen – eine weitere wichtige Bestätigung für den deutschen Aktienmarkt und ein sattes GRÜN für unsere Börsenampel! Lediglich die technische Situation ist noch labil, auch wenn sich der entsprechende Indikator weiterhin oberhalb der Entscheidungslinie halten kann.

**Markttrend:** Der Trendindikator ist nach seinem bisher tiefsten Stand in diesem Jahr Mitte Oktober regelrecht nach oben gestürzt und hat die Entscheidungslinie überwunden.

## sentix Sentiment

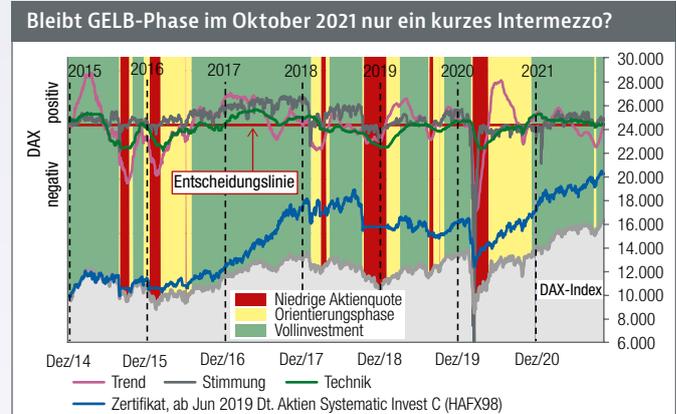
# Grundvertrauen sinkt kräftig

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

Der Start ins vierte Quartal verlief erwartungsgemäß freundlich und macht Lust auf mehr. Immer häufiger hört man die Erwartung eines freundlichen Jahresendes samt Jahresendrally. Das war auch bislang unser favorisiertes Szenario – doch es ziehen in relativ kurzer Zeit ungewöhnlich dunkle Wolken auf.

Besonders kritisch ist der Strömungsabriss im strategischen Grundvertrauen. Dieses ist in drei Wochen um rund 20 Prozentpunkte gefallen. Dies deutet auf eine zunehmende Verkaufsbereitschaft hin und ist für diese Jahreszeit eine untypische Stimmungslage. Gleichzeitig messen wir eine offensive, riskante Portfolioausrichtung der Anleger.

Aus der Kombination beider Faktoren ergibt sich für uns die Erwartung einer Korrektur. Ob diese die Hoffnungen für das

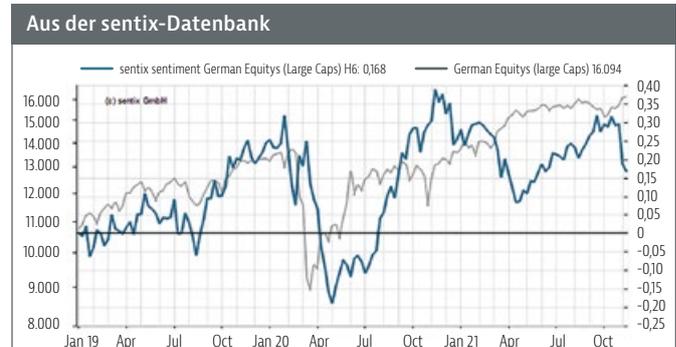


Bisher wurde unsere GRÜN-Phase im Jahr 2021 nur für nur wenige Tage Mitte Oktober unterbrochen

Quelle: eigene Berechnungen; Stand: 18.11.2021

**Marktstimmung:** Die Marktstimmung befindet sich mit ausreichendem Abstand oberhalb der Entscheidungslinie. Mit einem negativen Aktienvotum ist bei diesem Indikator trotz seiner Volatilität kurzfristig wohl nicht zu rechnen.

**Markttechnik:** Nach einem kontinuierlichen Rückgang der Markttechnik bis Mitte Oktober befindet sich diese wieder knapp oberhalb der Entscheidungslinie. Ihr Pro-Aktien-Votum ist damit noch nicht überzeugend.



sentix Strategischer Bias Aktien Deutschland und DAX

ganze restliche Jahr zerstören wird, wird sich erweisen – ernst zu nehmen ist dieses Sentimentsignal jedoch in jedem Fall.

Relative Stärke

# Frisches Durcheinander

## Große Relativbewegungen mit klaren Favoriten

**Besondere Aussagekraft**

Nachdem wir in der vorangegangenen Berichtsperiode eine relativ gleichförmige positive Bewegung innerhalb des Universums

gesehen hatten, erfolgte dieses Mal eine deutliche Ausdifferenzierung: Bei sage und schreibe vier Indizes waren Veränderungen um zehn oder mehr Ränge

zu verzeichnen. In drei Fällen ging es dabei massiv nach unten: Periodenverlierer war der polnische PTX, der um ganze 13 Ränge absackte und auf dem

letzten Platz landete. Möglicherweise verschreckten die Nachrichten von der polnisch-belarussischen Grenze auch die Anleger. Ebenfalls deutlich abwärts ging es für den australischen ATX, der um elf Ränge auf Rang 20 fiel. Auch hier könnte eine Sonder-situation eine Rolle gespielt haben, ist das Land doch von besonders harten Lockdown-Maßnahmen betroffen. Schließlich ging der russische RTX um glatte zehn Ränge zurück, was auch eine Reaktion auf den relativen Rückgang des Rohölpreises sein dürfte, der um vier Plätze auf Rang 6 fiel. Bei dem Risk-on-Thema der Vorwoche gab es übrigens trotz der großen Relativbewegungen keine nennenswerte Veränderung. Der REXP10 verbesserte sich nur minimal um einen Rang auf Rang 21.

**Käuferschutz wirkt**

Allerdings ist der Index zehnjähriger synthetischer Bundesanleihen auch denkbar schlecht als „sicherer Hafen“ gegen die aktuelle Hauptsorge an den Märkten geeignet – die stark gestiegene Inflation. Dagegen sind Edelmetallanlagen die klassische Medizin. Und damit sind wir bei der einzigen zweistelligen Rangverschiebung, die positiv war: Die ungehedgten Goldminen des Gold Bugs Index rückten um glatte zehn Ränge auf Rang 14 vor. Gold stieg um sechs Plätze auf Rang 10 und Silber um fünf auf Rang 16 – der im Vormonat erwähnte „Käuferschutz“ scheint hier also zu wirken.

Ralph Malisch

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors								Ausgewählte technische Indikatoren in Landeswährung				
Index	Land	Relative Stärke zum						Lage Kurs			GD Halbjahr	
		19.11.	22.10.	17.9.	20.8.	23.7.	18.6.	4 Wo	6 Mo	3 Jhr	Steig.%	Abst.%
Merval	Arg	1	1	1	1	1	1	13	83	87	+0,32	+19,7
NASDAQ 100	USA	2	5	4	3	3	7	91	92	99	+0,17	+10,7
S&P 500	USA	3	6	8	6	4	8	79	89	97	+0,10	+6,5
Sensex	Indien	4	4	2	5	13	10	13	73	92	+0,14	+6,4
Shenzhen A	China	5	11	9	12	7	16	94	66	96	+0,05	+2,6
Rohöl		6	2	5	21	2	2	0	58	80	+0,12	+3,1
SMI	CH	7	10	13	2	5	4	77	89	94	+0,09	+4,3
TecDAX	D	8	8	6	4	11	20	83	94	95	+0,13	+7,2
S.E.T.	Thai	9	15	16	19	23	18	69	79	78	+0,03	+2,9
Gold		10	16	20	16	18	24	77	65	75	-0,02	+2,3
CAC 40	F	11	14	14	10	10	5	84	88	95	+0,08	+6,7
DJIA 30	USA	12	7	12	9	6	19	10	70	93	+0,03	+1,9
RTX	Rus	13	3	3	8	9	3	0	42	78	+0,09	+1,3
Gold Bugs Ind.	USA	14	24	26	25	25	26	52	41	55	-0,16	+1,0
Nikkei 225	J	15	20	7	20	24	22	77	71	91	+0,06	+3,6
Silber		16	21	23	23	21	17	71	47	73	-0,03	-0,9
DAX	D	17	18	17	11	14	11	77	81	96	+0,04	+3,3
FTSE 100	GB	18	12	18	14	16	15	0	60	75	+0,03	+1,4
MDAX	D	19	17	10	7	8	9	66	85	96	+0,08	+2,9
All Ord.	Aus	20	9	15	18	15	14	52	70	91	+0,05	+1,0
REXP 10 *	D	21	22	19	15	19	23	100	63	55	+0,02	+0,6
Hang Seng	HK	22	23	24	24	22	21	16	19	33	-0,09	-5,7
IBEX 35	E	23	19	21	17	20	12	0	43	62	-0,04	-1,9
H Shares	China	24	25	25	26	26	25	25	21	14	-0,13	-6,5
KOSPI	Korea	25	26	22	22	17	13	31	15	81	-0,05	-5,5
PTX	Polen	26	13	11	13	12	6	0	0	50	-0,01	-6,7
		verbessert	verschlechtert	unverändert				>=70	>0	<-15		
								<=30	<0	>+15		

Rangfolge absteigend nach aktuellem Halbjahresmomentum entsprechend dem von Robert A. Levy entwickelten Konzept „Relative Stärke“. Der Einführungsartikel „Prinzipien des Marktes – Relative Stärke“ erschien in Smart Investor 5/2003 und kann über das GENIOS-Archiv heruntergeladen werden.

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

## Edelmetalle

# Ein Stück Normalität kehrt zurück

## Die Deutsche Goldmesse in Frankfurt als Präsenzveranstaltung

Nach zwei virtuellen Events konnte die Deutsche Goldmesse erstmals als Präsenzveranstaltung im Jumeirah Hotel in Frankfurt stattfinden. Die Investor-Relations-Agentur Soar Financial Partners hat sich zum Ziel gesetzt, Investoren direkten Zugang zu Firmenvertretern und damit bedeutsame Beziehungen sowie bessere Investmententscheidungen zu ermöglichen.

Ronald-Peter Stöferle (Co-Autor von „In Gold we Trust“), Willem Middelkoop (Autor von „Der große Neustart“) und Prof. Dr. Thorsten Polleit (Chefvolkswirt bei DeGussa) waren Keynote Speaker aus dem Bereich Finanzpolitik. Im Mittelpunkt dieser Goldmesse standen jedoch die Präsentationen von Gold- und Silberproduzenten, Minenentwicklern und Explorern. Besucher mit guten Englisch- und Branchenkenntnissen konnten sich mit den Vorständen dieser Unternehmen zu halbstündigen Meetings verabreden. Wir haben an zwei Tagen zehn dieser Meetings absolviert – ein anstrengender Marathon, bei dem eine Vielzahl von Fragen beantwortet wurde.

### Extreme Kursbewegungen

„Die Anleger haben keine Geduld.“ Diese Aussage von Philippe Cloutier, Vorstandschef von **Cartier Resources** (WKN:



Eröffnungsrede von Ronald-Peter Stöferle, Fund Manager

A0M056; IK), ist bei Weitem untertrieben. In extremen Haussephasen wie im Sommer 2020 oder nach unerwartet guten Bohrergebnissen trieben euphorisierte Investoren die Kurse von Minenaktien um einige Hundert Prozent nach oben. Als der Hype vorbei war, stürzten die Kurse ab oder korrigierten in einem monatelangen, zähen Abwärtstrend. Zurzeit herrscht Depression. Zahlreiche Unternehmen sind billig zu haben. Da ergeben sich gute Kaufgelegenheiten. Das können Value-Plays sein, heiße Wetten oder Turnaround-Geschichten – oder es geht einfach nur um das richtige Timing.

### Alles oder nichts

Cartier Resources und **Western Copper and Gold** (WKN: A1JMCZ) haben eines gemeinsam: Sie entwickelten in langjähriger Explorationsarbeit Minenprojekte in Kanada zur Produktionsreife und suchen dafür nun einen Käufer. Wenn das zu einem guten Preis gelingt, ist das ein schöner Gewinn für die Aktionäre – wenn nicht, dürften beide Aktien und deren Aktionäre leiden. Bei Cartier ist es die Chimo Mine: Aus einem stillgelegten Bergwerk wurde ein attraktives Projekt mit 2 Mio. Unzen Gold, für das im Frühjahr 2022 die erste vorläufige Wirtschaftlichkeitsberechnung (PEA) vorliegt. Western Copper and Gold besitzt mit dem Casino-Projekt eines der größten Kupfer- und Goldvorkommen Nordamerikas, der Bau der Mine kostet aber 2,6 Mrd. USD. Der Bergbauriese Rio Tinto stieg als Aktionär bei Western Copper and Gold ein und hat bis November 2022 Zeit, zu entscheiden, ob und zu welchen Konditionen er das Projekt übernehmen will.

Wir sprachen mit David Wiens, dem CFO von **Bunker Hill Mining** (WKN: A2H81M), der acht Jahre für SSR Mining gearbeitet hat. SSR Mining war, was die Finanzen anbelangt, das konservative Unternehmen der Branche. Bei Bunker ▶

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios	Kurs				Veränderung seit		
	19.11.21	22.10.21	31.12.20	2.1.06	Vormonat	31.12.20	2.1.06
Gold in USD	1.845,80	1.792,79	1.897,70	516,88	+3,0%	-2,7%	+257,1%
Gold in EUR	1.636,12	1.539,47	1.550,54	437,30	+6,3%	+5,5%	+274,1%
Silber in USD	24,61	24,03	26,46	8,87	+2,4%	-7,0%	+177,5%
Silber in EUR	21,81	20,63	21,62	7,61	+5,7%	+0,9%	+186,6%
Platin in USD	1.033,50	1.043,00	1.075,50	966,50	-0,9%	-3,9%	+6,9%
Palladium in USD	2.061,00	2.026,00	2.451,00	254,00	+1,7%	-15,9%	+711,4%
HUI (Index)	272,66	257,88	299,64	298,77	+5,7%	-9,0%	-8,7%
Gold/Silber-Ratio	75,00	74,61	71,72	58,27	+0,5%	+4,6%	+28,7%
Dow Jones/Gold-Ratio	19,29	19,90	16,13	21,20	-3,1%	+19,6%	-9,0%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1282	1,1645	1,2239	1,1819	-3,1%	-7,8%	-4,5%

Bild: © Soar Financial Partners



First-Majestic-Silver-CEO Keith Neumeyer im Gespräch mit Investoren

Hill Mining hat Wiens den wohl „heißesten“ Job, den man sich vorstellen kann: Er muss 75 Mio. bis 80 Mio. USD beschaffen, damit Bunker Hills Zink-Silber-Blei-Mine – eine der Ikonen des amerikanischen Bergbaus, aber auch verantwortlich für einen der größten Umweltskandale im US-Bundesstaat Idaho – wiederbelebt werden kann. Bunker Hill Mining verfügt nur über einen Börsenwert von 32 Mio. CAD. Dieser Job ist wirklich nicht einfach.

#### Neufundland im Goldrausch

Neufundland befindet sich im Goldrausch. Verantwortlich dafür sind nicht zuletzt die spektakulären Explorationserfolge von New Found Gold. Das Kingsway Property

von **Labrador Gold** (WKN: A2JAFY) liegt auf demselben geologischen Trend. Roger Moss, President and CEO des Unternehmens, war selbst erstaunt darüber, wie schnell sein Aktienkurs 2020 nach oben schoss – um danach steil abzustürzen. Labrador Gold ist eine hochspekulative Wette: Gelingt es, die bisher nur punktuell guten Bohrerergebnisse zu verstetigen, ist das ein hervorragendes Investment. Gelingt es nicht, ist alles Geld verloren.

#### Neues Management – erfolgreicher Turnaround

Die Qualität des Managements ist in der Minenbranche ein entscheidender Erfolgsfaktor. Ein Managementwechsel kann

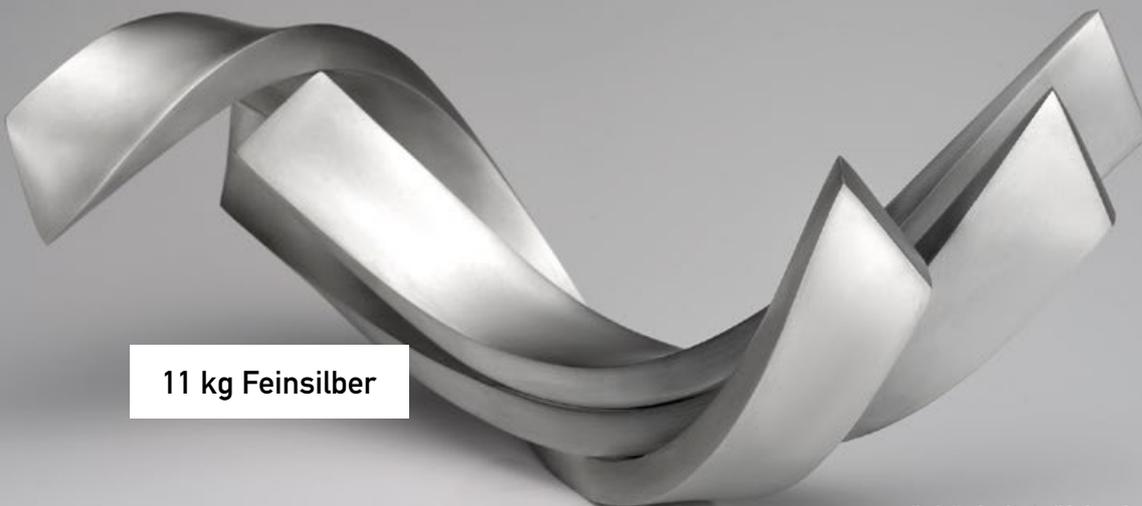
Wunder bewirken. Ein Beispiel dafür ist **Defiance Silver** (WKN: A1JQW5), ein Explorer in Mexiko, der heuer zehnjähriges Firmenjubiläum feiert. Liest man die Pressemitteilungen der ersten neun Jahre, erkennt man schnell: Das war ein schlechtes, chronisch unterkapitalisiertes Unternehmen. Wir trafen in Frankfurt Chris Wright (seit Mai 2019 Chairman und CEO) und Douglas Cavey (seit einem Jahr Vice President Corporate Development). Und siehe da: Defiance Silver ist inzwischen solide finanziert, die Explorationsprojekte sind auf einem guten Weg. Die beiden haben in der kurzen Zeit exzellent gearbeitet.

Aufgrund von Besitzerwechseln wurde die San Francisco Mine in Mexiko heruntergewirtschaftet und am Ende geschlossen. Nach dem Einstieg des alten Teams von Timmins Gold, das die Mine einst gebaut und betrieben hat, wird dort wieder erfolgreich produziert. **Magna Gold** (WKN: A2N6WB; IK), der Eigentümer der Mine, verfolgt mittlerweile weitergehende Ziele, will „Mexico's next Mid-Tier Gold Producer“ werden. Wir sprachen mit Amandip Singh, Vice President Corporate Development, über Explorationsprojekte, aber auch über zukünftige Akquisitionen. Magna Gold stünde bereit, die mexikanischen Minen von Agnico Eagle zu übernehmen, wenn diese nach der Fusion mit Kirkland Lake Gold (siehe Smart Investor 11/2021) abgestoßen werden.

Anzeige

**BULLIONART**  
Silberkunst

Kuno Vollet | Balance | 18 Exemplare



11 kg Feinsilber

Schönheit | Sicherheit | Werterhalt

Mehr Skulpturen aus Feinsilber: [www.BullionArt.de](http://www.BullionArt.de) | [silber@bullion-art.de](mailto:silber@bullion-art.de)



Organisator Kai Hoffmann (re.) im Gespräch mit Fund Manager & Keynote Speaker Willem Middelkoop

### Value für spekulativ eingestellte Investoren

Value und Spekulation – das gilt gemeinhin als unversöhnlicher Gegensatz. Im Bereich der Junior-Minenunternehmen lässt sich beides miteinander in Einklang bringen.

**Goldshore Resources** (WKN: A3CRU9; IK) ist eine dieser relativ sicheren Wetten auf steigende Kurse. CEO Brett Richards, einst mit Katanga Mining in Afrika überaus erfolgreich, übernahm von Wesdome Gold Mines das Moss Lake Property in Ontario und gründete mit einem „All Star Team“ des kanadischen Bergbaus dieses Unternehmen (Wesdome ist Großaktionär). Moss Lake hat bereits jetzt Ressourcen von 4 Mio. Unzen Gold, die durch Exploration auf 10 Mio. erhöht werden sollen. Das Erz kann einfach im Tagebau gefördert werden. Der Börsenwert von Goldshore Resources ist mit 70 Mio. CAD viel zu niedrig – Zeit für eine Neubewertung.

Und da wären noch drei Unternehmen, die der Osisko-Gruppe zuzurechnen sind.

**Osisko Mining** (WKN: A2AMF5) versucht, mit Windfall den Erfolg des Vorgängerunternehmens gleichen Namens zu wiederholen, welches Canadian Malartic, die größte Goldmine Kanadas, gebaut hat. Das Windfall-Projekt wurde 2015 übernommen; seitdem wurden Löcher von insgesamt unglaublichen 1.600 Kilometern gebohrt, was in etwa 450 Mio. CAD gekos-

tet hat. Windfall dürfte 2025 in Produktion gehen, die Finanzierung über Bankkredite ist gesichert. Insofern war das Management sehr erfolgreich. Die Aktionäre jedoch erlitten wegen der Vielzahl von Finanzierungsrunden seit 2015 nur Kursverluste. Jetzt scheint der Wendepunkt erreicht. Osisko Mining hat aktuell einen Börsenwert von 1 Mrd. CAD. Die in wenigen Jahren produzierende Mine dürfte etwa 3 Mrd. bis 4 Mrd. CAD wert sein. Wenn Windfall 2025 wie geplant in Betrieb geht, sollte die Aktie darauf entsprechend positiv reagieren.

Ebenfalls stark unterbewertet: **O3 Mining** (WKN: A2PNTH; IK), die Osisko-Minengesellschaft der dritten Generation, und **Talisker Resources** (WKN: A2PH5Z; IK), das Unternehmen des australischen Geologen Terry Harbort, der längere Zeit für die Osisko-Gruppe gearbeitet hat. Talisker hat zu günstigen Konditionen riesige Erzliegenschaften in Kanada erworben, die noch für Jahre die Geologen beschäftigen werden. Für die Wiederaufnahme der Förderung von Bralorne – drei ehemalige Minen, fortgeschrittenstes Projekt des Unternehmens – wird derzeit ein Kooperationspartner gesucht. Insgesamt eine spannende Geschichte.

### Fazit

Der Besuch der Deutschen Goldmesse hat sich gelohnt. ■

Rainer Kromarek

## Wertanlage mit Resonanz

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

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

500 Jahre Geigenbau-Tradition. Ich berate Sie gerne.

Ihre Geigenbaumeisterin  
Laura Germann.

STEINWEGPASSAGE 6  
20355 HAMBURG

WWW.GERMANN-VIOLINS.DE

Branchenanalyse

# Gamingaktien

## Der Kater nach dem Rausch

Gastbeitrag von Gerd Kirsten



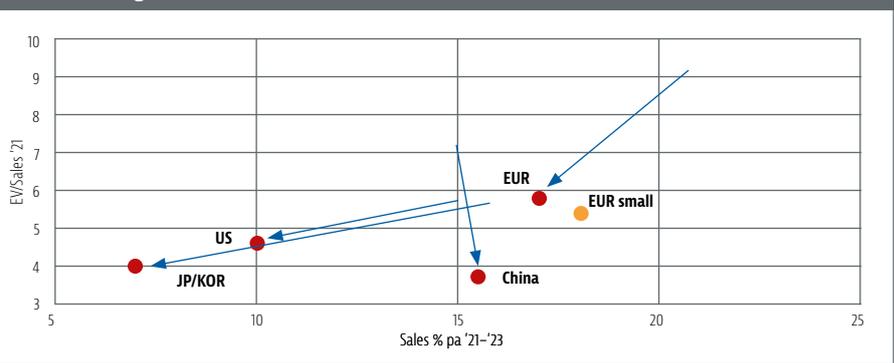
Bild: © Discobey/Art – stock.adobe.com

Nach dem coronainduzierten Stay-at-Home-Boom anno 2020 kam es dieses Jahr zu einem wahren Kater für viele der betreffenden Aktien. Die aktuelle Q3-Berichtsaison kämpft gegen das Spitzenquartal Q3/2020, aber die Aktien, die zum Teil schon 50% korrigiert haben, reagieren kaum noch negativ – Grund genug, sich den Sektor jetzt genauer anzuschauen.

### Fünf Umsatztreiber

Als die Branche vor einigen Jahren die 100-Mrd.-USD-Umsatz-Grenze erreichte und somit den Spielzeugbereich überholte, wurde sie auch von institutionellen Investoren ernst genommen. Inzwischen hat sich der Wachstumspfad sehr positiv fortgesetzt. So wurden schon vor Corona 2019 151 Mrd. USD umgesetzt, 2020 dann gar 174 Mrd. USD. Branchenexperten schätzen

Abb. 1: Gaming Stocks



Quelle: HanseaticHunter.com

eine Wachstumsrate von 9% bis 11% p.a. über die nächsten fünf Jahre, getrieben von fünf wesentlichen Faktoren:

- **Spieler:** Während der Kern an Gamern mehrheitlich heranwachsende Männer waren, werden seit Jahren immer neue Bevölkerungsgruppen angesprochen.
- **Smartphones:** Jede neue technologische Plattform hat diverse zusätzliche Nutzergruppen gebracht.
- **E-Sports:** Top-Events haben Preisgelder wie Profi-Tennisturniere und es wurde als Schattendisziplin bei der Olympiade Tokio 2020 aufgenommen.
- **Technologie:** Big Data und KI führen in der Spieleentwicklung zu immer realistischeren Erlebnissen.
- **Plattformen:** Google, Roblox und Tencent waren hiermit schon unterwegs; nun kam die Ankündigung von Facebook, das „Metaverse“ zu schaffen.

### Geografische Verteilung

Anders als bei den globalen Softwaregiganten, die nahezu allesamt in den USA sitzen, sind Gamingaktien überall zu finden. Die meiste Dynamik findet in Asien und Europa statt. Hier hat Schweden den anderen Ländern den Rang abgelaufen, und aus Polen mit seiner jungen und technologieaffinen Bevölkerung kommen einige neue Aktien. Ein Bewertungsvergleich

(Unternehmenswert zu Umsatz vs. Umsatzwachstum) der Top-30-Pure-Play-Gamingaktien, die zusammen 300 Mrd. EUR an Marktkapitalisierung erreichen, zeigt aufschlussreiche Unterschiede und Entwicklungen der letzten zwölf Monate (siehe Abb. 1).

Alle Regionen haben in ihren Bewertungsniveaus deutlich nachgelassen, vor allem China und Europa. Aber wie oft findet sich Europa mit den höchsten Wachstumsraten wieder? Äußerst selten. Die andere Überraschung ist China, wo staatliche Maßnahmen das Sentiment im Sektor zerstört haben und die Bewertung sich halbiert hat, aber die Wachstumsaussichten nicht gesunken sind. China bietet eine starke Kombination aus niedrigen Entwicklungskosten und größtem Inlandsmarkt. Hier lassen sich inzwischen einige große lokale Aktien finden. Der Platzhirsch, **NetEase**, ist in den USA gelistet. Indirekt am chinesischen Spielemarkt zu partizipieren ist über das Internetkonglomerat **Tencent** möglich, wo vor allem deren Beteiligung Epic Games mit *Fortnite*, dem erfolgreichsten MMOG (Massive Multiplayer Online Game), eine Rolle spielt.

### Die Erfolgsfaktoren

Erfolg lässt sich über diese Geschäftsmodelle erreichen:



*Gerd Kirsten ist neuerdings selbstständig als HanseaticHunter Family Office, nachdem er 30 Jahren als Fondsmanager von Aktien- und Hedgefonds in New York und Frankfurt, zuletzt zehn Jahre bei der DWS tätig war.*

- **Hardware:** Spielekonsolen spielen immer noch eine wichtige Rolle, sind aber nicht mehr so dominant. **Xbox** gehört zu Microsoft und **PlayStation** zu Sony. Als Pure-Play-Aktie gibt es **Nintendo**, die sich alle paar Jahre neu zu erfinden scheint, zuletzt mit der kleinen **Switch**-Konsole. Um unabhängig vom Konsolenrisiko zu sein, lässt es sich gut in Zubehör investieren. **Logitech** liefert hier seit Jahren solide Ergebnisse. Spannender ist aber ein Spezialist aus Deutschland: **Endor** (IK) ist der Weltmarktführer bei Lenkrädern für Rennspiele. Diese eigentümergeführte Nischenfirma hat die Chance ergriffen und den Umsatz in nur fünf Jahren auf nun über 100 Mio. EUR verzehnfacht.
- **Serienmodell:** Hierbei wird jedes Jahr ein neues Spiel aus derselben Serie veröffentlicht, was viel Entwicklungsarbeit spart und enorme Margen verspricht. Das absolute Aushängeschild hier ist **Electronic Arts** mit ihrem Sportfranchise. **FIFA** wird jedes Jahr neu aufgelegt und hat die Welt erobert. So wird eine EBIT-Marge von 33% erreicht.
- **Blockbustermodell:** Wie bei Hollywood-Filmen werden hier mit sehr hohen Budgets die technisch, spielerisch und dramaturgisch besten Spiele (sogenannte AAA-Titel) entwickelt, was aber das Risiko hoher Verluste beinhaltet, wenn ein Spiel floppt. Beispielhaft zu nennen sind etwa **Take-Two** (Grand Theft Auto, Red Dead Redemption), **Ubisoft** (immer wieder schwacher Cashflow wegen hoher Entwicklungsausgaben), **CD PROJEKT** (Cyberpunk 2077).
- **Freemium-Modell:** Mit der Eroberung der Welt durch das Smartphone explo-

dierte auch dieses Geschäftsmodell. Die Spiele sind umsonst herunterladbar („free“), aber um neue Level zu erreichen, den Spielfortschritt zu beschleunigen oder vorteilhafte digitale Gegenstände zu erhalten, muss bezahlt werden („premium“). Bei reinen Free-to-play-(F2P-) Spielen ist Werbung die Einnahmequelle.

- **Serial Acquirer (Buy and Build):** Hierbei kauft ein Unternehmen fortlaufend kleinere Spieleentwickler und integriert sie auf einer gemeinsamen Vertriebsplattform. So können sich die Entwickler ganz auf die Produktion konzentrieren, während das Risiko einzelner Spiele diversifiziert wird. Am erfolgreichsten ist hier die schwedische Firma mit dem passenden Namen **Embracer** (IK), die über 20 Jahre 85 Studios integriert hat.

#### Small Caps mit mehr Potenzial

Während die Großen der Branche einem breiteren Investorenpublikum bekannt sind, spielt die Musik nun aber eher bei den Kleineren – und das nicht unbedingt mit mehr Risiko. Am aktuellen Rand der Berichtssaison können sich einige der Small-Cap-Gamingaktien mit Ausbrüchen aus dem Abwärtstrend befreien, so z.B. Stillfront (SWE), Remedy (FIN), 11 bit studios (POL). **11 bit studios**, ursprünglich ein Spin-off von CD PROJEKT, entwickelt Blockbuster zu niedrigen Entwicklungskosten. Ebenso ist **CI Games** aus Polen erwähnenswert, da hier erneutes Momentum ins Geschäft kommt.

Zum Star-Performer des Sektors hochgekämpft hat sich indes ausgerechnet eine deutsche Aktie. **Media & Games Invest** (M&G) (IK) hat sogar ein relativ risikoarmes

#### Interessenkonflikte:

Der Autor hält aktuell Aktien in Embracer und Media & Games Invest.

Geschäftsmodell. Zum einen liegt der Schwerpunkt bei den Freemium-Spielen mit niedrigen Entwicklungskosten und sehr langen „Tails“, also Loyalität der Spieler über Jahre. Zum anderen ist M&G, wie der erste Teil des Namens schon sagt, ein Online-Werbemarkter, der vor allem von Drittkunden lebt, aber auch die eigene Gamesparte vermarktet. Dieser Vorteil hat sich insbesondere dieses Jahr ausgespielt. Während viele Wettbewerber mit stagnierendem Wachstum und fallenden Aktienkursen kämpften, zeigte M&G weiter stetiges Wachstum und einen steigenden Aktienkurs. Hier hat geholfen, dass mit dem zusätzlichen Listing auf der Nasdaq Stockholm die gamingaktienaffinen Skandinavier auf das Papier aufmerksam wurden. Die Bewertung hat dadurch aufgeholt – aber es besteht noch immer ein Abschlag zum Sektor.

#### Fazit

Ähnlich spannend wie die Spiele selbst sind die Gamingaktien. Es ist ein langfristiger Wachstumssektor mit Dynamik und Risiken, sodass sich eine aktive Aktienauswahl auszahlt. Zuletzt sei aber noch ein Kernrisiko dieser Aktien erwähnt: Die Geschäftsmodelle bringen hohe Aktivierungen von Goodwill und Entwicklungskosten mit sich, wodurch die Bilanzen oft geschönt aussehen – daher ist immer auf die Verschuldung und einen nachhaltigen Cashflow zu achten. ■

Kennzahlen der vorgestellten Gamingaktien (Kurs und EpS jeweils in Lokalwährung)

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2020*	Umsatz 2021e*	Umsatz 2022e*	EpS 2020	EpS 2021e	EpS 2022e	KGV 2021e	KGV 2022e	Div. 2021e
Electronic Arts [US]	878372	132,39	33.221	5.416	6.468	7.146	2,87	2,36	4,14	56,1	32,0	0,65
TakeTwo [US]	914508	170,50	21.210	3.108	2.942	3.501	5,09	3,27	3,86	52,1	44,2	0,00
NetEase [US]	501822	117,60	72.040	9.325	11.188	13.606	2,62	3,43	4,05	34,3	29,1	6,60
Embracer Group [SE] (IK)	A3C36T	87,95	8.417	859	1.687	2.036	0,36	-2,55	-1,68	n.a.	n.a.	0,00
CD PROJEKT [PL]	534356	188,50	4.029	481	240	267	11,50	3,90	6,01	48,3	31,4	4,34
11 bit studios [PL]	A1J1ZZ	460,00	231	20	11	24	15,60	7,78	5,99	59,1	76,8	0,00
CI Games [PL]	A0NJDD	1,74	68	10	23	14	0,04	0,18	0,09	9,7	19,3	0,00
Media & Games Invest [DE] (IK)	A1JGTO	5,35	800	140	241	307	0,03	0,13	0,20	41,2	26,8	0,00
Logitech [CH]	A0J3YT	76,92	12.645	4.595	4.472	4.840	5,23	3,54	3,80	21,7	20,2	0,93
Endor [DE] (IK)	549166	21,00	325	91	110	125	0,80	1,00	1,40	21,0	15,0	0,50

\*) in Mio. EUR

Quellen: eigene Schätzungen, MarketScreener

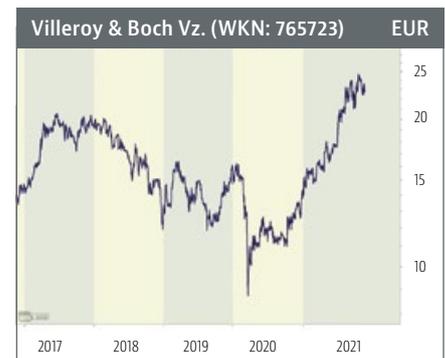
Buy or Goodbye

## Buy: Villeroy & Boch Vz.

Wenn eine als etwas langweilig abgestempelte Value-Aktie plötzlich eine neue Dynamik entwickelt, dann läuft dieser Prozess der Neubewertung meist länger als gedacht. Ein Paradebeispiel dafür ist die Vorzugsaktie des traditionsreichen Keramikherstellers Villeroy & Boch. Bis in das Jahr 1748 reicht dessen Firmenhistorie zurück. Der letzte Nachkomme der Gründerfamilie Villeroy zog sich 2019 aus dem operativen Tagesgeschäft zurück. Dieser Schritt geschah nicht zum Schaden der übrigen Aktionäre: Vorstandschef Frank Göring hat das börsennotierte Familienunternehmen nämlich auf Effizienz getrimmt. Gleich mehrfach hob der CEO in diesem Jahr bereits die Prognose an; noch vor Weihnachten könnte eine weitere Anhebung erfolgen.

Bei Villeroy & Boch unterteilt sich das Geschäft in den Bereich „Bad & Wellness“

mit den weltweit gefragten Badarmaturen und Sanitärgeräten sowie in den kleineren Bereich „Dining & Lifestyle“ (ehemals Tischkultur). Zwar spürt der Konzern auch die höheren Rohstoff- und Energiepreise – bislang gelang es aber, diese Kosten abzufedern bzw. an den Endkunden weiterzugeben. Nach dem Umsatz- und Gewinnrekord im laufenden Geschäftsjahr stellt sich die Frage, wie es 2022 weitergeht. Hier scheint die Börse bislang recht skeptisch zu sein, ansonsten würde der Titel nicht mit einem KGV von knapp elf gepreist. Dabei ist kaum zu erwarten, dass der Bau- und Renovierungsboom abrupt endet. In der blitzsauberen Bilanz von Villeroy & Boch schlummert überdies eine Nettoliquidität von fast 200 Mio. EUR. Obwohl man die geplante Übernahme des Konkurrenten Ideal Standard aufgab, hat anorganisches Wachstum für Göring weiterhin eine hohe



Priorität. News von dieser Seite könnten neben der operativen Entwicklung den Small Cap auf das nächste, deutlich höhere Kursniveau heben.

Marcus Wessel

## Goodbye: Tesla

Tesla hat für viele Kunden und Investoren etwas Religiöses, weswegen der Kurs bislang entkoppelt von der tatsächlichen Entwicklung stets himmelwärts vorauseilte. Dass es nicht sinnvoll ist, sich einer Idee entgegenzustellen, deren Zeit gekommen ist, mussten in der Vergangenheit insbesondere Shortys erfahren – so früher auch einmal Smart Investor. Doch nach und nach lichten sich die Weihrauchschwaden um die Autos mit dem „ludicrous mode“. Die elektrisierende Idee von damals ist heute Mainstream und unterm Strich wird klar, dass es sich bei Tesla auch nur um einen Fahrzeughersteller handelt.

Als solcher wird Tesla zunehmend wahrgenommen und bewertet werden. Bei Kursen um 950 EUR ergibt sich aktuell eine Marktkapitalisierung von rund 950 Mrd. EUR, was dem 30-Fachen des Umsatzes und z.B. dem Zehnfachen des Daimler-Börsenwerts entspricht. Das KGV für 2022e liegt weiterhin im dreistelligen Bereich, für 2023e

schätzen die Analysten es bei 86. Das Kursniveau mag für ein junges Unternehmen ohne Konkurrenz angemessen gewesen sein, aber die Wettbewerbssituation hat sich in den vergangenen Monaten für Tesla dramatisch verschärft. Insbesondere durch den Auslieferungsbeginn bei Rivian entgleitet Tesla das hochlukrative Segment der Pick-ups – und damit Gewinne, um das Kursniveau zu unterfüttern.

Das erratische Verhalten des Firmengründers Elon Musk hilft dem Kurs auf Sicht ebenso wenig wie die aktuell anhängige Klage von JP Morgan. Die Ergebnisbeiträge durch den Verkauf von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten sinken tendenziell, weil andere OEMs den Flottenverbrauch durch eigene Modelle senken. Der Einbau preiswerterer LFP-Akkus in das Model 3 MIC zeigt, dass Teslas Kostenvorsprung bei Lithium-Ionen-Akkus durch die Gigafabriken offenbar deutlich geringer ist als häufig vermutet. Selbst wenn man Tesla etwa wegen des



Vorsprungs bei Software einen Bewertungsaufschlag zugesteht, ist das aktuelle Niveau schlicht „ludicrous mode“.

Stefan Preuß



# KOSTENFREIE KRYPTOTRADING MASTERCLASS

SICHERE DIR JETZT  
DEINEN ZUGANG UNTER  
[WWW.KRYPTOTRADING.DE](http://WWW.KRYPTOTRADING.DE)



## Turnaround

# Auf die Party folgt der Kater

Zahlreiche E-Commerce-Aktien befinden sich seit Monaten im Sinkflug. Das Etikett der „Corona-Gewinner“, steigende Logistik- und Marketingkosten und eine ungünstige Vergleichsbasis machen aus ihnen derzeit keine Anlegerlieblinge.

## Wachstumsschmerzen

Der 28.10. war für die **SHOP APOTHEKE** ein besonderes Datum: An diesem Tag wurden die ersten Bestellungen auf der Basis eines E-Rezepts verarbeitet und ausgeliefert. Auf dessen immer wieder verschobene Einführung hat sich der Online-Versandhändler akribisch vorbereitet. Laut Bundesgesundheitsministerium soll der offizielle Start am 1.1.2022 erfolgen. Allerdings können Ärzte weitere sechs Monate auch die alten Rezepte in Papierform nutzen, da viele Praxen technisch noch nicht in der Lage sind, ein E-Rezept auszustellen. Auch deshalb erwartet Shop Apotheke mit dem Jahreswechsel keine dramatische Zunahme bei den Bestellungen von rezeptpflichtigen Medikamenten, sondern eher ein stetiges Wachstum im weiteren Jahresverlauf. Während man die Probleme beim E-Rezept nicht selbst in der Hand hatte, konnten die Engpässe in der Logistik inzwischen behoben werden. Der Umzug in das neue Logistikzentrum wurde Anfang September erfolgreich abgeschlossen und dem Personalengpass durch umfangreiche Neueinstellungen begegnet. Man könne nun theoretisch 100.000 Bestellungen pro Tag versenden, so der Konzern. Die Shop Apotheke war vergangenes Jahr ein klassischer „Corona-Gewinner“ – zumindest wurde die Aktie an der Börse in diese Kategorie einsortiert. Zwar hat das Geschäft

wie das anderer E-Commerce-Firmen auch von Lockdowns und der höheren Bereitschaft zu Onlineeinkäufen profitiert – das strukturelle Wachstum des Markts durch eine höhere Penetration der Onlineapotheken wird sich aber auch nach Corona fortsetzen. Die zuletzt auf ein Umsatzwachstum von 10% präzierte Vorstandsprognose stellt dafür eher die Untergrenze dar. Attraktiv ist das Geschäft der Shop Apotheke hauptsächlich wegen seiner hohen Kundenloyalität: Bei mehr als 80% der Bestellungen handelt es sich um Wiederholungskäufe. Gleichzeitig gelang es dem Konzern, seine Kundenbasis im Jahresvergleich von 5,9 Millionen auf 7,3 Millionen auszubauen. Das dafür notwendige Marketing – wie auch die Kosten für gezielte Kampagnen zum E-Rezept-Start – dürften weiterhin die Ergebnisse belasten. Erst in drei bis vier Jahren erscheint eine EBIT-Marge im mittleren einstelligen Prozentbereich darstellbar. Das volatile Papier ist bis dahin eher für Trader interessant.

## Style fürs Depot

Der Börsengang des Online-Modehändlers **ABOUT YOU** zu Beginn des Sommers war vom Zeitpunkt her klug gewählt; im aktuellen Umfeld wäre das IPO vermutlich abgesagt worden. About You wurde 2014 als Tochter des Otto-Konzerns gegründet. Noch heute ist das Urgestein des

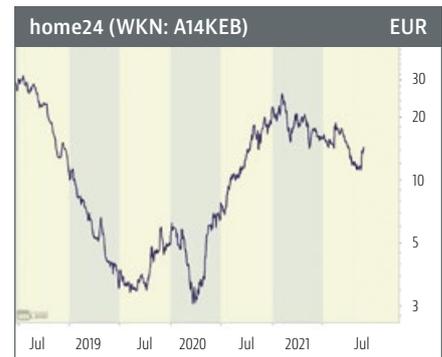
deutschen Versandhandels mit rund 36% an dem schnell wachsenden Onlinegeschäft beteiligt. About You möchte den Einkauf von Mode digitalisieren und personalisieren. Die Algorithmen der App schlagen den meist jüngeren über zehn Millionen Kunden auf Wunsch komplette Outfits vor. Mehr als 2.000 Marken sind bereits auf der Plattform vertreten – darunter beliebte Brands wie Tommy Hilfiger, Nike oder Levi's. Gelegentlich übersehen wird indes die zweite Säule des Geschäftsmodells: Die Hamburger sind nämlich auch ein rasant wachsendes Technologieunternehmen. Unter ihrer Marke „SCAYLE“ vermarktet About You die eigene Shopsoftware an andere Marken und Onlinehändler wie TOM TAILOR und DEPOT. Immer mehr Firmen bauen ihr deutlich margenstärkeres Direct-to-Consumer-Geschäft aus. About You liefert dafür neben der Software als Cloud-Lizenzprodukt ebenfalls datengetriebene Online-/Performance-Marketing-Lösungen. Die B2B-Kunden können auf Wunsch sogar den kompletten Kundenservice in die Hände von About You legen und deren europaweites Logistiknetzwerk nutzen. Wie Gründer Tarek Müller erklärt, würden die Kunden durch solche Einsparungen in der IT und Logistik im Durchschnitt eine Gewinnsteigerung von 50% realisieren. Gleichzeitig legt About You bei seiner Expansion ein hohes Tempo vor. Mit dem kürzlich erfolgten Markteintritt in Italien, Griechenland und Portugal ist man nun in 26 Ländern vertreten. Auf die kommende Wintersaison sei man gut vorbereitet, versichert Müller. Diese Zuversicht kommt auch in der angehobenen Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2021/22 zum Ausdruck

## Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz	Umsatz	EpS	EpS	EpS	KGv	KGv
				2021e*	2022e*	2020	2021e	2022e	2021e	2022e
ABOUT YOU	A3CNK4	24,40	4,15	1,75	2,30	neg.	-0,40	-0,24	neg.	neg.
home24	A14KEB	14,22	0,41	0,63	0,80	-0,61	-1,15		neg.	n/a
SHOP APOTHEKE	A2AR94	156,70	2,82	1,07	1,20	-1,17	-2,65	-0,85	neg.	neg.

\*) in Mrd. EUR

Quelle: eigene Schätzungen



(+48% bis +52%). Im bereits profitablen B2B-Geschäft lag das Plus zuletzt sogar bei 180%. Sobald der Wind für E-Commerce-Aktien dreht, gehören About-You-Papiere ins Depot.

#### Weitblick gefragt

Sinnbildlich für den Kursverlauf vieler „Corona-Gewinner“ steht das Auf und Ab beim Online-Möbelhändler **home24**. Hier scheinen Investoren zunehmend Zweifel an den Perspektiven nach dem Ende der Pandemie zu hegen. Der SDAX-Titel weist daher eine der höchsten Leerverkaufsquoten aus. Die Reaktion auf den jüngsten Quartalsbericht und die vom Vorstand bestätigten Jahresziele (währungsbereinigtes Umsatzwachstum: 28% bis 32%; bereinigte EBITDA-Marge: zwischen 0% und 2%) ist vor diesem Hintergrund durchaus interessant. So konnte sich die Aktie nach einem weiteren Abverkauf in den darauffolgenden Handelstagen auf niedrigem Niveau stabilisieren. Zieht man die Mittelfristprognose bis zum Jahr 2023 hinzu, dann dürfte der Börsenwert von rund 350 Mio. EUR wohl kaum noch Vorschusslorbeeren enthalten. home24 bestätigte das Ziel, bereits im Jahr 2023 die Marke von 1 Mrd. EUR Umsatz zu erreichen.. Da der Möbelkauf noch größtenteils offline stattfindet, braucht es hier nur marginale Verschiebungen, damit sich das strukturell zweistellige Wachstum im Onlinebereich fortsetzt. Geografisch teilt sich das Geschäft in die Segmente Europa mit dem Heimatmarkt Deutschland sowie in die Aktivitäten der Tochter Mobly in Südamerika auf. In den ersten neun Monaten schrieb home24 in Europa trotz deutlich höherer Marketing- und Logistikkosten auf der Basis des bereinigten EBITDA erneut schwarze Zahlen. Die Marge ging hier allerdings von 3% im Vorjahr auf 1% zurück. Ob das defizitäre Engagement in Südamerika langfristig sinnvoll ist, scheint eine berechnete Frage zu sein. Nach dem Börsengang von Mobly im Februar verblieben zunächst 51% der Anteile im Besitz der Berliner. Ein Verkauf könnte sich positiv auf die Risikobewertung des Small Caps auswirken und zugleich die starke Bilanz noch einmal verbessern. Die Kritik am deutlich negativen Cashflow greift hingegen zu kurz. Angesichts der weltweit angespannten Liefersituation hatte der Vorstand den Lagerbestand bereits im Sommerquartal erhöht – dies soll eine breite Verfügbarkeit des Sortiments bis in das erste Quartal 2022 sicherstellen und dadurch zur Kundenbindung beitragen. So viel Weitblick wünscht man sich gelegentlich auch von den Anlegern.

#### Fazit

Die an der Börse in Ungnade gefallen Onlinehändler stehen zweifellos vor Herausforderungen. Derzeit liegt der Fokus aber viel zu einseitig auf den Risiken solcher Geschäftsmodelle. Der Einkauf im Internet bleibt ein langfristiger Trend – auch in einer Nach-Corona-Welt.

Marcus Wessel

#### Anzeige

Wer sein Geld ökologisch nachhaltig, sinnvoll und rentabel anlegen will, vertraut seit 1991 auf den Informationsdienst Öko-Invest.



- Er liefert (per Post) aktuelle Analysen, Übersichten und Tipps zu
- nachhaltigen Fonds, Wind-, Solar- und Wasserkraftbeteiligungen
  - ca. 40 nachhaltigen Titeln im **Musterdepot**, z.B. Aktien von **Geberit**, **Tesla** und **Tomra** (mit Kursgewinnen bis 6.500%)
  - 25 Natur-Aktien im Index **nx-25** (+2.089% von 1997 bis Ende 2020)
  - 30 Solar-Aktien im Index **PPVX** (+1.479% von 2003 bis Ende 2020)
  - ausserbörslichen Aktien wie **BioArt** oder **Öko-Test**
  - **Warnungen** vor (grün-)schwarzen Schafen.

Das **Handbuch Grünes Geld 2020** enthält (in der 8. aktualisierten Auflage) auf rund 380 Seiten wieder einen umfassenden Überblick über nahezu alle Öko-Investment-Möglichkeiten samt neuer Kapitel wie Green Bonds und Crowd-Investments. Das Handbuch (Einzelpreis 24,90 Euro portofrei mit Rechnung) und ein **kostenloses Öko-Invest-Probeheft** können Sie abrufen beim Öko-Invest-Verlag, Schweizertalstr. 8-10/5, A-1130 Wien [www.oeko-invest.net](http://www.oeko-invest.net), Tel. 0043-1-8760501, [oeko-invest@teleweb.at](mailto:oeko-invest@teleweb.at)

## Anleihen

# Auf der richtigen Seite der Kreditbeziehung

## Osteuropäische Konsumentenkredite bescheren risikobewussten Anleihekäufern hohe Zinskupons

Auf 4,5% ist die Inflationsrate in Deutschland zuletzt angestiegen. Eine Trendwende ist nicht zu erkennen – nichtsdestoweniger macht die Europäische Zentralbank keine Anstalten, von ihrer ultraexpansiven Geldpolitik abzurücken. Möchten Anleiheinvestoren dennoch positive Realrenditen erzielen, müssen sie schon einen gehörigen Blick über den Tellerrand werfen.

### Vor zwei Jahren vorgestellt

Dies haben wir in Smart Investor 9/2019 (S. 58/59) beispielsweise getan, indem wir uns mit Anleihen baltischer Finanzdienstleister auseinandergesetzt haben, deren Geschäftstätigkeit in der Vergabe extrem

hoch verzinsten Verbraucherkredite besteht (siehe Kasten). Die damals vorgestellten Schuldverschreibungen, die durchweg an deutschen Börsen gehandelt wurden, versprachen Endfälligkeitsrenditen zwischen 9% und 12,5%. In der Realität sind die bis heute tatsächlichen erzielten Renditen sogar noch etwas höher. Zu Ausfällen kam es nicht. Bei einem Papier (4finance) wurde in Abstimmung mit den Anleihegläubigern allerdings die Laufzeit von August 2021 auf Februar 2025 verlängert. In den letzten Wochen haben nun mehrere der schon damals betrachteten Emittenten neue Schuldverschreibungen platziert – sicherlich ein triftiger Grund, sich dem



Bild: © K.-U. Häfner – stock.adobe.com

Thema erneut zu widmen. Hinzu kommen die sich fortsetzende Erholung der osteuropäischen Volkswirtschaften und die positive Entwicklung der Verbraucherstimmung, welche jeweils die Nachfrage nach Konsumentenkrediten ankurbeln.

### Stark verbesserte Fundamentaldaten

So haben sich die Fundamentaldaten entsprechender Finanzinstitute bereits im ersten Halbjahr 2021 erheblich verbessert. Besonders deutlich wird dies bei der in Großbritannien ansässigen International Personal Finance (IPF), dem in puncto ausstehendes Volumen größten Anbieter von Kfz-Finanzierungen und Verbraucherkrediten in Osteuropa. Zwar lag das Kreditvolumen mit 784 Mio. EUR Mitte 2021 noch 11% unter dem Volumen zum entsprechenden Vorjahreszeitraum – sowohl das EBITDA als auch der Nettogewinn, der in den ersten beiden Quartalen des vergangenen Jahres auf -71,5 Mio. EUR eingebrochen war, haben sich in Halbjahr eins 2021 aber schon wieder massiv erholt (siehe Tab. 1). Diese Entwicklung setzte sich im dritten Quartal fort, und auch für das Jahresende zeigte sich CEO Gerard Ryan im Conference Call äußerst optimistisch. Ähnliches ist von Mitbewerbern wie etwa der Elevation Group zu hören. Es ist deshalb davon auszugehen, dass sich der Zinsdeckungsgrad (EBITDA/Zinsaufwand), der die Fähigkeit eines Unternehmens bemisst, seine Zinsen zu bedienen, im Schnitt weiter erhöhen wird.

### Zur Refinanzierung genutzt

Die Erholung des osteuropäischen Verbraucherkreditgeschäfts haben verschiedene

### Das Geschäft mit den Kleinstkrediten

Für osteuropäische Verbraucher besteht in der Regel nicht die Möglichkeit, ihre Girokonten zu überziehen, und Kreditkarten von Visa oder Mastercard funktionieren in der Regel nur auf Guthabenbasis. Konsumwünsche in Form von Lifestyle- und Haushaltsprodukten (Handys, Laptops, Fernseher, ...) oder Autos bzw. notwendige Ersatzbeschaffungen müssen bei fehlenden Reserven und Monatseinkommen von meist zwischen 600 und 1.000 EUR deshalb oft über Raten-, Konsumenten- oder Kfz-Kredite finanziert werden. Diese werden dem Kaufwilligen direkt am Point of Sale (z.B. Media Markt) angeboten. Zum Teil sind aber auch bereits die vollständig digitale Beantragung über eine App und die anschließende Auszahlung an kartenlosen Geldautomaten möglich. Abgesehen vom Kfz-Bereich liegt das Gros der abgeschlossenen Kredite unter 800 EUR. Dafür sind Kreditnehmer bereit, aus westlicher Sicht unvorstellbare Effektivzinsen zu zahlen. So können einem Darlehen von 500 EUR durchaus zwölf Monatsraten à 50 EUR gegenüberstehen. Hinzu kommt möglicherweise noch eine vorab zu zahlende Bearbeitungsgebühr von beispielsweise 15 EUR und eine Sofortauszahlungs-Fee in gleicher Höhe – schon ergibt sich ein effektiver Jahreszins von 59,6%. Da sind verhältnismäßig hohe Ausfallraten, die je nach Anbieter und aktueller Wirtschaftssituation zwischen 12% und 25% liegen können, durchaus zu verkraften. Bei der Mehrzahl der Kreditnehmer handelt es sich aber ohnehin um Wiederholungstäter, die ihre Tilgungsbereitschaft und -fähigkeit bereits unter Beweis gestellt haben.

Tab. 1: Steckbriefe ausgewählter Kleinstkreditgeber in Osteuropa

	4finance	DelfinGroup	Eleving Group (ehem. Mogo Finance)	International Personal Finance (IPC)	IuteCredit	Sun Finance
Gründungsjahr	2008	2009	2012	1997	2008	2017
Firmensitz (Konzernmutter)	Lettland	Lettland	Lettland	Großbritannien	Estland	Lettland
Hauptprodukte	Kfz-Darlehen, Konsumenten Kredite	Konsumenten- kredite, Pfand- leiherdarlehen	Autofinanzierungen, Konsumentenkredite	Autofinanzierungen, Konsumentenkredite	Barkredite, Handelsfinanz., Kfz-Darlehen	Kurzfristkredite, Kreditlinien, Ratenkredite
Kreditmärkte	Spanien, Rumänien, Polen, Bulgarien, Lett- land, Tschechische R., Litauen	Lettland	Lettland, Litauen, Weißrussland, Rumänien, Kenia, Armenien, Georgien, Moldawien	Mexiko, Estland, Polen, Litauen, Tschechi- sche R., Lettland, Ungarn, Spanien, Rumänien, Australien	Moldawien, Albanien, Nordmazedonien, Bosnien und Herzegowina	Lettland, Dänemark, Polen, Kasachstan, Schweden, Mexiko, Vietnam
Ausst. Kreditvol. in Mio. EUR*	567,2	33,3	211,5	784	88,1	91,4
Gesamtverschuldung*	328,3	26,4	219,0	548,6	97,6	78,1
Eigenkapitalquote*	29%	24%	23%	54%	26%	47%
EBITDA 1. HJ 2020/ 1. HJ. 2021 in Mio. EUR	34,4/52,0	4,3/4,6	16,2/28,2	1,5/96,5	9,9/11,3	18,2/43,5
Nettogewinn 1. HJ 2020/ 1. HJ. 2021 in Mio. EUR	-9,4/14,3	2,0/1,6	-3,8/7,8	-71,5/26,6	1,3/3,0	7,2/27,6
Zinsdeckungsgrad 06/2020/06/2021	1,3x/2,2x	2,5x/2,5x	1,3x/1,9x	0,0x/3,2x	1,8x/1,8x	4,1x/7,0x
Rating	B (S&P), B2 (Moody's)	-	B- (Fitch)	BB- (Fitch), Ba3 (Moody's)	-	-

\*Jeweils 30.6.2021

Quellen: Signet Bank AS, Lettland

Anbieter in den vergangenen Wochen dazu genutzt, neue Anleihen zu platzieren. So konnte IuteCredit (IK) bei einem Zinskupon von 11% und Fälligkeit im Oktober 2026 einen Betrag von 75 Mio. EUR einsammeln (siehe Tab. 2). Keine zwei Wochen später folgten die Eleving Group (ehemals Mogo Finance) und 4finance, ebenfalls mit fünfjährigen Bonds und Zinskupons von 9,5% bzw. 10,75%. Dabei weist Letztere mit B2 (Moody's) sogar noch ein leicht besseres Rating auf. „Besser“ ist in diesem Fall allerdings sehr relativ zu verstehen – schließlich signalisiert die genannte Benotung eine hochspekulative Anlage, „bei der eine Verschlechterung der Lage Ausfälle wahrscheinlich macht“.

#### Fazit und Risikohinweise

Mittelfristig werden die Zinsen osteuropäischer Konsumentenkredite zurückgehen. Die Regularien werden immer strenger und verschiedene Länder haben damit begonnen, die maximal zulässige Zinshöhe zu begrenzen. Hier liegt sicherlich eine nicht unerhebliche Gefahr für die zukünftige Profitabilität von Kleinstkreditgebern. Im Blick zu behalten ist zudem die weitere Entwicklung der Corona-Pandemie. Eine gravierende Verschlechterung der epidemiologischen Lage schränkt das Interesse an Ratenkrediten und Kfz-Finanzierungen ein und könnte bei wieder rückläufigem Wirtschaftsgeschehen gleichzeitig zu einer verminderten Tilgungsfähigkeit führen. Zudem droht die

Wiederbelebung coronabedingter Zinsobergrenzen und anderer Regularien, von denen derzeit nur noch das vorübergehende Schuldentrückzahlungsmoratorium in Ungarn in Kraft ist. Entsprechende Risiken ins Kalkül gezogen, können die Bonds der überwiegend osteuropäischen Anbieter aufgrund der attraktiven Endfälligkeitsrenditen dennoch für risikobewusste Anleihekäufer als Beimischung interessant sein. Diese Seite der Finanzbeziehung ist in jedem Fall besser als die der kreditaufnehmenden Verbraucher. Da Geld- und Briefkurse oft weit auseinanderliegen, sollte mit strikten Limits gearbeitet werden. Ein bisschen Geduld kann sich dabei durchaus bezahlt machen.

Dr. Martin Ahlers

Tab. 2: Ausgewählte EUR-Anleihen von Kleinstkreditgebern

Emittent	WKN	Fälligkeit	Kupon in %	Rendite in % p.a.	Kurs in %	Anleihevolumen in Mio. EUR
4finance*	A181ZP	23.02.25	11,25	10,2	103,60	150
4finance**	A3KX4Q	26.10.26	10,75	10,3	101,03	175
Int. Personal Finance (IPF)**	A2843L	12.11.25	9,75	7,7	106,91	341
IuteCredit* (IK)	A2R5LG	07.08.23	13,00	10,6	104,11	50
IuteCredit* (IK)	A3KT6M	06.10.26	11,00	10,7	102,10	75
Eleving Group*	A3KXK8	18.10.26	9,50	9,5	100,10	150
Eleving Group*	A3KL7T	31.03.24	11,00	8,9	104,50	30
Eleving Group*	A191NY	10.07.22	9,50	7,1	103,00	50

\* Mindeststückelung jew. 1.000 EUR, \*\* Mindeststückelung jew. 100.000 EUR

Quelle: onvista.de

#### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt siehe auch Impressum auf S. 65).

Musterdepot

# Pluszeichen auf breiter Front

Kräftige Zugewinne bei den meisten Titeln brachten auch das Gesamtdepot zuletzt deutlich voran. Wir fühlen uns durch diese Entwicklung in unserer ausgewogenen Zusammenstellung bestätigt.

Sowohl der Technologiebereich als auch der lange Zeit schwache Edelmetallsektor zählten in den vergangenen Wochen zu den Favoriten der Anleger. Der Performance des Musterdepots kam diese Entwicklung deutlich zugute. Dabei mussten wir bei dem inzwischen verkauften **DAX-Short-Zertifikat** zweistellige Kursverluste

hinnehmen; ohne diese Absicherung wäre der Zugewinn sogar noch etwas größer ausgefallen. Dem DAX sind wir inzwischen dicht auf den Fersen. Ob wir in der Jahresendabrechnung vor unserer Benchmark landen werden, entscheidet sich vermutlich erst in den letzten Handelstagen.

### Zwei Neue mit Verwechslungsgefahr

Auf den ersten Blick könnte man unsere beiden Neuzugänge **CANCOM** und **Cameco** glatt verwechseln. Dabei endet die Ähnlichkeit doch bereits beim Namen: Während Cancom als einer der größten deutschen IT-Dienstleister seit vielen Jahren erfolgreich unterwegs ist, handelt es sich

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR)										Stichtag: 19.11.2021 (DAX: 16.159)			
Performance: +16,0% seit Jahresanfang (DAX: +17,8%); +5,4% ggü. Vormonat (DAX: +4,0%); +377,5% seit Depotstart (DAX: +531,7%)													
Unternehmen [Land]	WKN	Branche	SIP <sup>1</sup>	C/R <sup>2</sup>	Stück	Kaufdatum	Kauf zu	Kurs akt.	Wert akt.	Depotanteil	Performance Vormo.	Performance seit Kauf	
Wheaton Precious Met. [CA] <sup>3</sup>	A2DRBP	Edelmetalle	B	7/5	600	24.01.19	17,57	39,33	23.598	4,9%	+10,1%	+123,8%	
Einhell Vz. [DE]	565493	Heim/Garten	C	7/5	150	21.01.21	113,00	209,00	31.350	6,6%	+25,9%	+85,0%	
Silver Lake Resources [AU] (IK)	A0M5WY	Edelmetalle	B	8/6	20.000	20.06.19	0,69	1,17	23.400	4,9%	+11,4%	+69,6%	
Ringmetall [DE]	600190	Industrie	B	7/5	3.000	21.01.21	2,53	4,27	12.810	2,7%	+0,0%	+68,8%	
VERBUND [AT] <sup>3</sup>	877738	Versorger	C	6/6	200	30.04.20	52,28	86,35	17.270	3,6%	-10,0%	+65,2%	
DEFAMA [DE]	A13SUL	Immobilien	B	7/5	330	12.09.19	15,40	25,40	8.382	1,8%	+2,4%	+64,9%	
Berkshire Hath. B [US] <sup>3</sup>	A0YJQ2	Holding	C	6/5	75	26.01.17	153,64	248,05	18.604	3,9%	-0,2%	+61,5%	
Argonaut Gold [US] (IK)	A1C70D	Edelmetalle	B	7/6	5.000	30.08.19	1,67	2,67	13.350	2,8%	+17,6%	+59,9%	
Micron Technology [US] <sup>3</sup>	869020	Halbleiter	B	7/5	375	12.09.19	47,66	73,32	27.495	5,8%	+26,6%	+53,8%	
Gazprom [RU] <sup>3</sup>	903276	Öl/Gas	B	8/7	4.000	04.04.19	5,27	8,07	32.280	6,8%	-7,3%	+53,1%	
Shimano [JP] <sup>3</sup>	865682	Technologie	B	7/5	130	18.06.20	184,27	257,00	33.410	7,0%	+13,9%	+39,5%	
CropEnergies [DE]	A0LAUP	Energie	C	7/6	1.750	15.01.20	9,70	12,62	22.085	4,6%	+12,3%	+30,1%	
BB Biotech [CH] <sup>3</sup>	A0NFN3	Biotech	B	7/6	320	21.02.19	59,68	74,85	23.952	5,0%	-0,9%	+25,4%	
Silvercorp [CA] <sup>3</sup> (IK)	A0EAS0	Silberproduzent	B	8/7	3.500	16.02.17	3,04	3,79	13.265	2,8%	+3,6%	+24,7%	
Amazon [US]	906866	Onlinehandel	B	7/5	10	05.11.20	2790,00	3257,00	32.570	6,8%	+13,6%	+16,7%	
SSR Mining [CA] <sup>3</sup> (IK)	A2DVLE	Edelmetalle	B	8/7	1.000	24.08.20	15,72	17,25	17.250	3,6%	+23,2%	+9,7%	
CANCOM [DE]	541910	IT-Dienstleister	A	7/5	250	04.11.21	61,74	63,10	15.775	3,3%	-	+2,2%	
Taiwan Semiconductor [TW]	909800	Halbleiter	C	7/6	120	21.01.21	111,12	110,20	13.224	2,8%	+12,2%	-0,8%	
Agnico Eagle [CA] <sup>3</sup>	860325	Edelmetalle	C	7/5	250	27.06.19	49,76	48,15	12.038	2,5%	-1,9%	-3,2%	
Cameco [CA]	882017	Rohstoffe	A	8/6	500	04.11.21	24,02	22,40	11.200	2,3%	-	-6,7%	
Tudor Gold [CA] <sup>3</sup> (IK)	A2AJ7Y	Edelmetalle	B	9/7	10.000	29.04.21	1,88	1,43	14.300	3,0%	-7,1%	-23,9%	
IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis im Kasten rechts oben sowie im Impressum auf S. 65!									<b>Aktienbestand</b>	417.607	87,4%		
									<b>Liquidität</b>	59.977	12,6%		
									<b>Gesamtwert</b>	477.584	100,0%		

1) **SIP:** Das SI-Potenzialometer zeigt an, in welcher Phase einer Kursbewegung sich eine Aktie befindet (von A= „Einstieg jederzeit ratsam“ bis E= „Aktie wirkt angeschlagen“ bzw. F= „Verkauf“) und welche Handlungsprämissen wir hieraus ableiten. Veränderungen beim C/R oder SIP gegenüber dem Vormonat werden farblich hervorgehoben. **Verbesserungen** sind grün und **Verschlechterungen** rot markiert.

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

3) Durchschnittskurs

## Durchgeführte Käufe/Verkäufe

Käufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Kaufwert	Datum		
CANCOM	541910	61,74	250	15.435	04.11.21		
Cameco	882017	24,02	500	12.010	04.11.21		
Verkäufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Verkaufswert	Performance	Datum	Kaufkurs
DAX-Short	DV3AXS	12,32	1.500	18.480	-18,2%	01.11.21	15,06

bei Cameco um den weltgrößten Uranproduzenten. Atomkraft – das mag manch einem nicht gefallen – steht angesichts der globalen Ziele zur CO<sub>2</sub>-Reduktion vor einem Comeback. Dabei trifft die steigende Urannachfrage auf ein begrenztes Angebot. Für einen Produzenten wie Cameco ist dies eine ideale und lukrative Kombination. Für Cancom spricht die starke Position bei zahlreichen Digitalisierungsthemen. Neben dem klassischen IT-Projektgeschäft wächst die Gesellschaft besonders stark mit ihren Cloudlösungen, die zudem wiederkehrende Einnahmen versprechen. Der Vorstand erwartet nach der Prognoseanhebung im Oktober nun für den Konzernumsatz und das operative Ergebnis ein „sehr deutliches Wachstum“ im Vergleich zum Vorjahr. Sowohl die Papiere von Cameco als auch Cancom-Aktien bewegen sich in einem dynamischen, intakten Aufwärtstrend.

## Ein Riese erwacht

Seit rund einem Jahr befinden sich Anteile des E-Commerce-Giganten **Amazon** im Musterdepot. In dieser Zeit wurden Kursgewinne immer wieder abverkauft. Zuletzt nahm die Börse die eher schwachen Quartalszahlen dafür zum Anlass. So kämpft auch Amazon trotz eines weiterhin intakten Wachstums mit steigenden Lohn- und Logistikkosten, höheren Energiepreisen und den einen oder anderen Pandemiefolgen. In den vergangenen Wochen hat sich die Stimmung für das Papier jedoch merklich gebessert – auf Eurobasis notierte die

Aktie zuletzt sogar auf einem neuen Allzeithoch. Mit dem Black Friday und Cyber Monday beginnt für den Einzelhandel und auch für Amazon das immens wichtige Weihnachtsgeschäft. Analysten erwarten, dass Verbraucher so viel Geld wie noch nie für Geschenke ausgeben werden. Neben der Saisonalität, die für Amazon spricht, profitiert die Aktie aber auch vom Höhenflug des Tesla-Rivalen Rivian. Amazon hielt vor dem IPO rund 20% an dem Elektroautobauer, der den Onlinehändler in den kommenden Jahren mit 100.000 E-Transportern beliefern soll. Beim aktuellen Börsenkurs von Rivian bringt es allein der Amazon-Anteil auf einen Wert von über 20 Mrd. USD. Jeff Bezos beweist damit erneut, dass er ein gutes Händchen bei seinen Investments hat. Wir sehen die Amazon-Aktie auch deshalb als ein langfristiges Basisinvestment.

## Ein Nachzügler ...

Wie schnell sich die Stimmung an der Börse drehen kann, zeigen die Kursgewinne unserer Edelmetallwerte. Im boomenden Halbleiterbereich hinkte die **Micron**-Aktie in puncto Performance deutlich hinterher – nun scheint das Papier allerdings als Nachzügler entdeckt zu werden. Eine solche Entwicklung ist gerade zum Jahresende nichts Ungewöhnliches. Viele Anleger sortieren in diesen Tagen ihr Portfolio neu. Bei Micron lösten positive Analystenkommentare einen Kurssprung aus. Dabei reicht es offenkundig bereits aus, dass die Erwartungen an den Preisverfall bei Speicher-

## Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt siehe auch Impressum auf S. 65).

chips anscheinend an ihrem Tiefpunkt angekommen sind. Dazu passt die Einschätzung von Branchenkennern, wonach die aktuellen Lieferschwierigkeiten bei PCs schon bald gelöst werden könnten. Das käme Micron zugute. Auch setzt sich allmählich die Erkenntnis durch, dass Projekte wie der von Mark Zuckerberg angekündigte Aufbau eines „Metaverse“ nicht ohne DRAM-Chips möglich sein dürfte.

## ... und ein Highflyer

Die **Einhell**-Aktie schiebt sich in unserer Performance-Rangliste immer weiter nach vorne. Erst kürzlich hob der Vorstand zum wiederholten Male die Umsatz- und Ergebnisziele für dieses Jahr an. Einhell ist es gelungen, die höheren Seefrachtraten und Rohstoffpreise zu kompensieren und gleichzeitig die Lieferfähigkeit seiner beliebten Heimwerkerprodukte sicherzustellen. Ende November wird der Nebenwert zudem in den MSCI Global Small Cap Index aufgenommen. Dank der bereits getätigten Kapazitätserweiterungen sowie des klugen Markenaufbaus durch gezielte Sponsoringdeals (FC Bayern) dürfte sich das Wachstum bei Einhell fortsetzen. Vor diesem Hintergrund erscheint die Bewertung (KGV unter 14) mit Blick auf das nächste Jahr keinesfalls zu hoch.

## Fazit

In den kommenden Wochen werden wir allenfalls kleine Anpassungen in der Depotzusammensetzung vornehmen. So sind Gewinnmitnahmen bei hervorragend gelaufenen Aktien durchaus vorstellbar. Auch die Aufnahme eines neuen Shorts zur Absicherung ist eine Option. Insgesamt sehen wir dem Jahresende optimistisch, aber auch etwas vorsichtig entgegen.

Marcus Wessel



## Interview

# „Verluste finden wir schlimmer als entgangene Gewinne“

Smart Investor im Gespräch mit dem Spieltheoretiker **Prof. Dr. Christian Rieck** über Entscheidungen in Wirtschaft, Börse und Politik

**Smart Investor:** Herr Prof. Dr. Rieck, Sie betreiben einen sehr erfolgreichen YouTube-Kanal mit aktuell über 180.000 Abonnenten, in welchem Sie spieltheoretische Analysen auf aktuelle Fragen und Alltagsthemen anwenden. Was genau ist denn Spieltheorie?



*Prof. Dr. Christian Rieck lehrt Finance und Wirtschaftstheorie („Finanzdienstleistungen“) an der Frankfurt University of Applied Sciences. Einem breiten Publikum ist er bekannt durch seine spieltheoretischen Überlegungen, die er zu verschiedenen Problemstellungen über Videos im Internet bietet (<https://www.youtube.com/c/ProfRieck>). Zuletzt publizierte er ein Buch mit dem Titel „Digni-Geld“, in welchem er ein neues Geld für die zukünftigen herausfordernden Zeiten vorstellt.*

*Rieck:* Spieltheorie ist eine mathematische Entscheidungstheorie, die davon ausgeht, dass die Welt nicht nur dem Zufall unterliegt, wie es bei Glücksspielen der Fall ist, sondern dass vernunftbegabte Spieler am Werk sind. Wie bei einem Gesellschaftsspiel verfolgen diese eigene Interessen und denken darüber nach, was sie tun. Daher kommt der Name Spieltheorie.

**Smart Investor:** Können Sie ein aktuelles Beispiel nennen?

*Rieck:* Nehmen Sie die Zentralbankpolitik. Ganz offenbar existiert hier ein Spieler, der immensen Einfluss auf die Märkte hat. Es ist offensichtlich, dass man diesen Spieler nicht als Zufallsprozess modellieren sollte, aber dennoch gibt es Risikomanagementsysteme, die faktisch genau das tun. Auch wundern sich viele, wieso die Zentralbank Entscheidungen trifft, die z.B. die Geldwertstabilität gefährden. Solche Dinge werden aber sofort verständlich, wenn man die Zentralbank als eigenständigen Spieler ansieht, der eigene Interessen verfolgt.

Stellen Sie sich etwa vor, Sie sollten im EZB-Direktorium eine Entscheidung zwischen zwei Alternativen treffen: Bei Alternative A wird es zeitweise zu einer größeren wirtschaftlichen Katastrophe kommen, aber auf mittlere und lange Sicht werden die strukturellen Probleme gelöst. Bei Alternative B bleiben die strukturellen Probleme ungelöst und es wird langfristig deutlich schlechter als bei Alternative A, aber die langfristigen Probleme werden Ihrem Nachfolger zugerechnet. Sie sehen sofort, dass Alternative B für den Währungsraum schlechter ist, aber für den einen Spieler, die EZB, besser. Es handelt sich hierbei um kein „Gefangenendilemma“, welches in spieltheoretischen Überlegungen oft vorkommt, sondern um den klassischen Fall von Moral Hazard (siehe zu beidem den nebenstehenden Kasten; *Anm. d. Red.*).

**Smart Investor:** Gibt es Fragestellungen, auf die sich die Spieltheorie nicht oder nur schlecht anwenden lässt? Warum?

## Spieltheorie: Gefangenendilemma und Moral Hazard

In der Spieltheorie wird eine Situation als Dilemma bezeichnet, wenn zwingende Überlegungen der einzelnen Spieler zu einem Ergebnis führen, das für die Gruppe in ihrer Gesamtheit schlecht ist. Der klassische Fall ist das Gefangenendilemma, bei dem zwei Gefangenen die Kronzeugenregelung angeboten wird. Hierdurch können sie sich zulasten des jeweils anderen Spielers freikaufen, sofern der andere schweigt. Da es nun individuell rational ist, Kronzeuge zu werden, gestehen aus rationaler Sicht beide, sodass die Strafe höher ausfällt, als wenn sie geschwiegen hätten. Da sich dieses Spiel inzwischen auch außerhalb der Spieltheorie weit verbreitet hat, entsteht oft der Eindruck, dies sei bereits die Kernaussage dieser Disziplin. Das ist aber nicht der Fall; so auch in dem Beispiel mit der EZB. Im Gegenteil: In vielerlei Situationen ist

*Rieck:* Die Spieltheorie ist eine sehr universelle Theorie. Sie lässt sich sogar sehr erfolgreich auf das Verhalten von Tieren oder Pflanzen anwenden, auch wenn das auf den ersten Blick keine vernunftbegabten Entscheider zu sein scheinen. Daher: Die Spieltheorie lässt sich auf fast jede Fragestellung anwenden, die das Verhalten von Menschen betrifft. Man muss nur aufpassen, dass man die Ergebnisse nicht überinterpretiert oder sie für genauer hält, als sie sind. Diese Gefahr besteht, weil die Mathematik immer diese Genauigkeit suggeriert.

**Smart Investor: Wie geht man mit nicht-rationalen Mitspielern um?**



„Die 36 Strategeme der Krise – Erfolgreich werden, wenn andere scheitern“ von Christian Rieck; Rieck Verlag GmbH; 152 Seiten; 15,00 EUR

*Rieck:* Das kommt auf die Situation an. Bei sehr vielen Spielern und längerem Zeit-horizont spielt nicht-rationales Verhalten eine erstaunlich kleine Rolle. Das liegt daran, dass diese Verhaltensweisen weniger Erfolg bringen als die rationalen und daher immer weiter verdrängt werden. Wenn Sie eine kleine Anzahl von Spielern haben, gegen die Sie spielen, dann wird es kompliziert, weil es normalerweise nur wenige rationale Verhaltensweisen gibt, aber sehr viele nicht-rationale. Das ist dann die Welt der sogenannten Strategeme bzw. Kriegslisten, bei denen einer versucht, den anderen zu überlisten. Ich habe darüber ein ganzes Buch geschrieben: „Die 36 Strategeme der Krise“.

**Smart Investor: Bei der Regierungsbildung hier in Deutschland bestanden verschiedene Möglichkeiten. War es aus spieltheoretischer Sicht abzusehen, dass sich eine Ampelkoalition herausbilden würde?**

*Rieck:* Nein, denn es gab noch einige andere mögliche Konstellationen. Wenn Sie sich aber gewundert haben sollten, wieso sich die CDU/CSU so selbstzerstörerisch angestellt hat: Das liegt daran, dass man die Interessen von Markus Söder von denen der Partei trennen muss. Er wird garantiert nie Kanzler, wenn sich Laschet etabliert haben sollte – daher hat er eine Koalition mit Beteiligung der CDU/CSU mutwillig behindert. Aus Eigeninteresse heraus hat er somit der Fraktion geschadet.

**Smart Investor: Smart Investor beschäftigt sich intensiv mit dem Thema Börse, und auch damit haben Sie ▶**

Kooperation zwischen den Spielern rational und führt zu einer erhöhten gemeinschaftlichen Auszahlung.

Ein Moral Hazard bzw. moralisches Risiko (auch moralische Versuchung, moralisches Wagnis oder Rationalitätsfalle) liegt vor, wenn sich Wirtschaftssubjekte aufgrund ökonomischer Fehlanreize verantwortungslos oder leichtsinnig verhalten und damit ein Risiko auslösen oder verstärken. Als Standardbeispiel gelten Verhaltensänderungen aufgrund eines versicherten Risikos. Ursprünglich ein Begriff aus der Versicherungswissenschaft, ist moralisches Risiko heute Teil des allgemeinen ökonomischen Sprachgebrauchs.

Quellen: Prof. Dr. Christian Rieck (Gefangenendilemma); Wikipedia Deutsch (Moral Hazard)



Bildung ist der Grundstein für den Weg heraus aus der Armut und runter von der Straße. Seit 2007 hat die Familie Jäger Stiftung zur Förderung von Waisenkindern in Lateinamerika über 230 Stipendien an Waisenkinder vergeben.

Auch Sie können helfen und Straßenkinder zu Schulkindern machen!

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



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

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

Diese Spendenaktion wird unterstützt von

**Smart Investor**

**sich auseinandergesetzt. Kurzum gefragt: Ist die Börse ein Glücksspiel?**

*Rieck:* Natürlich nicht: Die Preise bilden sich aufgrund des strategischen Verhaltens der jeweils anderen Marktteilnehmer. Es ist also ein geradezu prototypischer Fall eines strategischen Spiels. Allerdings kann es sein, dass im Gleichgewicht die Spieler randomisieren, also die konkrete Wahl eines Verhaltens einem Zufallsprozess überlassen. Das kann für Außenstehende aussehen wie Zufall; dabei ist die Auswahl des Zufallsmechanismus eine strategische Entscheidung.

**Smart Investor: Gerade beim Thema Börse spielt das Risiko eine große Rolle. Und hierbei gibt es offensichtlich unterschiedliche Wahrnehmungen. Können Sie ein bisschen Licht ins Dunkel bringen?**

*Rieck:* Es gibt in der Spieltheorie eine ausgereifte Theorie darüber, wie man Risiken bewerten sollte. Diese Theorie startet mit Axiomen und leitet daraus die Bewertung von Risiken ab. Das, was dabei herauskommt, entspricht aber nicht unserem Empfinden dem Risiko gegenüber. Das liegt daran, dass wir evolutionär auf andere Situationen „geschult“ sind als die, die wir auf Assetmärkten vorfinden. Sie können aber sehr sicher sein, dass sich große institutionelle Investoren der Theorie sehr dicht annähern; die Privatanleger tun dies natürlich nicht. Da gibt es sehr gut vorhersehbare Abweichungen in der Risikobewertung. Dazu gehört z.B., dass wir Verluste schlimmer finden als entgangene Gewinne, oder dass wir Risiken in verschiedene Töpfe einteilen, in denen wir ganz unterschiedliche Risikopräferenzen haben. Aber ehe wir diese Heuristiken verdammen, müssen wir verstehen, dass es oft Methoden sind, um mit der knappen Informationsverarbeitungskapazität umzugehen, die unser Gehirn leider nun einmal hat.

**Smart Investor: Zuletzt haben wir uns verstärkt dem Thema „Kapitalismus vs. Sozialismus“ gewidmet. Ist Letzterer aus spieltheoretischer Sicht eine gute Form für ein Gemeinwesen?**

*Rieck:* Wenn man Rahmenbedingungen entwickeln wollte, die besonders schlecht für das Gemeinwesen sind, dann würde dabei der Sozialismus herauskommen – das ist nicht polemisch, sondern real. Nur

ein Aspekt: Wenn man einerseits seine Arbeitskraft einbringen soll, aber andererseits die Erträge unabhängig von der erbrachten Leistung aufgeteilt werden, dann gibt es das spieltheoretisch stärkste Argument dafür, nichts zu tun – wir sprechen von dominierten Strategien. Daher mündet Sozialismus immer in kollektiver Armut. Zugleich gibt es dort bürokratische Entscheider, die nicht positiv vom gemeinschaftlichen Erfolg ihrer Entscheidungen abhängen. Als Folge davon entstehen ständig selbstzerstörerische Situationen, wie die, die wir oben bei der CSU gesehen haben.

**Smart Investor: Kann man Altruismus über die Spieltheorie begründen?**

*Rieck:* Ja. Stellen Sie sich eine Gruppe von Steinzeitmenschen vor, die sich gegenseitig helfen. Diese bilden faktisch ein Portfolio von Risiken und verteilen diese so auf die Gesamtgruppe, dass jeder Einzelne höhere Überlebenschancen hat, als wenn er nur auf seinen kurzfristigen Vorteil achten würde. Deshalb überleben diese Gruppen mit größerer Wahrscheinlichkeit gegenüber den reinen Egoisten. Deshalb kennen wir Menschen situationsbedingt einen ausgeprägten Altruismus. Dazu existiert reichlich Forschung.

**Smart Investor: Sie haben sich auch stark mit dem Thema Geld beschäftigt und dazu einen Vorschlag namens „Digni-Geld“ entwickelt. Was muss man sich darunter vorstellen und welches sind Ihre spieltheoretischen Überlegungen dazu?**

*Rieck:* Es gibt gute Gründe für die Vermutung, dass die künstliche Intelligenz, im weiteren Wortsinn, immer mehr Tätigkeiten übernehmen wird und die Menschen deshalb immer weniger Einkommen aus Arbeit erlangen können, dafür aber immer mehr aus Kapital (wozu die KI gehört). Damit das gesellschaftlich noch funktionieren kann, ist es erforderlich, dass wir alle Menschen am Kapitalstock beteiligen, aber ohne die Fehler des Sozialismus mit den Fehlanreizen zu begehen. Das ist möglich, indem wir einen großen Teil des Kapitalstocks einer Volkswirtschaft zur Basis für das Geldsystem machen. Die Menschen profitieren dann durch Benutzung dieses Geldes von dem Produktivkapital. Sie selbst sind aber nur noch zu einem immer kleiner werdenden Teil mit klassischer Produktion

befasst und tauschen das Geld zunehmend für andere Dinge, die einen höheren Sozialstatus erlangen lassen. Dieses Geld heißt Digni-Geld. Die Details dazu sind in dem Buch „Digni-Geld – Einkommen in den Zeiten der Roboter“ beschrieben.



**„Digni-Geld – Einkommen in den Zeiten der Roboter“**

von Christian Rieck; Rieck Verlag GmbH;  
100 Seiten; 15,00 EUR

**Smart Investor: Ist Spieltheorie eigentlich ein reines Betätigungsfeld für Wissenschaftler wie Sie oder hat sie auch praktische Relevanz bzw. gibt es zahlende Nachfrager dafür?**

*Rieck:* Sie werden sich wundern, wie groß der Markt für spieltheoretische Beratung bereits ist. Manche Bereiche, wie der Einkauf, sind durch die Spieltheorie komplett umgekrempelt worden. Es sind hier Umverteilungen zwischen Unternehmen in Milliardenhöhe entstanden. Das hat ein Ausmaß, das sich noch vor einem Jahrzehnt kaum jemand hat vorstellen können. Ich bin übrigens Mitgründer einer solchen spieltheoretischen Beratung, der Competitio GmbH.

**Smart Investor: Prof. Dr. Rieck, haben Sie herzlichen Dank für Ihre interessanten Ausführungen.**

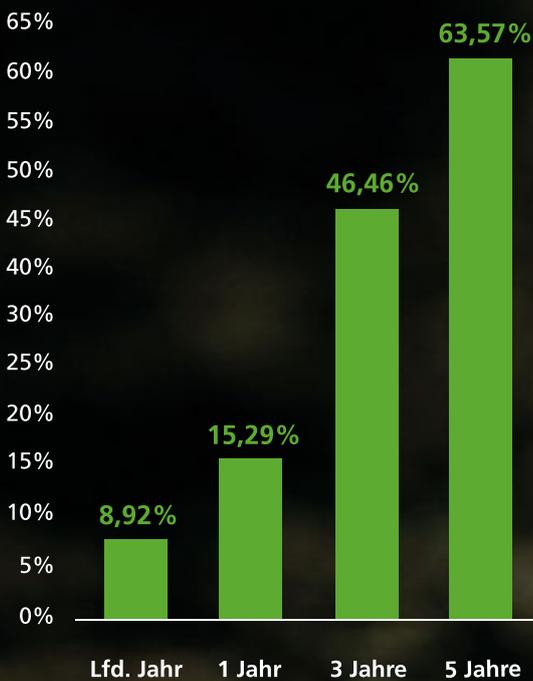
*Interview: Das Gespräch wurde am 23. Oktober 2021 am Rande der Konferenz World of Value in Frankfurt von Ralf Flierl geführt.*



**CONCEPT**  
AURELIA GLOBAL

# Der Vermögensverwaltungsfonds. Erfolgreich in allen Zeiten. Mit uns. Vertrauen in Wachstum.

CONCEPT Aurelia Global (WKN A0Q8A0)



Wertentwicklung per 15.11.2021

## Weitere Informationen:

CONCEPT Vermögensmanagement  
Welle 15 | 33602 Bielefeld  
Telefon 0521/92599-70 | [www.c-vm.com](http://www.c-vm.com)



**WirtschaftsWoche**

**BESTE**  
nachhaltige  
Vermögens-  
verwaltung

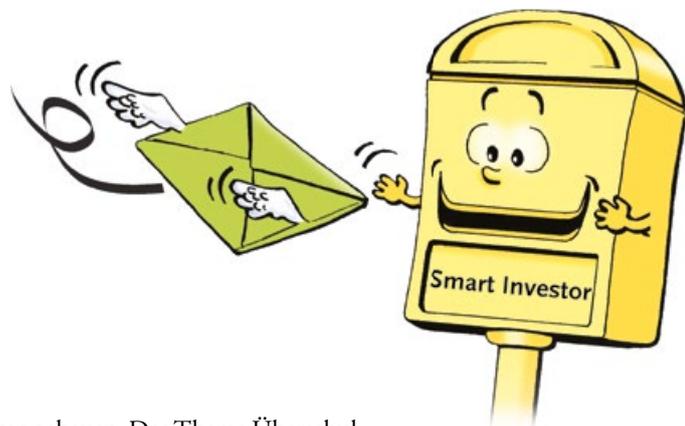
2020

CONCEPT  
Vermögensmanagement  
Concept Aurelia Global

Kategorie: offensiv & flexibel  
Im Test: 523 Fonds  
Ausgabe 36/2020

Leserbriefe

# 50 Minuten nach zwölf!?



**?** Warum kein Gann mehr?

Mir ist aufgefallen, dass schon seit längerer Zeit die zweite Strategie Ihres Gastanalysten Uwe Lang, nämlich die Quartalsregel nach Gann, deren Ergebnisse er neben der von ihm geführten Intermarktanalyse früher präsentierte, in den letzten Monaten nicht mehr von ihm erwähnt wurde. Warum lässt er sie weg?

*Markus Pressburger*

**SI** Wir fragten bei Uwe Lang nach – hier sein Statement dazu:

„Sie haben recht, dass ich die Ergebnisse der Gann-Strategie zuletzt nicht extra erwähnt habe. Sie ist eine Art Sicherheitssystem, das von Ende Juli bis Ende Oktober grundsätzlich aus dem Aktienmarkt aussteigt. Seit Ende Oktober gibt die Methode nun wieder grünes Licht und wird bis Juli 2022 nur dann ein Warnsignal geben, wenn DAX und S&P 500 beide nach der Quartalregel ein Verkaufssignal geben. In diesem Fall werde ich aber darauf extra hinweisen.“



Smart Investor 11/2021

**?** Heuermann ist Klasse!

Das Interview mit dem Weltenbummler Christoph Heuermann fand ich erfrischend, ehrlich und in letzter Konsequenz auch ziemlich hart in seinen Aussagen. Die wichtigste Botschaft darin war für mich: Länder, die bislang bei den Auswanderwilligen hoch im Kurs standen, – also vor allem Kanada, Australien, Neuseeland oder die USA – haben inzwischen totalitäre Züge entwickelt und sind daher aus seiner Sicht No-Go-Länder geworden. So schnell kann sich die Politik wandeln.

*Jochen Wehrle*

**SI** In dieser Klarheit, mit der Heuermann es dargestellt hat, war dies auch für uns in gewisser Weise neu. Allerdings hat er ja auch konstruktive Vorschläge eingebracht und positive Entwicklungen in anderen Ländern aufgezeigt, wie z.B. in Costa Rica oder Dubai.

**?** 50 Minuten nach zwölf?

Ihre Titelgeschichte zum Kapitalschutz und vor allem das Interview mit Erich Hambach haben mich regelrecht aus den

Socken gehauen. Das Thema Überschuldung Deutschlands und der meisten anderen Staaten war mir zwar schon bewusst – bisher dachte ich beim Thema Kapitalschutz aber immer, dass es fünf Minuten vor zwölf steht. Nachdem ich Ihre Artikel gelesen und selbst ein bisschen nachrecherchiert habe, komme ich zu dem Schluss, dass es 50 Minuten nach zwölf ist. Sehe ich das richtig?

*Karl Ballriegel*

**SI** Sagen wir es einmal so: Die Dramatik, die sich hinter dem von Ihnen gemalten Bild mit der Uhr verbirgt, halten wir nicht für ganz verkehrt. Das weltweite Finanz- und Währungssystem ist am Ende und kann nur noch durch eine ungeheuerliche Gelddruckorgie aufrechterhalten werden – das haben wir in zahlreichen Artikeln immer wieder herausgearbeitet. Die Pläne des bestens verdrahteten World Economic Forum (WEF) und dessen Führungsfigur Prof. Klaus Schwab gehen ja genau in die Richtung einer gigantischen, womöglich weltweiten Umverteilung – Stichwort: „Great Reset“. Mehr zu diesem Thema können Sie in unserer Ausgabe 5/2021 lesen. Und tatsächlich sind in der EU bzw. in Deutschland die gesetzlichen Rahmenbedingungen dafür längst geschaffen. Ob die in unserem Heft 11/2021 genannten Möglichkeiten zum Kapitalschutz letztendlich noch greifen, können wir nicht vorhersehen. Das wird davon abhängen, inwieweit sich die Politik über bislang geltendes Recht hinwegsetzen bzw. dieses ändern oder uminterpretieren wird. Im Zweifel wird gelten: „Not kennt kein Gebot.“ Im Hinblick auf Kapitalschutz dürfte es zielführend sein, eine Diversifizierungsstrategie zu fahren, d.h. nicht alle Eier in denselben Korb zu legen.



Smart Investor 5/2021

**?** Ampel zeigt sich human

Ich kann zwar Ihre Aussagen aus dem Kapitalschutzreport bzgl. der Begehrlichkeiten des Staats im Hinblick auf das Vermögen der Bürger nachvollziehen. Allerdings zeigten doch die diesbezüglich relativ humanen Koalitionsergebnisse der Ampelparteien, dass es noch nicht so schlimm stehen kann.

*Jens Wenner*

**SI** Enteignungen im großen Stil müssen überraschend durchgezogen werden, man kann sie daher kaum ankündigen. Es bedarf dazu eines triftigen Grundes, z.B. des Zerfalls des Euro, einer großen Bankenpleite, einer Eskalation des Coronathemas o.Ä. Wir gehen davon aus, dass dies noch innerhalb der neuen Legislaturperiode passieren wird.

**? 80 Millionen Mal kopieren!**

Ihr Artikel „Die Verheißungen des Sozialismus“ ist das Beste, was ich seit Langem im Hinblick auf die politische Entwicklung gelesen habe. Fazit: Wer Sozialismus will, wird es am Ende bitter bereuen müssen. Man sollte den Artikel 80 Millionen Mal kopieren und jedem Deutschen in die Hand drücken.

*Franz Hiehler*

**SI** Ja – obwohl sozialistische Systeme noch immer gescheitert sind, schafft es diese Idee immer wieder in die Köpfe der Menschen.

**? Über Unvernunft und Vernunft**

Auf den Artikel „Die Unvernunft der Impfverweigerer“ in der FAZ vom 29.10.2021 habe ich folgenden Leserbrief formuliert (*durch die Redaktion von Smart Investor gekürzt*) – bislang ohne Antwort.

Immer intensiver wird auf die Impfverweigerer eingetrommelt, sich endlich impfen zu lassen. Die Impfverweigerer sehen sich immer häufiger mit Häme, Aggression, Beleidigung seitens ihrer Kollegen, Freunde, auch sogar Familienmitglieder konfrontiert, verlieren sogar ihren Arbeitsplatz. Falls sie in Quarantäne müssen, sollen sie sich auf Verdienstausschlag ohne Entschädigung einstellen. Ein Mitglied des Deutschen Ethikrats hat zu allem Überfluss gefordert, dass sie im Fall einer Corona-Erkrankung schriftlich auf ein Intensivbett verzichten. Die sog. 3G-Regel steigert sich durch die Abschaffung der kostenlosen Tests mit Ersetzung durch den teuren PCR-Test für die meisten zu 2G; und da Genesene innerhalb eines halben Jahres nach Krankheitsbeginn ohne Zusatzimpfung ihren Status verlieren, läuft das Ganze auf 1G hinaus, also auf einen Impfbefehl für alle, obwohl der Europarat erst kürzlich auch gegen Corona jeden direkten und indirekten Impfbefehl ausdrücklich verboten hatte!

Nun hat unsere Regierung im Frühjahr amtlich verlauten lassen, dass alle Corona-Maßnahmen entfallen, wenn für jeden Bürger ein Impfangebot zur Verfügung steht. Weshalb hält unsere Regierung nicht Wort und stellt sämtliche Pandemiemaßnahmen ein, wie das auch schon zahlreiche andere Demokratien getan haben?

Die derzeit überwiegend eingesetzten genbasierten Impfstoffe wurden nicht ausreichend präklinischen Tests unterworfen, wie dies normalerweise durch internationale Vorschriften vorgeschrieben ist. Die Hersteller haben daher verständlicherweise jede Haftung ausgeschlossen. Die politisch gewünschte Zulassung wurde dann als Notzulassung deklariert. Damit wurde die sonst obligatorische

Umweltverträglichkeitsprüfung für die Herstellung und Verwendung dieser gentechnisch veränderten Organismen vermieden. Die deutsche Bevölkerung, die genetisch manipulierte Lebensmittel weitgehend ablehnt, muss plötzlich genbasierte Impfstoffe akzeptieren.

*Tilmann Herbolzheimer*

**SI** Wir stimmen Ihnen weitgehend zu und sind gespannt, ob Sie eine Antwort von der FAZ erhalten werden.

**? Verkürzte Darstellung!?**

Der Informationsgehalt verkürzter Darstellungen von Interviews, wie Sie das bei Prof. Dr. Christian Drosten und Prof. Dr. Alexander Kekulé in Ihrer Rubrik „Leserbriefe“ (in Heft 11/2021 auf S. 67) getan haben, ist unzureichend, irreführend und gefährlich für die Interpretationsfähigkeit so mancher Klientel. Ob Sie es wollen oder nicht – so tragen Sie nicht zu einer objektiven und beruhigenden Meinungsbildung bei.

Man kann und muss nicht mit den in den Leserbriefen und Ihren wohlwollenden Kommentaren zu den erwähnten Corona-Maßnahmen einverstanden sein. Das, was absolut hier in Deutschland fehlt, ist die Aufklärung der Menschen über Maßnahmen, wissenschaftliche Erkenntnisse, Funktionsweise von Impfstoffen etc. Dazu sind auch Sie als Printmedium in der Pflicht und nicht nur die so gern betitelten staatsnahen und öffentlich-rechtlichen Medien. Durch Nichtaufklärung entsteht sehr leicht eine Situation wie im Mittelalter. Menschen legen sich ihr einfaches Weltbild zurecht, bei denen vermeintlich Schuldige schnell ermittelt sind.

*Angela Sommer*

**SI** Es stimmt zwar, dass wir nur kurze Zitate von Prof. Dr. Drosten und Prof. Dr. Kekulé gebracht haben – aber das liegt in der Natur der Sache, da wir nicht die vollständigen Interviews abdrucken können. Die Mainstreammedien geben diesen Personen jedoch ohnehin genug Raum. Allerdings haben wir den Sinn deren Aussagen aus unserer Sicht nicht entstellt. Wir versuchen, korrigierend genau das zu bringen, was im Mainstream eher verschwiegen wird. Um es konkret zu machen: Nahezu alle ursprünglichen positiven Aussagen über die Impfstoffe haben sich mittlerweile als überzogen bzw. völlig ungültig erwiesen. Und Fakt ist, dass jeder, der sich zunächst auf die ursprünglichen Versprechungen einließ, mittlerweile ohne ausdrückliche Zustimmung quasi ein Impfabonnement untergejubelt bekommen hat. Genau das ist es, was die beiden Zitate aussagen. ■

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

## Buchbesprechung

## „Hidden Champions“

Kalle, Hillebrand, Ottobock, Rohi, Utsch, Ringpu oder Hikvision – Ihnen kein Begriff? Nicht weiter verwunderlich, schließlich handelt es sich ausnahmslos um sogenannte Hidden Champions, also Weltmarktführer, aber eben in weniger bekannten Nischenmärkten. Würstchen (Kalle), Kfz-Kennzeichen (Utsch) oder Stoffbezüge für Flugzeuge (Rohi) sind nun einmal exotisch – aus Investorensicht allerdings durchaus lohnend, wie Managementvordenker Hermann Simon in seinem neuen Werk eindrucksvoll darlegt. 30 Jahre nachdem er den Begriff der Hidden Champions kreiert und salonfähig gemacht hat, skizziert er die dynamische Entwicklung dieses Segments, untersucht den regionalen wie auch globalen Wandel und wagt einen Ausblick auf zukünftige Tendenzen und Ausprägungen.

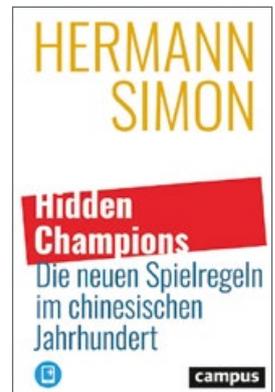
Nach Simons dreiteiliger Definition – das Unternehmen muss weltweit zu den Top 3 gehören oder auf seinem Kontinent die Nummer eins sein; Umsatz unter 5 Mrd. EUR; geringe Bekanntheit in der allgemeinen Öffentlichkeit – gibt es weltweit derzeit über 3.400 Hidden Champions mit einem Schwerpunkt auf dem deutschsprachigen Raum. Warum dies so ist, wo sich die Firmen regional befinden, was sie anders machen etc., das untersucht Simon mit manisch anmutender Akribie.

Dass es allenfalls eine Momentaufnahme ist, beweist der Blick nach Asien: Gerade chinesische Firmen schließen immer weiter auf und dürften in den kommenden Jahren zu den schärfsten Konkurrenten deutscher Hidden Champions werden.

Wer sich speziell mit der Frage nach der Zukunft der Nischenmarktführer beschäftigen möchte, der wird im letzten Kapitel auf seine Kosten kommen. Aus deutscher Sicht droht Ungemach: Neben Bergbau, Stahl oder Schiffbau wanken auch große Teile der klassischen Automobilindustrie – mit verheerender Wirkung auf deren gesamte Wertschöpfungskette. Da wird aus der gern zitierten Transformation schnell ein veritabler Überlebenskampf. Will man seine Position behaupten, gilt es, hochinnovativ zu bleiben und sein Geschäftsmodell in Richtung der sogenannten Sunrise Industries (aufsteigende Branchen) zu entwickeln.

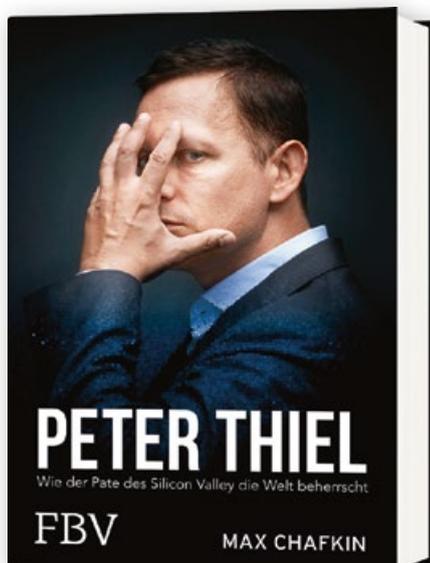
**Fazit:** Wer eine Frage zum Themenkomplex „Hidden Champions“ hat, sollte in diesem Buch, dessen 280 Seiten prall gefüllt sind mit Daten, Informationen und Statistiken, fündig werden. Bleibt eine Frage offen, könnte es an deren Relevanz liegen.

Bastian Behle



„Hidden Champions – Die neuen Spielregeln im chinesischen Jahrhundert“  
von Hermann Simon; Campus Verlag; 280 Seiten; 39,95 EUR

Anzeige



Kein Journalist hat sich in den vergangenen Jahren so intensiv mit Peter Thiel, seinem Leben, seinen Firmen und seinem Mindset auseinandergesetzt wie Max Chafkin. In unzähligen persönlichen Gesprächen mit Thiels Freunden und Menschen, die nah mit ihm zusammengearbeitet haben, gelingt Chafkin ein geradezu intimes Porträt von Thiel, das seinesgleichen sucht. Thiel ist Contrarian, Mastermind und Kapitalgeber hinter einer ganzen Reihe von Unternehmen wie PayPal, Facebook oder Palantir. Doch trotz seiner Macht und der Allgegenwärtigkeit seiner Projekte ist keine öffentliche Figur so geheimnisvoll.

Max Chafkin  
Peter Thiel – Facebook,  
PayPal, Palantir  
Wie der Pate des Silicon Valley die  
Welt beherrscht  
ISBN: 978-3-95972-330-5  
450 Seiten mit Bildteil | 22,00 €  
Auch als E-Book erhältlich.



FinanzBuch Verlag

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

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

## Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
11 bit studios	A1J1ZZ	49	IWG	A2DGJL	16
ABOUT YOU	A3CNK4	52	Labrador Gold	A2JAFY	46
Agnico Eagle	860325	56	Leifheit	646450	7
Amadeus FiRe	509310	6	Limes Schlosskliniken	A0JDBC	7
Amazon	906866	56	Logitech	A0J3YT	49
APONTIS PHARMA	A3CMGM	7	Magna Gold (IK)	A2N6WB	46
Argonaut Gold (IK)	A1C70D	56	Media & Games Invest (IK)	A1JGT0	49
ASOS	912703	14	MERKUR PRIVATBANK	814820	7
audius (IK)	A0M530	7	Micron Technology	869020	56
BB Biotech	A0NFN3	56	Nabaltec	A0KPPR	7
Berkshire Hathaway	A0YJQ2	56	Naked Wines	A0B7SL	16
Bunker Hill Mining	A2H81M	45	NetEase	501822	49
Cameco	882017	56	O3 Mining (IK)	A2PNTH	47
CANCOM	541910	56	Osisko Mining	A2AMF5	47
Capital & Counties Properties	A1CUUR	16	PSI Software	A021JH	6
Cartier Resources (IK)	A0M056	45	Ringmetall	600190	56
CD PROJEKT	534356	49	SBF AG	A2AAE2	7
CEWE	540390	6	Scherzer & Co.	694280	8
CI Games	A0NJDD	49	Serviceware	A2G8X3	6
CropEnergies	A0LAUP	56	Shimano	865682	56
DATAGROUP	A0JC85	6	SHOP APOTHEKE	A2AR94	52
DATRON	A0V9LA	7	Silver Lake Resources (IK)	A0MSWY	56
DEFAMA	A135UL	56	Silvercorp (IK)	A0EAS0	56
Defiance Silver	A1JQW5	46	SSR Mining (IK)	A2DVLE	56
DFV Dt. Familienvers. (IK)	A2NBVD	7	STEMMER IMAGING (IK)	A2G9MZ	6
Einhell Vz.	565493	56	Taiwan Semiconductor	909800	56
Electronic Arts	878372	49	Take-Two	914508	49
Embracer Group (IK)	A3C36T	49	Talisker Resources (IK)	A2PH5Z	47
Endor (IK)	549166	49	Tesla	A1CX3T	50
Funkwerk	575314	7	Tudor Gold (IK)	A2AJ7Y	56
Gazprom	903276	56	VERBUND	877738	56
Goldshore Resources (IK)	A3CRU9	47	Villero & Boch Vz.	765723	50
home24	A14KEB	52	Western Copper and Gold	A1JMCZ	45
INDUS Holding	620010	13	Wheaton Precious Metals	A2DRBP	56

## Themenvorschau bis Smart Investor 3/2022

**Kapitalmarktausblick:** Wohin geht die Reise 2022?

**Lieferketten:** Sind sie wirklich gefährdet?

**Schwellenländer:** Wieder in der Spur?

**Zinsen:** Ist die Wende nach oben da?

**Dividenden:** Die Ausschüttungsstars

**Elliott-Wellen:** Über die Hardcore-Chartisten

**Cannabisaktien:** Der Kater nach dem Rausch

**Lebensart & Kapital:** Italien

**Spirituosen:** Alkohol geht eigentlich immer

**Neues aus der Meyerei:** Die SI-Talkrunde

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

# Smart Investor

19. Jahrgang 2021, Nr. 12 (Dezember)

### Verlag:

Smart Investor Media GmbH  
Engelhardstraße 10, 81369 München  
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-81  
E-Mail: info@smartinvestor.de  
Internet: www.smartinvestor.de

### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),  
Christian Bayer, Ralph Malisch

### Redaktionsanschrift:

siehe Verlag  
E-Mail: info@smartinvestor.de

### Freie Mitarbeiter:

Holger Aderhold, Dr. Martin Ahlers, Bastian Behle, Benjamin Eder, Dr. Marko Gränitz, Fabian Grummes, Mathias von Hofen, Elias Huber, Rainer Kromarek, Marc Moschettini, Josef Obermeier, Stefan Preuß, Marcus Wessel

### Gastautoren:

Thomas Bartling, Jürgen Dumschat,  
Manfred Hübner, Gerd Kirsten,  
Dr. Werner Koch, Werner Krieger, Uwe Lang

### Interviewpartner:

Dr. Georg Issels, Prof. Dr. Christian Rieck, Felix Schleicher, Dr. Johannes Schmidt, Markus Walder

### Gestaltung:

Holger Aderhold  
Rudolf Schuppler (Cartoons)  
Titelbild: © fotomek – stock.adobe.com,  
Rudolf Schuppler

### Bilder:

stock.adobe.com  
bzw. jeweiliger Bildnachweis

### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom 1. Dezember 2007; Ansprechpartner: Ralf Flierl; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-84

### Erscheinungstermine 2022:

18.12.2021 (1/2022), 29.12.2021 (2/2022), 26.2.2022 (3/2022), 26.3.2022 (4/2022), 30.4.2022 (5/2022), 28.5.2022 (6/2022), 25.6.2022 (7/2022), 30.7.2022 (8/2022), 27.8.2022 (9/2022), 24.9.2022 (10/2022), 29.10.2022 (11/2022), 26.11.2022 (12/2022), 17.12.2022 (1/2023)

### Redaktionsschluss:

19.11.2021

### Preise:

Einzelpreis Print: 12,00 EUR (zzgl. Versandkosten);  
Jahresabo Print: 120 EUR (12 Ausgaben);  
Jahresabo Digital: 110 EUR (inkl. Onlinearchiv);  
Jahresabo Print & Digital: 140 EUR (inkl. Onlinearchiv);  
Alle Abopreise verstehen sich inkl. Versandkosten und MwSt.

### Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH  
Engelhardstraße 10, 81369 München  
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-81  
E-Mail: abo@smartinvestor.de

### Charts:

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

### Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

### Haftung und Hinweise:

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

### Datenschutz:

Der Schutz Ihrer Daten ist uns wichtig. Es gilt die Datenschutzerklärung der Smart Investor Media GmbH, ebenfalls abrufbar auf unserer Website [www.smartinvestor.de/datenschutz](http://www.smartinvestor.de/datenschutz).

### Nachdruck:

© 2021 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 externen Datenträgern.

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479

### Interessenkonflikte:

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

Zu guter Letzt

# Oh, Du fröhliche ...

Von Fabian Grummes



Weihnachten im Jahr zwei der globalen Corona-Pandemie kommt mit großen Schritten näher. Vieles spricht dafür, dass die Politik auch dieses Mal für eine wirklich „stade Zeit“, wie man die Vorweihnachtszeit in Bayern auch nennt, in Form eines neuerlichen Lockdowns sorgen wird. Die Vorzeichen dafür stehen günstig. Die Ampelregierung in spe hat die Gesetzeslage schon verschärft, während die Merkel-Regierung noch geschäftsführend an den Hebeln der Macht mehr oder weniger nach Belieben schalten und walten kann – abgewählt ist man ja eh schon. COVID bleibt also auch nach zwei Jahren das mediale Dauerthema.

Dabei gäbe es so viel anderes Positives zu berichten: das höchst erfolgreich verlaufene Treffen in Sachen Klimawandel in Glasgow beispielsweise. Die Teilnehmer stießen für ihre Anreise dieses Mal rund 100% mehr CO<sub>2</sub> aus als beim letzten Treffen dieser Art. Leider nahm der chinesische Präsident, Xi Jinping, dieses Mal nicht am Gipfel teil – er hätte seinen Kollegen aber ein Referat darüber halten können, wie höchst erfolgreich die planwirtschaftliche Energiepolitik Chinas verläuft. Vor allem im Süden und Südwesten des Reichs der Mitte bestand ab Sommer nämlich eine massive Stromknappheit, die hauptsächlich hausgemacht war: Die

Strompreise ebenso wie die Stromproduktion sind festgesetzt, während zugleich die Kohlepreise explodierten. Die Stromproduktion war damit wenig attraktiv und in der Folge entstand ein Mangel. Gott sei dank hat Peking aber regulierend eingegriffen und ein Sinken der Kohlepreise staatlich angeordnet. Die Versorgung ist also gesichert, und damit das so bleibt, hat man auch gleich noch den Handel mit CO<sub>2</sub>-Zertifikaten eingeführt. Zur Sicherheit baut man noch weitere 200 Kohlekraftwerke – bis zur angestrebten „Klimaneutralität“ im Jahr 2060 ist es ja auch noch ein bisschen hin ...

Auch über die Strahlkraft der EU liest man viel zu wenig. Dabei ist die Staatengemeinschaft ein enormer Publikumsmagnet. Die Anziehungskraft ist so groß, dass derzeit jede Menge Raketeningenieure und Herzchirurgen bzw. Frauen und Kinder den gewaltigen und teuren Umweg vom Nahen Osten über Weißrussland in Kauf nehmen, nur um hier am Aufbau der neuen Gesellschaft mitwirken zu können. Die Teuerungsraten von 4% und mehr bestätigen, dass das Damenduo von der Leyen und Lagarde auf dem richtigen Wirtschaftspfad ist. Noch besser läuft es auf der anderen Seite des großen Teichs: Die seit Dekaden nicht mehr gesehene Teuerungsraten von über 6% ist der klare Beweis für den Erfolg des Traumduos Joe & Kamala beim Wiederaufbau der US-Wirtschaft. Das spiegelt auch das Börsengeschehen wider: DAX und Dow eilen von Erfolg zu Erfolg bzw. von Allzeithoch zu Allzeithoch, so auch der Bitcoin; ebenso boomen die Rohstoffbörsen. Dass sich Gold und Silber wiederum allenfalls seitwärts bewegen, passt ins Bild: Die Edelmetalle gelten schließlich als metaphorische Kanarienvögel der (volkswirtschaftlichen) Kohlebergwerke – da sie nicht steigen, ist alles bestens.



Das Weihnachtsfest kann also kommen, und falls die Geschenke aufgrund der zerrissenen Lieferketten ausbleiben, das Festtagsmenü sich aufgrund der Preissteigerung auf Kartoffelsalat und Würstchen beschränkt und die Küche am Ende ebenso wie die ganze Wohnung aufgrund eines Stromausfalls kalt bleibt, immer daran denken: Beim Fest der Liebe geht es nicht um Konsum oder materielle Güter, sondern um Besinnlichkeit, Frieden und das Denken an die Lieben. ■



## Solide Werte – Attraktive Rendite

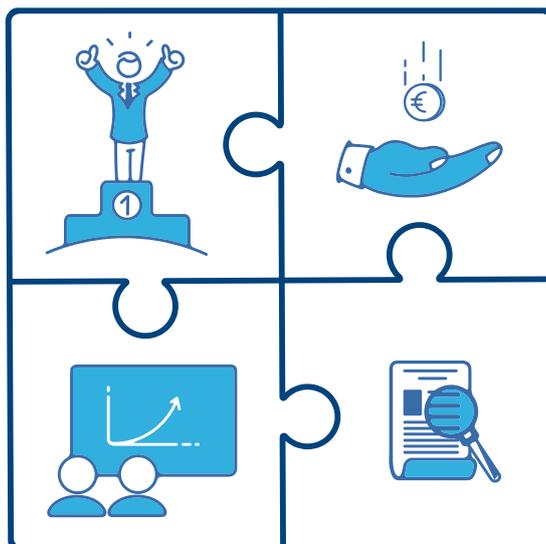
### Marktführendes Geschäftsmodell.

Deutschlands Nr. 1  
Auktionshaus für Immobilien.



### Renditeorientiert!

Höchste Dividendenausschüttung  
€ 1.35 für GJ 2020



### Dividendenkontinuität.

Vorfahrt für Aktionäre.  
Kontinuierliche  
Dividendenzahlung seit 1999.



### Regelmäßiges Research Coverage.

Unabhängige Unternehmensstudien  
durch GBC und Edison.



Die Aktien der DGA AG (ISIN DE0005533400) werden an allen deutschen Börsenplätzen gehandelt.



IN EINER ZEIT, IN DER ALLE  
HOHE RISIKEN EINGEHEN, IST  
EINE KONSERVATIVE HALTUNG  
DIE WAHRE INNOVATION.

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

Ein Unternehmen der August von Finck Gruppe

