

# Smart Investor

www.smartinvestor.de

## Finanzieller Fallout Nicht nur in der Energiewirtschaft



**Aktivistische Investoren:**  
Ungebetener Einfluss mit  
wertsteigernder Wirkung

**Beteiligungsgesellschaften:**  
Die deutschen Holdinggesell-  
schaften im Zahlencheck

**Österreichische Schule:**  
Auf den Boom folgt  
zwingend der Bust

# DER ELEGANTESTE WEG IN EINE UNZE GOLD ZU INVESTIEREN.

Bis jetzt haben Sie, wenn es um Goldinvestments ging, auf die klassischen Barren von Degussa gesetzt. Nun können Sie Ihre Liebe zum Gold zusätzlich jeden Tag auch durch außergewöhnliche Schmuckstücke von Degussa zeigen.

Zum Beispiel durch unsere Manschettenknöpfe aus zwei 1/10 Unze Krügerrand in handgefertigten Fassungen, für die alte Krügerrand-Münzen verwendet wurden. Insgesamt enthalten sie 24,5 Gramm Feingold. Oder durch unsere Uhren-Kollektion für Damen und Herren: Made in Germany, mit original Schweizer Markenuhrwerken und mit bis zu 32,7 Gramm Feingold.

Zeigen Sie Klasse und setzen Sie gleichzeitig auf bleibende Werte. Von Degussa.

**DEGUSSA-GOLDHANDEL.DE**



# Schwarzer Geldregen

An der Börse galten die Energieversorger vor nicht allzu langer Zeit als Witwen- und Waisenpapiere. Aktien, die risikoscheuen Investoren sichere Dividenden und stabile Kurse garantierten. Doch die karge Witwenrente hätte mit e.on oder RWE in den letzten Jahren kaum aufgebessert werden können. Stattdessen sind die Papiere der Versorger auch im siebten Jahr nach der Finanzkrise noch immer nicht vom Fleck gekommen – eine Branche, wie prädestiniert für den großen Turnaround also?

Fundamental sieht auf den ersten Blick doch alles glänzend aus: Die Papiere der großen deutschen Stromkonzerne notieren nahe ihren Buchwerten, die KGVs sind im Vergleich zum breiten Markt nicht zu teuer. Und auch in Zukunft wird das Land nach Strom verlangen. Warum also sollten die Aktien nicht einen neuen Frühling erleben dürfen? Sie könnten es vermutlich, wenn nicht Sünden aus der Vergangenheit „schwer wie Uran“ auf den Bilanzen der Konzerne lasten würden. Sie ahnen vermutlich, worauf ich hinaus will.

In unserer Titelstory (S. 24) haben wir uns daher sowohl mit den Bilanzen der Versorger als auch mit dem, was gerade nicht darin geschrieben steht, befasst. Dabei haben wir interessante Erkenntnisse zu Tage gebracht. Vor allem ist uns jedoch eines aufgefallen: Das Phänomen von unsichtbaren Altlasten scheint nicht auf die Energiebranche beschränkt zu sein, der „finanzielle Fallout“ belastet unser gesamtes Finanzsystem. Denn wie schwarzer Regen ergießt sich die Liquidität der Zentralbanken über unser Wirtschaftssystem. Und genau wie beim sogenannten „Washout“ sehen die Regentropfen – in Form von niedrigen Zinsen – zu Beginn noch völlig harmlos aus.

Im „Großen Bild“ ab S. 44 gehen wir daher den Konsequenzen der Nullzinsen und den daraus resultierenden Crash-Gefahren nach. Nicht zuletzt auch unter dem Einfluss unseres Interviews mit Martin Armstrong



Christoph Karl,  
stellvertretender Chefredakteur

im letzten Smart Investor, auf das wir eine beachtliche Resonanz erfahren haben. Wir verfolgen daher auch diesmal wieder kritisch seine jüngsten Aussagen und beschäftigen uns mit dem Kursrutsch an den Anleihemärkten der letzten Wochen.

Über all diese Themen sprechen wir auch mit dem Fondsmanager Armin Zinser aus Paris, einem Querdenker mit „österreichischer“ Grundeinstellung (S. 74). Als Gegenentwurf zum Artikel von Michael von Prollius im letzten Heft stellt Thorsten Polleit ab S. 27 die Theorie des Boom & Bust-Zyklus der österreichischen Schule vor. Wie jedes Jahr im Juni beschäftigen wir uns außerdem auch diesmal wieder mit den börsennotierten Beteiligungsgesellschaften und deren Zahlen (S. 6).

Passend zum Thema „finanzieller Fallout“ findet übrigens am 6. Juni die „6. Hamburger Mark Banco Anlegertagung“ statt. Das Thema wird diesmal „Adieu, liebe Banken! – Investmentchancen jenseits des €-Bankenkartells“ lauten. Weitere Infos sowie eine Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie unter: [www.ifaam-institut.de/veranstaltungen](http://www.ifaam-institut.de/veranstaltungen)

Auch wenn unser Titelbild Endzeit-Stimmung verbreitet, die Freude am Lesen wollen wir Ihnen dennoch nicht verderben. Ich wünsche Ihnen viel Spaß bei der Lektüre!

Herzlichst

Werbemittlung

## CAP TRADER

Über 100 Börsen weltweit!

Sehr günstige Konditionen

Riesiges Angebot: Aktien, ETFs, Optionen, Futures, Forex, CFDs, Zertifikate, Optionsscheine, Anleihen

**FUTURES & OPTIONEN**  
ab 2 € pro Kontrakt

**US AKTIENHANDEL**  
ab 1 Cent pro Aktie

**AKTIEN & ETFS**  
ab 4 € pro Order

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

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

Gratis-Hotline: 0800-0393528  
International: 00800-00393528

**Märkte**

- 6 Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften: Mehr als die Summe aller Teile?
- 12 Gespräch mit Dr. Hannspeter Schubert, Blue Cap AG
- 14 Ausländische Beteiligungsgesellschaften: Mit einer Aktie eine ganze Region erschließen
- 16 Aktivistische Investoren: Gordon Gekkos Trittbrettfahrer
- 18 Energieaktien: Das Angebot macht den Preis

**Hintergrund**

- 24 Titelstory / Nachhaltiges Investieren  
Finanzieller Fallout
- 27 Österreichische Schule  
Zeitlose Krisentheorie;  
Gastbeitrag von Thorsten Polleit
- 29 Buchbesprechung:  
„Was gibst du mir für meinen Fisch?“
- 30 Politik & Gesellschaft  
Zurück zu alter Größe
- 32 Lebensart & Kapital – International  
London
- 34 Phänomene des Marktes  
„Favorite-Longshot Bias“

**Fonds**

- 36 **Inside**  
Energieaktien-Fonds
- 38 **Analyse**  
BANTLEON FAMILY & FRIENDS;  
Gastbeitrag von Norbert Neunhoffer,  
MMD Multi Manager GmbH
- 39 **Kolumne**  
Gegen die Gedankenlosigkeit des  
Investierens; Gastbeitrag von Dr. Georg  
Graf von Wallwitz, Eyb & Wallwitz  
Vermögensmanagement GmbH
- 40 **Interview**  
„Abenomics sind der richtige Weg“,  
Gespräch mit Masashi Kamohara,  
Daiwa SB Investments
- 42 **News, Facts & Figures**  
Verluste auf Monatssicht

**Research – Märkte**

- 44 Titelstory / Das große Bild  
Finanz-Endzeit
- 46 Inside Armstrong:  
Gedanken am Rande der Vorpremiere
- 48 Auf allen Ebenen – Weltweite  
Verschärfung des Krieges gegen Bargeld



Illustration: © ag visuell / www.fanalia.com

**6, 14**

**Beteiligungsunternehmen**

Traditionsgemäß nimmt sich Smart Investor in der Juni-Ausgabe die deutschen Beteiligungsgesellschaften vor. Wir blicken auf die Entwicklungen der letzten zwölf Monate zurück und beleuchten ab S. 6 sowohl die Gewinner als auch die Verlierer. Ab S. 14 werden einige ausländische Beteiligungsgesellschaften beleuchtet.

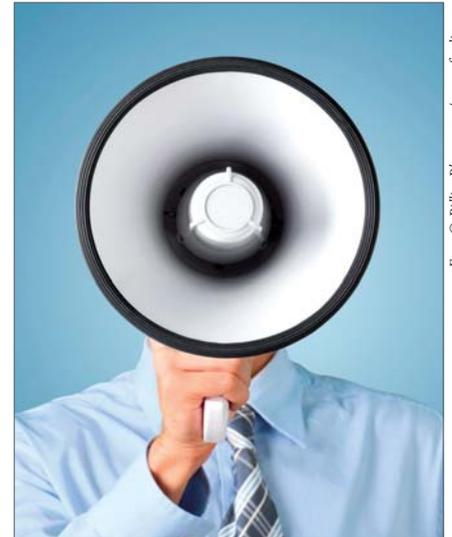


Foto: © BillionPhotos.com / www.fanalia.com

**16**

**Aktivistische Investoren**

Sie sind das Gegenteil von stillen Teilhabern, die unbemerkt und leise im Hintergrund agieren. Wenn aktivistische Investoren lautstark ihre Meinung zu strategischen Ausrichtungen kundtun, kann dies durchaus große Auswirkungen für die weitere Weichenstellung des Unternehmens haben. Ab S. 16 stellen wir Ihnen sechs vielversprechende Aktien vor.

**Finanzieller Fallout**

**24, 44**

Nach vielen enttäuschenden Jahren sehen diverse Börsenbeobachter die Energieversorger noch immer als möglichen Turnaround. Doch ist dieser rein rechnerisch überhaupt vorstellbar? In unserem Artikel „Finanzieller Fallout“ (S. 24) legen wir den Finger in die offene Wunde der Branche – die Altlasten aus der Kernenergie. Doch neben der Energiewirtschaft mutieren auch Banken und Versicherungen zur „Zombie-Branche“. Im „Großen Bild“ auf S. 46 beschäftigen wir uns daher mit der „Kontamination“ durch niedrige Zinsen und den daraus resultierenden Crash-Gefahren.





## 27

### Österreichische Schule

Ausgehend von Mises monetärer Konjunkturtheorie erläutert Dr. Thorsten Polleit ab S. 27, warum einem Konjunkturaufschwung („Boom“) notwendigerweise ein -abschwung („Bust“) folgen muss. Dieser kann zwar hinausgezögert werden, irgendwann ist jedoch das Ende der Fahnenstange erreicht – wie auch der Blick auf Beispiele in der Vergangenheit beweist.



## 12, 40, 68, 74

### Interviews

Fondsmanager Armin Zinser spricht mit uns über die Altlasten der Energieversorger (ab S. 74). Seine Eindrücke zum japanischen Aktienmarkt gibt Daiwa-Portfoliomanager Masashi Kamohara auf S. 40. Dr. Hanns-peter Schubert, Vorstand der Blue Cap AG, und Torsten Grede, Vorstandssprecher der DBAG, stellen ihre Unternehmen auf den S. 12 bzw. 68 vor.

- 52 Löcher in der Matrix
- 53 Charttechnik  
Es bewegt sich doch
- 54 Relative Stärke  
Wie geschmiert
- 55 Demografie & Börse
- 56 Quantitative Analyse
- 56 Intermarketanalyse
- 57 Sektoranalyse
- 57 sentix Sentiment
- 58 Edelmetalle  
„Bodenspannung“

### Research – Aktien

- 60 Branche im Blickpunkt  
Anhaltender Steigflug
- 62 Turnaround  
Investieren mit Weitblick
- 64 Buy or Good Bye  
SoftBank und Rocket Internet
- 65 Mittelstandsaktien  
Jubiläum des m:access-Segments
- 66 Verhaltenstipp zu einigen gut  
gelaufenen Altempfehlungen
- 68 Moneytalk  
„50 Jahre Erfahrung kann man als  
Gütesiegel ansehen“; Torsten Grede,  
Deutsche Beteiligungs AG
- 70 Musterdepot  
Deutschland schafft sich ab –  
zumindest in unserem Depot
- 72 Anleihen  
Etwas Urlaub vom Euro

### Potpourri

- 74 Interview mit einem Investor  
Armin Zinser, Fondsmanager bei  
Prévoir Gestion
- 77 wikifolio  
Außergewöhnliche Favoriten
- 78 Leserbrief  
Armstrong und die Börsen-Gurus
- 80 Buchbesprechung  
„Der Stern und das Schwert“ und  
„Ludwig Erhard jetzt“
- 82 Zu guter Letzt  
Betreutes Regieren

- 81 Unternehmensindex/Impressum und  
Vorschau bis Smart Investor 10/2015



# BlueCap



## Holding für mittelständische Technologie- unternehmen in Süddeutschland

- Langfristiger  
Unternehmenserhalt
- Operatives Engagement
- Konsequente Reorganisation
- Nachhaltige Wertentwicklung
- Soziale Verantwortung

Blue Cap AG  
Ludwigstraße 11  
München

[www.blue-cap.de](http://www.blue-cap.de)  
[office@blue-cap.de](mailto:office@blue-cap.de)

## Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften

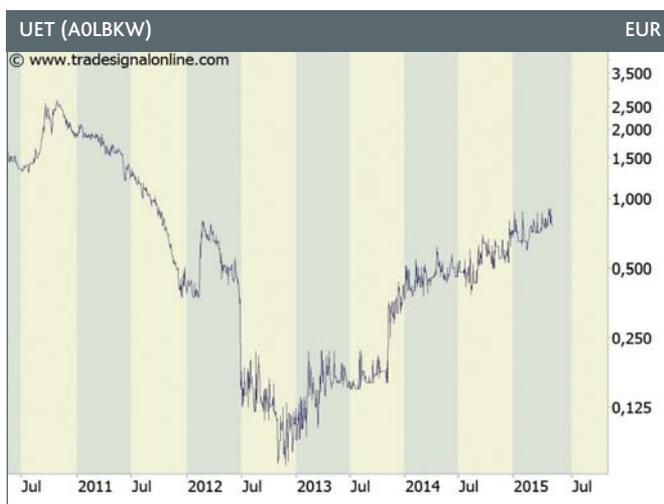
# Mehr als die Summe aller Teile?

Für die meisten Beteiligungsfirmen verliefen die letzten zwölf Monate erfolgreich. Ein freundliches Börsenumfeld verhalf zu guten Jahresabschlüssen. Doch auch in diesem Umfeld gab es Verlierer.

## Die Spitzenreiter

Anleger, die seit unserem letzten Beteiligungsspezial im Mai 2014 auf das „richtige Pferd“ gesetzt haben, konnten ihren Einsatz verdoppeln oder gar verdreifachen. Gemessen am damaligen Kursniveau von äußerst bescheidenen 0,05 EUR ging es für die Papiere der Sandpiper Digital Payments (vormals Logan Capital, davor Mountain Super Angel) zwischenzeitlich um fast 400% nach oben. Die Aktie der am Open Market gelisteten Beteiligungsfirma reagierte damit auf die 2014 beschlossene Umfirmierung und Neuausrichtung. So liegt der Investmentfokus seitdem auf Unternehmen, die elektronische Zahlungs- und Zugangslösungen entwickeln. Eine erfolgreiche Kapitalerhöhung spülte im letzten November 12 Mio. CHF in die Kassen der Sandpiper Digital Payments. Ebenfalls im Aufwind befand sich die mit lediglich rund 7 Mio. EUR an der Börse bewertete UET AG. Die Gesellschaft dürfte manchen noch unter ihrem früheren Namen CfC bekannt sein. Aus dem Sanierer wurde dann jedoch selbst ein Sanierungsfall. Mit der anschließenden Konzentration auf Technologieinvestments scheint man einen durchaus mühsamen Weg der Gesundung eingeschlagen zu haben. Heute bilden der Elektronikfertiger Letron und der Telekomausrüster Elcon das Grundgerüst des UET-Portfolios. Nachdem man im vierten Quartal in allen Bereichen wieder ein positives EBIT erwirtschaftet hatte, sind inzwischen auch Zukäufe wieder ein Thema. Anfang März über-

nahm UET den Schweizer Telekomausrüster Albis (Jahresumsatz 25 Mio. EUR). Nach einem Kursplus von über 80% notiert das Papier des Hamburger Solar- und Windparkinvestors Capital Stage mittlerweile im SDAX. Unterlegt wird diese erfreuliche Entwicklung von einem erneuten Rekordergebnis. Auch 2015 dürfte der operative Gewinn der Hanseaten nochmals um knapp 30% auf über 43 Mio. EUR zulegen. Derzeit stehen der Gesellschaft Investitionsmittel in Höhe von rund 100 Mio. EUR zur Verfügung, womit sich dank des Leverage-Effekts ein Projektvolumen von bis zu 400 Mio. EUR umsetzen ließe. Ein weiterer Top-Performer war in den zurückliegenden Monaten die Aktie der BB Biotech (Infos siehe Kasten S. 8).



## Die Abgehängten

Wo Überflieger und Outperformer sind, müssen sich per Definition auch Werte mit unterdurchschnittlicher oder klar negativer Kursentwicklung finden lassen. Hierzu zählt der Münchener Frühphaseninvestor mic. Obwohl der Gesellschaft Ende 2014 ein erfolgreicher Exit bei ihrer Beteiligung neuroConn gelang, wodurch ein Buchgewinn in einstelliger Millionenhöhe realisiert werden konnte, dümpelt das Papier derzeit um die Marke von 2 EUR. Selbst die Börseneinführung der auf „Big-Data“-Lösungen ausgerichteten Tochter micData brachte bislang keinerlei Kursimpulse. Stattdessen erhöhte sich durch die Umwandlung von Gesellschafter-

darlehen abermals die Zahl der ausstehenden Aktien. Vorstandschef Claus-Georg Müller ist dennoch davon überzeugt, dass der aktuelle Börsenwert von 20 Mio. EUR „signifikant unter dem tatsächlichen Wert der Gesellschaft liegt“. Wenig Grund zur Freude hatten in den vergangenen Jahren auch Nanostart-Aktionäre. Auf Sicht von drei Jahren halbierte sich der Börsenkurs. Im Vergleich zum Mai 2014 ging es nochmals um fast ein Viertel abwärts. Manch einen mag auch der im vergangenen Sommer vollzogene Ortswechsel von Gründer Marco Beckmann nach Hongkong verunsichert haben. Beckmann will von dort aus das Asien-Geschäft der Nanostart ausbauen. Verglichen damit geht es bei der Industrieholding Greiffenberger meist deutlich „handfester“ zu. Dennoch verliefen die Geschäfte 2014 – belastet von einer zwischenzeitlichen Nachfrageschwäche in der Antriebstechnik – eher schleppend. Auch die gute Entwicklung im Bereich Metallbandsägeblätter und Präzisionsbandstahl konnte den Umsatzrückgang im Konzern und rote Zahlen am Ende nicht verhindern. Immerhin verspricht Vorstand Stefan Greiffenberger für das laufende Jahr eine Rückkehr auf den Wachstumskurs sowie eine deutliche Verbesserung der Profitabilität.

#### Industrie mit gemischtem Bild

Die mittelständisch orientierten Industrieholdings boten in den letzten Quartalen ein eher uneinheitliches Bild. So klappt zwischen dem Spitzenreiter Indus und der oben besprochenen Greiffenberger



ger nicht nur bezogen auf die Kursentwicklung eine Lücke. Insbesondere seit dem Frühjahr schaltete die Indus-Aktie in den Haussemodus. Die Börse honoriert damit den klaren Wachstumskurs unter dem seit 2012 amtierenden Vorstandschef Jürgen Abromeit. Das von ihm auf den Weg gebrachte Strategieprogramm „Kompass 2020“ sieht Übernahmen in fünf definierten Zielbranchen wie der Gesundheits- und Automatisierungstechnik vor. 2014 kamen insgesamt fünf neue Unternehmen unter das Dach der ▶

Anzeige

## 360° Kompetenz, 100% Leistung.

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

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



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

## BB Biotech – Boombranche beflügelt Aktie

Zu den Top-Performern im Beteiligungssektor zählte in den zurückliegenden zwölf Monaten die Aktie der Schweizer BB Biotech AG, sowohl in Euro als auch in der Schweizer Landeswährung. Der Franken hatte seit der Aufgabe des EUR/CHF-Pegs durch die dortige Zentralbank nochmals deutlich aufgewertet. Der Kursabschlag der Aktie auf den inneren Wert des Beteiligungsportfolios – mehr als 90% der Anlagen konzentrieren sich auf börsennotierte Biotechunternehmen – reduzierte sich dadurch von über 25% im Vorjahr auf zeitweilig nur noch rund 10% (aktueller NAV ca. 326 EUR/Aktie). Neben der starken Kursperformance konnten Aktionäre im Frühjahr auch eine um zwei Drittel erhöhte Ausschüttung von 11,60 CHF je Aktie einstreichen. Diese ergibt sich aus dem Rekordgewinn des letzten Geschäftsjahres. Allein im ersten Quartal führte die starke Kursentwicklung vieler BB Biotech-Investments zu einem Periodenüberschuss von fast 380 Mio. CHF. Vor allem mittelgroße Biotechfirmen wie Isis Pharmaceuticals und Vertex verbuchten angefangen von positiven Wirkstoff-Studien und Neuzulassungen starke Kursgewinne.



Die Outperformance des Biotechsektors scheint trotz mancher Überhitzungen fundamental gerechtfertigt. So nutzen viele Unternehmen die gute Stimmung und die üppige Liquidität an den Märkten für Kapitalmaßnahmen. Ihre finanzielle Situation ist daher ungleich besser als noch vor fünf oder zehn Jahren. Sie können ihre Produktpipeline verbreitern und beteiligen erst in späteren Entwicklungsstadien externe Partner an ihren Wirkstoffen. Beides könne nach Meinung der BB Biotech-Experten am Ende zu einer Höherbewertung führen. Mit Blick auf eine Vielzahl wichtiger Phase-III-Ergebnisse und anstehender Produktneuzulassungen sollte das Branchensentiment positiv bleiben. Hierzu tragen auch weitere M&A-Deals bei, aus denen in der Vergangenheit immer wieder deutliche Kurssprünge resultierten. Die BB Biotech-Aktie ist und bleibt ein Basisinvestment für die Branche. ■

Marcus Wessel

Indus-Gruppe. Unterstützt von einem positiven konjunkturellen Umfeld plant Abromeit für das laufende Jahr mit einem leicht höheren Konzernumsatz von 1,3 Mrd. EUR und einem EBIT von bis zu 130 Mio. EUR (2014: 127 Mio. EUR). Ebenfalls will die Gesellschaft neben Investitionen in das bestehende Portfolio ihre erfolgreiche Akquisitionspolitik fortsetzen. Schwerpunkte sollen dieses Jahr die Bereiche Medizintechnik, Gesundheit und Automatisierung sein. Mit dem Kauf der niederländischen NEA International, eines Herstellers orthopädischer Bandagen und Orthesen, konnte bereits eine Übernahme vollzogen werden. Mit einer zweiten Firma befindet man sich derzeit in Verhandlungen, so Indus. Hier könnte ein Abschluss noch im ersten Halbjahr anstehen. Die starke Kursentwicklung und die spürbar höheren Börsenumsätze können als Hinweis gewertet werden, dass die Aktie in den vergangenen Monaten von neuen, oftmals ausländischen Investoren entdeckt wurde.

Beim Konkurrenten Gesco belasteten hingegen die Restrukturierungen zweier Töchter sowie der Ukraine-Russland-Konflikt das Geschäft, vor allem in der ersten Jahreshälfte des vergangenen Jahres. Bei insgesamt stabilen Auftragseingängen kalkulierte der Vorstand zuletzt mit einem Konzerngewinn nach Anteilen Dritter von bis zu 15 Mio. EUR. Das wären rund 15% weniger als im Vorjahr. Es verwundert daher nicht, dass die Aktie keine rechte Kursfantasie entwickeln konnte. Eine Stagnation auf zugegeben hohem Niveau durchlebte auch die MBB Industries AG. Während sich der Umsatz der Beteiligungsgesellschaft auf 236 Mio. EUR leicht erhöhte, ging der Gewinn auf 13,2 Mio. EUR oder 2,01 EUR je Aktie (2013: 2,09 EUR) zurück. Für 2015 stellte man bereits einen Gewinn pro Aktie von 1,75 EUR in Aussicht. Dieser Rückgang erklärt sich mit dem seit Mitte 2014 verhaltenen Auftragseingang bei der MBB Fertigungstechnik. Die übrigen Beteiligungen konnten ihren Aufwärtstrend dagegen fortsetzen. Zukäufe sind dank einer stabilen Nettoliquidität von über 24 Mio. EUR jederzeit möglich und in der offiziellen Prognose noch nicht enthalten.

Eine (noch) kleine und dennoch feine Mittelstandsholding ist die Münchener Blue Cap AG. Die Gesellschaft ist über diverse Beteiligung im Klebstoffbereich, dem Maschinenbau sowie der Medizintechnik tätig. Angesichts der soliden Zahlen und der Ertragspotenziale – alleine in den bestehenden Beteiligungen – scheint die Aktie auf dem heutigen Kursniveau noch immer deutlich unterbewertet. In unserem Interview mit dem Vorstand Dr. Hannspeter Schubert (S. 12) haben wir über die Bewertung und aktuelle Entwicklungen in den Tochterunternehmen gesprochen.

### Gutes Jahr für Sanierer

Für die Branche der Sanierungs- und Restrukturierungsexperten war 2014 vor dem Hintergrund eines insgesamt freundlichen Kapitalmarktumfelds ein durchaus erfreuliches Jahr. Beispielhaft hierfür steht unser langjähriger Musterdepotwert Aurelius (IK), der sieben Zukäufe und drei erfolgreiche Exits vermelden konnte. Allein durch die Verkäufe deutlich über Buchwert erzielte Aurelius-Chef Dr. Dirk Markus Erträge von über 100 Mio. EUR.

Steigende Dividen- den – Aktionäre sol- len im Juni 2,00 EUR je Aktie erhal- ten – und ein Zu- wach im Net Asset Value (NAV) auf zuletzt 1,15 Mrd. EUR sind Ausdruck einer hohen finan- ziellen Stärke. Dass Aurelius inzwischen über ihrem NAV notiert, belegt zudem das gestiegene Ver- trauen der Anleger.



Als wir im letzten Jahr erstmals die mutares-Aktie (IK) vorstellten, war der Titel noch ein echter Geheimtipp. Inzwischen ist die Holding für Mittelständler mit „operativem Verbesserungspotenzial“ bereits einem größeren Investorenkreis bekannt. Fantasie weckte unlängst der in Aussicht gestellte Börsengang der Tochter EUPEC. Das auf die Beschichtung von Öl- und Gas-Pipelines spezialisierte Unternehmen ist dank mehrerer Großaufträge für 2015 bereits voll ausgelastet. Auf Turnaroundkurs befindet sich wiederum der E-Commerce-Händler PIXmania – die gemessen am Umsatz größte mutares-Beteiligung. Weil auch die liquiden Mittel im Konzern auf knapp 70 Mio. EUR (2013: 45 Mio. EUR) zunahmen, beschlossen Vorstand und Aufsichtsrat die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 4,70 EUR je Aktie.

Eine vollkommen neue Sanierungs-Beteiligungs-gesellschaft steht mit der Münchener Solvesta AG in den Startlöchern. Bemerkenswert sind vor allem die Personen, die hinter dem Unternehmen stehen. Aufsichtsratsvorsitzender ist niemand geringeres als Steven Wilkinson, einer der Gründer der ehemaligen Arques AG und damit quasi einer der Erfinder dieses Geschäftsmodells. Die Vorstände Dr. Patrik Fahlenbach und Christian Solfronk besitzen beide eine umfangreiche Sanierungserfahrung aus diversen Transaktionen. Seit Aufnahme der Notiz an der Düsseldorfer Börse im September letzten Jahres hat jedoch noch keine einzige Aktie den Besitzer gewechselt, die Marktkapitalisierung beträgt gerade einmal 880.000 EUR. Anleger sollten sich

die Aktie auf die Watchlist setzen und auf weitere Konkretisierung des Geschäftsmodells warten.

#### Hier schlumert Potenzial

Auf den ersten Blick erscheint die Ein-Jahres-Performance der Shareholder Value Beteiligungen AG (SVAG) mit +12% im aktuellen Crack-up-Boom-Umfeld wenig spektakulär. Auf Sicht von drei Jahren bringt es das Papier der Value-Holding jedoch bereits auf eine knappe Kursverdopplung. Diese Zuwächse sind unterlegt von einer stetigen Wertsteigerung des Beteiligungsportfolios. Die SVAG investiert in börsennotierte Mid- und Small Caps mit hoher Substanz und Ertragskraft sowie in Sondersituationen (Squeeze-outs). Die Aktie notierte zuletzt mit einem Abschlag von über 10% auf den mit 61,59 EUR festgestellten NAV. Dieser Discount ist eigentlich unverständlich, haben die beiden Vorstände Frank Fischer und Reiner Sachs doch ihre Qualitäten als Asset Manager längst unter Beweis gestellt. Zu den größten Einzelpositionen im SVAG-Portfolio zählten im ersten Quartal Software AG, i:FAO, WashTec und SMT Scharf.

Eine recht ähnliche Anlagestrategie verfolgt auch die Kölner Scherzer & Co. AG. Der Vorstand um Dr. Georg Issels sucht die Balance zwischen sicherheits- und chancenorientierten Anlagen. Dabei bewegt man sich vorrangig im heimischen Nebewerteuniversum (Top-Holdings: MAN Stämme, W&W Wüstenrot und Württembergische, GK Software, Biotest). ▶

## RESEARCH ABONNEMENT

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

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

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

Beteiligungsgesellschaften im Überblick												
Unternehmen	Sparte	WKN	Kurs	Perf. 1 J. (Sortier- Krit.)	Perf. 2 J.	Perf. 3 J.	Aktien- zahl (Mio.)	MCap*	GJ- Ende	EpS 2012	EpS 2013	EpS 2014
Sandpiper Dig. Payments	Wagniskapital	A0MYNQ	0,17	+230%	+560%	+154%	151,30	25,0	31.12.	-0,01	-0,06	k.A.
BB Biotech	Branchenfokus	A0NFN3	272,45	+128%	+186%	+314%	11,85	3.228,5	31.12.	23,20	64,48	119,40
Capital Stage	Branchenfokus	609500	6,63	+87%	+72%	+122%	73,83	489,5	31.12.	0,18	0,24	0,35
UET Unit. Elec. Techn.	Sanierung	A0LBKW	0,76	+73%	+375%	+52%	8,45	6,4	31.12.	-0,41	0,05	0,10
AURELIUS IK	Sanierung	A0JK2A	43,75	+64%	+123%	+319%	31,68	1.386,0	31.12.	1,74	0,07	3,14
DBAG	Mittelstandsholding	A1TNUT	28,82	+49%	+56%	+90%	13,68	394,2	31.10.	3,25	2,36	3,49
Indus Holding	Mittelstandsholding	620010	48,45	+40%	+89%	+116%	24,45	1.184,6	31.12.	2,47	3,02	2,74
KST Beteiligungs	Sondersituation	632200	1,69	+37%	+58%	+43%	5,94	10,0	31.12.	0,02	0,05	-0,02
Blue Cap	Sanierung	A0JM2M	6,63	+33%	+57%	+173%	3,62	24,0	30.06.	0,57	0,45	0,44
Heliad Equity Part.	Sondersituation	A0L1NN	5,00	+29%	+198%	+160%	9,50	47,5	31.12.	-0,16	1,22	1,87
mutares IK	Sondersituation	A0SM5H	98,58	+22%	+419%	+445%	2,34	230,7	31.12.	4,69	-3,88	3,64
DEWB	Wagniskapital	804100	2,21	+19%	+70%	+73%	15,23	33,7	31.12.	-0,06	-0,04	neg.
GBK Beteiligungen	Mittelstandsholding	585090	8,05	+19%	+34%	+38%	6,75	54,3	31.12.	0,37	0,76	0,88
U.C.A.	Branchenfokus	A12UK5	13,84	+18%	+40%	+21%	0,66	9,2	31.12.	-3,80	-1,30	2,24
Tokugawa***	Sondersituation	628164	11,81	+16%	+42%	+175%	0,64	7,6	31.12.	2,87	0,14	k.A.
Sparta	Value Investments	A0NK3W	75,95	+15%	+27%	+46%	0,76	57,5	31.12.	2,42	4,50	10,05
DLB Anlageservice	Value Investments	554030	12,00	+14%	+60%	+46%	0,35	4,2	31.12.	0,69	0,90	0,91
Effecten-Spiegel	Sondersituation	564760	17,00	+14%	+28%	+38%	3,91	66,4	31.12.	0,45	0,78	0,61
Konsortium	Value Investments	A1EWZA	0,75	+14%	-21%	-32%	1,93	1,4	31.12.	0,10	0,01	k.A.
Impera Total Return	Sondersituation	575130	0,87	+13%	+112%	+28%	6,34	5,5	31.12.	0,10	0,04	k.A.
Bavaria Ind. Group	Sanierung	260555	43,50	+13%	+85%	+268%	5,61	244,0	31.12.	9,31	15,90	0,04
Shareholder Val. Bet.	Value Investments	605996	52,86	+11%	+25%	+85%	0,70	36,9	31.12.	6,92	-0,20	14,90
MS Industrie	Mittelstandsholding	585518	3,98	+11%	+130%	+174%	30,00	119,4	31.12.	0,07	0,07	0,14
Tiberius Holding	Sondersituation	541840	2,22	+9%	+13%	+41%	0,48	1,1	31.12.	0,08	k.A.	k.A.
Allerthal-Werke	Sondersituation	503420	15,75	+7%	+32%	+66%	1,20	18,9	31.12.	1,20	1,70	1,61
Deutsche Biot. Inn.	Wagniskapital	A0Z25L	10,00	+6%	+43%	-4%	0,45	4,5	31.12.	-0,40	-0,21	k.A.
M.A.X. Automation	Branchenfokus	658090	4,94	+5%	+14%	+24%	26,79	132,3	31.12.	0,31	0,38	0,37
New Value	Value Investments	552932	1,59	+5%	-5%	-53%	3,29	5,2	31.03.	-2,28	-0,18	k.A.
Falkenstein Nebenw.	Sondersituation	575230	2,95	+3%	+18%	-9%	0,50	1,5	31.12.	0,07	0,06	-0,53
Gesco	Mittelstandsholding	A1K020	75,49	+3%	-3%	+33%	3,33	251,0	31.03.	7,44	6,30	5,45
Deutsche Balaton	Sondersituation	550820	11,70	+3%	-6%	+30%	11,64	136,2	31.12.	2,77	5,51	k.A.
Horus	Value Investments	520412	1,20	+2%	+17%	+28%	2,66	3,2	31.12.	0,04	0,06	k.A.
Value-Holdings Intern.	Value Investments	756362	3,05	+2%	+16%	+39%	2,63	8,0	31.12.	0,08	0,74	0,03
Scherzer & Co.	Sondersituation	694280	1,63	+0%	+30%	+68%	29,94	48,8	31.12.	0,13	0,16	0,13
Value-Holdings	Value Investments	760040	2,50	-1%	+11%	+24%	2,01	5,0	31.12.	0,53	0,45	0,06
MAX21	Branchenfokus	A0D88T	3,42	-1%	+88%	+75%	9,70	33,2	30.06.	-0,04	-0,04	-0,06
SCI	Sondersituation	605101	20,21	-1%	+19%	+18%	0,45	9,1	31.12.	5,89	1,03	0,04
MBB Industries	Mittelstandsholding	A0ETBQ	24,50	-2%	+19%	+188%	6,60	161,7	31.12.	2,11	2,09	2,01
Surikate Mittelst.	Mittelstandsholding	A1PG55	6,90	-3%	-3%	-12%	2,92	20,2	31.03.	0,14	0,01	k.A.
Fonterelli	Sondersituation	A1TNUU	3,01	-3%	+336%	+97%	0,32	1,0	30.06.	-0,38	-0,29	0,11
Dt. Technologie Bet.	Mittelstandsholding	A1X3WX	3,35	-6%	-15%	-12%	1,10	3,7	31.12.	-0,14	1,43	0,55
RM Rheiner Managem.	Sondersituation	701870	15,10	-11%	-21%	+11%	0,22	3,3	31.12.	-0,46	-0,82	neg.
bmp media investors	Wagniskapital	330420	0,75	-14%	+1%	+10%	20,70	15,5	31.12.	-0,09	0,07	-0,01
Trade & Value	Sonstige	603919	4,31	-14%	-21%	-31%	0,38	1,6	31.12.	0,17	-1,58	-0,73
Greiffenberger	Mittelstandsholding	589730	4,22	-32%	-26%	-24%	5,32	22,5	31.12.	0,53	0,27	-0,09
Nanostart	Branchenfokus	A0B9VV	1,84	-33%	-50%	-55%	6,24	11,5	31.12.	-0,86	0,05	neg.
Kremlin	Branchenfokus	A1PHFR	0,64	-37%	-69%	-54%	0,40	0,3	31.12.	0,81	-1,16	-0,32
mic	Wagniskapital	A0KF6S	1,89	-38%	-51%	-47%	10,20	19,3	31.12.	0,76	-0,68	k.A.
Bet. im Baltikum	Branchenfokus	520420	1,40	-50%	-65%	-63%	0,88	1,2	31.12.	0,45	neg.	k.A.
Solvesta	Sanierung	A12UKD	1,60	n.ber.	n.ber.	n.ber.	0,55	0,9	31.12.			k.A.
Rocket Internet	Branchenfokus	A12UKK	40,14	n.ber.	n.ber.	n.ber.	165,10	6.627,1	31.12.		1,05	-0,07

Eigene Schätzung; \*) Premium (+) oder Discount (-) zum NAV; \*\*) in Mio. EUR; \*\*\*) in Auflösung; IK = Interessenkonflikt (s. auch S. 81)

KGV 2013	KGV 2014	Divid. 2014	Div.- Rend.	NAV/ Aktie 2013	NAV/ Aktie 2014	NAV von (Datum)	(+) oder (-) zum NAV**	Investment-Fokus	Strategie
neg.	n.ber.	0,00	0,0 %	0,19	0,26	30.06.14	-36,5%	Digitale Zahlungslösungen	Buy-and-Build
4,2	2,3	11,21	4,1 %	179,66	334,45	14.04.15	-18,5%	Biotech-Unternehmen	Wachstumsorientiert
27,6	18,9	0,15	2,3 %	2,70	3,30 EK	31.12.14	+100,9%	Solar-/Windparks	Wachstumsfinanzierungen
15,2	7,6	0,00	0,0 %	neg.	neg. EK			Mittelständler in Umbruchsituationen	Buy-and-Hold
625,0	13,9	2,00	4,6 %	11,56	36,30	31.12.14	+20,5%	Umbruch- und Sondersituationen	Buy-and-Sell
12,2	8,3	2,00	6,9 %	21,25	23,17 EK	31.01.15	+24,4%	Management-Buyouts	Buy-and-Sell
16,0	17,7	1,20	2,5 %	21,06	22,50 EK	31.12.14	+115,3%	Wirtschaftlich ges. Mittelständler	Buy-and-Hold
33,8	neg.	0,00	0,0 %	1,58	1,76	31.12.14	-4,0%	Deutsche Small- und Mid-Caps	Pre-IPO
14,7	15,1	0,00	0,0 %	2,78	4,42 EK	31.12.14	+50,0%	Industrie und Anlagenbau	Buy-and-Hold
4,1	2,7	0,15	3,0 %	6,39	8,53	31.12.14	-41,4%	Dienstleistungsunternehmen	Buy-and-Build
neg.	27,1	4,70	4,8 %	16,19	21,67 EK	31.12.14	+354,9%	Untern. in Umbruchsituationen	Buy-and-Sell
neg.	n.ber.	0,00	0,0 %	2,06	2,00 EK	31.12.14	+10,5%	Photonik und Sensorik	Buy-and-Build
10,6	9,1	0,30	3,7 %	8,59	9,87	31.12.14	-18,4%	Nicht börsennotierte Mittelständler	Mehrheitlich Buy-and-Hold
neg.	6,2	0,60	4,3 %	21,00	k.A.			Technologie-Unternehmen	Wachstums-, VC-Finanzierungen
84,4	n.ber.	1,50	12,7 %	7,98	k.A. EK			Aktien und Anleihen Deutschland	Special Situations / Value
16,9	7,6	0,00	0,0 %	47,37	57,42 EK	31.12.14	+32,3%	Börsennotierte Wertpapiere	Special Situations / Value
13,3	13,2	0,70	5,8 %	9,71	11,21 EK	31.12.14	+7,0%	Mid-, Small- und Micro-Caps	Value Investing / Turnaround-Storys
21,8	27,9	0,75	4,4 %	22,11	25,07	31.03.15	-32,2%	Aktien	Special Situations / Value
75,0	n.ber.	k.A.	n.ber.	2,35	2,36	30.09.14	-68,2%	nicht notierte Mittelständler	Pre-IPO und Wachstumsfinanzierung
21,8	n.ber.	0,00	0,0 %	0,87	k.A. EK			Later-Stage	Minderheitsbeteiligungen
2,7	1.087,5	0,00	0,0 %	29,73	21,53 EK	31.12.14	+102,0%	Umbruchsituationen	Buy-and-Hold
neg.	3,5	0,00	0,0 %	53,09	61,59	31.03.15	-14,2%	Unterbewertete Aktien	Special Situations / Value
56,9	28,4	0,00	0,0 %	1,55	1,57 EK	31.12.14	+153,5%	mittelständ. Industrieunternehmen	Buy-and-Hold
n.ber.	n.ber.	k.A.	n.ber.	k.A.	k.A.			Reine Holding	-
9,3	9,8	0,50	3,2 %	14,90	15,56 EK	31.12.14	+1,2%	Aktien Deutschland	Special Situations / Value
neg.	n.ber.	k.A.	n.ber.	2,57	k.A. EK			Innovative Business-Konzept	Wachstumsfinanzierungen
13,0	13,4	0,15	3,0 %	3,51	3,73 EK	31.12.14	+32,4%	Mittelständ. Automationsspezialisten	Langfristige Beteiligung
neg.	n.ber.	0,00	0,0 %	2,39	2,76	30.09.14	-42,4%	(Nicht)-notierte Wachstumsuntern.	Wachstumsorientiert
49,2	neg.	0,00	0,0 %	1,23	0,70 EK	31.12.14	+321,4%	Aktien Deutschland	Special Situations / Value
12,0	13,9	2,20	2,9 %	51,67	54,40 EK	31.12.14	+38,8%	Wirtschaftlich gesunde Mittelständler	Buy-and-Hold
2,1	n.ber.	k.A.	n.ber.	20,15	k.A. EK			Aktien Deutschland	Value Investing
20,0	n.ber.	0,00	0,0 %	1,27	k.A.			Börsennotierte dt. Nebenwerte	Value-Investing
4,1	101,7	0,07	2,3 %	2,00	3,20	31.03.15	-4,7%	Börsennotierte europ. Nebenwerte	Value-Investing
10,2	12,5	0,05	3,1 %	1,74	1,94	30.04.15	-16,0%	Aktien Deutschland	Special Situations / Value
5,6	41,7	0,00	0,0 %	2,93	2,99 EK	31.12.14	-16,4%	Börsennotierte dt. Nebenwerte	Value-Investing
neg.	neg.	0,00	0,0 %	0,91	2,28 EK	31.12.14	+50,0%	Junge Unternehmen im Linux-Bereich	Early-Stage-Finanzierungen
19,6	505,3	0,00	0,0 %	23,94	24,66	31.12.14	-18,0%	Sondersituationen	Beteiligungen
11,7	12,2	0,57	2,3 %	10,27	11,89 EK	31.12.14	+106,1%	Mittelständ. Industrieunternehmen	Buy-and-Sell
690,0	n.ber.	k.A.	n.ber.	3,22	3,26 EK	30.06.14	+111,7%	Mittelständler	Buy-and-Hold
neg.	27,4	0,00	0,0 %	2,32	2,75 EK	30.06.14	+9,5%	Minderheitsbeteiligungen	Buy-and-Build
2,3	6,1	0,58	17,3 %	4,12	3,11 EK	30.06.14	+7,7%	Technologie- und Wachstumsuntern.	Mehrheitlich Buy-and-Hold
neg.	n.ber.	0,00	0,0 %	12,14	12,20 EK	30.06.14	+23,8%	Aktien Deutschland	Nachbesserungen / Special Situations
10,7	neg.	0,00	0,0 %	0,93	0,96 EK	31.12.14	-21,9%	Media & Marketing-Beteiligungen	Buy-and-Hold
neg.	neg.	0,00	0,0 %	7,55	6,55	31.03.15	-34,2%	Nebenwerte, Squeeze-Outs, Sondersituat.	Value-Investing, Trading, Hedging
15,6	neg.	0,00	0,0 %	6,07	6,15 EK	31.12.14	-31,4%	Mittelständ. Industrieunternehmen	Buy-and-Hold
36,8	n.ber.	0,00	0,0 %	5,35	5,38 EK	30.06.14	-65,8%	Nanotech-Unternehmen weltweit	Wachstumsfinanzierung & VC
neg.	neg.	0,00	0,0 %	2,50	2,19	31.12.14	-70,8%	Edelmetallinvestments	Special Situations / Value
neg.	n.ber.	0,00	0,0 %	3,66	4,94 EK	30.06.14	-61,7%	Junge Technologieuntern.	Frühphaseninvestor
n.ber.	n.ber.	k.A.	n.ber.	4,59	k.A.			Osteuropa/Baltikum	Value Investing
n.ber.	n.ber.	k.A.	n.ber.	k.A.	k.A.			Insolvente oder insolvenznahe Unterneh.	Buy-and-Sell
38,2	neg.	0,00	0,0 %	15,75	18,78	31.12.14	+113,7%	Internet-Startups	Gründungen, Wachstums- & VC-Finanz.

# „Ich sehe unseren Kurs bei bis zu 10 EUR“

Interview mit **Dr. Hannspeter Schubert**,  
Vorstand der Mittelstandsholding Blue Cap AG

**Smart Investor:** Dr. Schubert, in den vergangenen Jahren war Blue Cap einer der Shooting-Stars unter den Beteiligungsgesellschaften, seit Anfang des Jahres läuft der Kurs jedoch gegen den Markt nach unten. Was könnte der Katalysator sein, der die Aktie in den nächsten Monaten wieder anschiebt?

*Schubert:* Zunächst muss man festhalten, dass der steigende Kurs gegen Ende des letzten Jahres von einer Welle an Berichten

über uns in diversen Medien geprägt war. Daher gab es mit Sicherheit auch ein spekulatives Element in unserer Aktie. Seit Anfang des Jahres laufen nun vor allem die großen DAX-Werte, die Nebenwerte werden meist erst zeitverzögert entdeckt. An den fundamentalen Erfolgsfaktoren unserer Unternehmensgruppe hat sich nichts geändert. Wir teilen daher die Werteinschätzung der Research-Studie von Warburg, die unser Kursziel, insbesondere nach den jüngsten Akquisitionen, bei ca. 10 EUR sieht.

**Smart Investor:** Woran machen Sie fest, dass der Kapitalmarkt Blue Cap unterschätzt?

*Schubert:* Blue Cap hat bei einem auf Jahresbasis bezogenen Umsatz von ca. 90 Mio. EUR eine EBIT-Marge von derzeit knapp 6%. Mit einem gut diversifizierten Portfolio technologieorientierter Unternehmen bringen wir es lediglich auf eine Marktkapitalisierung von ca. 23 Mio. EUR. Unterbewertet sehen wir dabei die vielen unabhängig voneinander laufenden Wachstumsimpulse in den einzelnen Unternehmen. Wir stellen auf eine nachhaltige, langfristige Wertentwicklung ab und freuen uns, die Aktionäre zu adressieren, die eine solche Entwicklung schätzen.

**Smart Investor:** Gibt es interessante News aus den operativen Töchtern und wird es auch im laufenden Jahr weitere Akquisitionen geben?

*Schubert:* Insbesondere mit der Neuakquisition em-tec konnten wir durch die strategische Allianz mit Sartorius einen interessanten Impuls im Bereich der Flussmessung bei Bio-Prozessen setzen. Auch im Druckbereich ergibt sich eine Reihe von Neuent-

wicklungen, die insbesondere auf den vermehrt eingesetzten Digitaldruck ausgerichtet sind. Gleichzeitig sehen wir viele Innovationen in der Klebstoffentwicklung. Neben dem organischen Wachstum arbeiten wir natürlich auch dieses Jahr an Akquisitionen. Wir prüfen gegenwärtig eine Reihe von interessanten Projekten. Mit einem Neuerwerb streben wir an, unser Umsatzziel von 100 Mio. EUR zu erreichen.

**Smart Investor:** Können Sie solche Akquisitionen aus dem laufenden Cashflow finanzieren?

*Schubert:* Natürlich haben wir bei der Verwendung unseres Cashflows ein Konkurrenzverhältnis zwischen laufenden Investitionen und neuen Akquisitionen. Wir sehen aber auch ein nachhaltiges Interesse an unserem Geschäftsmodell, so dass wir uns eine Finanzierung sowohl durch weiteres Eigen- als auch Fremdkapital vorstellen können.

**Smart Investor:** Mit einem Börsengang der Planatol könnte der enorme Wert dieser Beteiligung „sichtbar“ gemacht werden. Wie ist hier der Stand der Dinge?

*Schubert:* Wir haben diese Diskussion in der Tat geführt, insbesondere vor dem Hintergrund der Überlegungen, uns im Klebstoffbereich rund um Planatol durch weitere Add-on-Akquisitionen nochmals zu verstärken. Zwar wird dies nach wie vor angestrebt, aber wir wollen uns nicht auf diese Branche reduziert sehen und den Aktionsradius unserer Unternehmensgruppe einschränken.

**Smart Investor:** Dr. Schubert, vielen Dank für das Gespräch.

*Interview: Ralf Flierl, Christoph Karl*



*Dr. Hannspeter Schubert begann seine Karriere bei der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Peat Marwick Mitchell & Co. in München und San Francisco. Anschließend war er Partner einer überregionalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und gründete mit Schubert & Westhoff eine eigene Unternehmensberatungsgesellschaft, bevor er 2006 den Vorstand der Blue Cap AG (WKN A0JM2M) übernahm und diese an die Börse führte.*

# Perspektive: Expansion

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

Mit Data Modul hat Scherzer & Co. erst jüngst eine neue Aktie erworben, bei der nun weitere interessante Strukturmaßnahmen anstehen könnten. Ziel ist es, sich als einer der führenden Partner im Bereich Sondersituationen und Squeeze-outs zu etablieren. Nach einem soliden Geschäftsjahr 2014, das mit einem Überschuss von 3,8 Mio. EUR abgeschlossen werden konnte, beschlossen die Gremien der Scherzer erstmals die Zahlung einer Dividende in Höhe von 0,05 EUR. Value-Anleger erhalten derzeit die Chance, die Scherzer-Aktie mit einem attraktiven Abschlag von rund 15% zum NAV zu investieren (NAV 1,94 EUR per 31.3.15).

Noch größer fällt dieser Discount im Fall des Private-Equity-Unternehmens Heliad aus. Dort lag der NAV am Ende des Geschäftsjahres bei 8,53 EUR je Aktie und somit rund ein Drittel über dem Vorjahresresultat. Hierzu haben erfolgreiche Veräußerungen ebenso wie Zuschreibungen auf Portfoliounternehmen beigetragen. Der hohe Abschlag im Vergleich zur aktuellen Börsennotiz (Kurs 5,30 EUR) mag auch aus der Vergangenheit der Heliad resultieren, als eigene Prognosen meist nicht erreicht und häufig zu große Versprechungen gemacht wurden. Mittlerweile hat die Gesellschaft aber einen deutlich ruhigeren Weg eingeschlagen, wobei sich an der grundsätzlichen Ausrichtung als Eigenkapitalpartner von Wachstumsfirmen wenig geändert hat. Über die Beteiligung am Online-Finanzdienstleister FinTech besteht eine enge Verbindung zum Firmengeflecht von Bernd Förtsch (Die Aktionärsbank, flatex). Ein Basis-Investment bleibt hingegen die Deutsche Beteiligungs AG. Mit 21 Beteiligungen aus dem mittelständischen Umfeld ist das Portfolio breit gestreut. Hinzu kommt ein langjähriger, erstklassiger Track Record aus erfolgreichen Exits. Mehr über die DBAG-Strategie und die Aussichten des Beteiligungsgeschäfts verrät Vorstandssprecher Torsten Grede im Moneytalk auf Seite 68.

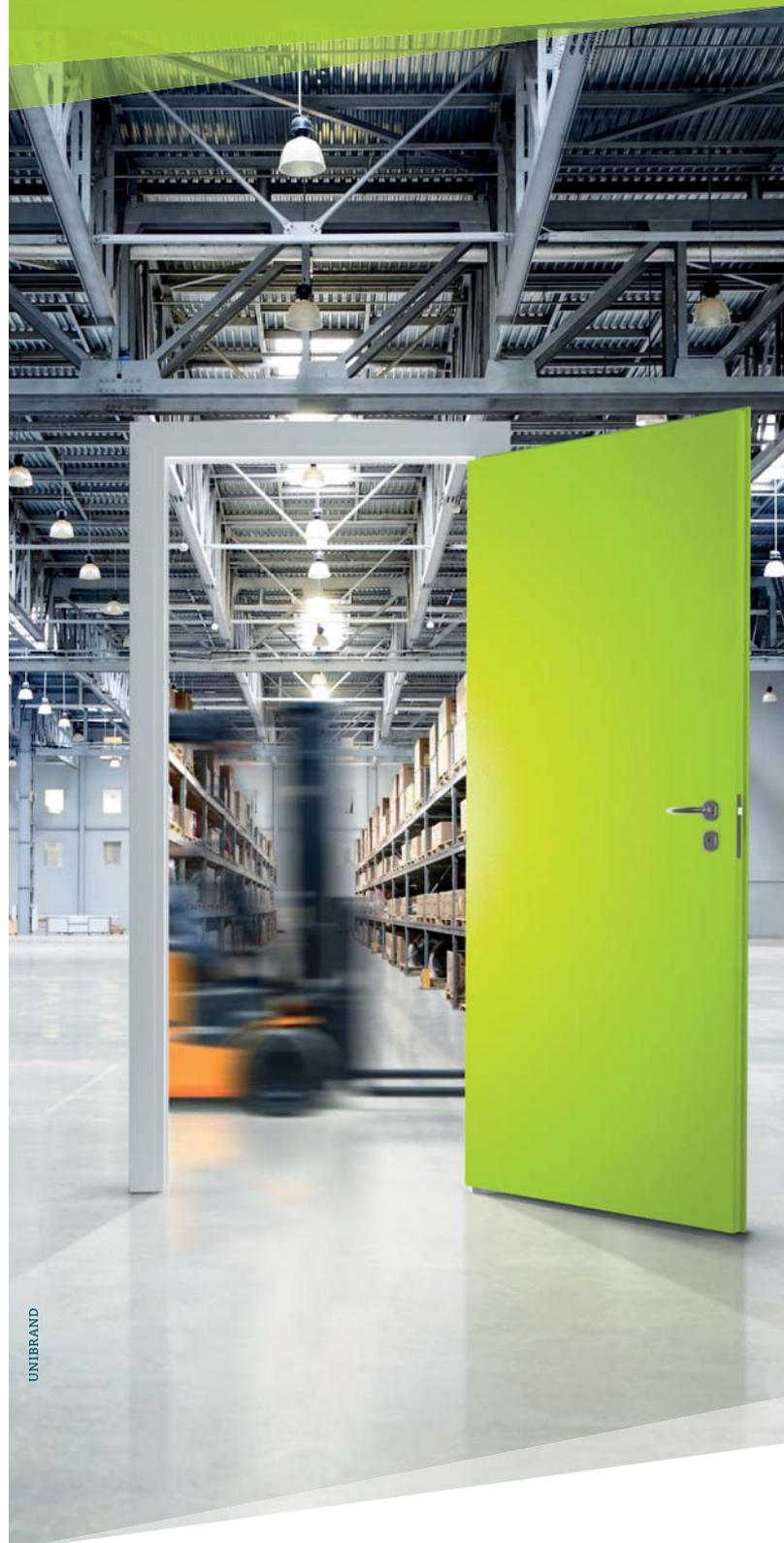
## Fazit

Die Beteiligungsbranche bietet ein chancenreiches, äußerst breites Spektrum an Geschäftsmodellen und Anlagestrategien, die von fondsähnlichen Konstruktionen über Restrukturierungsspezialisten bis hin zu klassischen Mittelstandsholdings nahezu alle Marktsegmente und Risikoprofile abdeckt. Die über die vergangenen Monate zu beobachtende Ausweitung der Bewertungskennziffern führte vielfach zum Abbau jahrelanger Abschläge auf den inneren Wert. Bei weiterhin freundlichen Märkten dürften künftig immer öfter Prämien für erfolgreiche Beteiligungsmodelle gezahlt werden. ■

*Marcus Wessel*

## Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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



UNIBRAND

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

183059  
320897  
3025891  
320897  
börse  
münchen

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

## Ausländische Beteiligungsgesellschaften

# Mit einer Aktie eine ganze Region erschließen

Ausländische Holdinggesellschaften eröffnen Anlegern die Expertise milliardenschwerer Profis

Statt über die mühsame Selektion von Einzeltiteln oder den Kauf eines Länderfonds können Anleger mit ausländischen Beteiligungsgesellschaften ganze Märkte mit einer einzelnen Aktie abdecken. Aktionäre können mit solchen Holdinggesellschaften einen lokalen Multimilliardär statt eines unerfahrenen Fondsmanagers für sich arbeiten lassen. Statt teurer Managementvergütungen steuern diese ihre börsennotierten Familiengesellschaften häufig für ein schmales Honorar – schließlich sitzen sie in der Regel als Hauptaktionär mit den Anlegern im selben Boot.

## Das Beste aus Amerika

Dies gilt allen voran für **Berkshire Hathaway** (IK), die Holdinggesellschaft von Warren Buffett, dem immer noch mehr als 30% des Konglomerates gehören. Das Unternehmen ist für Anleger die perfekte Alternative zu einem US-Aktienfonds, schließlich managt hier der berühmteste Value-Investor aller Zeiten das Portfolio. Immer öfter erwirbt Buffett jedoch komplette Unternehmen, so z.B. im letzten Jahr Heinz Ketchup, Van Tuyl Automotive oder Duracell. Neben Industrie und Handel ist die Holding vor allem im Versicherungsgeschäft aktiv. Eine Branche, die Buffett liebt wie keine zweite. Denn die Prämien der Versicherten stehen temporär für weitere Investments zur Verfügung. Zwar stimmte Buffett seine Anleger im diesjährigen Aktionärsbrief auf zukünftig moderatere Renditen ein – alleine aufgrund der bestehenden Beteiligungen geht er jedoch davon aus, dass Anleger langfristig mit der Aktie praktisch kein Geld verlieren können. Im „Großen Bild“ ab



S. 44 berichten wir Ihnen über Neuigkeiten vom 50. „Woodstock der Kapitalisten“, der jährlichen Hauptversammlung des Unternehmens.

## Asien für 1x Buchwert

Den idealen Einstieg in das asiatische Aktienuniversum können Anleger mit der Aktie von **CK Hutchison** tätigen, die sich auch in unserem Musterdepot (S. 70) befindet. Die Holding des reichsten Mannes Asiens, Li Ka-shing, dominiert die Wirtschaft Hong-

### Kennzahlen der vorgestellten ausländischen Beteiligungsgesellschaften

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2014*	EpS 2014	EpS 2015e	EpS 2016e	KGV 2014	KGV 2015e	KGV 2016e
Berkshire Hathaway B-Aktien [US]	A0YJQ2	127,00	313,0	194,7	6,02	6,49	7,04	21,1	19,6	18,0
CK Hutchison Holdings [KY]	A14QAZ	18,79	43,5	3,5	1,67	1,63	1,70	11,3	11,5	11,1
Investor AB B-Aktien [SE]	869202	34,89	26,8	-	1,30	1,21	1,31	26,8	28,8	26,6
Jardine Matheson Holdings [BM]	869042	54,09	37,4	54,9	3,68	3,92	4,34	14,7	13,8	12,5
Loews [US]	851615	35,81	13,3	-	2,42	2,90	3,18	14,8	12,3	11,3
Softbank [JP]	891624	53,50	64,2	48,7	4,10	3,90	4,83	13,0	13,7	11,1

\*) in Mrd. EUR; alle Angaben in EUR; Quellen: OnVista, Geschäftsberichte, eigene Schätzungen

kongs und besitzt Investments in ganz Asien und Europa. Der durch den Handel mit Plastikblumen und Immobilien reich gewordene Li kaufte in den 70er Jahren mit seiner Holding Cheung Kong das ehemals britische Kolonialunternehmen Hutchison Whampoa. Erst dieses Jahr fusionierte der Multimilliardär seine beiden Unternehmen zu CK Hutchison. Dort übt er als Hauptaktionär maßgeblichen Einfluss auf die Gesellschaft aus. CK Hutchison ist heute im Immobiliengeschäft, im Einzelhandel, im Betrieb von Hafeninfrastruktur, dem Mobilfunk und einer Reihe weiterer Industrien tätig. Die Aktie notiert – trotz einer zuletzt sehr erfreulichen Entwicklung – noch immer nur knapp über dem bilanziellen Buchwert des Eigenkapitals.

### Schweden im Paket

Die traditionsreiche schwedische **Investor AB** ist die Holding der Wallenberg-Familie und eines der größten Unternehmen des Landes. Investor ist am Who-is-who der dortigen Wirtschaft beteiligt, so unter anderem an der SEB Bank, Saab, Ericsson oder Electrolux. Mit EQT besitzt Investor AB ein eigenes Private-Equity-Unternehmen mit einem hervorragenden Track Record bei europäischen Buy-outs. 77% der vom Unternehmen verwalteten Gelder sind in börsennotierten Beteiligungen investiert, 10% in mehrheitlich gehaltenen privaten Beteiligungen. In den vergangenen 20 Jahren konnte sich die Performance der Aktie sehen lassen: Inklusive Dividenden konnten die Anleger zusammen mit den Wallenbergs eine Rendite von mehr als 800% realisieren.

### Von Opium zu Immobilien und Autos

Ebenfalls auf eine stolze Historie kann **Jardine Matheson** verweisen. Die Holding war einst eines der traditionsreichen Hongkonger Opium-Handelshäuser, der sogenannten Hongs. Kontrolliert wird die Gesellschaft durch die schottische Keswick-Familie. Diese ist nun bereits in der fünften Generation in die Führung des Unternehmens involviert. Jardine ist unter anderem an Hongkong Land, einem Immobilienunternehmen, der Hotelkette Mandarin Oriental, dem asiatischen Einzelhändler Dairy Farm (betreibt unter anderem mehrere IKEA-Filialen in Asien) und dem indonesischen Automobilunternehmen Astra (u.a. Lizenz für Toyota und BMW) beteiligt. Mit der sich abzeichnenden Rückgabe Hongkongs von England an das kommunistische China verlegten die Keswicks den juristischen Sitz ihrer Unternehmen auf die Bermudas. Durch eine Überkreuzbeteiligung mit der ebenfalls börsennotierten Jardine Strategic errichteten sie einen Schutz vor ungewollten Übernahmen. Auch wenn die Zeiten des Opiumhandels lang vorbei sind – Jardine ist noch immer eines der bedeutendsten Konglomerate Asiens.

### Hotels und Ölplattformen

Die häufig auch als „Mini-Berkshire“ bezeichnete **Loews Corp** ist die Holdinggesellschaft der Familie Tisch. Die beiden Brüder Lawrence und Robert Tisch bauten ihr Imperium von Anfang an auf den Prinzipien des Value-Investing auf. Das Unternehmen besitzt heute vier operative Standbeine: CNA Financial, eine der größten Versicherungen für Gewerbeimmobilien in den USA, Diamond Offshore Drilling, einer der weltweit führenden Dienstleister für Offshore-Ölbohrungen und Besitzer von Ölplattformen,



Boardwalk Pipeline Partners, ein Gas-Pipeline-Infrastrukturunternehmen, und die dem Unternehmen seinen Namen gebenden Loews Hotels. Zu dieser Hotelgruppe gehört unter anderem auch das legendäre in der Park Avenue gelegene Loews Regency New York. Die Aktie notiert deutlich unter dem Buchwert, ertragsseitig schlagen sich derzeit gerade die Probleme im Offshore-Drilling-Segment auf die Ergebnisse der Holding durch. Die Tatsache, dass es die Value-Holding derzeit mit einem Sicherheitsabschlag zu kaufen gibt, könnte früher oder später einen Aktionärsaktivisten auf den Plan rufen (s. Artikel auf S. 16).

### Japanische Technologieholding

Die Software-, Technologie- und Internetholding **Softbank** des Milliardärs Masayoshi Son war in den Jahren der New Economy einer der Shooting Stars unter den japanischen Aktien. Seitdem hat sich das Unternehmen dramatisch gewandelt, vor allem durch den Erwerb der japanischen Mobilfunk-Aktivitäten des britischen Vodafone-Konzerns im Jahr 2006. Im Gegensatz zur teuren Alibaba-Aktie können sich Anleger mit Softbank über die Hintertüre beim chinesischen Internetgiganten einkaufen – Softbank besitzt immerhin rund 32% der Anteile an dem Unternehmen. Die Aktie notiert bei einem KGV von 14 und ca. 40% unter dem Wert der Einzelteile. Weitere Details zu Softbank finden Sie in der Rubrik „Buy or Good Bye“ auf S. 64.

### Fazit

Ausländische Holdinggesellschaften eröffnen Anlegern völlig neue Horizonte. Zum Einstieg in fremde Märkte stellen diese Aktien eine perfekte Plattform dar.

Christoph Karl

### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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

## Aktivistische Investoren

# Gordon Gekkos Trittbrettfahrer

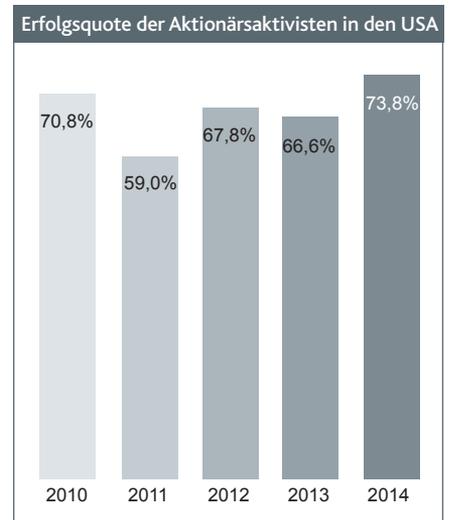
Aktivistische Investoren arbeiten auch zum Wohle der übrigen Aktionäre eines Unternehmens.

Berichte über aktivistische Investoren häufen sich. Allerdings ist der Tenor nicht selten negativ. Kritik hat zuletzt mit Larry Fink auch der Chef des weltgrößten Vermögensverwalters Blackrock geübt. Ohne das Konzept generell zu verdammen, bezeichnete er die auf Unternehmen einwirkenden kurzfristigen Stimmen als zu laut. Er rief alle Akteure auf, sich mehr auf das Schaffen von organischem Wachstum zu konzentrieren. Wie andere Kritiker befürchtet Fink offenbar, das Handeln aktivistischer Investoren könnte auf einem zu kurzfristigen Denken basieren. Dazu muss man wissen: Als aktivistische Investoren treten häufig Hedgefonds oder Private-Equity-Gesellschaften auf. Wittern sie eine Unterbewertung, versuchen sie mit Hilfe ihrer Anteilspositionen Druck auf die Gesellschaften dahingehend auszuüben, Strukturen und Strategien in ihrem Sinne zu ändern. Zum typischerweise vorgeschlagenen Instrumentarium zählen dabei Auf- oder Abspaltungen, M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, Dividendenerhöhungen, Kostensenkungen, Restrukturierungen oder personelle Veränderungen im Vorstand und Aufsichtsrat.

## Erfolgsquote 2014 so hoch wie nie

Die langfristige Entwicklung eines Unternehmens – beispielsweise durch nachhaltige Investitionen in die Zukunft – kommt dagegen häufig zu kurz. Bill Ackman von Pershing Square Capital Management, einer der führenden Aktionärsaktivisten, glaubt dagegen, dass es in Zeiten von oft rein indexorientierten Investments einer Gruppe von Aktionäre bedarf, die als Sprachrohr für enttäuschte Anleger auftritt. Zwar verfolgten nicht alle aktivistischen Investoren langfristige Ansätze, wirklich bewirken könnten laut Ackman allerdings nur diejenigen Vertreter etwas, die auch an morgen und übermorgen dächten. Dafür spreche alleine schon der Zwang, für den eigenen Erfolg die Zustimmung einer Mehrheit der Anteilseigner gewinnen zu müssen.

So betrachtet scheinen aktivistische Investoren derzeit einiges richtig zu machen. Zumindest sprechen dafür das verfügbare Kapital, die wachsende Präsenz und die Erfolgsquote. So managten im Vorjahr 71 ausgewiesene aktivistische Fonds Mittel von fast 120 Mrd. USD. Laut Kingsdale Shareholder Services stehen zudem angeblich 135 Mrd. USD an weiteren



Mit der Mehrheit ihrer Attacken hatten die Investoren in den vergangenen Jahren Erfolg. Quelle: Quelle: Activist Insight

Mitteln bereit, die für aktivistische Ansätze gedacht sind. Den Angaben von Activist Insight zufolge erhöhte sich 2014 die Zahl jener Hedgefonds, die erstmals aktivistische Kampagnen unternahmen, auf 45 – drei Mal mehr als 2012. Auch ist von 2010 bis 2014 die Zahl der attackierten Firmen von 136 auf 340 gestiegen. Mit 74% erreichte die Quote der letzten Endes erfolgreichen aktivistischen Attacken ein neues Hoch.

## Das Konzept geht langsam um die Welt

Das wichtigste Schlachtfeld sind dabei nach wie vor die USA. So hatte in den vergangenen fünf Jahren dort jedes zweite der S&P 500-Unternehmen aktivistische Investoren unter seinen Aktionären, jedes siebte Indexmitglied war einem gezielten Angriff ausgesetzt. Doch neuerdings wird das Konzept auch verstärkt ins Ausland exportiert. Ein wachsendes Betätigungsfeld

Interessante Aktien mit aktivistischen Investoren an Bord						
Name	WKN	Kurs	Höchstkurs 1 Jahr	Tiefstkurs 1 Jahr	EpS 2015e	KGV 2015e
Juniper Networks [US]	923889	23,80	24,54	14,41	1,48	16,08
Ariad Pharmaceuticals [US]	895301	7,62	9,12	3,58	-	-
Adidas [DE]	A1EWWW	74,05	79,79	52,94	3,40	21,78
Cable & Wireless [UK]	A1CSPB	0,93	0,99	0,54	0,03	27,76
Electra Private Equity [UK]	865880	43,07	44,63	32,28	-	-
Bank of East Asia [HK]	868943	3,76	4,05	2,93	0,29	12,97

Angaben in EUR; Quelle: OnVista

verspricht Japan, zumal dort die Regierung im Kampf gegen die Deflation selbst auf die Unternehmen Druck macht, effizienter zu werden. Ebenfalls verstärkt in den Fokus rückt Europa. Im ersten Quartal 2015 belief sich die Zahl der gegen europäische Unternehmen gestarteten Kampagnen auf 22 – im gesamten Vorjahr waren es nur 39. Die Frage, wie gut die Performance jener Aktien ausfällt, die von aktivistischen Investoren angegangen werden, kann derzeit nicht seriös beantwortet werden. Denn sowohl eine positive als auch eine negative Outperformance wird durch diverse Studien belegt. Unstrittig ist jedoch, dass eine Vielzahl von Anlegern aufspringt, sobald ein Unternehmen Ziel eines Angriffs wird. Entscheidend dabei ist natürlich, auf die Gewinner und nicht auf die Nieten zu setzen.

#### Sechs Aktien mit aktivistischem Einfluss

In den USA könnte so eine Perle **Juniper Networks** sein. Hier sind Vertreter vom Hedgefonds Elliot Management an Bord. Es scheint nicht ausgeschlossen, dass sie auf eine Übernahme des weltweit zweitgrößten Netzwerkausrüsters durch einen Konkurrenten hinarbeiten. Übernahmephantasie ist jüngst bereits bei **Ariad Pharmaceuticals** angekommen, nachdem es dem Hedgefonds Sarissa Capital gelungen ist, den bisherigen Vorstandschef Harvey Berger zu baldigem Abschied zu bewegen. Dies könnte auch hier den Weg zu einem Verkauf freimachen.

In Deutschland ist zuletzt nach schwachen Ergebnissen **Adidas** in den Fokus von aktivistischen Investoren gerückt. Deren Druck könnte dazu beitragen, dass bei dem Herzogenauracher Sportartikelhersteller endlich wieder etwas frischer Wind Einzug hält. Rege Aktivitäten zeigen die Aktivisten auch in Großbritannien. Aussichtsreich klingt dort beispielsweise das Mitmischen von John Malone bei **Cable & Wireless Communications**.

Denn mit Hilfe der Kontakte des US-Milliardärs dürfte es dem britischen Telekomkonzern leichter fallen, die geplante Expansion in der Karibik und in Südamerika zu stemmen.

Bei der nur in London gehandelten **Electra Private Equity** hat das Investment von Edward Bramson, dem Gründer von Sherborne Investors, bereits dazu beigetragen, den Kurs der traditionsreichen Private-Equity-Gesellschaft anzutreiben. Doch der als erfolgreicher Investor bekannte Bramson wittert offenbar weiteres Potenzial, wie unlängst getätigte Zukäufe nahe legen. Auch in Asien haben wir mit der **Bank of East Asia** einen interessanten Titel ausfindig gemacht. Hier ist erneut Elliott Management am Ball, womöglich mit der Hoffnung, dass sich bei der familiengeführten Hongkonger Bank mittelfristig einiges zugunsten der externen Aktionäre verändern wird. ■

*Jürgen Büttner*

Anzeige



**GESCO**  
THE  
INDUSTRIAL  
GROUP

## INVESTIEREN SIE IN DIE „PERLEN DES MITTELSTANDS“

**WKN A1K020**

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

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

## Energieaktien

# Das Angebot macht den Preis

Der Ölpreis konnte sich bereits auf niedrigem Niveau stabilisieren, steht nun auch der Turnaround bei den anderen Energierohstoffen bevor?

Durch tektonische Verschiebungen der Angebots- und Nachfragesituation haben sich die Preise der verschiedenen Energierohstoffe dramatisch verändert – mit drastischen Konsequenzen für einige Produzenten. Anders als früher lassen sich daher kaum mehr singuläre Märkte beobachten und analysieren, die Interdependenzen zwischen den einzelnen Energieträgern machen eine globale Betrachtung notwendig.

## Schiefer-Öl für den Export

Fangen wir also beim Öl an, dem nach wie vor mit Abstand wichtigsten Energieträger der modernen Welt. Insbesondere hier hat sich in den letzten sechs Monaten eine dramatische Verschiebung der Angebots- und Nachfragesituation ergeben. Vorausgegangen war ein jahrelanger Boom der nordamerikanischen Fracking-Industrie. Mit neuer Bohrtechnik können heute Ölfelder wie Bakken in North Dakota oder Eagle Ford in Texas effizienter ausgebeutet werden – zu Kosten, die weit unterhalb der Ölpreise der letzten Jahre lagen. Nach Angaben der US Energy Information Administration legte die US-Produktion seit 2009 von rund 5,4 Mio. Barrel pro Tag auf aktuell 9,2 Mio. Barrel pro Tag zu, eine Ausweitung um mehr als 70% – mit entsprechenden Konsequenzen für den Weltmarkt. Denn während die USA vor dem Ausbruch der Shale-Revolution ihre eigenen Reserven

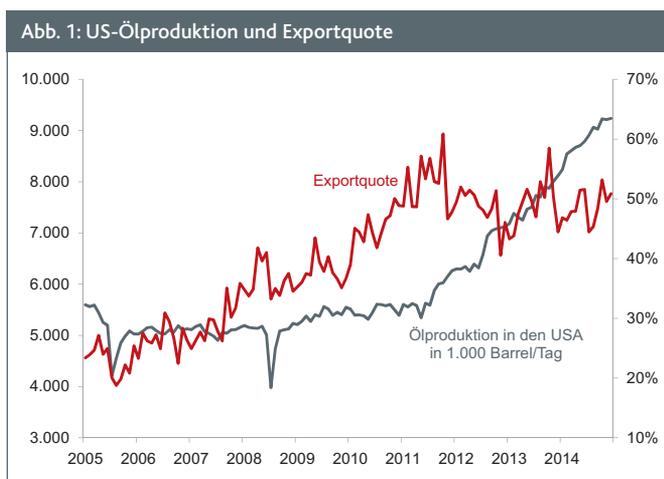


Foto: © Sergey Serdyuk / www.fotolia.com

überwiegend für sich selbst benötigten, geht nun ein immer größerer Teil der Produktionsmenge in den Export – zuletzt rund 4,7 Mio. Barrel pro Tag.

## Politische Märkte

Über Jahre konnte der Weltmarkt die erhöhte Angebotsmenge aufgrund einer stabilen Nachfrage problemlos aufnehmen. Denn nach wie vor boomten die chinesische Volkswirtschaft und die anderer Entwicklungsländer. Eine Situation, die sich inzwischen dramatisch gedreht hat: China wächst aktuell „nur“ noch mit weniger als 7% im Jahr, eine Zahl, die angesichts der schwachen Rohstoffpreise jedoch massiv geschönt wirkt. In Europa fällt das Wachstum deutlich niedriger aus, als noch vor wenigen Monaten erwartet. Zwar wächst die weltweite Nachfrage nach Öl laut der Internationalen Energieagentur noch immer, jedoch mit einer deutlich geringeren Geschwindigkeit als die massiv zunehmende Produktionsmenge. Bereits kleine Ungleichgewichte können den Preis am Ölmarkt in die eine oder andere Richtung bewegen – das Überangebot hatte daher in der Spitze mehr als eine Halbierung der Preise zur Folge. Neben den reinen ökonomischen Fakten spielen wohl auch politische Faktoren eine Rolle. Viele Argumente sprechen dafür, dass die OPEC durch US-Einfluss ihre Produktionsmengen stabil hielt. Denn interessanterweise fiel der Sturz des Ölpreises zeitlich eng mit der Eskalation der Ukraine-Krise zusammen. Es ist also nicht ganz von der Hand zu weisen, dass der Ölpreis vielleicht auch als eine Art politische Waffe gegen Putin und Russland eingesetzt wurde. ▶



Der Shale-Oil-Boom beflügelt die Ölexporte aus den Vereinigten Staaten und erhöht das Angebot auf den Weltmärkten.

Quelle: US Energy Information Agency

# STEIGERN SIE IHRE PERFORMANCE!



Hebe-Lösungen von PALFINGER steigern die Effizienz an den entscheidenden Schnittstellen der Logistik. Davon profitieren nicht nur unsere Kunden, sondern auch unsere Investoren. So haben nicht nur hohe Tiere gute Aussichten.

[WWW.PALFINGER.AG](http://WWW.PALFINGER.AG)

**PALFINGER**

LIFETIME EXCELLENCE

Kennzahlen der vorgestellten Unternehmen aus dem Öl-, Gas- und Kohlegeschäft										
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2014*	EpS 2014	EpS 2015e	EpS 2016e	KGV 2014	KGV 2015e	KGV 2016e
Cheniere Energy [US]	580884	66,12	15,6	0,3	-1,18	-1,01	-0,98	neg.	neg.	neg.
Continental Resources [US]	A0MQ12	40,28	15,6	3,8	3,06	-0,06	0,92	13,2	neg.	43,8
Exxon Mobil [US]	852549	76,21	318,6	365,8	6,79	6,11	6,69	11,2	12,5	11,4
Hargreaves Services [UK]	A0HMDY	6,02	0,2	1,2	1,56	1,60	1,65	3,9	3,8	3,6
Peabody Energy [US]	675266	3,75	1,0	5,4	-1,24	-0,44	0,21	neg.	neg.	17,9

\*) in Mrd. EUR; \*\*) MCap bezieht sich auf Stämme und Vorzüge; alle Angaben in EUR

Quellen: OnVista, Geschäftsberichte, eigene Schätzungen

### Marktführer mit gefüllter Kriegskasse

Bereits mit etwas Vorlauf zum Ölpreis zeigten einige Öllaktien jedoch seit Anfang der Jahres erste Erholungstendenzen. Während die großen Majors bislang vom Preisverfall des schwarzen Goldes am wenigsten tangiert werden, traf es die kleinen Produzenten und Explorer am stärksten. Diese sind gleichzeitig auch in der Förderung unkonventioneller Ölvorkommen am aktivsten involviert. Interessant scheint uns nach wie vor die Aktie von **Exxon Mobil** zu sein. Während der Kurs des Weltmarktführers lediglich rund 16% unter dem All-Time-High notiert, ergeben sich nun auf deutlich günstigerem Niveau Gelegenheiten für Zukäufe. Mit der Übernahme des Konkurrenten BG machte der Konkurrent Shell bereits vor, wie das Spiel funktionieren könnte. Generell wird von zahlreichen Experten eine deutliche Zunahme der M&A-Aktivitäten im Sektor erwartet, Profiteure werden dabei eindeutig operativ profitable Unternehmen mit geringen Schulden sein, denn insbesondere diese verfügen noch immer über eine prall gefüllte Kriegskasse.

### No risk, no fun

Sollte die aktuelle Bodenbildung beim Öl jedoch schon abgeschlossen sein, bietet sich für risikofreudige Anleger ein Investment in die Höhle des Löwen an – in einen der Marktführer der US-Shale-Branche, **Continental Resources**. Trotz einer Ausweitung der Produktionsmenge um mehr als 35% im Vergleich zum ersten Quartal 2014 musste das Unternehmen aus Oklahoma City im gleichen Zeitraum einen Umsatzrückgang von 42% hinnehmen.

Operativ liegt Continental bei den heutigen Öl- und Gaspreisen in etwa auf Break-even-Level. Zinszahlungen von 75 Mio. USD pro Quartal drücken jedoch die Zahlen unter dem Strich ins Minus. Eine Rückkehr in die Gewinnzone ist nur durch weitere Kostensenkungen oder höhere Ölpreise möglich. Rechnerisch ist dies beim heutigen Level von rund 60 USD je Barrel der Sorte WTI bereits der Fall. Da das Unternehmen der mit Abstand größte Player im bedeutenden Bakken-Ölfeld in North Dakota ist, machten bereits in der Vergangenheit mehrmals Übernahmegerüchte die Runde – unter anderem auch durch die oben genannte Exxon Mobil. Auf Basis des heutigen Kurses ist Continental praktisch ein Optionsschein auf den Ölpreis, inklusive einer Portion Übernahmephantasie.



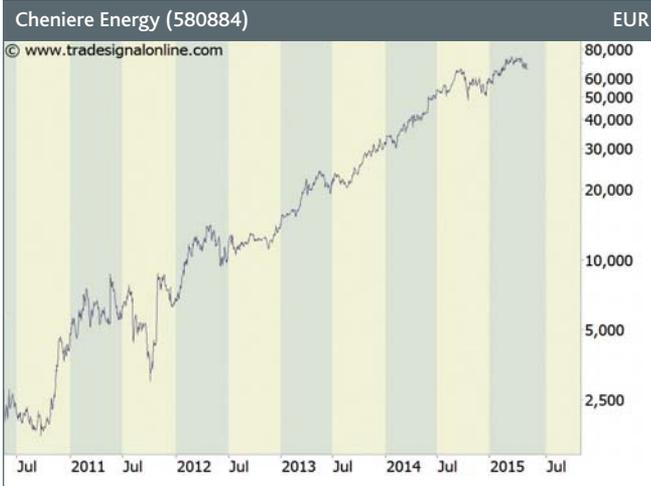
Foto: © ST/Trudno / www.fotolia.com



### Flaschenhals des Gas-Exportes

Mit lediglich rund 16% Gasanteil an der Produktionsmenge ist Continental überwiegend auf das flüssige schwarze Gold fokussiert. Der Shale-Boom in den USA hat jedoch auch den Weltmarkt für Erdgas komplett durcheinandergewirbelt. Die deutlich gestiegene Produktionsmenge hat die Preise aktuell wieder nahe an das 2012 erreichte Rekordtief gedrückt (siehe Abb. 2). Im Gegensatz zum Öl ist der Markt für Gas jedoch noch immer stark regional geprägt. Erst die Möglichkeit zur Verflüssigung gibt den Produzenten die Möglichkeit zum weltweiten Export, unabhängig von bestehenden Pipelines. Ein Markt, in dem sich **Cheniere Energy** perfekt positioniert hat. Die Aktie ist insbesondere aufgrund der hohen Markteintrittsbarrieren der Liebling vieler Value-Investoren. Dabei sah es vor einigen Jahren noch nach dem Gegenteil einer Erfolgsstory aus. CEO Charif Souki hatte ursprünglich die Idee, mit einem mehrere Mrd. USD teuren Terminal Flüssiggas in die USA zu importieren. Dort sollte es, in klassisches Erdgas rückgewandelt, in die existierende

# FÜR DIE BESTEN WERTANLAGEN NUR DIE BESTEN ADRESSEN

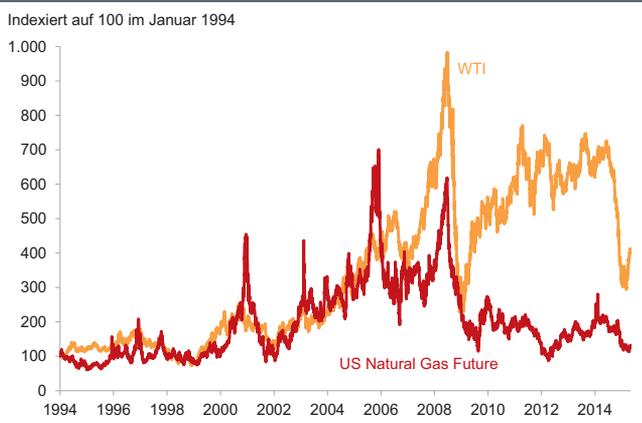


renden Pipelines eingespeist werden. Bedingt durch Fracking sind aber gerade dort die Preise in den letzten Jahren immer unattraktiver geworden. Nach teuren Importen besteht nun keinerlei Nachfrage mehr. Souki rüstete seine Anlage also auf exakt die gegenteilige Richtung um – in der Sabina-Pass-Anlage soll ab Ende 2015 nun US-Gas für den Weltmarkt verflüssigt werden. In Asien wird Erdgas zu einem Vielfachen des US-Preises gehandelt, die teuren Transportkosten spielen daher keine Rolle. Cheniere ist derzeit als einziges US-Unternehmen im Besitz einer Exportlizenz und wird wohl noch auf absehbare Zeit der Flaschenhals des US-Erdgas-Exports sein. Bereits heute hat das Unternehmen seine komplette Produktionskapazität mit Verträgen über Laufzeiten von 20 Jahren an verschiedene US-Gasproduzenten verkauft.

## Renaissance der Kohle?

Das von Cheniere verflüssigte Erdgas hat jedoch eine unmittelbar negative Wirkung auf die Preise für den dritten bedeutenden Energieträger – die Kohle. Vor allem in den USA wird das günstige Gas in zunehmendem Maße zur Stromerzeugung verwendet. So antiquiert das „schwarze Grubengold“ vor allem aus einer deutschen Perspektive wirkt: Noch immer ist die Kohle der ▶

Abb. 2: Langfristige Entwicklung der Öl- und Gaspreise in den USA



Die Shale-Gas-Förderung hat zu einer historisch einmaligen Entkopplung von Gas- und Ölpreis geführt.  
Quelle: US Energy Information Agency



141 Jahre Edelmetallerfahrung.

**ROBBE & BERKING**

SEIT 1874

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

Oder in:

Berlin, Kurfürstendamm 54 · Bremen, Katharinenklosterhof  
Düsseldorf, Königsallee 60a · Flensburg, Rote Straße 14  
Frankfurt, Steinweg 8 · Hamburg, Jungfernstieg 22  
Hannover, Luisenstraße 10/11 · Kiel, Dänische Straße 11  
München, Theatinerstraße 32 · Wien, Am Graben 26



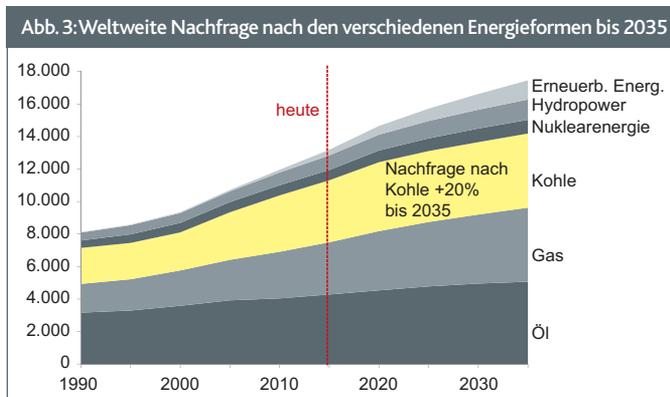
Foto: © ammanacz / www.fotohla.com

Stoff, der die Welt antreibt. Nach Öl ist Kohle global gesehen der zweitwichtigste Energierohstoff, alleine zwischen 2000 und 2010 ist die weltweite Nachfrage laut der Internationalen Energieagentur (IEA) um 55% gestiegen. Auch in den kommenden Jahren prophezeien Studien weiteres Wachstum. Anders als häufig dargestellt, ist die Kohleförderung global gesehen also eine Wachstumsbranche und keine sterbende Industrie. Experten wie Prof. Klaus Görner von der Universität Duisburg-Essen erwarten, dass fossile Energieträger wie Kohle noch eine geraume Zeit ein wichtiger Bestandteil unserer Energieversorgung bleiben werden. Denn die Vorteile liegen auf der Hand: Kohle ist dezentral fast überall auf der Welt verfügbar, durch eine Steigerung des Wirkungsgrades und neue Technologien lässt sich auch die Umweltbelastung künftig signifikant reduzieren. Als Quelle einer verlässlichen Grundlast ist die Kohle zudem bei der Stromerzeugung alleine aufgrund des wachsenden Anteils der erneuerbaren Energien noch auf Jahre unverzichtbar.

Eine grobe Fehlbewertung wird nach Ansicht vieler Value-Investoren daher unserem Musterdepotwert **Hargreaves Services** zuteil. Die Gründe dafür sind schnell genannt: Durch regulatorische Eingriffe wird der Einsatz der Kohle zunehmend reduziert, die günstigen Preise des umweltfreundlicheren Erdgases tragen das ihre zu dieser Entwicklung bei. De facto stammen jedoch 70% der Erträge des größten Kohle-Produzenten in Großbritannien aus dem Logistik- und Industriedienstleistungsgeschäft. Förderung und Verkauf von Kohle stehen dagegen lediglich für 30% des Ergebnisses. Selbst bei einer fortgesetzten Kohle-Baisse wird Hargreaves also Geld verdienen. Drehen die Kohle-Preise jedoch nach oben, ist der Hebel für das

Unternehmen gewaltig. Einige Investoren fürchten wohl noch immer den einst angedachten Kauf eines großen Kohlekraftwerkes. Die Angst, dass sich Hargreaves mit einem solchen Projekt übernehmen könnte, ist nicht völlig unbegründet. Dennoch hat CEO Gordon Banham in der Vergangenheit bewiesen, dass er eine risikoscheue Kapitalallokation betreibt. Value-Anleger benötigen also noch Geduld, um die Früchte ihres Hargreaves-Investments ernten zu können.

**Peabody Energy** dagegen ist ein pures Kohle-Play. Der US-Konzern ist das größte ausschließlich auf das „schwarze Gold“ fokussierte Unternehmen der Welt und aktuell eine der günstigsten US-Aktien am Markt. Das Unternehmen wird derzeit selbst von extrem antizyklischen Investoren gemieden. Neben den schwachen Preisen für Kohle belasten das Unternehmen vor allem langfristige Schulden von 6,3 Mrd. USD. Eine Altlast, die maßgeblich aus dem 2011 getätigten Erwerb des australischen Konkurrenten Macarthur Coal resultiert. Die erste größere Tilgung ist jedoch erst im November 2018 fällig. Peabody hat also noch jede Menge Zeit zur Refinanzierung. Das eingeleitete Restrukturierungsprogramm soll nach den Plänen des Managements bis 2016 wieder zu einem positiven Free Cashflow führen. Operativ lag der Cashflow bereits in der Vergangenheit immer im positiven Terrain. Mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,5 ist die Aktie heute 50% günstiger bewertet als Ende 2008. Contrarian-Investoren benötigen wie immer Mut und Ausdauer, im Fall von Peabody könnte sich dies jedoch am Ende mit einem gewaltigen Hebel auszahlen.



Nach Schätzungen von BP wird die weltweite Nachfrage nach Kohle bis 2015 um weitere 20% zulegen. Quelle: BP

**Fazit**

Für Investoren in Energierohstoffe gilt das „Warten auf bessere Zeiten“ nach wie vor als die größte Tugend. Die anziehenden Notierungen einiger Öl-Aktien sind aber bereits erste Lichtblicke. Gas und Kohle könnten im Schlepptau die Bodenbildung abschließen. Im Artikel „Finanzieller Fallout“ ab S. 24 analysieren wir im aktuellen Heft zusätzlich die Chancen eines Turnarounds bei den klassischen Energieversorgern. Mit den erneuerbaren Energien werden wir uns in der Ausgabe 7/2015 auseinandersetzen. Auch hier scheinen sich in vielen Bereichen interessante Turnarounds zu ergeben.

Christoph Karl

# 6. Hamburger Mark Banco Anlegertagung

## Adieu, liebe Banken!

### Investmentchancen jenseits des €-Bankenkartells

Abendprogramm:  
Stadtführung „Auf den Spuren der Hamburger Mark Banco“  
und anschließendem Roland Baader Abendessen

#### Referenten u.a.



**Prof. Christoph Braunschweig**  
Wirtschaftsprofessor



**Dr. Markus Elsässer**  
Value Investor



**Prof. Thorsten Polleit**  
Austrian Economist



**Carlos A. Gebauer**  
Autor



**Ludwig Karl**  
Unternehmer



**Franco Octavio Mathias**  
Business Angel



**Mark Valek**  
Austrian Investor



**Stephan Lipfert**  
Fondsspezialist



**Dr. Bruno Bandulet**  
Wirtschaftshistoriker

„ROLAND BAADER  
Auszeichnung 2015“  
an André F. Lichtschlag



Informieren  
und buchen!

Institut für Austrian Asset Management  
www.ifaam.de • Tel.: 0172 / 3 91 36 42



In Kooperation mit:

**Smart Investor**  
Das Magazin für den kritischen Anleger

& **eigentlich frei**

Reduzierte Seminarkosten für Abonnenten.



Titelstory / Nachhaltiges Investieren

# Finanzieller Fallout

## Wie hoch wird die Rechnung für den einst so günstigen Atomstrom ausfallen?

Die Kernenergie ist wie kaum eine zweite Technologie ein Kind ihrer Zeit, der 60er und 70er Jahre des vergangenen Jahrhunderts. Purer Glaube an die Technologie und deren Beherrschbarkeit prägte wohl primär die Entscheidungsfindung. Spätfolgen und -kosten dagegen mussten zurückstecken – schließlich zeigten die beiden Ölkrisen damals deutlich die Notwendigkeit alternativer Formen der Energiegewinnung. Spätestens mit der verheerenden Reaktorkatastrophe in Tschernobyl bekam die Anti-Atomkraft-Bewegung Auftrieb. Kritik, die in Deutschland im Jahr 2000 und erneut 2011 schließlich zu einem vollständigen Ausstieg aus der Atomkraft führte.

### Umbrüche und Altlasten

Ab 2022 wird es daher hierzulande keine Kernenergie mehr geben. Länder wie Frankreich haben eine solche Diskussion dagegen noch nicht im gleichen Umfang geführt – trotz 58 Kernkraftwerken im Betrieb. Doch selbst ohne einen vollständigen Verzicht auf die Kernkraft stellt der existierende Bestand an Meilern eine nicht zu

unterschätzende Belastung finanzieller Natur dar. Denn der Großteil der vorhandenen Anlagen geht mit großen Schritten den Grenzen der ursprünglich vorgesehenen Betriebslaufzeit entgegen. Da eine Umrüstung auf den aktuellen Stand der Technik wirtschaftlich in den wenigsten Fällen sinnvoll ist, bleiben als letzte Option lediglich der Rückbau und die Entsorgung der alten Anlagen. Neben dem kompletten Umbruch des herkömmlichen Geschäftsmodells der Versorger durch die Energiewende drohen sie nun also auch noch alte „Sünden“ aus der Vergangenheit einzuholen. Vielfach wurde in den Medien in den letzten Monaten der bevorstehende Turnaround der Energieversorger angekündigt. Doch kann es angesichts der immensen Altlasten eine nachhaltige Trendwende geben?

### Teure Abbrucharbeiten

Der Abriss eines Atomkraftwerks ist ein bei weitem komplexeres Vorhaben als der eines Kohle- oder Gaskraftwerkes, insbesondere aufgrund des kontaminierten Materials, das sich in dem stillgelegten

Illustration: © iusedesign / www.fotolia.com

Meiler befindet. Bis zu einem vollständigen Rückbau eines Kraftwerks werden die Versorgungsunternehmen bis zu zehn Jahre benötigen, in denen insgesamt rund 4.000 Tonnen kontaminiertes Material je Meiler anfallen werden. Abfall, der zusammen mit den Brennstäben in die Endlagerung gehen muss. Die nackten Zahlen sprechen eine deutliche Sprache: Der Fondsmanager Armin Zinser rechnet mit Kosten von 5 Mrd. EUR je Kernkraftwerk, in Frankreich mit seinen 58 Meilern in Summe also rund 290 Mrd. EUR (ausführliches Interview auf Seite 74). Selbst für die 17 deutschen Kraftwerke würden bei einer analogen Berechnung rund 85 Mrd. EUR fällig.

### Das Jahrtausendproblem

Zwar geht das Atomforum, der Branchenverband der deutschen Nuklearindustrie, lediglich von Kosten zwischen einer halben und einer Mrd. EUR aus – allerdings je Reaktorblock und ohne Entsorgung, Zwischen- und Endlagerung – das sind exakt jene Komponenten, die besonders teuer werden dürften. Denn insgesamt werden in Deutschland nach dem Abschalten des letzten Meilers laut Angaben des Bundesamtes für Strahlenschutz rund 28.100 Kubikmeter kontaminiertes Material einen Platz zur sicheren Verwahrung für die nächsten 1.000 Jahre benötigen. An einem Ort, der noch nicht einmal gefunden und in Deutschland möglicherweise aufgrund der geographischen Gegebenheiten überhaupt nicht vorhanden ist. Bereits heute gehen Experten davon aus, dass es erst zwischen den Jahren 2095 und 2170 eine endgültige Lösung geben wird. Die sogenannte „Kommission Lagerung hoch radioaktiver Abfallstoffe“ des Deutschen Bundestages schätzt daher die anfallenden Kosten auf bis zu 70 Mrd. EUR. Eine Zahl, die nahe an den Schätzungen von Armin Zinser liegt. Beides Summen, die die Energieversorger in dieser Höhe derzeit nicht zurückgestellt haben.

### Faktische Überschuldung

e.on (IK), EnBW, RWE (IK) und Vattenfall haben derzeit nämlich nur rund 36 Mrd. EUR für die Altlasten zurückgestellt. Und dies, obwohl sie nach den geltenden Gesetzen zum Tragen sämtlicher Kosten der Abrüstung, Zwischen- und Endlagerung verpflichtet sind. Wer bezahlt also die dicke Rechnung, die die Deckungslücke hinterlässt? Schon in der aktuellen Diskussion wird von einer „staatlichen“ Auffanggesellschaft gesprochen, quasi einer Bad Bank der Energieversorgung. Denn sollten die Zahlen bei den oben genannten Schätzungen zwischen 70 und 85 Mrd. EUR bleiben, klafft schon heute eine Unterdeckung von bis zu 50 Mrd. EUR in den Bilanzen der Versorger. Nur zum Vergleich: Das gesamte Eigenkapital der vier Kernkraft-Konzerne beträgt in Summe lediglich rund 46 Mrd. EUR – ohne Bilanzierungstricks würde also bereits heute die gesamte Branche in akuter Insolvenzgefahr schweben. Ein Risiko, das im März dieses Jahres auch ein Rechtsgutachten im Auftrag des Bundeswirtschaftsministeriums bestätigte. Noch einmal völlig andere Dimensionen nimmt das Problem in Frankreich an: Hier stehen potenzielle Kosten von bis zu 300 Mrd. EUR einer Rücklage von lediglich 44 Mrd. EUR entgegen. 85% der Lasten sind bislang also nicht finanziert und übersteigen das Eigenkapital des einzigen Betreibers Électricité de France (EDF) um ein Vielfaches.

### Verluste trägt die Allgemeinheit

Angesichts solcher Zahlenspiele bekommen Pläne wie die für 2016 geplante Aufspaltung des e.on-Konzerns in zwei unabhängige Unternehmen eine völlig andere Bedeutung. Statt Shareholder Value zu kreieren, ist die vorrangige Idee vermutlich schlicht und einfach Aktionärsvermögen vor der Allgemeinheit in Sicherheit zu bringen. Denn dann kann lediglich die zukünftig auf Uniper getaufte „alte e.on“ für die Atomlasten in Regress genommen werden. Die „neue e.on“ dagegen wird sich zukünftig auf den Betrieb des Netzes und das Geschäft mit den erneuerbaren Energien konzentrieren – exakt jene Konzernteile also, die auch zukünftig lukrativ bleiben dürften. Interessanterweise sind die Kernkraftwerke bereits heute in Tochtergesellschaften der Versorger ausgegliedert. Mit einer Kündigung der bestehenden Gewinnabführungsverträge und Patronatserklärungen könnten sich die Mutterunternehmen also auch ohne Aufspaltung aus der Affäre ziehen. Die juristische „Nachhaftung“ würde in diesem Fall nur wenige Jahre betragen, bei einer Jahrhunderte lang bestehenden Altlast.

### „Zombie-Versorger“

Angesichts der dramatischen Altlasten scheint ein weiteres Problem fast vergessen zu werden: Die nötigen Ersatzinvestitionen, um die aus dem Netz genommenen Atomkraftwerke zu ersetzen. Doch welcher Investor soll angesichts der bestehenden Bilanzrisiken die dafür nötigen Mittel in die heutigen Versorgungsunternehmen investieren? Ordnungspolitisch wäre eine geordnete Insolvenz der heutigen Nuklear-Betreiber mehr als sinnvoll. In diesem Fall ►

Abb. 1: Standorte der deutschen Kernkraftwerke

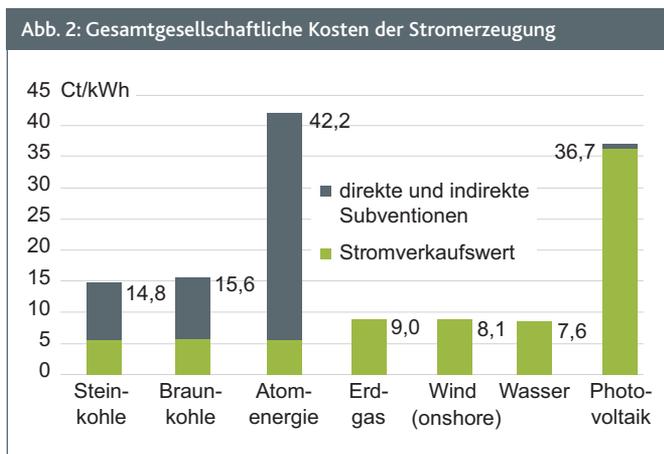


Die verbleibenden Reaktor-Standorte (inkl. Forschungs-Reaktoren) werden noch viele Jahrzehnte lang Kosten verursachen. Quelle: VGB

Kennzahlen der vorgestellten Versorgungsunternehmen										
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2014*	EpS 2014	EpS 2015e	EpS 2016e	KGV 2014	KGV 2015e	KGV 2016e
Électricité de France [FR]	A0HG6A	23,00	42,8	72,9	2,06	2,15	2,17	11,2	10,7	10,6
e.on [DE] <b>IK</b>	ENAG99	13,75	27,5	111,6	-1,64	0,97	0,94	-	14,2	14,6
RWE St. [DE]** <b>IK</b>	703712	22,01	12,7	48,5	2,77	2,28	2,09	7,9	9,7	10,5
Fortum [FI]	916660	17,74	15,8	4,8	1,14	1,10	1,09	15,6	16,1	16,3

\*) in Mrd. EUR; \*\*) MCap bezieht sich auf Stämme und Vorzüge; alle Angaben in EUR; Quellen: OnVista, eigene Schätzungen

würden die unbelasteten Assets durch den Insolvenzverwalter verwertet, der Erlös würde soweit wie möglich zum Tragen der Altlasten verwendet werden. Eine Option, die theoretisch zwar sinnvoll erscheinen mag, politisch allerdings kaum umsetzbar ist. Alleine die Lobbyarbeit der Versorger wird wohl – ähnlich wie im Bankensektor – für ein Überleben mehrerer „Zombie-Versorger“ sorgen.



Unter Berücksichtigung aller Kosten ergibt sich ein völlig anderes Bild. Quellen: Greenpeace Energy, BWE

### Nicht versicherbar

Die Stromrechnung der letzten 50 Jahre muss nun nachträglich nach oben korrigiert werden. Studien zufolge sollen die Kosten je Kilowattstunde bei über 40 Cent liegen – ohne Berücksichtigung der chronischen Unterversicherung der Kraftwerke. Denn diese sind aktuell in Deutschland durch einen Pool der Betreiber je Kraftwerk nur mit einer Versicherungssumme von bis zu 2,5 Mrd. EUR versichert. Schätzungen zufolge könnten die Kosten eines Atomunfalls in der Mitte Europas dagegen bis zu 5.000 Mrd. EUR betragen. Eine Summe, die jährlich bis zu 250 Mrd. Prämie kosten würde, falls sie überhaupt privatwirtschaftlich zu versichern wäre. So sagte der Vorstandsvorsitzende der Münchener Rück, Nikolaus von Bomhard, 2011 zur Frage, wie hoch denn die Prämie für ein Atomkraftwerk sein müsste: „Das können wir mit unseren herkömmlichen Modellen nicht berechnen.“ Denn so gering die Chance auch sein mag, die potenziellen Kosten sind für jede Assekuranz existenzgefährdend. Vielleicht

der Wink mit dem Zaunpfahl: Was für eine Versicherung unkalkulierbar ist, bleibt letztendlich auch für eine ganze Volkswirtschaft unkalkulierbar.

### Neue Meiler braucht das Land?

Selbst in Ländern ohne konkrete Ausstiegspläne aus der Atomkraft bleibt der Bau von neuen Meilern im Übrigen ein schwieriges Unterfangen. Beispiele wie der derzeit im Bau befindliche dritte Reaktor des finnischen Kernkraftwerkes Olkiluoto zeigen die Schwierigkeiten auf, mit denen der Betreiber Fortum zu kämpfen hat. Ursprünglich planten die Erbauer Areva und Siemens mit einer Fertigstellung bis 2009. Mittlerweile ist erst im Jahr 2018 die Inbetriebnahme vorgesehen. Statt ursprünglich 3 Mrd. EUR wird der Reaktor nun bis zu 9 Mrd. EUR kosten, auf den Bau eines bereits genehmigten vierten Reaktors haben die Betreiber mittlerweile verzichtet. Die britische Regierung garantiert unterdessen dem Betreiber eines neuen Atomkraftwerkes für 35 Jahre eine Einspeisevergütung von mehr als dem Doppelten des Marktpreises je Kilowattstunde. Statt hinter vorgehaltener Hand muss der Atomstrom nun also sogar offen subventioniert werden. Auch bei diesem Prestigeprojekt namens Hinkley Point C sind die Kosten bereits explodiert und werden nun voraussichtlich rund 19 Mrd. EUR betragen. Betreiber des ersten neuen Kernkraftwerkes auf der Insel seit 1995 ist übrigens niemand anderes als Électricité de France!

### Fazit

Die Trendwende bei den Versorgern ist nicht nur unwahrscheinlich, sondern rechnerisch praktisch ausgeschlossen. Lediglich durch Abspaltungen und juristische Tricks werden die Konzerne einen Teil des Aktionärsvermögens retten können. Ob dies jedoch für eine Renaissance der Versorgeraktien reicht, ist zumindest stark zu bezweifeln. Anleger sollten insbesondere von Versorgern mit Nuklearkraftwerken die Finger lassen!

Christoph Karl

### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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

## Österreichische Schule

# Zeitlose Krisentheorie

Das Ausweiten der Geldmenge durch Kredite, die nicht durch echte Ersparnis gedeckt sind, löst einen „Boom“ aus, der in einem „Bust“ enden muss. Das ist eine zeitlose ökonomische Erkenntnis. Sie gilt damals wie heute.

Gastbeitrag von Thorsten Polleit

*„Es wäre ein Irrtum, wollte man annehmen, daß der Bestand der modernen Organisation des Tauschverkehrs für die Zukunft gesichert sei. Sie trägt in ihrem Innern bereits den Keim der Zerstörung. Die Entwicklung des Umlaufmittels muss notwendigerweise zu ihrem Zusammenbrüche führen.“*

**Ludwig von Mises (1924)**  
**Theorie des Geldes und der Umlaufmittel, Duncker & Humblot, München und Leipzig, S. 472.**

## A priori Handlungswissenschaft

Was die Österreichische Schule der Nationalökonomie, soweit sie Ludwig von Mises (1881 – 1973) folgt, auszeichnet, ist ihre wissenschaftliche Methode. Ihr zufolge ist die Nationalökonomie keine Erfahrungswissenschaft (wie die Naturwissenschaft), die ihre Erkenntnisse durch Experimente, durch Überprüfen von Theorien anhand von Daten gewinnen kann. Nationalökonomische Erkenntnisse leiten sich aus der Logik der Erkenntnis ab, dass der Mensch handelt.

Die Nationalökonomie ist nach Mises eine „a priori Handlungswissenschaft“. Der Begriff „a priori“ bedeutet allgemeingültig und denknotwendig. Ein Beispiel für ein „a priori“ ist der Satz vom Widerspruch: „Wenn etwas A ist, kann es nicht nicht-A sein.“ Im Zentrum der „Handlungswissenschaft“ steht der Satz „Der Mensch handelt“, eine unbestreitbar wahre Aussage. Mittels logischer Ableitung (Deduktion) lassen sich aus ihr weitere wahre Erkenntnisse ableiten. Beispielsweise, dass menschliches Handeln

stets zielbezogen ist, Zeit erfordert, unter Unsicherheit stattfindet, dass Güter knapp sind und dass Zeitpräferenz und „natürlicher Zins“ stets positiv sind. Die a priori Handlungswissenschaft erlaubt es, richtige von falschen ökonomischen Theorien zu unterscheiden, ohne dass man dazu eine Theorie „ausprobieren“ muss. Richtige Theorien stehen im Einklang mit den Erkenntnissen, die logisch aus dem Satz „Der Mensch handelt“ folgen.

Mises gelingt es, die monetäre Konjunkturtheorie als a priori Theorie verständlich zu machen, sie als universell gültige und zeitlose Krisentheorie zu begreifen.

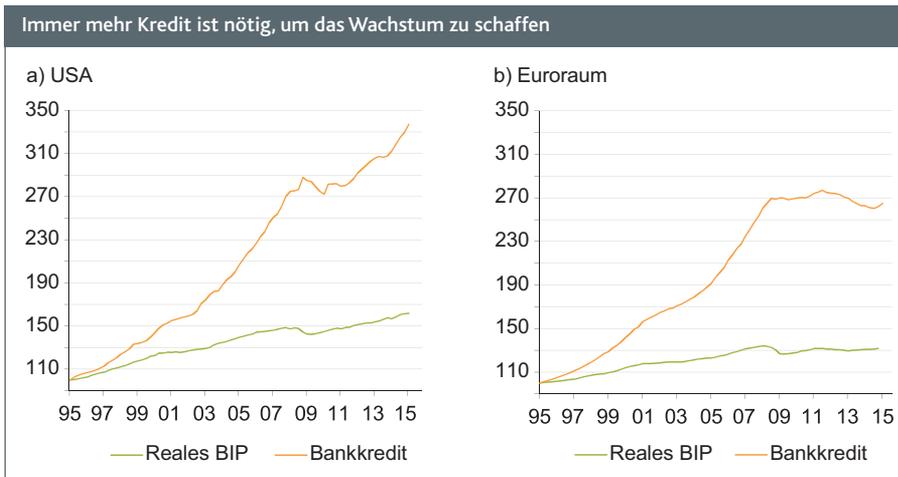
## Auf „Boom“ folgt „Bust“

Wenn die Zentralbank die Geldmenge per Bankkredit ausweitet, sinkt der Zins unter den „natürlichen Zins“ – also den Zins, der sich einstellt, wenn die Geldmenge nicht per Kredit ausgeweitet wird. Der künstlich gesenkte Zins vermindert das Sparen (aus dem laufenden Einkommen) und regt den Konsum an. Zusätzlich zieht die Investitionsstätigkeit an. Das Ausweiten der Geldmenge per Kredit lässt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ansteigen im Vergleich zum verfügbaren Ressourcenangebot.

Anfänglich kommt es zu einem Konjunkturaufschwung („Boom“). Er muss jedoch früher oder später in sich zusammenfallen, in eine Rezession („Bust“) münden – was geschieht, wenn der Zustrom neuen Geldes im Kreditmarkt abebbt. Dann steigt der Marktzins auf den „neutralen Zins“ und Investitionen, die mit dem künstlich ▶



*Dr. Thorsten Polleit ist Chefvolkswirt der Degussa Goldhandel GmbH und Honorarprofessor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bayreuth. Seine Website ist unter [www.thorsten-polleit.com](http://www.thorsten-polleit.com) zu finden.*



Serien sind indiziert (Q1 1995 = 100). Quellen: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

gesenkten Zins angeregt wurden, erweisen sich als unrentabel. Auf den Boom folgt – und zwar notwendigerweise – der Bust.

Besteht die Möglichkeit, dass der Boom anhält, der Bust ausbleibt? Ein Bust kann um das ein oder andere Mal durch neuerliche Zinssenkungen und das Vermehren der Geldmenge abgewendet und in einen neuerlichen Boom umgemünzt werden. Dadurch nehmen jedoch die Kapitalfehlentungen zu und der Korrekturbedarf vergrößert sich: Die künftige „Bereinigungs-krise“, die die Volkswirtschaft wieder zum Gleichgewicht führt, wird verschärft.

Ist es denkbar, dass der Bust ausbleibt, weil zum Beispiel Produktivitätsgewinne die Schäden ausgleichen, die das Ausweiten der Kredit- und Geldmenge, die nicht durch Ersparnisse gedeckt ist, anrichten? Eine neue Produktionstechnik etwa könnte dazu führen, dass die Einkommen ansteigen und dadurch bereits aufgelaufene Probleme (zum Beispiel Abschreibungen unrentabler Investitionen) „verkraftbarer“ werden.

Doch selbst wenn man eine solche Annahme macht – die als „besonderer Umstand“ außerhalb der monetären Konjunkturtheorie steht –, ändert sich nichts an der Theorieaussage: Auch bei einem nunmehr höheren Einkommen wird das Ausweiten der Kredit- und Geldmengen, die nicht durch Ersparnisse gedeckt sind, zu Boom und Bust führen. Ob es künftig „besondere Umstände“ geben wird, die den Zeitpunkt des Busts aufschieben, kann die reine Theorie nicht beantworten.

**Progression**

Die a priori Handlungswissenschaft lässt sich auch progressiv anwenden. Dann zeigt sich, dass Boom und Bust Folgeerscheinungen des staatlichen Handelns sind. Der Staat – der territoriale Zwangsmonopolist für Rechtsprechung und -setzung – ersetzt (in einem langwierigen Prozess) das Sachgeld durch sein eigenes Geld, ein ungedecktes Papiergeld („Fiat-Geld“).

Fiat-Geld ist für ihn ein „Wachstumselixier“: Dank der Verschuldungsmöglichkeiten, die es bietet, weitet sich die Finanzkraft des Staates über das reguläre Steueraufkommen hinaus aus und bringt immer weitere Bevölkerungskreise in staatliche Abhängigkeit (durch Auftragsvergabe, Beschäftigungsangebote, Transferzahlungen etc.). Selbst aus einem Minimalstaat wird daher früher oder später ein Maximalstaat.

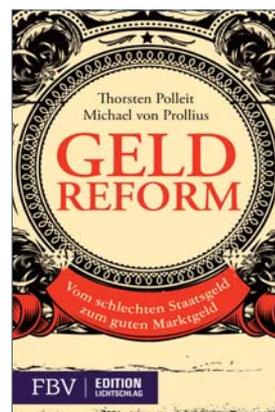
Damit der Boom, für den die nicht durch Ersparnis gedeckte Kreditvergabe sorgt, nicht zum Bust führt, greift der Staat zu Interventionen. Dazu zählen nicht nur Zinssenkungen und Geldmengenvermehrung, sondern auch Regulation, Besteuerung, Bürokratie und Behinderung des internationalen Kapitalverkehrs. Die Marktwirtschaft wird dadurch zusehends gehemmt, die produktiven Kräfte erlahmen.

Wenn aber die freien Märkte zusehends ausgeschaltet werden, schwindet das Wirtschaftswachstum. Verschuldete Unternehmen, Private, Staaten oder Banken können ihren Schuldendienst nicht mehr vollumfänglich leisten. Sollen Zahlungsausfälle auf breiter Front abgewendet werden, wird die Zentralbank die Zinsen auf null Prozent senken und die Geldmenge immer weiter ausweiten müssen.

**Damals**

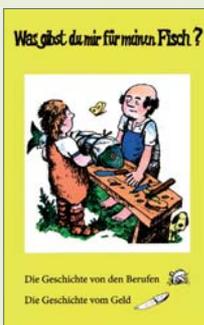
In der Weimarer Republik wurde ab 1918 versucht, einem Bust zu entkommen: Aus politischen Gründen wollte man keine „Bereinigungsrezession“, die mit einer Umstellung der Kriegs- und Zwangswirtschaft auf die Anforderungen der Friedenszeit verbunden gewesen wäre. Die Deutsche Reichsbank finanzierte daher die Ausgabe-freude des Staates, indem sie seine Schulden kaufte und ihm dafür neu geschaffene Papiermark aushändigte.

Dadurch wurde der Bust aufgeschoben. Doch als die Menschen erkannten, dass die Deutsche Reichsbank die Geldmenge mit immer größeren Zuwachsraten vermehren wird, kam es zur Katastrophen-Hausse („Crack-up Boom“): Die Menschen flohen aus der Papiermark, versuchten sie gegen andere Güter einzutauschen, es kam zur Hyperinflation. Als das Geld gänzlich unbrauchbar wurde, flog der Schwindel auf, und es kam zum Bust. Die Politiker der Weimarer Republik hatten dem unausweichlichen Bust also eine Hyperinflation noch „vorgeschaltet“.



„Geldreform: Vom schlechten Staatsgeld zum guten Marktgeld“, Thorsten Polleit und Michael von Prollius, FinanzBuch Verlag, 288 S., 14,99 EUR

In den Vereinigten Staaten von Amerika ging es 1929 vom Boom direkt in den Bust. Banken, die mit einer Teilreserve operierten, wurden zahlungsunfähig und schlossen ihre Schalter. Dollar-Guthaben waren sprichwörtlich weg. Die Zinsen stiegen, die Produktions- und Beschäftigungsstruktur, die im Zuge des Booms errichtet wurde, brach zusammen. Umfangreiche Staatseingriffe in der Wirtschaft („New Deal“) verhinderten, dass die freien Marktkräfte Preise und damit Produktion und Beschäftigung neu ausrichten konnten. Die



## „Was gibst du mir für meinen Fisch?“

Wer sich aktuelle Lehrpläne ansieht, entdeckt dort neben Fakten auch allerlei Ideologisches und Weltanschauliches, das schon früh in die jungen Gehirne gefüllt wird. Grund genug für eine Schutzimpfung des Nachwuchses gegen die grassierende Staatsgläubigkeit. Ein solche liegt nun mit der Neuauflage des Büchleins „Was gibst du mir für meinen Fisch?“ von Marie Winn und John E. Johnson (Illustrationen) vor.

„Was gibst du mir für meinen Fisch?“, Marie Winn, Friedrich August von Hayek-Gesellschaft, Berlin 2014, 66 Seiten, [www.hayek.de](http://www.hayek.de)

Der Band fällt deutlich aus dem Rahmen der Zeit, was kein Wunder ist, denn er erschien bereits 1970 – in einer Zeit also, als die politisch und auch sonst Korrekten noch nicht so viel Oberwasser bei der aggressiven Umformung ihrer Mitmenschen hatten wie heute. Es ist der Initiative des Freiburger Ökonomen Prof. Viktor Vanberg zu verdanken, dass die Berliner Friedrich August von Hayek-Gesellschaft das Werk im Jahr 2014 neu aufgelegt hat – dankenswerterweise ohne die inzwischen übliche zeitgeistige Verhöhnung klassischer Werke.

Eigentlich besteht das Bändchen aus zwei abgeschlossenen, aber aufeinander aufbauenden Bildergeschichten. „Der Mann, der gute Kreisel schnitzte“ ist „Die Geschichte von den Berufen“. In ihr erfahren die jungen Leser bildhaft die Vorteile einer arbeitsteiligen Wirtschaft – für den Einzelnen und für die Gemeinschaft. Dies wird nicht einmal von Sozialisten bestritten, die sich ihrerseits „spezialisiert“ haben – vorzugsweise auf die Umverteilung fremder Früchte. Im zweiten Teil „Was gibst du mir für meinen Fisch?“ wird mit der „Geschichte vom Geld“ die Vorteilhaftigkeit eines allgemein akzeptierten Tauschmittels veranschaulicht. Geradezu spielerisch werden so zeitlose ökonomische Einsichten vermittelt – Dinge, die selbst gestandene politische Entscheidungsträger oft nicht richtig verstehen (wollen?). Es wäre wünschenswert, dass der Nachwuchs früh mit diesem Band in Berührung kommt, damit er zumindest die Chance auf eine „zweite Meinung“ hat, bevor die staatliche Bildungsmaschine mit voller Wucht zuschlägt.

Ralph Malisch

US-Wirtschaft belebte sich erst mit dem Einstieg Amerikas in den Zweiten Weltkrieg.

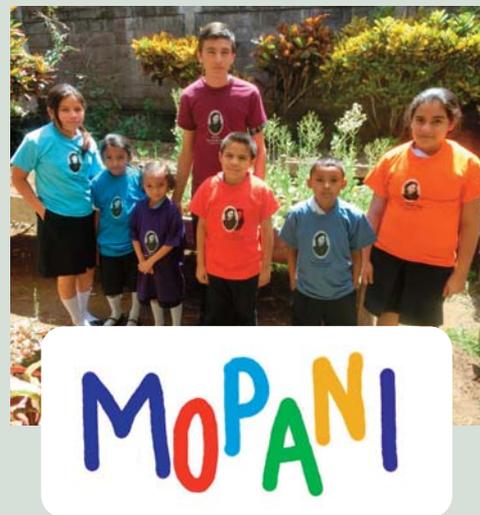
### Künftig

Mises' monetäre Konjunkturtheorie ist eine universell und zeitlos gültige Krisentheorie. Sie sagt, dass auf den Boom der Bust folgen muss. Wann (und wie) dies geschieht, hängt von den „besonderen Umständen“ ab. Ob der Boom direkt in einen Bust umschlägt (wie 1929 in Amerika), oder ob dem Bust ein „Crack-up Boom“, eine Hyperinflation, vorausgeht (wie 1923 in der Weimarer Republik), werden politische Entscheidungen bestimmen.

Wenn Michael von Prollius schreibt „Der Crack-up-Boom fällt aus“ (Smart Investor 5/2015), trägt er eine subjektive Einschätzung über künftige Zustände vor. Das

entkräftet die monetäre Konjunkturtheorie nicht. Die a priori Theorie sagt uns mit Gewissheit, dass der Boom in einem Bust enden muss, sie kann aber nicht sagen, wann der Boom in den Bust umschlägt.

Eine andere Einschätzung ist die: In Volkswirtschaften, in denen weite Teile der Bevölkerung vom Staat finanziell abhängig geworden sind, ist ein Weimarer „Boom-Hyperinflation-Bust“-Szenario wahrscheinlicher als ein „Boom-Bust“-Szenario, geschweige denn ein andauerndes „Boom“-Szenario. Solche Zukunftseinschätzungen, das sei betont, gehen allerdings über die monetäre Konjunkturtheorie hinaus. Man weiß schlichtweg nicht, wie sich die Menschen künftig verhalten. Gewiss ist lediglich, dass der Boom in einem Bust enden muss.



## Bildung ist der beste Weg aus der Armut

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

### MOPANI ist „Hilfe zur Selbsthilfe“

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

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



### Fakten & Erfolgsfaktoren:

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

Familie Jäger Stiftung zur Förderung von Waisenkindern in Lateinamerika

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

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

Diese Spendenaktion wird unterstützt von

**Smart Investor**

# Zurück zu alter Größe

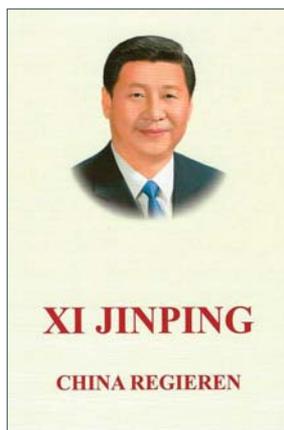
Das Buch „China regieren“ enthält Reden und Interviews von Xi Jinping. Was der chinesische Parteichef und Staatspräsident sagt – und was nicht.



Foto: iStock/Thinkstock/YuXinXing

## Die Reden des Vorsitzenden

Kaum etwas wird im Westen so kontrovers diskutiert wie der Aufstieg der Volksrepublik China. Zum besseren Verständnis des Landes und seiner aktuellen Situation brachte der chinesische Verlag für fremdsprachige Literatur eine Sammlung von Reden, Gesprächen, Vorträgen und Interviews von Parteichef und Staatspräsident Xi Jinping aus der Zeit von November 2012 bis Juni 2014 heraus. Das Buch, in der chinesischen Originalversion millionenfach verbreitet, wurde in alle wichtigen Sprachen übersetzt und ist auf Deutsch unter dem Titel „China regieren“ erschienen. Trotz seines enormen Einflusses ist Xi Jinping, der seit 2012 Generalsekretär der Kommunistischen Partei und seit 2013 Staatspräsident der Volksrepublik China ist, im Westen weitgehend unbekannt. Seine Tochter Mingze studiert an der US-Universität Harvard.



„Xi Jinping – China regieren“, Verlag für fremdsprachige Literatur, 563 Seiten, 19,80 EUR (erhältlich bei [cbr-china-book.de](http://cbr-china-book.de))

## „Permanente Veränderung“

Im Jahr 1968 demonstrierte Europas Jugend mit Mao-Bildern gegen die von den USA begangenen Verbrechen im Vietnamkrieg. Mao Zedong? Ohne den Staatsgründer der Volksrepublik China gäbe es keine „Wiederauferstehung der chinesischen Nation“, ohne dessen „Theorie der permanenten Veränderung“ wohl auch kaum die ab 1978 von Deng Xiaoping eingeleiteten Reformen. In seiner Machtfülle verkörpert Xi Jinping – nach Mao Zedong, Deng Xiaoping, Jiang Zemin und Hu Jintao – die fünfte Führungsgeneration der VR China. Er sieht sich bewusst als Teil einer kontinuierlichen Entwicklung, die

wiederum ihre Wurzeln im Konfuzianismus hat. Das „Reich der Mitte“ – mit 1,3 Mrd. Einwohnern bevölkerungsreichster Staat der Erde – will wieder die Stellung in der Welt, die das Land Jahrtausende innehatte, aber im 19. Jahrhundert – dem Zeitalter des europäischen Imperialismus – einbüßte.

## „Sozialistische Marktwirtschaft“

Während die UdSSR und mit ihr die sozialistischen Staaten Europas 1990 kollabierten, erlebte das kommunistische China eine mehrere Jahrzehnte andauernde Blütezeit. In dem Buch liest man viel über die „Erneuerung“ des Landes, die China nicht nur vor dem Zusammenbruch bewahrte, sondern für den Reformler Xi Jinping auch Zukunftsaufgabe ist. Wie aber hält man ein Riesenreich zusammen, das 56 Ethnien vereint? Wandel gehe nicht ohne Stabilität und die Aufrechterhaltung des gegenwärtigen politischen Systems – eines „Sozialismus mit chinesischen Charakteristiken unter Führung der Partei“. Ökonomische Grundlage für Chinas Wiederaufstieg ist die „sozialistische Marktwirtschaft“ – ein sich frei entfaltender Kapitalismus, dem der Staat strategische Ziele vorgibt.

## Der „chinesische Traum“

China lebt den „chinesischen Traum“; die Analogie zum „amerikanischen Traum“ ist sicher nicht zufällig gewählt. Xi Jinping formuliert als mittelfristiges Ziel – bis zur 100-Jahr-Feier der Kommunistischen Partei Chinas im Jahr 2021 – „eine Gesellschaft mit moderatem Wohlstand“. Seine eigentliche Vision ist es, „China bis zur 100-Jahr-Feier der Gründung der Volksrepublik im Jahr 2049 in ein wohlhabendes, demokratisches und kulturell fortgeschrittenes Land zu verwandeln mit einer harmonischen, modernen sozialistischen Gesellschaft“. Welcher westliche Politiker hat je solche Zukunftsziele formuliert?

### Eine „neue Seidenstraße“

Außenpolitisches Ziel ist eine multipolare Welt, die in Frieden und Freundschaft zusammenarbeitet, von keiner Großmacht dominiert. China selbst will mit gutem Beispiel vorangehen und hat „der Welt feierlich versichert, dass wir niemals nach Hegemonie trachten werden“. Xi sehr konkrete Vision für die internationale Entwicklung ist ein Wirtschaftsgürtel entlang einer „neuen Seidenstraße“, die zu Land von China über Russland bis in den Mittleren Osten und nach Westeuropa, zur See bis nach Indien reichen soll. Eine Infrastrukturaufgabe, in die China Milliarden investiert.

### Taktisch kluge Auslassungen

Es mag taktisch klug sein, dass Xi Jinping in seinem Buch alle Themen ausspart, die auf dem internationalen Parkett für Irritationen sorgen könnten. Kritische westliche Medien machen sich über die Hintergründe der chinesischen Goldkäufe Gedanken – kein Wort hierzu im Buch. Autoren aus den USA und Europa analysieren das geopolitische Puzzlespiel, wie China und Russland zusammen mit einigen anderen Ländern daran

arbeiten, die Rolle des US-Dollar als Weltleitwährung zu beenden. Auch dieses Thema kommt in „China regieren“ nicht vor. US-Imperialismus? Gibt es nicht – stattdessen ein freundliches Foto mit US-Präsident Barack Obama. Der deutsch-amerikanische Autor William Engdahl analysierte, wie die US-Außenpolitik China und Russland in die Zange nimmt oder wie die USA mit dem Anheizen des Ukraine-Konflikts einen Keil zwischen die EU und Russland trieben – erneut kein Thema.

### Amerikanischer Albtraum

Der chinesische Plan einer Wiederbelebung der Seidenstraße muss für die USA der größtmögliche Albtraum sein. In Smart Investor 4/2015 wurde über eine Rede von George Friedman, Chef der geopolitisch ausgerichteten US-Denkfabrik „Stratfor“, berichtet. Friedman räumte dort mit unverhüllter Dreistigkeit ein, dass es 100 Jahre lang oberstes Ziel der US-Außenpolitik gewesen sei, eine Allianz zwischen Deutschland (Technologie) und Russland (Rohstoffe) zu verhindern. Ein friedlich zusammenarbeitender eurasischer Kontinent unter Einbeziehung von China, Russ-

land, Indien und der EU – für die USA absolut nicht hinnehmbar. Ein deutscher Zeitungskommentar („Frankfurter Rundschau“) begründete bereits, warum das transatlantische Freihandelsabkommen TTIP so wichtig sei, obwohl es kaum wirtschaftliche Vorteile bringt: Europa und die USA sollen näher zusammenrücken, um ein Gegengewicht gegen neu entstehende Allianzen von Schwellenländern zu bilden.

### Fazit

Xi Jinpings Buch ist trotz einiger Längen und Wiederholungen lesenswert, weil es tatsächlich hilft, China besser zu verstehen. Um falscher Kritik vorzubeugen: Xi Jinping beschreibt Chinas Weg. Jedes Land muss selbst entscheiden, wie es seine Zukunft gestalten will. Es ist für den aufmerksamen Leser interessant, zu welchen Themen der chinesische Parteichef und Staatspräsident schweigt. China arbeitet ruhig und beharrlich daran, die Weltherrschaft der USA zu beenden. Auf keinen Fall sollen unvorsichtige Äußerungen einen Vorwand für militärische Auseinandersetzungen liefern, bei denen es nur Verlierer geben kann. ■

Rainer Kromarek

Anzeige

# Smart Investor E-Magazin



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

Exklusiv für Abonnenten:

Lesen Sie jetzt das  
unabhängige  
Anlegermagazin als  
E-Magazin:

Mobil & smart

Volltextsuche

Für PC & Tablet

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



## Lebensart &amp; Kapital International

# London

## Die Stadt an der Themse lockt mit Tradition und Neuzeit



London ist eine Stadt, die jeder zumindest einmal im Leben gesehen haben sollte. Die britische Weltmetropole ist so facettenreich und interessant, dass sich manch einer sogar Sorgen über den Gemütszustand jener Leute macht, denen es dort nicht gefällt. Schon im 18. Jahrhundert sagte jedenfalls der britische Gelehrte Samuel Johnson Folgendes: „Wenn jemand London überdrüssig ist, ist er des Lebens überdrüssig, denn London hat alles, was das Leben bieten kann.“

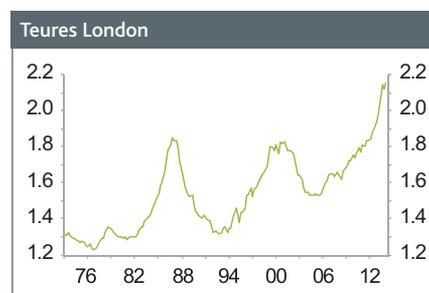
Liebhaber der Stadt teilen diese Einschätzung sicherlich heute noch. Daten und Umfragen zufolge hat die Stadt an der Themse in der Tat viel zu bieten. Beim Mercer Quality of Living Survey landete London wegen der vielen Staus und der Luftverschmutzung zwar nur auf Platz 40, sonst hagelt es aber oft Spitzenplätze. So führt London den Global Destination Cities Index von MasterCard als meistbesuchte Stadt an. Im Global Cities Index 2014 des US-Beratungsunternehmens A.T. Kearney, der Städte in Bezug auf wirtschaftliche Aktivität, Humankapital, Informationsaustausch, kulturelles Erleben und politisches Engagement bewertet, nimmt London den 2. Platz ein. Laut dem Global Economic Power Index des US- Städte-

forschers Richard Florida belegt London gemessen an Kriterien wie Bruttoregionalprodukt, Stärke des Finanzplatzes, globale Wettbewerbsfähigkeit, soziale Gleichbehandlung und Lebensqualität ebenfalls Platz 2.

### Sehr hohe Wohnkosten

Im weltweiten Vergleich ganz vorne mit dabei ist man allerdings auch bei den öffentlich installierten Überwachungskameras. Wer Wert auf Privatsphäre legt, dem wird das vermutlich missfallen. Viele Deutsche hält das aber ebenso wenig wie die im Großraum London lebenden 14,1 Mio. Menschen davon ab, zumindest temporär ihre Zelte in London aufzustellen. Erleichtert wird das durch die britische EU-Mitglied-

schaft, die einen Zuzug rechtlich unproblematisch macht. Eine größere Herausforderung stellt dagegen das für ein Leben nötige Finanzbudget dar. Auf den Geldbeutel drücken vor allem die Wohnkosten. Einer Studie des Research-Instituts Capital Economics ist zu entnehmen, dass der Anteil am Einkommen, der für die Miete draufgeht, von 2011 bis 2014 von knapp 35% auf 40% gestiegen ist. Zum Vergleich: 2013 betrug dieser Anteil in Frankfurt am Main 21,4%. Auch der Kauf einer Immobilie entschärft dieses Problem nicht. Im Gegenteil: Die Hauspreise in London übersteigen die britischen Durchschnittspreise um das 2,2-Fache.



Verhältnis der Hauspreise in London zum britischen Durchschnittswert;  
Quelle: Capital Economics

Die Suche nach dem passenden Lebensmittelpunkt in den 33 Stadtteilen wird folglich sehr stark über das Portemonnaie bestimmt. Viel Praktisches weiß dazu Robert Rößler, Berater bei einer großen weltweit tätigen PR-Agentur, zu berichten. „In Stadtteilen wie Chelsea, Kensington/Holland Park/Notting Hill ist die Lebensqualität sehr hoch. Dafür sorgen viele Parks und Grünflächen, die zentrale Lage, U-Bahn-Stationen, von denen aus man schnell überall hinkommt, exquisite Boutiquen, saubere Straßen sowie eine geringe Kriminalität.“ Leisten können

sich das aber nur Leute mit sehr gutem Einkommen. Normalverdiener weichen dagegen eher auf Stadtteile aus, die zwar weiter vom Zentrum entfernt sind, dafür aber noch bezahlbar sind. Rößler zählt dazu Acton, Ealing, Islington/Camden/Clerkenwell und Blackheath. Seiner Einschätzung zufolge haben Stadtteile wie Hackney, Hoxton und Brixton in den vergangenen Jahren einen ziemlichen Aufschwung erlebt. Mittlerweile boome auch Ostlondon, weil dort Olympia 2012 für einen gewaltigen Schub gesorgt hat. Dort zu leben sei wegen vieler Grünflächen und noch halbwegs erschwinglicher Immobilienpreise insbesondere für jüngere Menschen und junge Familien interessant. Was in London lebende Deutsche angeht, ziehe es Familien mit Kindern häufig nach Richmond. „Dort befindet sich die deutsche Schule, an der Unterricht teilweise auf Deutsch abgehalten wird und die das deutsche Schulsystem widerspiegelt. Das bedeutet bei einer Rückkehr nach Deutschland keine Probleme mit der Einstufung. Zudem ist Richmond ein sehr schöner und begehrter (und sehr teurer) Ort“, erklärt Rößler, der seit sieben Jahren in London lebt.

#### Deutsche mit neutral-positivem Image

Etwas kompensiert werden die hohen Wohnkosten durch die deutlich über dem Landesdurchschnitt liegenden Einkommen. So beziffert die deutsche Gesellschaft zur Außen-

wirtschaftsförderung GTAI die durchschnittlichen Bruttojahreslöhne im Fiskaljahr 2013/14 landesweit auf 27.195 GBP (umgerechnet rund 32.253 EUR). In London liegt dieser Betrag bei 35.069 GBP, was fast 30% über dem britischen Durchschnitt liegt. Eine Stelle zu finden ist zumindest für qualifizierte Arbeitnehmer in der Regel kein allzu großes Problem. Laut Deutsch-Britischer Industrie- und Handelskammer ist besonders die Nachfrage nach mehrsprachigen Ingenieuren sehr groß. Erleichtert wird ein Einstieg auch dadurch, dass im Vereinigten Königreich allgemein grundsätzlich etwas weniger Wert auf Studienfach, Zeugnisse, formale Qualifikationen und Abschlüsse gelegt wird als in Deutschland. Wirklich entscheidend sind laut GTAI bei der Stellenbesetzung konkrete Kenntnisse und Erfahrungen, die mit den betreffenden Tätigkeitsanforderungen in Einklang zu bringen sind. Was die schlagzeilenträchtigen Diskussionen um die Begrenzung der Einwanderung nach Großbritannien angeht, sieht Rößler keine Probleme für alle, die etwas bieten, was gesucht wird. „Deutsche haben es prinzipiell nicht schwer und genießen im Großen und Ganzen ein neutral-positives Image. Verbunden werden mit ihnen typische Klischees wie humorlos, aber effizient, nicht superkreativ, aber logisch denkend.“

#### Fazit

Wie fast überall werden zu Beginn eines Aufenthaltes auch in London gewisse Hürden auftauchen. Mit Offenheit und Flexibilität lässt sich das aber meistern. Rößler sieht sein persönliches London-Abenteuer jedenfalls als Chance und große Lebensbereicherung. „London ist anstrengend und schnell, aber wenn man sich mitreißen lässt, ist es eine wunderbare Erfahrung.“ Allerdings räumt er ein, dass das Wohnungsthema diese Erfahrung auch leidvoll mache. Zudem steigt das Wohlstandsgefälle, mit all den damit verbundenen Problemen, und vermutlich werden diese Schwierigkeiten nicht weniger werden. Von der Stadt ist er trotzdem nach wie vor begeistert. „Die Möglichkeiten sind einmalig. Wer Action, Kultur, Musik, Kunst, Abwechslung, Essen sucht, findet dies im Überfluss. Wer Ruhe will, findet immer einen Park oder ruhige Ecken.“ Viele London-Liebhaber dürften ihm bei dieser Bestandsaufnahme zustimmen.

Jürgen Büttner



Foto: © David Hiff / www.fotohiff.com

## Freiheit und Selbstbestimmung durch Eigeninitiative –



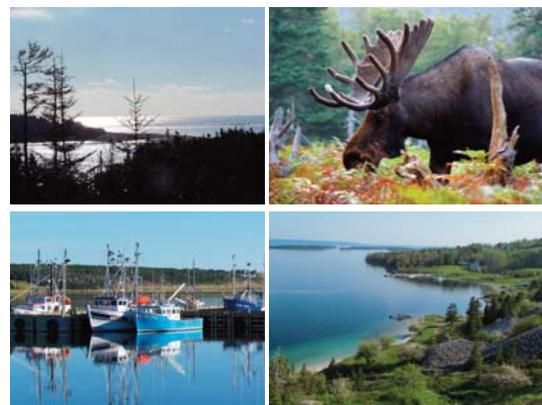
### Ihr Land in Kanada

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

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

Weitere Informationen unter:

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



### Nova Scotia ist eine Reise wert

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

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



## Phänomene des Marktes

# „Favorite-Longshot Bias“

Warum Favoriten unter- und Außenseiter überschätzt werden

## Auffällige Muster

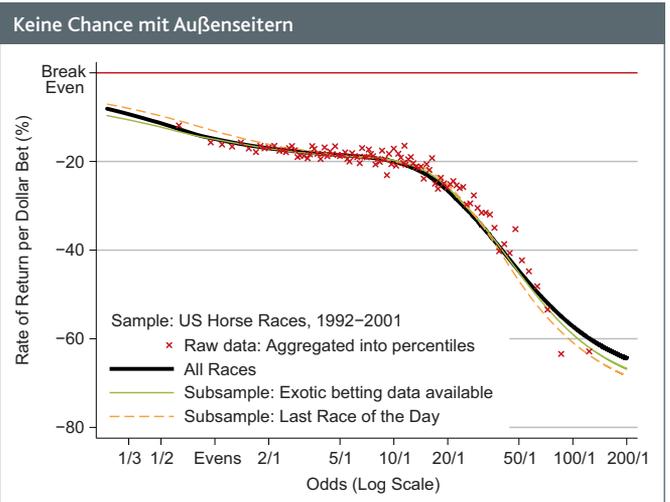
Der „Favorite-Longshot Bias“ wurde erstmals im Jahr 1949 bei Pferderennen entdeckt und seither in vielen Studien weltweit bestätigt. Er bezeichnet das Muster, dass die Wettquoten auf bestimmte Pferde – also die Quoten im Sinne gleichgewichtiger Marktpreise – nicht der tatsächlichen Erfolgswahrscheinlichkeit entsprechen. Konkret ist es häufig so, dass die Favoriten unterschätzt und die Außenseiter (auch „Longshots“ genannt) überschätzt werden.

Im Jahr 2010 veröffentlichten Erik Snowberg und Justin Wolfers eine umfangreiche Studie mit dem Titel „Explaining the Favorite-Longshot Bias: Is it Risk-Love or Misperceptions?“. Dort wurden insgesamt rund 6,4 Mio. US-Pferderennen im Zeitraum von 1992 bis 2001 untersucht. Das erste Ergebnis war, dass Pferdewetten grundsätzlich keine positiven Renditen erwarten lassen – denn egal ob man auf die Favoriten oder die Außenseiter setzte, im Durchschnitt gab es in beiden Fällen einen Verlust. Beeindruckend fiel das zweite Ergebnis, nämlich die Höhe des Verlusts, aus. Während man beim Setzen auf den Favoriten jedes Rennens im Durchschnitt nur 5,5% einbüßte, waren es bei den Außenseitern (Pferde mit Quoten schlechter als 100:1) stolze minus 61%. Angesichts der extrem hohen Anzahl an untersuchten Rennen ist dieses Ergebnis als ganz deutliche Anomalie einzustufen (Abb.).

## Wie entsteht der Bias?

Um zu erklären, wie es zu diesem Muster kommen kann, existieren zwei Ansätze. Zum einen kann es sein, dass es Wettteilnehmer schlicht lieben, Risiken einzugehen, und eine große Genugtuung daraus ziehen, wenn „einmal im Jahr“ tatsächlich ihr totaler Außenseiter gewinnt – auch wenn sie dafür nicht die tatsächlich angemessene Wettquote erhalten und langfristig kräftig in die Wettkasse einzahlen.

Die zweite Erklärung entstammt der Behavioral Finance und zielt darauf ab, dass Menschen grundsätzlich schlecht im Einschätzen von Wahrscheinlichkeiten sind – insbesondere dann, wenn es darum geht, zwischen niedriger und winziger Wahrscheinlichkeit



Die Grafik zeigt die Renditeverteilung in Abhängigkeit von der Wettquote in 1%-Intervallen (rote Kreuze) sowie geglättet als Verkaufslinien. Während Pferdewetten grundsätzlich negative Renditen erzielen, fielen die Werte für die größten Außenseiter extrem viel schlechter aus als für die Favoriten. Diese Auswertung beinhaltet eine bereinigte Datenbasis von 5,6 Mio. US-Pferderennen im Zeitraum von 1992 bis 2001. Quelle: Snowberg, E. / Wolfers, J. (2010), „Explaining the Favorite-Longshot Bias: Is it Risk-Love or Misperceptions?“, NBER Working Paper 15923.

zu unterscheiden. Beispiel: Das objektive Einschätzen des Unterschieds der Quote bei einem Außenseiter zwischen 50:1 und 500:1 ist für Außenstehende schwer möglich. Zudem schätzen Menschen absolute Sicherheit viel höher als ein „nur“ sehr wahrscheinliches Ergebnis (Bestandteil der Prospect Theory von Kahnemann und Tversky). Beispiel: Eine Gewinnwahrscheinlichkeit von 75% fühlt sich selbst dann „unsicher“ an, wenn eine Quote von 1,5:1 tatsächlich einen statistischen Vorteil bedeutet. Die genannte Studie von Snowberg und Wolfers kommt zu dem Ergebnis, dass dieser zweite Erklärungsansatz der wahrscheinlichste für den Bias ist.

### Erfahrung ist entscheidend

Interessant ist das Ergebnis der im Jahr 2014 erschienenen Studie „The favorite-longshot bias and the impact of experience“ von Eberhard Feess, Helge Müller und Christoph Schumacher. Die Forscher fanden heraus, dass erfahrene Teilnehmer bei Pferdewetten nicht nur häufiger auf Favoriten setzten, sondern dass sie auch unabhängig davon bessere (wenngleich dennoch meist leicht negative) Renditen erzielten. Das bedeutet, dass es zwei Erfolgsfaktoren gibt: Zum einen das Setzen auf Favoriten und zum anderen die Erfahrung generell.

### Favorite-Longshot-Bias an der Börse

Das Ganze hat eine Menge mit der Börse zu tun, wie folgende Studie von Stewart D. Hodges, Robert G. Tompkins und William T. Ziemba zeigt: „The Favorite / Long-shot Bias in S&P 500 and FTSE Index Futures Options: The Return to Bets and the Cost of Insurance“. Sowohl für Calls als auch für Puts – egal ob auf den S&P 500 oder den FTSE 100 – fanden die Forscher bei Optionen mit ein- und dreimonatiger Laufzeit ein ähnliches Muster wie bei den Pferdewetten. Sowohl mit im Geld als auch mit am Geld liegenden Long-Optionen waren kleine Gewinne möglich. Aus dem Geld liegende Optionen führten dagegen zu Verlusten – und zwar umso stärker, je weiter die Optionen aus dem Geld lagen. Darüber hinaus zeigten die Forscher, dass insbesondere für Put-

Optionen zu hohe Kurse zustande kamen. Das lässt sich damit erklären, dass Investoren hier eine zusätzliche Versicherungsprämie als Preisfaktor zuließen. Nicht nachweisen ließ sich der Bias dagegen für Währungen, wobei die Forscher hier konkret die Optionen – wiederum Calls und Puts – auf GBP/USD untersuchten.

Interessant ist eine weitere Schlussfolgerung der genannten Studie: Da der Anteil an Privatanlegern bei Optionen auf Einzelaktien deutlich höher ist als bei Indexprodukten, könnten die klassischen Effekte des Favorite-Longshot Bias dort entsprechend stärker ausgeprägt sein. Das wiederum würde gute Chancen für das Schreiben von weit aus dem Geld liegenden Aktienoptionen bedeuten. Bisher konnte diese Frage aber nicht abschließend geklärt werden, da noch keine umfangreichen Studien vorliegen. Die Chancen aber scheinen gut zu stehen, dass sich das Muster tatsächlich in den Daten zeigt.

### Fazit

Wie schon bei Pferdewetten dürfte auch an der Börse die Kombination zweier Faktoren eine entscheidende Rolle spielen: Das Setzen auf Favoriten (Short-Positionen in aus dem Geld liegenden Optionen) und eine jahrelange Erfahrung des Anlegers, der die Strategie umsetzt. ■

Marko Gränitz

Anzeige



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

## Vorteile für Unternehmen der Finanzbranche mit dem VTAD-Programm für Fördermitglieder

Zielgerichtet erreichen Sie über unsere Webseite, mit dem 12-mal im Jahr erscheinenden Newsletter und über unsere jährliche Frühjahrskonferenz mehr als 1300 Mitglieder. Für institutionelle Investoren, Vermögensverwalter, Broker und Anbieter von Börsensoftware bieten wir die ideale Plattform.

### Für nur 500,-€ Jahresbeitrag

Machen Sie unsere Mitglieder auf Ihre Leistungen aufmerksam. Stellen Sie sich mit Ihrem Firmenprofil und Ihren speziellen Angeboten vor. Nutzen Sie einmal im Jahr die Möglichkeit eines Mailings/Direktversands an unsere Mitglieder. Werben Sie auf unserer Webseite für Ihre Seminare und Roadshows.

Verwenden Sie unser extra entwickeltes VTAD Logo für Fördermitglieder



### Für Sie kostenlos:

Als Fördermitglied erhalten Sie einmal jährlich eine Anzeige im VTAD Newsletter im Wert von 150,-€

### Win-Win-Situation:

Sie erhalten die passende Werbepattform. Die VTAD erhält von Ihnen Hilfe, die technische Analyse weiter zu entwickeln und bekannter zu machen.

### Wir freuen uns auf Sie.

info@VTAD.de oder Telefon + 49 (0)69 / 2199-6273  
Mo.: 14:00-16:00 Uhr Mi.: 14:00-17:00 Uhr Fr.: 14:00-16:00 Uhr

VTAD ➔ Mit uns kommen Sie weiter

## Inside

# Energieaktien-Fonds

## Eine Branche positioniert sich zwischen Ölpreisverfall und Energiewende

Energieaktien sind keine Selbstläufer. Das haben Anleger bei angeblichen Witwen- und Waisenpapieren wie der RWE gemerkt. Auch bei alternativen Energieformen konnten sie problemlos in erheblichem Maße Geld verlieren. Wohl und Wehe der Branche liegt oft in politischen Entscheidungen begründet. Fondsmanager müssen daher neben der Fundamentalanalyse der Unternehmen auch diese Entwicklungen im Blick behalten und die richtige Mischung finden.

### Energie-Flaggschiff

Der BGF World Energy Fund (WKN: 632995) bewegt sich hauptsächlich im Anlageuniversum der traditionellen Energieformen. Die drei Topwerte sind momentan die Ölriesen Exxon Mobil, Chevron und ConocoPhillips, der Länderschwerpunkt liegt mit über 70% auf den USA. Der Fonds wird von Robin Batchelor und Poppy

Allonby seit 2001 bzw. 2002 gemanagt. Die beiden setzen auf aktives, weitgehend benchmarkunabhängiges Investieren. Als Vergleichsindex wird der MSCI World/Energy NR USD genutzt. Obwohl das Produkt mit einem Volumen von 2 Mrd. USD ein Flaggschiff unter den Energiefonds ist, muss man die Wertentwicklung der letzten Jahre kritisch sehen. Das Fondsmangement brachte in den Kalenderjahren 2010 bis 2014 nur in einem von fünf Jahren eine bessere Entwicklung als der Index zustande.

### Smarte Energie-Zukunft

Der von Peter Dreide verantwortete 4Q-Smart Power (WKN: A0RHHC) hat als Anlageschwerpunkt Unternehmen, die mit intelligenten Stromnetzen und Stromverbrauchsrechnung sowie Verbesserungen bei der Energieeffizienz von der Energiewende

profitieren. Daneben können auch Unternehmen aus dem Liquid Natural Gas (LNG)-Segment in den Fonds aufgenommen werden. Auffällig ist die vergleichsweise hohe Gewichtung Japans mit 36%. So findet sich neben Fuji Electric Holdings und Mitsubishi Electric auch der Ingenieurskonzern Chiyoda Corporation im Portfolio.

### USA only

Im Energy S&P US Select Sector ETF (WKN: A0YHMQ) des ETF-Anbieters Source bewegt sich der Investor ausschließlich unter US-amerikanischen Unternehmen des S&P-500. Der Basiswert des Energie-ETFs beinhaltet Aktien aus acht Sektoren dieses marktbreiten Index. Die Gewichtung jedes einzelnen Wertes beim vierteljährlichen Rebalancing ist auf 19% begrenzt. Die drei Aktien mit der höchsten Gewichtung, nämlich Exxon Mobil, Chevron und Schlum-

## Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:

**AQLT** AQUA-LUTUM

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

**BANTLEON**

Der Anleihemanager

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

**IPConcept**

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

**HAUCK & AUFHÄUSER**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1796

[www.hauck-aufhaeuser.de](http://www.hauck-aufhaeuser.de)

**hwb** CAPITAL MANAGEMENT

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

**NESTOR FONDS**

[www.nestor-fonds.com](http://www.nestor-fonds.com)

**SCHMITZ & PARTNER AG**  
Privates Depotmanagement

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

**StarCapital®**

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

**UNIVERSAL INVESTMENT**

Administration • Insourcing • Risk Management

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

Mit freundlicher Unterstützung von:

**V|U|V**

Verband unabhängiger Vermögensverwalter  
Deutschland e.V.

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

berger, machen bereits über 40% des Index aus. Der ETF eignet sich durch eine enge Fokussierung nicht für die breite Abdeckung des Sektors Energieaktien, sondern speziell zur Abbildung US-amerikanischer Öl- und Gas-Unternehmen.

### Mit Energie in die Verlustzone

Trotz einer leichten knapp zehnpromtigen Erholung zum Jahresbeginn liegt der Schroder ISF Global Small Cap Energy (WKN: A1CX7A) auf Sicht von einem Jahr mit satten 45% im Minus. Bei dem von John Coyle und Mark Lacey verantworteten Fonds wird recht indexfern investiert, im Ergebnis allerdings nicht zum Wohl der Anleger. Das Fondsmanagement setzt beispielsweise mit 81% des Fondsvolumens auf Öl- und Gas-Titel. Im Vergleichsindex MSCI World Energy Sector Small Cap Net TR ist dieser Subsektor mit 66% vertreten. Der Fokus der Fondsmanager liegt mit knapp 79% auf Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von unter 500 Mio. USD. Die Benchmark verlor im vergangenen Jahr 22,6%. Das Fondsmanagement toppte den Verlust durch eine unglückliche Titelauswahl deutlich mit einem Minus von knapp 46%. Zu den Aktien des Fonds, auf die das Management mit vergleichsweise hoher Gewichtung setzt, gehört Gastar Exploration, ein Unternehmen, das aufgrund negativer Gewinnrevisionen im Herbst vergangenen Jahres deutlich an Wert verloren hat.

### Schlüssiger Investmentansatz

Beim Pictet – Clean Energy (WKN: A0MRNV) setzt das Fondsmanagement auf Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht, attraktiver Bewertung und hohen

Energieaktien-Fonds					
Name	WKN	Perf. 1 J. (%)	Perf. 3 J. (%)	Max. Draw-down 3 J. (%)	Volum.*
aktiv gemanagt					
4Q-Smart Power	A0RHHC	-4,8	21,9	-21,0	94,6
BGF World Energy Fund	632995	-3,5	11,2	-24,4	2.282**
Invesco Energy Fund	658697	-7,5	18,5	-31,6	194,3**
JSS Multi Label SICAV – New Energy Fund	581365	21,3	38,2	-11,7	74,5
KBC Eco Fund Alternative Energy	A0B6LF	13,5	49,6	-14,7	33,6
Pictet - Clean Energy	A0MRNV	27,5	66,8	-14,9	629,4**
Raiffeisen-Energie-Aktien	A0B70D	-18,5	-7,3	-36,9	69,2
RobecoSAM Smart Energy Fund	913257	26,0	31,8	-14,3	248,4
Schroder ISF Global Small Cap Energy	A1CX7A	-44,9	-42,0	-57,6	29,5
ETFs					
Amundi ETF MSCI World Energy	A0Q4L7	0,3	28,0	-23,5	89,8
Energy S&P US Select Sector Source ETF	A0YHMQ	-13,8	25,1	-26,8	187,4

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

Cashflows. Der aktive Ansatz beinhaltet auch eine strikte Verkaufsdisziplin beispielsweise nach stärkeren Kursgewinnen und einer damit verbundenen höheren Bewertung der Aktien. Im ersten Quartal des Jahres wurden US-amerikanische Solarwerte aufgestockt. Titel aus China und Hongkong sind mit 9% im Fonds vertreten. Bei diesen Unternehmen sehen die Fondsmanager Luciano Diana und Xavier Chollet Potenzial durch verstärkte umweltpolitische Maßnahmen der chinesischen Regierung.

### Fazit

Brancheninvestments sind grundsätzlich volatiliter als Anlagen am breiten Aktienmarkt. Eine Binsenweisheit, die aber für die Energiebranche in besonderem Maße gilt. Der vergangene Hype um deutsche

Solaraktien mag als warnendes Beispiel dienen. Aber auch eine Ausrichtung auf Unternehmen, die für traditionelle Energieformen stehen, schützt nicht vor Verlusten. Das hat der Ölpreisverfall im vergangenen Jahr gezeigt, der das gesamte Segment der Öllaktien, unabhängig von der Qualität der Unternehmen, nach unten gezogen hat. Bei passiven ETF-Investments sind Klumpenrisiken zu beachten, wenn entsprechende Indexkonstruktionen nur einen schmalen Bereich des Sektors abdecken. Eine breite Streuung hinsichtlich der Regionen und Subsektoren sowie ein stimmiger aktiver Investmentansatz bzw. eine intelligente Index-Systematik können dagegen der Schlüssel zum Anlageerfolg im Energiesektor sein.

Christian Bayer

Anzeige

## Smart Investor Sonderausgabe „Gutes Geld“

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

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

Jetzt bestellen!

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



## Analyse

# BANTLEON FAMILY & FRIENDS

Gastbeitrag von Norbert Neunhoeffer, MMD Multi Manager GmbH

## FONDS-SNAPSHOT

WKN: A1JBVE

Fondsmanager: BANTLEON BANK AG

Volumen: 268 Mio. EUR

Auflegungsdatum: 07.09.2011

Typ: vermögensverwaltender Fonds  
(ausgewogen)



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

Zweifellos stehen vermögensverwaltende Konzepte vor großen Herausforderungen. Die Einbahnstraße mit sinkenden Zinsen und haussierenden Aktienmärkten nähert sich dem Ende. Eine der erfolgreichsten Produktkategorien der letzten Jahre muss nun den Beweis antreten, das Vermögen der Anleger auch sicher durch unruhiges Fahrwasser manövrieren zu können.

### Flexible Anlagelösung

In diesem schwierigen Marktumfeld kann eine flexible Anlagelösung ihre Stärken ausspielen. Ein interessantes Konzept verfolgt der vermögensverwaltende Fonds BANTLEON FAMILY & FRIENDS. Während die bewährten Absolute-Return-Fonds BANTLEON OPPORTUNITIES S und BANTLEON OPPORTUNITIES L mit erstklassigen Staatsanleihen, Pfandbriefen und einem Future-Overlay auf den europäischen Aktienmarkt strenger reglementiert sind, darf der BANTLEON FAMILY & FRIENDS auch partiell in Unternehmensanleihen und High Yields sowie in Rohstoffe (exklusiv Agrarrohstoffe) und die globalen Aktienmärkte investieren.

Der Name ist Programm. Der BANTLEON FAMILY & FRIENDS ist die sicherheitsorientierte Vermögensverwaltung aus dem Hause BANTLEON. Nicht nur ein Produkt, das man auch guten Freunden empfehlen kann, sondern ebenso eine zeitgemäße Antwort auf veränderte Kapitalmarktbedingungen. Die Basis des BANTLEON FAMILY & FRIENDS bilden, wie bei allen vermögensverwaltenden Lösungen aus dem Hause BANTLEON, immer mindestens 50% hochqualitative Anleihen. Hinzu kommen bis zu 40% globale Aktien, maximal 20% Rohstoffe und

zur Erhöhung des Zinsertrags eine High-Yield- bzw. Emerging-Markets-Quote von bis zu 10%.

### Kapitalerhalt im Fokus

Trotz der Flexibilität des Investmentprozesses bleibt damit der Leitgedanke von BANTLEON gewahrt: „An erster Stelle das Kapital bewahren! Dann mit maximaler Konzentration attraktive Erträge erwirtschaften.“ So stehen den Risikoanlagen, die sich im Gleichschritt mit der Konjunktur bewegen, hochqualitative und niedrig korrelierte Staatsanleihen gegenüber, die neben einem Höchstmaß an Sicherheit auch für den Risikoausgleich im Gesamtportfolio sorgen. Denn zu den wenigen Anlageklassen, die ihre Diversifizierungsfunktion selbst in den Phasen größter Belastung (zum Beispiel in den Krisenjahren 2008 und 2011) vollumfänglich erfüllt haben, gehören Staatsanleihen aus den Kernländern der Eurozone. Während bei vielen vermögensverwaltenden Produkten auf der Suche nach Rendite mittlerweile eine Verwässerung der eigentlichen Sicherheitsanlagen durch Bonitätsverschlechterungen, Corporates oder High Yields zu beobachten ist, differenziert der BANTLEON FAMILY & FRIENDS klar zwischen Risiko- und hochqualitativen Sicherheitsanlagen. Quasi ein Produkt nach dem „Reinheitsgebot“.

Die bisherige Leistung des Fondsmanagements kann überzeugen: Seit Auflegung am 7. September 2011 erzielte BANTLEON FAMILY & FRIENDS eine Rendite von 7,10% p.a. bei einer moderaten Volatilität von 5,73% (per 30. April 2015). Und mit seinem flexiblen Managementkonzept sollte der Fonds auch im künftigen Kapitalmarktumfeld einen attraktiven Ertrag erzielen können. ■

## Kolumne

# Gegen die Gedankenlosigkeit des Investierens

Die Menschheitsgeschichte hat immer wieder Errungenschaften hervorgebracht, die ganze Branchen verändert haben. Die Fotografie war eine solche. Sie konnte das Original genauer abbilden als die Malerei und war zudem günstiger und schneller herzustellen. In den 1870er Jahren hat sie denn auch die schlechte und ideenlose Malerei verdrängt – was der Malerei und der Kunst überhaupt zum Besseren verholfen hat.

Eine ähnliche Entwicklung lässt sich heute in der Fondsbranche beobachten. Der Aufschwung börsengehandelter Indexfonds (ETFs) stellt ein altbewährtes Geschäftsmodell in Frage. Die meisten Fondsmanager haben es wie die überflüssigen Landschaftsmaler gehalten und eine schlechte und ideenlose Abbildung der Märkte als große Kunst verkauft. Im Wesentlichen haben sie aber die in einem vorgegebenen Index enthaltenen Aktien oder Anleihen gekauft und damit in etwa die Wertentwicklung des Marktes abgeliefert – abzüglich erheblicher Kosten für das „Management“.

## Das Grundproblem bleibt

Glaubt man den Verkaufsstrategen der Finanzindustrie, sind mit der Erfindung der ETFs nun alle Probleme der Anleger gelöst. Günstiger und schneller als jeder Fondsmanager bilden ETFs computergesteuert in Sekundenbruchteilen die Wertentwicklung des gewünschten Index ab.

Wer sich jedoch eingehender mit dem Verhalten von Anlegern befasst hat, weiß, dass das Auseinandergehen zwischen der Wertentwicklung der Indizes und der Investorportfolios dann am größten ist, wenn die Märkte zum Extrem neigen. Fonds werden massiv gekauft, wenn die Wertentwicklung der letzten Jahre sehr gut war und die Angst, etwas zu verpassen, sich breit macht – meistens ist das dann der Höhepunkt eines

Börsenzyklus. Verkauft wird, wenn die Aussichten finster und die Verluste der letzten ein bis drei Jahre hoch sind. Auf diese Weise machen Anleger den Abschwung fast vollständig mit, dem Aufschwung schauen sie nur staunend von weitem zu.

Wie ETFs dem Durchschnittsanleger hier wesentlich weiterhelfen könnten, ist nicht zu erkennen. Zwar werden Indexfonds die unfähigen und nur dem Namen nach aktiven unter den Fondsmanagern (was rund die Hälfte betreffen dürfte) verdrängen. Das eigentliche Grundproblem des Anlegers, seine Leidenschaften und seine spontanen Ideen, bleibt jedoch erhalten.

## Gedankenlose Indexverfolgung

Die ETF-Industrie macht es hier eher noch schlimmer. Das unüberschaubare Angebot an Indexfonds auf Branchen, Länder, Regionen sowie gehebelte und doppelt gehebelte Varianten setzt der Phantasie keine Grenzen. Statt einer heißen Aktie oder eines Themenfonds kaufen Anleger heiße Sektor- oder Länder-ETFs. Um Missverständnissen vorzubeugen: Ich habe nichts gegen Indexfonds. Ich setze sie selbst ein. Doch ohne einen prüfenden Blick auf Fundamentaldaten und Einzelwerte verführen diese Produkte zum gedankenlosen Investieren.

Wohin das führen kann, zeigt ein Blick zurück. Neun Jahre nach der Aufnahme Japans in den MSCI World Index sorgte eben diese gedankenlose Indexverfolgung dafür, dass das Land 1989 im Index ein Gewicht von 45% erlangte. Sieben japanische Banken fanden sich unter den zehn wertvollsten Unternehmen der Welt wieder – bevor diese Aktienblase platzte. Ob dieses Risiko allen Anlegern globaler Indexfonds auf den MSCI World Index seinerzeit bewusst war, darf angezweifelt werden. ■

Gastbeitrag von  
Dr. Georg Graf von Wallwitz,  
Eyb & Wallwitz Vermögens-  
management GmbH



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

## Interview

# „Abenomics sind der richtige Weg“

Smart Investor im Gespräch mit **Masashi Kamohara** von Daiwa SB Investments, einem der größten japanischen Investmenthäuser, über erfolgreiches Stockpicking am japanischen Markt und die Auswirkungen der Abenomics



Masashi Kamohara leitet als Senior-Portfolio-Manager das Investmentteam von Daiwa SB Investments für die Fundamental-Active-Strategie. Der Ansatz wird im DSBI Japan Equity Fundamental Active-Fonds (WKN: A1W48U) umgesetzt. Kamohara kann auf fast drei Jahrzehnte Investmenterfahrung zurückblicken. Sein Fokus im Team liegt primär auf dem Finanz- und Bankensektor. Er ist als CMA Mitglied der japanischen Wertpapieranalystenvereinigung.

**Smart Investor: Sie haben mit der Fundamental-Active-Strategie gegenüber der Benchmark, dem TOPIX mit Dividenden, seit Oktober 2003 eine deutliche Outperformance erzielt. Wie würden Sie Ihren Investmentansatz beim Stock-Picking beschreiben? Was ist die hauptsächlichste Ursache für diese Outperformance?**

*Kamohara:* Auch in einem Markt wie dem japanischen, der stark auf werthaltige Unternehmen ausgerichtet ist, ist es möglich, in größerem Umfang Alpha zu generieren. In unserer Strategie kombinieren wir im Fondsportfolio qualitätsvolle Value-Titel mit Growth-Aktien, die ein hohes Gewinnmomentum aufweisen. Die Auswahl treffen wir über eine Fundamental-Analyse der Unternehmen. Dadurch identifizieren wir Katalysatoren für eine Wertsteigerung vor anderen Marktteilnehmern und vermeiden unnötige Risiken. Bei der Unternehmensanalyse konzentrieren wir uns auf Auftragseingänge, Umsätze, Gewinne und auf die Qualität der Bilanzen. Kurz gesagt: Sorgfältiges Research ist der Schlüssel zu unserem Erfolg. Dabei profitieren wir natürlich davon, dass wir vor Ort ansässig sind. Das erleichtert uns den Kontakt zur japanischen Notenbank (BoJ) und dem Finanzministerium, um geld- und finanzpolitische Aspekte als wesentliche Elemente in unser Research mit einzubeziehen.

**Smart Investor: Welche Aktien, die Sie in der letzten Zeit für den Fonds gekauft haben, finden Sie besonders attraktiv und aus welchen Gründen?**

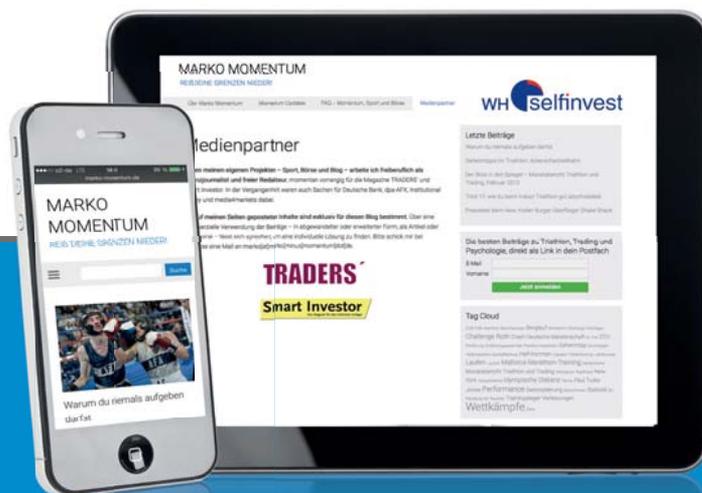
*Kamohara:* Da ist zum Beispiel Dai-ichi Life Insurance zu nennen. Im Vergleich zu anderen Lebensversicherern wird das Unternehmen derzeit mit einem Abschlag gehandelt. Wir erwarten jedoch eine gute Performance der Aktie im Bullenmarkt, da sie stark mit dem breiten japanischen Markt korreliert ist. Zudem weist das Unternehmen starke Fundamentaldaten auf. Ein weiteres Unternehmen in diesem Zusammenhang ist Daiwa House. Der Baukonzern und Fertighauspezialist profitiert beispielsweise beim Bau von Einkaufszentren von einem positiven Geschäftsumfeld, das durch eine starke heimische Konsumnachfrage stimuliert wird. Eine weitere Aktie, die uns gut gefällt, ist Toho Titanium, ein Midcap-Unternehmen aus dem Metallsektor. Das Hauptprodukt des Unternehmens, Titanschwämme, wird Flugzeugbauern zugeliefert. Bis vor Kurzem musste der Konzern starke Verluste verkraften, doch mittlerweile hat die Nachfrage nach Titanschwämmen durch eine positive Entwicklung beim Flugzeugbau zugenommen.

**Smart Investor: Sind japanische Aktien noch vergleichsweise günstig bewertet?**

*Kamohara:* Ja, ich denke, dass der japanische Markt im Vergleich zu anderen Märkten attraktiv bewertet ist. Das geschätzte KGV beim TOPIX liegt bei 15. Das ist günstig, wenn man es mit anderen entwickelten Märkten wie den USA oder der Eurozone vergleicht. Beim S&P 500 liegt das geschätzte KGV bei 18 und beim Euro STOXX 50 bei 16. Der japanische Markt

# MARKO MOMENTUM

REIß DEINE GRENZEN NIEDER!



## Marko Momentum – neuer Blog zum Thema Börse und Sport

Im Januar 2015 ist auf [www.marko-momentum.de](http://www.marko-momentum.de) ein neuer Blog gestartet, der sich der einzigartigen Idee widmet, die Themen Börse, Sport und Psychologie zu verbinden. Interessenten können sich für die kostenlosen Beiträge anmelden und erhalten zweimal pro Woche – immer montags und donnerstags um 18 Uhr – einen Link zum neuesten Artikel.

Hinter dem Projekt steht Marko Gränitz, der auch schon einige Artikel für den Smart Investor geschrieben hat. Der ambitionierte Triathlet wird für seine sportlichen Ziele in der Saison 2015 von WH SelfInvest als exklusivem Sponsor unterstützt. Der Blog ist – abgesehen vom Logo des Sponsors – werbefrei, was die Lesefreundlichkeit der Beiträge maximiert. „Zwischen Börse und Sport gibt es erstaunliche Parallelen. Auf Marko Momentum erscheinen Beiträge dazu, die intensiv recherchiert und so oft es geht mit handfesten Argumenten aus Studien unterfüttert sind, um eine hohe Qualität der Artikel zu gewährleisten.“, so Marko zu seinem Projekt. „Das Ziel ist es, die richtigen Prinzipien für den Erfolg zu vermitteln, Fehler zu analysieren statt sie zu verschweigen, und zusammen mit den Lesern auf Dauer immer besser zu werden – an der Börse und im Sport.“

Anmeldung für Beiträge:  
[www.marko-momentum.de/momentum-updates](http://www.marko-momentum.de/momentum-updates)

zeigt keine Überhitzung, wenn man die Bewertung mit denen der Schwellenländer wie China mit einem KGV von 17 und anderen asiatischen Schwellenländern mit einem KGV von 14 bis 15 vergleicht. Das aktuelle Gewinnwachstum ist durch niedrige Energiepreise im Vergleich zu anderen entwickelten Ländern hoch. Die Corporate-Governance-Reformen machten kontinuierlich Fortschritte. Wir erwarten daher höhere Bewertungen am japanischen Markt, weil die Profitabilität und damit die Erträge für die Aktionäre künftig weiter steigen sollten.

### Smart Investor: Die Politik der japanischen Notenbank und die Abenomics sind ein Experiment mit offenem Ausgang. Kürzlich wurden Daten zu angeblichen Lohnsteigerungen im vergangenen Jahr revidiert. Wie verlässlich agiert Abe? Überwiegen die Chancen oder die Risiken der aktuellen Politik in Japan?

**Kamohara:** Die geldpolitische Lockerung der japanischen Notenbank ist zeitlich nicht begrenzt. Die Maßnahmen werden bis zur Erreichung des Inflationsziels von 2% fortgesetzt. Dies sollte eigentlich bereits 2015 der Fall sein, wurde aber nun vor allem wegen des Rückgangs des Ölpreises nach hinten verschoben. Der Grund für die Revision der Lohnsteigerungen nach unten liegt in einer Änderung der statistischen Erhebung. Nach der Erhöhung der Verbrauchssteuer im April 2014 ist Japan in die Rezession geschlittert. Dank der Abenomics hat der Yen an Wert verloren, die Gewinnsituation speziell der Exportunternehmen hat sich verbessert, die Wettbewerbsfähigkeit der Firmen mit Fokus auf die heimische Nachfrage hat sich erholt und die Löhne sind nur leicht gestiegen. Die Wirtschaftspolitik von Abe ist der richtige Weg. Die Erhöhung der Verbrauchssteuer dagegen, die noch von der Vorgängerregierung beschlossen wurde, war ein Fehler, der zur Rezession beigetragen hat.

### Smart Investor: Japan lebt vom Export und einer florierenden globalen Konjunktur. Erwarten Sie Stürze durch eine mögliche Zinsanhebung in den USA?

**Kamohara:** Die Abhängigkeit Japans von anderen Märkten ist im Vergleich zu China, Südkorea oder Deutschland eher gering. Während in Japan der Export ungefähr 20% des Bruttoinlandsprodukts ausmacht, sind es in den genannten Ländern über 50%. Dennoch dürften auch die japanischen Exporte von einer Zinserhöhung in den USA betroffen sein. Der inländische Konsum und Investitionen werden allerdings die Binnennachfrage aufgrund deutlicher Gewinnsteigerungen der Unternehmen stärken. Steigende Löhne und niedrige Energiepreise leisten in diesem Szenario einen positiven Beitrag. Wir gehen davon aus, dass Japan zum ersten Mal seit 1991 das nominale Wachstum beim Bruttoinlandsprodukt in Höhe von 3% überschreiten wird. Insgesamt dürfte der negative Einfluss einer US-Zinswende durch einen Anstieg der heimischen Nachfrage kompensiert werden.

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

*Interview: Christian Bayer*

## News, Facts &amp; Figures

# Verluste auf Monatssicht

Gegenüber dem Vormonat gab das Fondsmusterdepot um 2,8% ab, während der MSCI World EUR 3,8% verloren hat.

## Rote Vorzeichen

Bei den Fonds unseres Musterdepots überwiegen die negativen Vorzeichen auf Monatssicht. So hat der Euro-Anleger beim Alger American Asset Growth Fund (WKN: 986333) beispielsweise in diesem Zeitraum 5,7% verloren. In US-Dollar gerechnet fielen die Verluste bei unserem USA-Investment dagegen deutlich geringer aus. Durch den Renditeanstieg an den Bondmärkten gab auch der anleihelastige Bantleon Opportunities L (WKN: A0NB6R) auf Monatssicht mit einem Minus von 5% überdurchschnittlich nach. Vom Investmentansatz sind wir allerdings weiter überzeugt, so dass aus unserer Sicht kein Handlungsbedarf besteht. Ein kleines Plus in Höhe von 0,2% zum Vormonat hat der iShares MSCI Japan € Hedged (WKN: A1H53P) erzielt. Durch die Währungsabsicherung des Euro zum japanischen Yen sind Währungsschwankungen für Investoren kein Thema. Mit dem ETF haben wir uns für ein passives Investment entschieden. Auf Seite 40 können Sie im Fonds-Interview die Sicht des Fondsmanagers Masashi Kamohara von Daiwa SB Investments, eines überzeugten Stock-Pickers, auf den japanischen Markt nachlesen.

## Lichtblick bei den Edelmetall-Aktien

Der von John Hathaway betreute Tocqueville Gold P (WKN: A1C4YR) stemmte sich im Vergleich zum Vormonat gegen die

Verluste des breiten Aktienmarktes. Momentan ist der Tocqueville Gold nur zu 5% im Musterdepot gewichtet. Da wir für den Edelmetallsektor weiterhin positiv gestimmt sind, überlegen wir uns eine Aufstockung der Position. Ebenfalls zu 5% ist der First State Indian Subcontinent (WKN: A0QYLS) im Depot vertreten. Zugegebenermaßen hätten wir uns ein glücklicheres Timing gewünscht, da der Fonds seit Kauf Anfang April über 12% abgegeben hat. Da aus unserer Sicht die fundamentalen Daten weiterhin für Indien sprechen, bleiben wir hier dabei.

## Pulver trocken halten

Momentan halten wir eine Liquidität in Höhe von gut 12.000 EUR. Diese wollen wir zum gegebenen Zeitpunkt, auch über die geplante Aufstockung des Tocqueville Gold hinaus, für Investments nutzen. Die konkreten Transaktionen werden über den SI Weekly und die Website [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) veröffentlicht. Mit Blick auf die etwas schlechtere Performance des Fondsmusterdepots seit Jahresanfang und eine leicht bessere auf Monatssicht gegenüber der Benchmark besteht weder Anlass zur Euphorie noch zur Depression. Seit Start des Depots gibt es allerdings noch erheblichen Nachholbedarf gegenüber der Benchmark. Mit der aktuellen Mischung sind wir zuversichtlich, die Distanz zum MSCI World EUR zu verkleinern.

Christian Bayer

Musterdepot (Start: 01.01.2009 mit 100.000 EUR)										Stichtag:
Perform.: seit Auflage: +68,7% (MSCI Welt: +136,8%); 2015: +10,9% (MSCI Welt: +11,8%); seit dem Vormonat: -2,8% (MSCI Welt: -3,8%)										15.05.2015
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs aktuell	Wert aktuell	Depot-anteil	Perf. seit Vormonat	Kauf
4Q Growth*	A0D9PG	Technologie	275	10.03.10	38,65	82,31	22.635	13,4%	-3,3%	113,0%
FCP OP Medical BioHealth-Trends	941135	Aktien Health Care	85	29.03.10	126,3	364,57	30.988	18,4%	-4,2%	188,7%
Bantleon Opportunities L	A0NB6R	Mischfonds	100	18.05.12	108,95	127,25	12.725	7,5%	-5,0%	16,8%
iShares MSCI Japan € Hedged**	A1H53P	Aktien Japan	400	21.02.13	32,47	46,94	18.776	11,1%	0,2%	44,6%
Tocqueville Gold P	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	123,78	8.665	5,1%	4,0%	11,6%
Alger American Asset Growth Fund	986333	Aktien USA	400	01.08.13	28,49	45,22	18.088	10,7%	-5,7%	58,7%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Aktien Europa Nebenw.	120	26.09.13	94,00	112,63	13.516	8,0%	0,2%	19,8%
Saxo Invest CPH Capital Global Equities	A1JJJ5	Aktien Global	80	07.11.13	159,44	204,51	16.361	9,7%	-2,0%	28,3%
Sunares	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	110	13.02.14	56,90	57,37	6.311	3,7%	-1,6%	0,8%
First State Indian Subcontinent	A0QYLS	Aktien Indien	3.000	09.04.15	3,25	2,858	8.574	5,1%	-9,6%	-12,1%
<b>Fondsbestand:</b>				156.638,40	92,8%					
<b>Liquidität:</b>				12.093,41	7,2%					
<b>Gesamtwert:</b>				168.731,81	100%					

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

\*\*) Der Kaufkurs ist ein Mischkurs.

# Bevor Ihnen das **Zins-Tief** genüsslich die Haare vom Kopf frisst...



**...vertrauen Sie unseren unabhängigen Fondsmanagern für Nischenmärkte.**



**Anna Ho**  
NESTOR Fernost  
& NESTOR China



**Dirk Stöwer**  
NESTOR Europa



**Walther Wehrli**  
NESTOR Gold



**Michael Kohlhase**  
NESTOR Afrika



**Ahmed Helmy**  
NESTOR Afrika



**Erich Beat Meier**  
NESTOR Gold



**Zoltan Koch**  
NESTOR Osteuropa



**Wilhelm Schröder**  
NESTOR Australien

## **Profitieren Sie von:**

- **Aktiven, unabhängigen Fondsmanagern, die sich an keinem Index orientieren müssen**
- **Dem Wachstumspotenzial von Investment-Themen, bevor sie zum Trend werden**
- **Jahrzehntelanger Expertise der Fondsmanager mit exzellenten Marktkenntnissen vor Ort, die für ihre Leistungen mehrfach ausgezeichnet wurden**

**Weitere Informationen unter:**  
**Tel. +49 (0)89 / 54 59 03 80**  
**[www.nestor-fonds.com](http://www.nestor-fonds.com)**



**NESTOR**  
**FONDS**

Die hier bereitgestellten Informationen stellen kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Fondsanteilen bzw. Finanzinstrumenten oder ein Angebot für Finanzdienstleistungen dar. Ein Kauf von Fondsanteilen erfolgt ausschließlich auf Basis des jeweils gültigen Verkaufsprospektes und den darin enthaltenen Informationen. Die Verkaufsprospekte, wesentliche Anlegerinformationen (KIID) sowie Jahres- und Halbjahresberichte erhalten Sie kostenlos bei der Verwaltungsgesellschaft (NESTOR Investment Management S.A., 2 Place François-Joseph Dargent, L-1413 Luxembourg) sowie bei den Zahl- und Informationsstellen (M.M.Warburg Bank Luxembourg S.A., 2, Place François-Joseph Dargent in L-1413 Luxembourg, M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Ferdinandstr. 75 in D-20095 Hamburg, Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21 in A-1010 Wien oder Dr. Kohlhase Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, Ottostraße 5 in D-80333 München).

Titelstory / Das große Bild

# Finanz-Endzeit

## Von der Kettenreaktion zum Fallout



Die Fassaden der maroden Kernreaktoren fallen unter den milliardenschweren Altlasten zusammen, der finanzielle Taifun lässt auch die Türme der Banken und Versicherungen brüchig werden. Die Endzeitstimmung unseres Titelbildes bringt es klar zum Ausdruck: Die Energiewirtschaft steckt in einer schweren Krise, ein Erdbeben finanzieller Natur bringt die Grundfesten ihres Geschäftsmodells bedenklich ins Wanken. Unter dem Eindruck unserer Recherche über die „Jahrhundertaufgabe“ des Rückbaus der Atomkraft und der Endlagerung des daraus entstandenen kontaminierten Mülls fiel uns jedoch eines auf: Der „finanzielle Fallout“ in den Bilanzen der Energieversorger ist kein singuläres Problem dieser speziellen Branche.

Denn Altlasten und bilanzielles Versteckspiel sind ein Phänomen, das sich in allen Daseinsbereichen unseres Wirtschaftssystems mehr und mehr zeigt. So z.B. in der Bank- und Versicherungswirtschaft, den Pensionsfonds, Vorsorgeeinrichtungen und auch ganz allgemein in Unternehmensbilanzen (z.B. bei Pensionsrück-

stellungen). Neben den Problemen der Energiewirtschaft ist auch der Umgang dieser Branche mit ihren Herausforderungen symptomatisch für die generelle Herangehensweise: Statt Bilanzen zu säubern und Probleme dauerhaft zu lösen, bleibt die bevorzugte Taktik die Prokrastination (= Aufschieben anstehender Aufgaben).

### Anfang vom Ende?

Ähnlich den Tausenden Tonnen von kontaminierten Abfällen der alten Atomkraftwerke stellen die nach unten manipulierten Zinsen die „Jahrhundertlast“ des gesamten Finanzsystems dar. Bereits in unserer letzten Ausgabe warnten wir daher vor der tickenden Zeitbombe und dem Platzen der Anleiheblase. Eine Warnung, die sich nur Tage nach Erscheinen unseres Heftes in einer ersten Zuckung der Bondmärkte bewahrheitete. Vermeintlich „sichere“ Bundesanleihen bescherten ihren Besitzern teilweise innerhalb von wenigen Tagen Verluste von bis zu 20%, und all dies angesichts eines völlig harmlosen Anstiegs der Renditen (vgl. Abb. 1). ▶

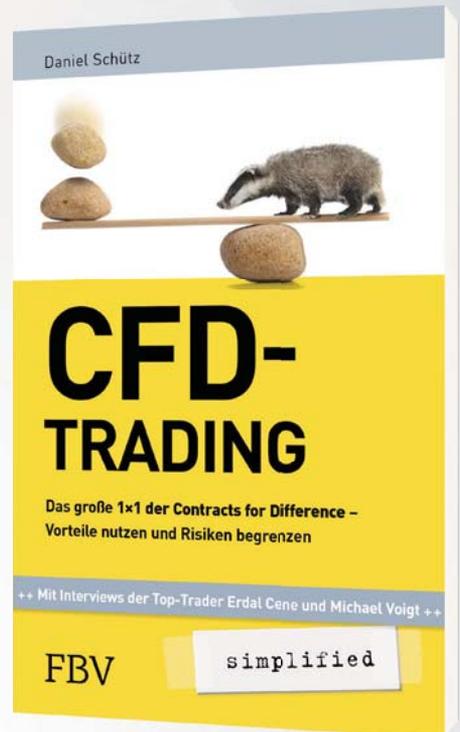
Illustration: © appfuehrer / www.fotolia.com, © vrefresh / www.fotolia.com

# Von Profis lernen

CFDs – Contracts for Difference – sind nicht nur für Sie als Trader, sondern auch für Privatanleger ein vielversprechendes Instrument. Mit CFDs können Sie überproportionale Gewinne erzielen und in verschiedensten Assetklassen wie Rohstoffe, Aktien, Indizes und Währungen handeln. Für Sie als Anleger ist aber auch die transparente Preisbildung, sowie die Möglichkeit interessant, mit kleinen Stückzahlen zu handeln und die Option auch auf fallende Kurse zu setzen.

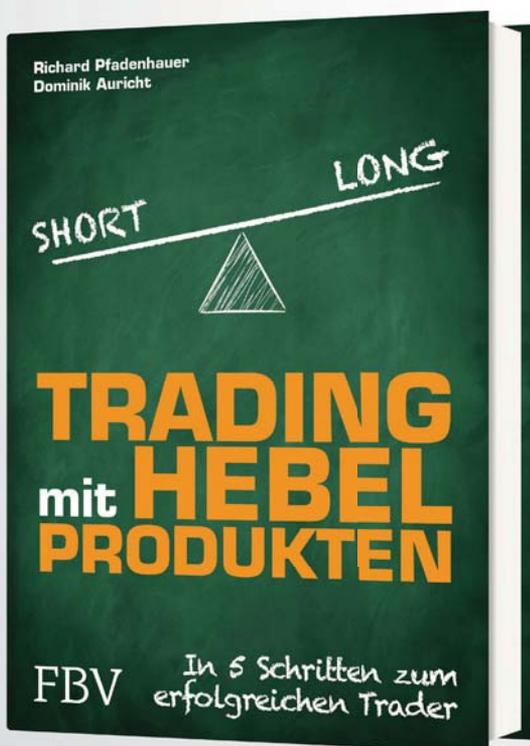
Bei vielen Anlegern stoßen CFDs dennoch auf Skepsis. Oftmals resultiert das schlicht aus Unwissenheit. Daniel Schütz zeigt als erfahrener Trader, wie Anleger die Vorteile von CFDs für sich sinnvoll nutzen können, und erklärt anschaulich die Grundlagen dieser spannenden Derivate. Sie erfahren auch alles über die häufigsten Fehler im Umgang mit CFDs, das Traden mit binären Optionen oder welche Rolle die Psychologie des Traders beim erfolgreichen Handeln spielt.

Mit Erdal Cene, Michael Voigt und Andreas Braun geben zudem drei erfahrene Praktiker und Trader Einblicke in ihre persönlichen Erfahrungen beim Handel mit CFDs. Das Wissen der Profis – erstmals gebündelt in einem Buch..



Daniel Schütz  
**CFD-Trading simplified**

Das große 1x1 der Contracts for Difference - Vorteile nutzen und Risiken begrenzen  
ISBN 978-3-89879-863-1  
256 Seiten | 14,99 €  
Auch als E-Book erhältlich



Hebelprodukte können auch für Privatanleger sinnvoll sein, um an der Börse zu profitieren. Doch Anleger sollten erst das Einmaleins der Börse kennen, ehe sie die Grundlagen der Hebelprodukte erlernen. Richard Pfadenhauer und Dominik Auricht vermitteln daher beides: Wie Trader Hebelzertifikate optimal einsetzen und passgenau auf ihre Strategie abstimmen können und wie sich Trader grundsätzlich sicher an der Börse bewegen.

Trading-Einsteiger lernen daher nicht nur Ein- und Ausstiegsszenarien sowie ein sinnvolles Risiko- und Money-Management kennen, sondern auch den Aufbau und die Vorteile von Hebelprodukten. Weiterhin geben die Autoren Hilfestellung bei den wichtigsten Kennzahlen und vermitteln Grundkenntnisse in der Fundamental- und Chartanalyse.

Richard Pfadenhauer, Dominik Auricht  
**Trading mit Hebelprodukten**  
In fünf Schritten zum erfolgreichen Trader  
ISBN 978-3-89879-861-7  
208 Seiten | 24,99 €  
Auch als E-Book erhältlich



FinanzBuch Verlag

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

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

## Inside Armstrong: Gedanken am Rande der Vorpremiere

### Der Titelheld

Um Martin Armstrong – „Titelheld“ unserer letzten Ausgabe *Smart Investor* 5/2015 – entwickelte sich inzwischen ein regelrechter Hype. Dokumentarfilme sind selten Kassenschlager, Filme über Wirtschaft gleich zweimal nicht. „The Forecaster“ scheint all diese Regeln zu brechen. Am Rande der Stuttgarter Vorpremiere hatten wir noch einmal die Gelegenheit zum direkten Gespräch, dessen wichtigste Punkte wir nachfolgend kurz skizzieren.

### Zukunftssorgen

Obwohl Armstrong mit dem derzeit dominanten US-Finanzestablishment weiter im Clinch liegt, war sein Motiv für den Film nicht Rache. Vielmehr Sorge er sich um die Zukunft seiner Kinder und Enkel. Falls wir den aktuellen Weg weitergehen, hinterlassen wir den kommenden Generationen definitiv keine schöne Welt. Die Staatsanleihen-Krise werde am 1. Oktober (nicht, wie in einigen Medien angegeben, am 17. Oktober) beginnen – voraussichtlich zunächst in Europa. Mit einer solchen Punktprognose wirft Armstrong seine Reputation in die Waagschale. Die EZB sei schlechter für eine solche Krise gerüstet als die amerikanische Fed. Die Inflation werde kommen, sobald nicht nur das „Smart Money“, sondern auch die breite Masse in alle Arten von Sachwerten fliehe, weil die Notenbanken dann ungehemmt die Staatsschulden monetisieren. Die wesentliche Krisenstrategie bestehe darin, flexibel zu bleiben und sich schnell zu bewegen.

### Ende der Staatsgläubigkeit

Dabei geht Armstrong in seiner Prognose weit über einen bloßen Staatsanleihen-Crash hinaus. Der Staatsschuldenkrise werde eine Krise des Vertrauens in den Staat insgesamt folgen. Schon heute gebe es eine weit verbreitete, latente Unzufriedenheit mit der Kor-

ruption des Apparats und der Ausplünderung der Bürger. Sobald das Schuldendominio zusammenfalle, werde offensichtlich, dass der Staat praktisch nichts von dem leisten könne, was er so vollmundig verspricht. Es werde drastische Steuererhöhungen geben. Ebenso werde der Kampf gegen Bargeld verschärft – zum einen, um der Hortung entgegenzuwirken, die die Umlaufgeschwindigkeit in den letzten Jahren stark absinken ließ, zum anderen, um Negativzinsen auf Konten besser durchsetzen zu können. Noch für Mai 2015 sei ein Geheimgespräch der Finanzminister und Notenbankchefs geplant, bei dem es primär um Bargeld gehen werde.

### Unruhen und Kriege

Auch werden sich die Regierungen und ihre Apparate nicht einfach geschlagen geben. Die militärische Aufrüstung der Polizei bis hin zu Polizeirobotern sei in den USA bereits ein großes Thema – beim gleichzeitigen Versuch, die Bevölkerung zu entwaffnen. In der EU sind paramilitärische Polizeieinheiten geplant, die jeweils dort operieren sollen, wo sie keine Verwurzelung bzw. Bindung zu den Menschen vor Ort haben. Man könne sich ansonsten nie sicher sein, ob ein Schießbefehl gegen die eigenen Leute auch ausgeführt werde. Neben Unruhen rechnet Armstrong für das Jahr 2017 sogar mit dem nächsten größeren Krieg. Das korreliere mit dem Niedergang der Wirtschaft. Niemand wolle kämpfen, solange er „fett und glücklich“ sei. Die Ukraine könnte ein Katalysator sein. Obama habe mit Putin einen Riesenfehler gemacht. Dessen Rückhalt in der Bevölkerung sei durch die Sanktionen sogar gewachsen. Die US-Präsidentenwahl werde inmitten des Niedergangs stattfinden. Ein Auseinanderbrechen der Republikanischen Partei sei möglich. Rand Paul, Sohn des legendären Ron Paul, sei gut beraten, als Unabhängiger



„The Forecaster“ Martin Armstrong mit *Smart-Investor*-Chefredakteur Ralf Flierl am Rande der Vorpremiere in Stuttgart

anzutreten. Die mehrfach der Lüge überführte Hillary Clinton gehöre zu den korruptesten Politikern überhaupt.

### Versuch eines Ausgleichs

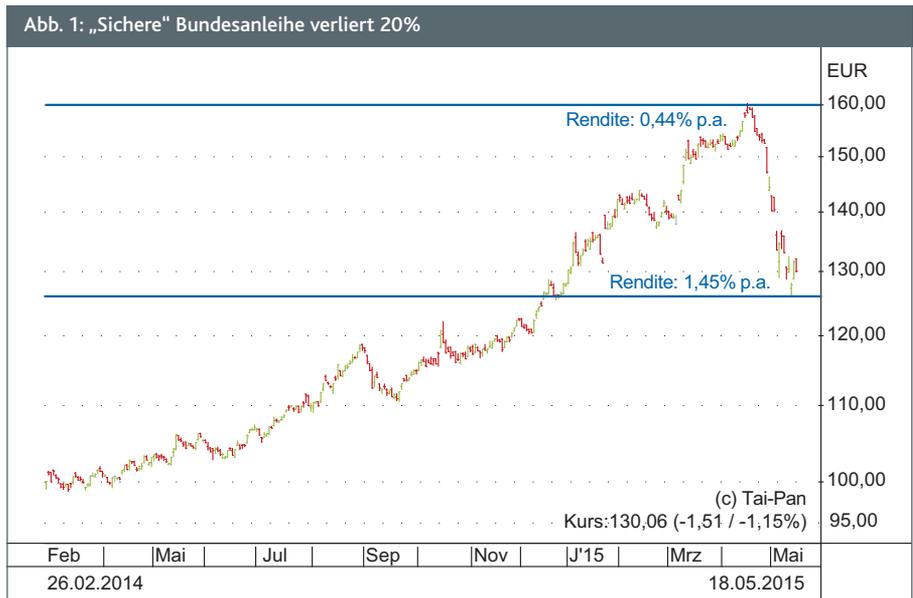
Kritisch ist aus unserer Sicht Armstrongs Lösungsvorschlag „Debt/Equity-Swap“ zu sehen. Obwohl ein Umtausch zu heutigen Preisen illusorisch ist, würde ein solcher Tausch von Staatsschulden gegen Staatseigentum die Gläubiger besser stellen als die „österreichische Lösung“ Staatsbankrott. Auch dürfte das geforderte Verbot einer künftigen staatlichen Kreditaufnahme nach einer solchen „weichen Entschuldung“ schwerer durchzuhalten sein. Für den Swap spricht allerdings, dass er in einer ohnehin spannungsgeladenen Situation zu einem gewissen Interessenausgleich führen könnte. Mehr zu Armstrong auch in der Leserbrief-Rubrik auf S. 78.

Ralph Malisch

Ist dies also bereits der Crash, den Martin Armstrong, unser Interviewpartner aus dem letzten Heft, eigentlich erst für Oktober dieses Jahres prophezeit hat? (mehr zu Armstrong im Kasten links und in der Rubrik „Leserbriefe“ auf S. 78). Warnungen vor einer Explosion der Zinsen wurden in der Zwischenzeit im Übrigen vielfach geäußert, wie die Schlagzeilen einzelner Mainstream-Medien zeigen. Armstrong ist zudem bei weitem nicht der einzige Fachmann, der die Gefahren der Blasenbildung bei den Staatsanleihen benennt. So bezeichnete der „Anleihekönig“ Bill Gross in seinem Marktausblick Anfang Mai das Leerverkaufen deutscher Bundesanleihen als eine „Chance, die es nur einmal im Leben gibt“. Und schon ging der Bond-Rutsch los. Allerdings sah Gross diese Chance nicht ganz akut, weshalb sein Janus Global Unconstrained Bond Fund im jüngsten Anleihe-Crash nicht nur nicht profitierte, sondern sogar noch verlor.

**Short-Squeeze statt Crashgefahr**

An einen unmittelbar bevorstehenden Crash glauben wir dennoch aus mehrerlei Gründen derzeit noch nicht. Denn Fakten, die bereits als Allgemeinwissen herumgereicht



Für die Besitzer die Bundesanleihe mit Laufzeit bis 2046 und Coupon von 2,5% (WKN 110234) bedeutete der jüngste Renditeanstieg um 1% Kursverluste von 20% in wenigen Tagen.

werden, taugen an der Börse selten als überraschendes Moment. Ein Vermögensverwalter äußerte sich gegenüber Smart Investor, wonach viele große Kunden, die bisher „long only“ im Bondmarkt unterwegs waren, in den letzten Tagen massive Shorts

im Bund-Future aufgebaut haben – und damit gegen einen weiteren Verfall abgesichert sind. Dies legt folgenden Schluss nahe: Bevor es zum finalen Ausverkauf bei den Bonds kommt (im Sinne von Armstrongs Prognose), steht wohl noch ein

Anzeige

# Smart Investor

**3 MAL GEGEN DEN MAINSTREAM:**

**Smart Investor**

Das Magazin für den kritischen Anleger

**Smart Investor**

Weekly

**SmartInvestor.de**



Besuchen Sie uns auf **Facebook!**

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

Quelle: Screenshot



Mainstream thematisiert Anleihen-Crash – Warnungen vor dem Anleihe-Crash in SPIEGEL Online am 18.5.15

ausgeprägter Short-Squeeze auf der Agenda. Erst bei einem erneuten Vordringen der Renditen in den negativen Bereich (respektive der Bonds auf neue Höhen), wobei dann die Zittrigen wieder ihre Shorts auflösen dürften, könnte dann im Anschluss der große Anleihen-Dreh nach unten kommen.

So sieht der renommierte Analyst Christopher Wood von der asiatischen Investmentbank CLSA im „Mini-Crash“ beim Bund-Future eher eine Gelegenheit zum Nachkaufen. Statt eines Ausverkaufs interpretiert er die jüngste Bewegung lediglich als Gewinnmitnahmen in einer noch immer intakten Anleihen-Rally. Ähnlich wie Martin Armstrong sieht Woods die Angst vor einer tatsächlichen Straffung der US-Geldpolitik als einen möglichen Auslöser des Crashes – sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks. Aber genau eine solche Zinsanhebung der Fed ist auf Sicht der kommenden Wochen noch nicht absehbar.

**Buffett über Zinsen und Bewertungen**

Das Thema Zinsen beherrschte auch die diesjährige Hauptversammlung von Warren Buffetts Gesellschaft Berkshire Hathaway. Bezogen auf das heutige Niveau der Anleiherenditen seien die Aktienmärkte extrem günstig („extremely cheap“) bewertet, so Buffetts eigentlich nicht sehr erstaunliche Aussage. Schließlich seien die Zinssätze ein Haupttreiber der Wirtschaft und der Finanzmärkte. Durch die sinkenden Zinsen würden sich die Barwerte der getätigten Investitionen massiv erhöhen, die Bewertungen der Unternehmen müssten alleine dadurch zulegen. Da die Preise europäischer Unternehmen derzeit günstiger seien als die ihrer US-Pendants, die Zinsen in Europa dagegen noch einmal eine Stufe niedriger, will Buffett in nächster Zeit auch hierzulande zugreifen. Schließlich gilt er als großer Fan von deutschen Unternehmen. Kritisch sieht das „Orakel von Omaha“

dagegen den Euro: Er hält die Gemeinschaftswährung für ein „nobles Unterfangen“, das jedoch auf Dauer nicht funktionieren werde. Zwar werde der Euro überleben, allerdings nicht in seiner heutigen Form.

**Dem Erfolgsrezept treu bleiben**

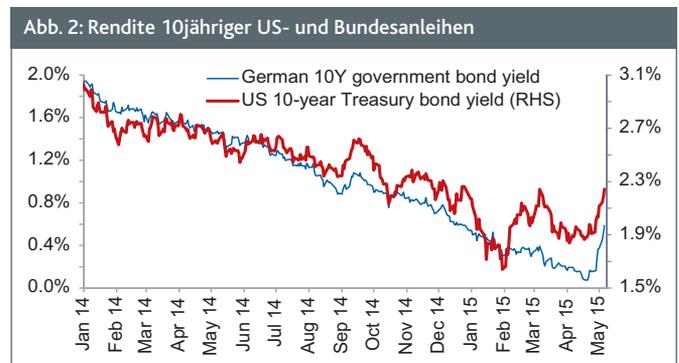
Daneben nutzte der Altmeister des Value-Investing die 50. Hauptversammlung unter seinem Vorsitz auch für ein kleines Resümee: Berkshire Hathaway sei ein „Tempel der Rationalität“. Die Etablierung von dezentralen Verwaltungsstrukturen, einer passenden Anreizstruktur für die Manager und die generelle Orientierung am Prinzip der Sparsamkeit seien die Bausteine des Erfolgs von Berkshire und deren Tochterunternehmen. Im Grunde genommen also „österreichische“ Prinzipien, auch wenn sich Buffett selbst vermutlich kaum als Anhänger dieser ökonomischen Denkrichtung verstehen würde.

**Keine „Rocket Science“**

Doch so sehr Buffett mit seiner Einschätzung vermutlich recht hat, er betrachtet doch nur die positiven Konsequenzen aus den Niedrigzinsen. So blickt er lediglich auf die Aktien und nicht auf den Markt für Staatsanleihen. Deren Bewertung ist nämlich genauso eine Funktion des herrschenden Zinsniveaus. Anders als die Aktien sind diese jedoch ein elementarer Bestandteil praktisch jeder Versicherungspolice, jedes Bankkontos (hier als Aktiva der Bankbilanz) und jeder Pensionszusage. Die letzten Wochen gaben einen ersten Geschmack darauf, welche Kernschmelze drohen könnte, wenn dieser Markt zu kippen beginnt. Eine Rechnung, wie sie auch Armin Zinser, der für die französische Versicherung Prévoir als Fondsmanager aktiv ist, im hoch interessanten Interview auf S. 74 aufstellt.

**Merkels Malaise**

Der Werdegang unserer Kanzlerin in den letzten Jahren zeichnet sich vor allem dadurch aus, dass sie Krisen mit Vorliebe aussitzt und sich meistens kaum in die Aufarbeitung der jeweiligen Fälle einmischt – zumindest erscheint es so nach außen. Auf diese Weise hat sie schon die eine oder andere politische Hürde genommen und Klippe umschiff. Dabei gab es nicht selten politische Verluste in ihren Reihen zu beklagen, sie selbst aber ging noch jedes Mal gestärkt daraus hervor. So war das bisher.



Gewinnmitnahmen statt Zinswende – bereits in Kürze dürften negative Renditen wieder greifbar werden.

Quelle: Federal Reserve, Bundesbank

Merkels Fortune könnte nun aber ein Ende haben. Der derzeit schwelende NSA-Skandal hat das Zeug, sie aus dem Sattel zu heben. Denn immerhin wurde sie der Lüge bzgl. des sogenannten No-Spy-Abkommens und des Verrats gegenüber ihrem Volk „überführt“ – zumindest medial. Natürlich muss man sich bei alledem fragen, woher die Informationen kommen, bzw. wer sie den Medien (z.B. „Spiegel“) zugespield hat. Letztendlich kann die undichte Stelle nur bei der NSA selbst liegen. Wollen also die Amerikaner Merkel (als „Stathalterin der US-Besatzungszone BRD“) loswerden? Warum? War sie im Ukraine-Konflikt zu wenig auf der Seite der USA? Liefen ihre Friedensbemühungen vor allem in Minsk den Amerikanern zu sehr gegen den Strich? Ist der NSA-Skandal demnach die Retourkutsche für illoyales Handeln?



DER SPIEGEL Nr. 19 vom 2.5.2015

### Die Ratten und das Schiff

Tatsächlich ging bereits nach Merkels Wiederwahl Ende 2013 das Gerücht um, dass sie eventuell nur die Hälfte der Legislaturperiode als Kanzlerin agieren und dann den Stab an einen Kollegen des Koalitionspartners SPD weitergeben möchte. Sogar in einem Artikel des „Stern“ wurde dieses Gerücht damals wiedergegeben. Eine solche Aussage wäre jedoch ein unverzeihlicher Fauxpas gewesen, weshalb sie vom Kanzleramt damals auch prompt dementiert wurde.

Im Herbst 2015 ist also die Hälfte ihrer Kanzlerzeit vorüber. Vielleicht „nutzt“ Merkel tatsächlich die NSA-Affäre, um einen „plausiblen“ Abgang hinzulegen? Immerhin dürfte sie erahnen, auf welche Katastrophe Deutschland bzw. die EU zumarschiert. Schließlich wurden die Weichen in das Finanzdesaster von ihrer ▶

Anzeige

**MEDIZINTECHNIK  
MACHT DIE WELT BESSER.**

**WIR MACHEN  
CHAMPIONS STÄRKER.**

**[INDUS]**  
HOLDING AG

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



## Auf allen Ebenen – Weltweite Verschärfung des Krieges gegen Bargeld

Ganze Arbeit leistet eine ziemlich heterogene Anti-Bargeld-Allianz bei der Diskreditierung des einzigen gesetzlichen Zahlungsmittels – und zwar seit Jahren! Für viele Normalbürger ist Bargeld nicht mehr ein Instrument der Freiheit, sondern irgendwie antiquiert und kriminell. Mission erfüllt. Akut ist die Angelegenheit, weil Bargeld zum Störenfried einer Politik der Finanziellen Repression wird, die den Nullzins zügig zu einem Negativzins „weiterentwickelt“. Denn das ist eigentlich ein klarer Anreiz, Geld von wackeligen Banken abzuziehen und es ohne Bestrafung durch Minuszinsen zu horten.

Die harmloseste Variante des „War on Cash“ ist eine politisierte „Wissenschaft“. Der jüngste Vorstoß stammt vom bekannten US-Ökonom Kenneth Rogoff, der zunächst die Ausgabe großer Scheine beenden will. Die Argumente der Bargeld-Gegner werden vom Mainstream stets gerne verbreitet. Direkter wirken da die Eingriffe der Regierungen. Hier ist in der EU mittlerweile ein regelrechter Wildwuchs an neuen Regelungen entstanden,

die wohl künftig – wir befinden uns in der EU – auf dem restriktivsten Niveau vereinheitlicht werden. Laut dem US-Finanzfachmann Martin Armstrong (siehe auch S. 46) treffen sich die Finanzminister und Notenbankchefs zu diesem Thema noch im Mai zu einer Geheimkonferenz.

Eine relativ neue Entwicklung ist, dass die Privatwirtschaft eigenmächtig Restriktionen in Kraft setzt. In der Schweiz, einem der Pionierländer des Negativzins, verweigerte eine Großbank einer Pensionskasse, die den Negativzins vermeiden wollte, die Auszahlung von 10 Mio. CHF. Die Schweizerische Nationalbank SNB sieht das wohlwollend: „Die Nationalbank hat deshalb Banken auch schon empfohlen, mit Bargeldnachfragen (...) restriktiv umzugehen.“ In den USA ist J. P. Morgan einer der „Vorreiter“. Die Großbank setzte zahlreiche Restriktionen in Kraft. So darf beispielsweise in den Schließfächern der Bank kein Bargeld mehr deponiert werden.

Ralph Malisch

eigenen Regierung gestellt – seien es die Endlosrettung Griechenlands, die Errichtung des finanz-diktatorischen Monsters ESM, der fast unumkehrbare Konfrontationskurs mit Russland oder aber die derzeitigen fast „apokalyptisch anmutenden“ Wanderungsbewegungen nach Europa.

Wir halten es für wahrscheinlich, dass Merkel ihre offizielle Amtszeit nicht mehr bis zum Ende absitzt und in den kommenden Wochen/Monaten aus dem Amt scheidet. Sollte dies tatsächlich so eintreten, dann liefe es vermutlich unter dem Motto „die Ratten verlassen das sinkende Schiff“.

### Zu den Aktien

Die letzten sechs Wochen waren im DAX von einer Abwärtsbewegung geprägt. Im April titelten mehrere Börsenzeitschriften mit auffällig bullischen Headlines. Bereits im letzten Smart Invest-

tor erwähnten wir Focus Money, die am 15.4. die Headline brachten: „Der DAX kann nicht fallen!“. Zwei Wochen später zierte im selben Magazin „Mr. DAX“ himself, Dirk Müller, die Seite 1 und pries seinen Fonds an. Am 16.4. prangte schließlich die Überschrift „DAX 20 000“ auf dem Cover von Börse Online. Alles zusammen genommen war das schon ein bisschen viel der Zuversicht, die die Journalisten da innerhalb von nur zwei Wochen offenbarten. Und prompt ging es mit den Börsen und insbesondere mit dem deutschen Leitindex nach unten.

Im Bereich von etwa 11.200 DAX-Punkten kam es zum Abbremsen der Korrektur – ziemlich genau am Aufwärtstrend des letzten halben Jahres (blaue Linie in Abb. 3). Bei Redaktionsschluss am 15.5. erweckt der DAX zudem den Eindruck eines kleinen doppelten Bodens. Ein Überwinden des kurzfristigen Abwärtstrends (grün) dürfte aus unserer Sicht den Startschuss für einen nochma-



v.l.n.r.:  
Focus Money Nr. 17  
vom 15.4.2015

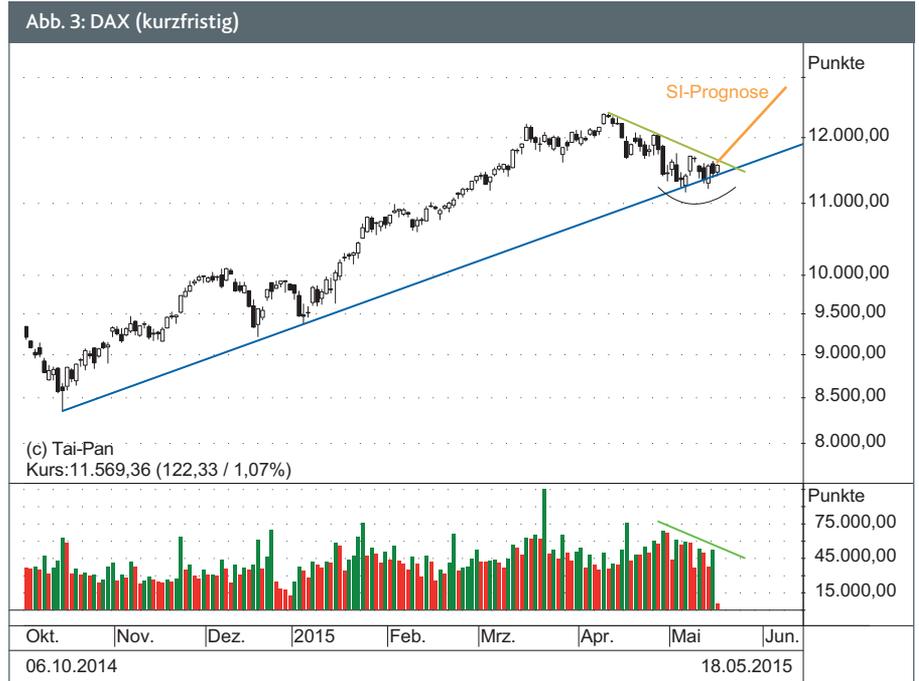
Börse Online Nr. 16  
vom 16.4.2015

Focus Money Nr. 19  
vom 29.4.2015

ligen Sturm auf neue Höhen darstellen. Dafür spricht auch das bislang konstruktive Umsatzverhalten: Während der Abwärtskorrektur gingen auch die gehandelten Volumina zurück. Hinzu kommt die amerikanische „Weltleitbörse“, welche inzwischen schon wieder neue Rekorde aufstellt und damit die europäischen Aktienmärkte „hinterherzieht“. Als fundamentale Triebfeder muss natürlich das Anleihekaufprogramm der EZB (und der BoJ) gesehen werden, im Zuge dessen monatlich nach wie vor 60 Mrd. EUR in die Finanzmärkte gepumpt werden, welche schlichtweg nach Anlagemöglichkeiten suchen. Da Aktien mit KGVs zwischen 15 und 25 weiterhin deutlich unter denen des Rentenmarktes (zwischen 40 und 200) notieren, sind die Strömungsverhältnisse an den Märkten relativ klar vorhersehbar: tendenziell raus aus Anleihen (hier springt dafür die EZB als Käufer ein) und rein in die Aktien. Wir halten Kursspitzen oberhalb von 13.000 DAX-Punkten in den kommenden zwei bis drei Monaten für realistisch.

#### Sonstige Bemerkungen

Nach der alten Trader-Regel „Sell in may and go away“ wäre nun mit der etwas trüben Börsenjahreszeit zu rechnen. Aber was soll man von solchen Heuristiken halten, wenn eine „unsichtbare Hand“ (EZB) die Märkte – ohne Rücksicht auf ihre Verluste – einfach nach oben hievt? Überhaupt hat die Sell-in-may-Vorgehensweise schon



*Die Abwärtsbewegung der letzten sechs Wochen mutet korrektiv an, zumal exakt auf dem Aufwärtstrend ein kleiner Doppelboden ausgebildet wurde. Sollte der grüne Abwärtstrend überwunden werden, dürfte die Hausse in die nächste Runde gehen.*

in den letzten Jahren etwas an Treffergüte eingebüßt – eben seit der Zeit, als QE salonfähig geworden ist. Unsere fünf Gastanalysten, die wir monatlich um ihre Einschätzungen zum DAX bitten (S. 55 bis 57), geben zwar keinesfalls ein einheitliches Bild wieder, aber der bullische Tenor überwiegt hier dennoch.

Kurzfristig, bis in den Sommer hinein, stehen die Zeichen aus unserer Sicht weiterhin auf Hausse. Im Gleichklang mit Martin Armstrong würden wir ab Herbst 2015 ebenfalls von aufziehenden Gefahren ausgehen. Unser längerfristiges Crack-up-Boom-Szenario, welches mit den Thesen von Armstrong durchaus vereinbar ist, finden Sie in der letzten Ausgabe 5/2015 in Abb. 5 auf S. 48 wiedergegeben. ▶

Anzeige

Vermögensmanagement • Financial Markets • Asset Servicing



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

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



**HAUCK & AUFHÄUSER**

PRIVATBANKIERS SEIT 1796

## Löcher in der Matrix

„Arm wählt nicht“ (*sueddeutsche.de*, 11. Mai 2015)

Wenn es darum geht, für irgendetwas in der Welt die finanzielle Verantwortung zu übernehmen, stehen deutsche Politiker in der ersten Reihe: „Deutschland ist ein reiches Land“, tönt es dann. Gleichzeitig werden Statistiken publiziert, die das glatte Gegenteil aussagen: Demnach soll die Armut in diesem „reichen Land“ epidemische Züge angenommen haben. Nur durch mehr Steuern, mehr Staat und mehr Umverteilung ließe sich das Elend einigermaßen in Schach halten. Verschwinden werde die Armut aber nicht mehr. Das macht sie so wertvoll – als universelles Erklärungsmuster und ultimative Aufforderung zum Handeln. Seit Jahrzehnten sinkt die Wahlbeteiligung. Dies soll nun aber nicht mehr Folge einer nur allzu verständlichen Politikverdrossenheit sein. Nein, Nichtwähler – inzwischen immerhin die mit Abstand größte Gruppe unter den Wahlberechtigten – sind Nichtwähler, so erfahren wir nach der Bremen-Wahl quer durch den Mainstream, weil sie „arm“ sind – „Arm wählt nicht“. Folglich war das auch keine Denkmittelwahl, sondern ein „Zeichen der sozialen Spaltung“. Das ist insofern praktisch, weil diese Erklärung – anders als Politikverdrossenheit – kein Umdenken erfordert, sondern lediglich mehr vom Selben – mehr Steuern, mehr Umverteilung und mehr „Kümmerindustrie“, selbst für diejenigen, die sich trotz „Wahlzetteln in leichter Sprache“ nicht die Bohne für die politische Kultur des Landes interessieren.

„Alle sollen zahlen: Berliner „Bürgerticket“ sorgt für heftige Debatte im Netz“ (*morgenpost.de*, 7.3.2015)

Die fälschlicherweise als „Rundfunkbeitrag“ bezeichnete Zusatzsteuer entpuppt sich mehr und mehr als Türöffner für weitere, zwangskollektive Bezahlssysteme. Mit dem „Bürgerticket“ soll nach dem Willen von Linken und Grünen in Berlin nun auch im Öffentlichen Personennahverkehr die



„solidarische“ Finanzierung eingeführt werden. Natürlich geht es nicht um Solidarität, die ein Akt der Freiwilligkeit wäre. Hier geht es um etwas viel Konkretes – nämlich um zwangsweise erhobenes Geld, mit dem die eigene Klientel auf Kosten der Allgemeinheit mit Wohltaten versorgt werden soll. ■

Ralph Malisch

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

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

### Apropos Crack-up-Boom (CuB)

In Ausgabe 5/2015 auf S. 23 ließen wir Michael von Prollius mit seiner Kritik an unserem CuB-Szenario zu Wort kommen. In dieser Ausgabe nun kontert Thorsten Polleit und bricht eine Lanze für unser Szenario. Wir halten beide Artikel für sehr wertvoll und empfehlen sie allen Lesern, die sich in diese Materie weiter einarbeiten wollen.

### Fazit

Der finanzielle Fallout ist bereits verstreut und liegt in vielen Bereichen des Wirtschafts- und Finanzsystems. In den kommenden Monaten und Jahren dürfen wir hautnah erleben, wie dieses kontaminierte Material seine Wirkung entfalten wird. Der Finanzfachmann Martin Armstrong (S. 46) geht gar davon aus, dass das Desaster bereits ab Herbst 2015 für jedermann sichtbar wird. Vor diesem Hintergrund sind auch die vermehrten Bemühungen im Rahmen der Finanziellen

Repression (z.B. Bargeld-Restriktionen, s. S. 50) zu sehen. Nach wie vor können wir neben Aktien weiterhin den Besitz von Edelmetallen nur wärmstens empfehlen. Auch vor dem Hintergrund, dass sich hier nun ernstzunehmende Bodenbildungen abzeichnen. Insbesondere beim Silber bahnte sich zuletzt eine sehr konstruktive Entwicklung an, denn der Abwärtstrend ist hier unmissverständlich gebrochen worden. Mehr dazu auf S. 53 und 58.

Vermutlich ist dies auch als Zeichen dafür zu werten, dass es demnächst etwas ruppiger zugehen wird – sowohl in wirtschaftlicher als auch gesellschaftlicher Hinsicht. Aus der Politik sind vermehrt solche Hinweise zu bekommen, z.B. die nicht enden wollende Diskussion um das Bargeld. Ein möglicher Rücktritt unserer Kanzlerin wäre unserer Ansicht nach ebenfalls in dieser Weise zu deuten. ■

Ralf Flierl, Christoph Karl, Ralph Malisch

## Charttechnik

# Es bewegt sich doch

## Mehr als ein Silberstreif am Horizont?

### An der Entscheidungsmarke

Nach vier Jahren Baisse gibt es kaum ein Sprachbild, das nicht bereits für noch so kleine Erholungsansätze des Silberpreises überstrapaziert wurde – Totgesagte und ihr längeres Leben. Bei Silber und Silberminen ist man inzwischen froh, dass sie überhaupt noch Lebenszeichen von sich geben. So viel Pessimismus ist positiv. In Abb. 1 ist die Entwicklung der Feinunze seit 2009 dargestellt. Rot ist hier und in allen weiteren Charts die USD-Notierung, blau die entsprechende Umrechnung in Euro. Zwar ist der Euro unsere Heimatwährung, die Kurse der Edelmetalle und der vorgestellten Minen werden jedoch in den USA gemacht. Nach dem Euro-Absturz der vergangenen Monate

Abb. 1: Silber USD/Feinunze



Abb. 2: Companhia de Minas Buenaventura (900844)

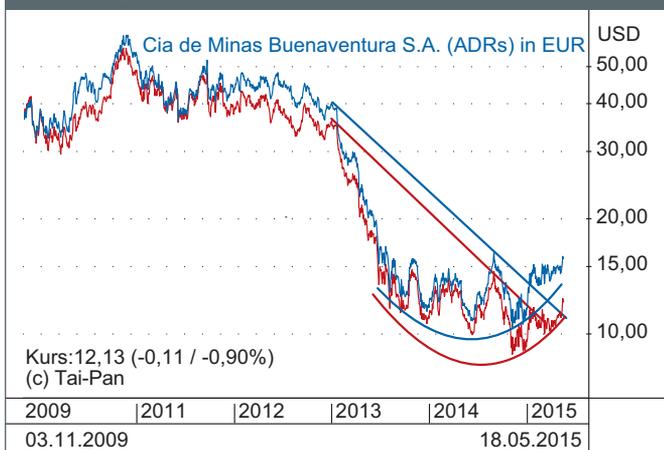
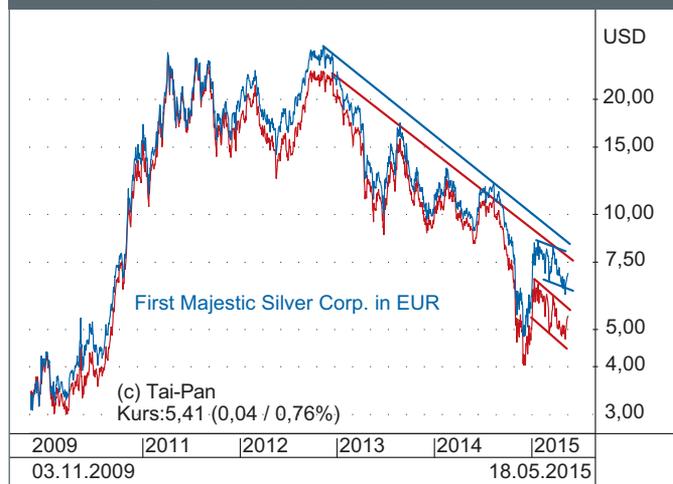


Abb. 3: First Majestic Silver Corp. (A0LHKJ)



ist zwar die Versuchung groß, sich der positiveren Perspektive der blauen Euro-Charts anzuschließen, eine echte Trendwende muss jedoch zwingend im US-Dollar erfolgen. Während der Silberpreis in Euro also bereits den seit Ende 2012 währenden steilen Abwärtstrend gebrochen hat, ist er in USD gerade erst an dieser Entscheidungsmarke angekommen. Sollte der Bruch nach oben gelingen, kommt zwar noch ein weiterer harter Widerstand im Bereich von rund 18,50 USD, das Chartbild würde sich dann aber deutlich aufhellen.

### Mustergültige Bodenbildung

Konstruktiver als der Silberpreis selbst sieht der Chart der peruanischen Companhia de Minas Buenaventura (WKN 900844, Abb. 2) aus. Sowohl in USD (rot) als auch in EUR (blau) wurde der steile Abwärtstrend inzwischen gebrochen. Zusätzlich hat sich – ebenfalls in beiden Währungen – über das Jahr 2014 eine untere Untertassen-Umkehrformation herausgebildet. Im Euro ist die positive Entwicklung wiederum deutlich weiter vorangeschritten.

### Morgenluft nach Sell-off

Dagegen hinkt die Entwicklung bei First Majestic Silver (WKN A0LHKJ, Abb. 3) derzeit noch hinterher. Sowohl in EUR als auch in USD ist der Abwärtstrend weiter intakt. Dennoch erfolgte nach dem Ausverkauf des Jahres 2014 eine steile Erholungsbewegung, die seither in einer flaggenförmigen Konsolidierung verdaut wird. Sollte diese trendbestätigende Formation nach oben verlassen werden, ist ein weiterer deutlicher Aufwärtsschub zu erwarten.

### Fazit

Zwar wurde in den letzten Jahren schon oft die große Wende an den Edelmetallmärkten ausgerufen, bei Silber und Silberminen deutet sich aber aktuell eine realistische charttechnische Chance auf ein tatsächliches Ende der Baisse an.

Ralph Malisch

Relative Stärke

# Wie geschmiert

## Rohöl als Periodensieger

### Russland mit Rückenwind

Nachdem in der letzten Berichtsperiode vor allem der russische RTX überraschte, war diesmal das Rohöl an der Reihe. Ganze 17 Ränge ging es nach oben. Mit Rang 8 konnte sich das schwarze Gold damit erstmals seit einem halben Jahr überzeugend vom Tabellenende lösen. Auch aus diesem Grund lief es bei den ölabhängigen Aktien des russischen RTX weiter wie geschmiert. Mit Rang 3 konnte sich der Index erstmals sogar wieder bis ins Führungstrio vorschieben. Das ist bemerkenswert, denn die russische Wirtschaft leidet nach wie vor unter den westlichen Sanktionen. Auch besteht die Gefahr, dass weitere Straf-

maßnahmen verhängt werden, um Druck auf die russische Regierung auszuüben. Zu etwas Vorsicht gegenüber russischen Aktien sollte auch der positive Abstand von +18,4% zum gleitenden Halbjahres-Durchschnitt (Spalte „GD Halbjahr Abst.%“) mahnen, der auf einen deutlich übergekauften Zustand hinweist.

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indizes und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors								Ausgewählte Technische Indikatoren in Landeswährung				
Index	Land	Relative Stärke zum						Lage Kurs			GD Halbjahr	
		15.5.	17.4.	20.3.	20.2.	23.1.	12.12.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
Shenzhen A	China	1	1	1	1	1	1	85	97	98	+0,50	+44,3
Merval	Arg	2	3	2	22	23	23	82	90	98	+0,10	+24,1
RTX	Rus	3	4	25	25	26	26	76	81	37	+0,02	+18,4
Hang Seng	HK	5	5	13	11	6	11	45	86	92	+0,12	+12,1
H Shares	China	4	2	7	4	2	2	19	79	82	+0,21	+15,2
TecDAX	D	6	12	5	2	7	4	73	92	97	+0,22	+11,4
PTX	Polen	7	11	22	24	24	16	20	83	86	+0,06	+8,1
Rohöl		8	25	26	26	25	25	49	49	25	-0,23	+10,3
MDAX	D	9	8	4	3	13	13	29	79	91	+0,19	+9,1
SMI	CH	10	9	8	12	14	10	38	82	94	+0,05	+3,9
Nikkei 225	J	11	7	3	6	12	9	44	87	95	+0,18	+8,0
KOSPI	Korea	12	6	15	19	18	20	17	72	78	+0,07	+5,5
CAC 40	F	13	10	11	13	19	19	8	73	87	+0,13	+6,6
DAX	D	14	13	6	8	15	14	11	69	85	+0,16	+6,0
FTSE 100	GB	15	17	16	15	17	21	24	80	90	+0,04	+2,5
Silber		16	23	21	23	11	17	90	67	10	+0,05	+5,0
IBEX 35	E	17	24	19	20	22	18	24	70	90	+0,08	+4,7
NASDAQ 100	USA	18	14	9	5	5	3	62	84	96	+0,06	+4,0
All Ord.	Aus	19	18	14	16	21	22	30	71	88	+0,03	+2,0
HUI *	USA	20	21	24	18	16	24	48	50	9	+0,13	+2,7
S&P 500	USA	21	16	10	9	10	6	73	98	98	+0,03	+2,6
DJIA 30	USA	22	19	12	10	9	5	83	96	99	+0,03	+2,5
Gold		23	22	20	17	4	12	91	50	12	+0,05	+1,2
REXP 10 *	D	24	26	23	21	20	8	10	28	75	+0,01	-1,8
Sensex	Indien	25	20	17	7	3	7	30	20	80	-0,02	-3,2
S.E.T.	Thai	26	15	18	14	8	15	28	21	75	-0,02	-2,6
grün: verbessert rot: verschlechtert schwarz: unverändert								grün: >=70		grün: >0 grün:<-15		
*) REXP 10: Index 10jähriger Anleihen; HUI: Goldminen-Index								rot: <=30		rot: <0 rot:>15		

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

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

### Einsame Spitze

Allerdings darf diese Kennziffer auch nicht überbewertet werden. Geradezu absurd übergekauft sind derzeit nämlich die Aktien des Shenzhen-A-Index mit einem rekordverdächtig positiven Abstand zum gleitenden Halbjahres-Durchschnitt von 44,3%. Dennoch befindet sich der Index mit deutlichem Abstand auf Rang 1 des Universums – und das bereits seit mehr als einem halben Jahr. Ein übergekaufter Zustand alleine darf also nicht als unmittelbares Verkaufssignal fehlinterpretiert werden. Im Gegenteil: Extrem starke Aufwärtstrends sind fast zwangsläufig von solchen übergekauften Zuständen begleitet. Ein Warnsignal ist dies dennoch, zumal wenn der Trend nicht mehr ganz frisch ist. Insofern empfiehlt es sich in dieser Situation, die (gedachten) Stopp-Kurse enger nachzuziehen.

Ralph Malisch

## Demografie &amp; Börse

## Alice in Blunderland

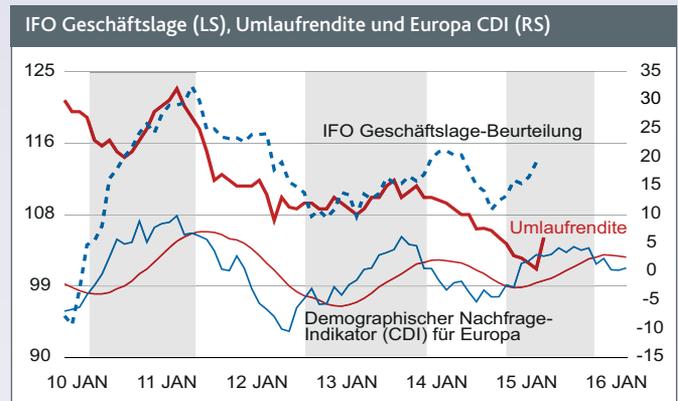
Gastbeitrag von Rüdiger Braun,  
Inhaber Advice & Opinion Demographics & Markets, [www.aodm.eu](http://www.aodm.eu)

*Alice im Wunderland* (Originaltitel: *Alice's Adventures in Wonderland*) ist einer der Kinderbuch-Klassiker schlechthin, ein Buch, das aber auch Erwachsene in seinen Bann zieht. Dies liegt vor allem daran, dass die Episoden des Buches durchweg ein virtuosos Spiel mit der Logik sind. Letzteres könnte man bisweilen auch vom Börsengeschehen behaupten oder von dem, was daraus gemacht wird. Entgegen dem Anschein produzieren vielfach die Kurse die Meldungen und nicht etwa umgekehrt. Es herrscht die (börsen-)sprichwörtliche Antilogik. Und der fallen bisweilen auch die Profis zum Opfer. *Aus Alice in Wonderland* wird *Alice in Blunderland*\*, wenn sich die Missgriffe und Fehlentscheidungen (engl. *blunder*) häufen.

Das Zentrum von Blunderland ist derzeit der Rentenmarkt. Die Mehrheit der Akteure hatte wohl darauf vertraut, dass das QE der EZB größeren Kursverlusten entgegenwirken würde. Die Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen schoss innerhalb von zwei Wochen von einem Tief von 0,05% auf 0,61%. Und das bei einer Inflationsrate von 0,4% im April und einem Rückgang des deutschen BIP im ersten Quartal auf nur noch 1,0% nach 1,5% im vierten Quartal 2014; aufmerksamen Beobachtern war zudem nicht entgangen, dass die Beschäftigtenzahlen für die zweite Hälfte des Jahres 2014 jüngst kräftig nach unten revidiert worden waren. Warum also der Kurseinbruch bei den Anleihen, der im übrigen bei den Euro-Unternehmensanleihen noch sehr viel stärker als bei den Staatsanleihen ausfiel, ganz zu schweigen von dem moribunden Pfandbrief-Markt?

Die Abbildung zeigt den Zusammenhang. Am unteren Rand ist unser in die Zukunft reichender demografischer Nachfrage-Indikator für Europa abgebildet. Die schattierte Fläche zeigt, dass er sich in einer dynamischen Aufwärtsbewegung befindet. Die gestrichelte Linie stellt die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage in der monatlichen IFO-Umfrage dar. Sie bestätigt die Aufwärtsbewegung des CDI und steht im Widerspruch zu den o.a. volkswirtschaftlichen Kennzahlen, welche der Entwicklung hinterherhinken. Die rote Linie steht für die Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen. Sie läuft parallel zum IFO- bzw. dem demografischen Indikator. Auf dem Chart sind zwei Ausnahmen erkennbar. Am linken Rand hat die Flucht in sichere Anleihen der Eurozone im Jahr 2010 (erste Griechenland-„Rettung“) die Renditen entgegen den Fundamentaldaten gedrückt und aktuell hat das QE zum Jahresbeginn den zu erwartenden Renditeanstieg verzögert.

Fazit: Der Renditeanstieg bestätigt unser Szenario einer konjunkturellen Erholung. Diese wird von der Binnenkonjunktur getragen sein. Deshalb dürfte der Kursrückgang am Anleihemarkt



noch längere Zeit anhalten. Der Renditeanstieg wird negative Rückwirkungen auf die Aktien haben, weil er u.a. den Wechselkurs des Euro nach oben treiben wird. Damit dürfte es an der Börse zu einem Favoritenwechsel kommen hin zu binnenwirtschaftlich orientierten Titeln. Aktienselektion bleibt deshalb Trumpf und Market-Timing ist von untergeordneter Bedeutung. ■

\*) *Alice in Blunderland*, von J. K. Banks (1907), eine Politsatire auf die ökonomischen Missstände der Zeit.

Anzeige

## BULLIONART

### Silberkunst



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

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

## Quantitative Analyse

## DAX weiterhin im Niemandsland

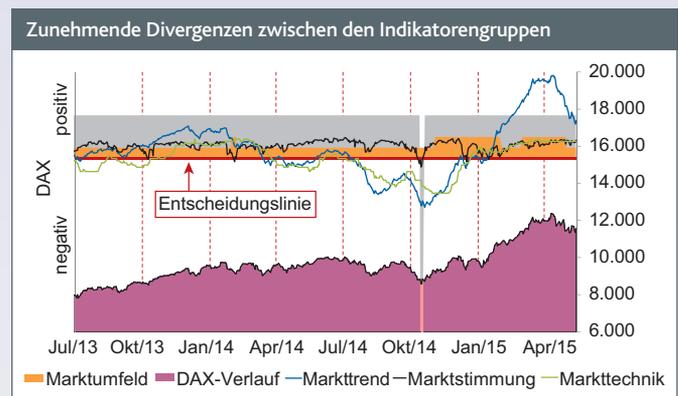
Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch  
(gfa-boersenampel.de)

Seit 20. Oktober 2014 steht unsere Börsenampel für den DAX auf „Grün“. Doch nun beginnen erste Indikatoren, Schwäche zu zeigen – allen voran die trendfolgenden Indikatoren, auch wenn der mittelfristige Aufwärtstrend bislang hält. Solange der DAX jedoch nicht die Kraft hat, die 12.300 DAX-Punkte nachhaltig zu überwinden, und solange er nicht unter die 11.300 Punkte wegbricht, befindet er sich – aus Trendperspektive gesehen – im Niemandsland.

**Markttrend:** Der übergeordnete Aufwärtstrend nähert sich mit großen Schritten der Entscheidungslinie. Ob diese dann als Unterstützungslinie fungieren kann, muss abgewartet werden.

**Markttechnik:** Die technische Situation kann zwar weiterhin als stabil bezeichnet werden, jedoch hat auch hier eine moderate Signalabschwächung eingesetzt.

**Marktstimmung:** Die Marktstimmung deutet weiterhin ein ruhiges Verhalten der Marktteilnehmer an. Bevorstehende crashartige Korrekturen an den Aktienmärkten sind damit eher unwahrscheinlich.



Alle Indikatoren sind positiv, bewegen sich aber mehr oder weniger stark auf die Entscheidungslinie zu. Stand: 14.05.2015.  
Quellen: Bloomberg, www.gfa-boersenampel.de

**Marktumfeld:** Das Marktumfeld hat sich bislang kaum verändert und votiert auch weiterhin für ein Beibehalten des Aktienengagements. Während sich damit bei den vier Börsenampel-Indikatoren eine leicht divergente Entwicklung abzeichnet, meldet sich auch die Rentenseite zu Wort: Dort hat sich in unseren defensiven Strategien die ebenfalls quantitative Laufzeitenentscheidung nach nunmehr 16 Monaten „Long“ erstmals wieder auf „Short“ (bevorzugt kurze Laufzeiten) begeben. Damit deuten sich auch auf der Rentenseite zunehmende Risiken an, Stichwort „Zinsanstieg“.

Die aggregierte Indikatoren-Konstellation der Börsenampel bleibt zunächst positiv. Der Abstand zur Signallinie wird jedoch kleiner und es liegen damit wohl spannende Wochen vor uns.

## Intermarketanalyse

## Kein Grund zum Ausstieg!

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

**Das GESAMTSYSTEM: Positiv 3:0!**

Die vier Wochen von Mitte April bis Mitte Mai haben zu großer Unsicherheit an den Aktienmärkten geführt. Hat man vielleicht den günstigsten Ausstieg bereits verpasst? Die US-Konjunktur läuft nicht so gut wie erwartet, Griechenland droht nach wie vor der „Grexit“, und schließlich deutete sich auch eine Zinswende nach oben an. Also nun doch aussteigen oder dabei bleiben? Hier unsere Signale:

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

**US-Dollar in Euro: Positiv!****Saisonfaktor: Negativ!****Fazit**

Damit sich der bisher eindeutige 3:0-Trend ins Negative dreht, müsste einiges passieren: Der US-Dollar müsste zunächst unter die Marke 0,8760 EUR fallen (bzw. der Euro über die Marke 1,1420 USD steigen). Dann hätten wir beim dritten Signal eine negative Mehrheit, nachdem der Ölpreis wieder steigt und die Sommersaison begonnen hat. Dieses negative Dollar-Signal wäre im Juni durchaus möglich. Aber die Signale 1 und 2 stehen noch sehr sattelfest im Hausstrend. Eine negative inverse Zinsstruktur ist derzeit ausgeschlossen. Und für ein negatives Signal 2 müsste der Nasdaq Composite Index auf unter 4.634 Punkte fallen. Am 15.5. meldete er sich aber mit 5.050 Punkten weit davon entfernt. Also engagiert bleiben!

# Sektoranalyse

## Rohstoffaktien vor Comeback

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

Im Frühjahr 2014 wurde ich zunehmend vorsichtiger für Aktien, denn das schwache Abschneiden von Nebenwerten und konjunktursensitiven Sektoren zeigte, dass Investoren zunehmend das Risiko scheuten und ihr Kapital in vermeintlich sichere Häfen (Standardwerte & defensive Sektoren) umschichteten. Einer solchen Flucht innerhalb des Aktienmarktes folgt oftmals eine generelle Flucht aus dem Aktienmarkt. Nach einem ersten Warnschuss im Juli/August folgte diese dann in der kräftigen Korrektur im Oktober 2014. Aktuell zeichnet sich erneut eine solche, unterschwellige Entwicklung ab, indes glücklicherweise mit umgekehrten Vorzeichen! In der jüngsten Korrektur, die je nach Aktienindex etwas unterschiedlich im Schnitt aber Mitte April begann und vermutlich am 6. bzw. 7. Mai ihren Tiefpunkt fand, konnten sich mittelgroße und kleinere Aktien ebenso wie einige offensive Sektoren erstaunlich gut behaupten. Auch der jüngste Kurseinbruch bei Staatsanleihen passt in dieses Bild wachsender, konjunktureller Zuversicht und abnehmender Deflationssorgen. Beides spricht für einige bisher zurückgeliebene, konjunkturell exponierte Sektoren wie beispielsweise den „DJ Stoxx Europe 600 Basic Resources“ (Grundstoffe). ■

Performance-Ranking der STOXX-600-Sektoren (15.04.15–15.05.15)					
Rang	Sektor		Rang	Sektor	
1	Grundstoffe	-0,8%	11	Immobilien	-3,4%
2	Banken	-0,9%	12	Industrie	-3,6%
3	Reisen & Freizeit	-1,0%	13	Automob. & Zulieferer	-4,3%
4	Versorger	-1,2%	14	Einzelhandel	-4,4%
5	Telekommunikation	-1,3%	15	Bauwirtschaft	-4,4%
6	Medien	-3,1%	16	Chemie	-4,7%
7	Technologie	-3,1%	17	Nahrungs- & Genussmittel	-5,2%
8	Konsumgüter	-3,1%	18	Versicherungen	-5,8%
9	Finanzdienstleistungen	-3,2%	19	Gesundheit	-6,3%
10	Öl & Gas	-3,2%			

Die Zukunftserwartungen der Anleger sind oftmals in Sektor-Ranglisten ablesbar. Dominiert konjunktureller Optimismus, sollten **offensive (rot markierte) Sektoren** die oberen Ränge belegen. Blicken die Investoren hingegen zunehmend pessimistisch in die Zukunft, sollten eher **defensive (grün markierte) Sektoren** gefragt sein. Die Einteilung der 19 Sektoren nahm ich anhand ihrer Volatilität in den vergangenen Jahren vor, wobei ich zur genaueren Abgrenzung zwischen defensiven und offensiven Sektoren zusätzlich **sieben Sektoren mit mittlerer Volatilität (gelb)** einfügte..

# sentix Sentiment

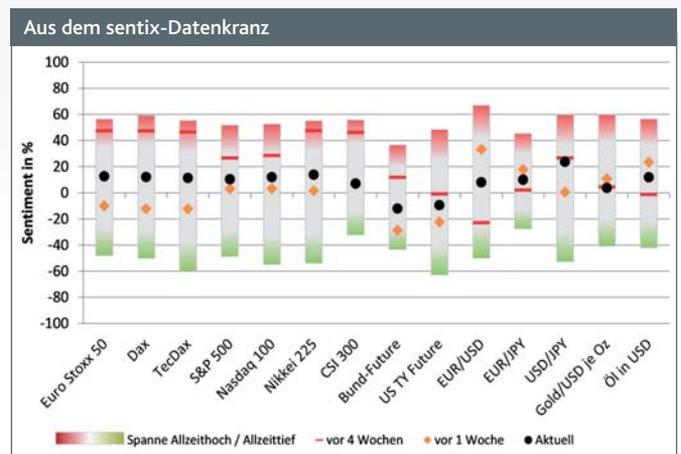
## Der Verstand sagt immer noch „ja“

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

Zuletzt haben wir an dieser Stelle auf Signale für mehr Volatilität bei deutschen Aktien hingewiesen, die sich in der Folge auch gezeigt hat. Ein wichtiger Baustein für diese Erkenntnis war das stark gestiegene Sentiment, das für eine heiß gelaufene und damit den Markt belastende Stimmung stand. Gleichzeitig hatte sich aber die Grundüberzeugung der Anleger erstaunlich gut gehalten, was perspektivisch für die Aktie sprach. Dieser Widerstreit deutete für uns auf die erhöhte Schwankungsanfälligkeit des Marktes hin.

Was hat sich seitdem getan? Ihre überaus starke Grundüberzeugung haben die Investoren beibehalten. Weiterhin vertrauen sie Dividentiteln, weil sie hohe Erwartungen an die Konjunktur Eurolands hegen und diesbezüglich bisher auch nicht enttäuscht wurden. Zudem halten sie Aktien in Zeiten ultra-niedriger Zinsen weiterhin für nahezu alternativlos.

Beim Sentiment hingegen gab es ein heftiges Auf und Ab. Nach den Hochständen im April folgten nur ein paar Wochen später



Aktien-Sentiment nach „Auf und Ab“ nun neutral; Quelle: *sentix GmbH*

Jahrestiefs (s. Grafik). Vorübergehend dominierten sogar die Bären die Stimmung – trotz der allgemein ungebrochenen Grundüberzeugung. Eine solche Konstellation ist in der Regel ein idealer Kaufzeitpunkt: Wenn die Emotion „nein“ sagt, aber der Verstand immer noch „ja“ – und viele Anleger „wider besseren Wissens“ verkaufen. Insofern bleiben wir konstruktiv und erwarten demnächst weiter steigende Notierungen. Mittlerweile hat sich auch das Sentiment wieder beruhigt. Die Schwankungen dürften weniger werden. ■

Edelmetalle

# „Bodenspannung“

## Gegensätzliches in der Nähe der Tiefpunkte

### Erste Lebenszeichen

Oft genug waren Edelmetallfans in den letzten Jahren versucht, das Ende der inzwischen vierjährigen Baisse auszurufen oder die Abwärtsbewegung zu relativieren. Tatsächlich musste man Gold, Silber & Co. in diesen Jahren nicht haben – eine Feststellung, die in dieser Klarheit allerdings erst in der Rückschau getroffen werden kann. Denn tatsächlich hatte sich an den positiven Rahmenbedingungen kaum etwas verändert. Die Fiat-Money-Systeme, deren wichtigste Gegenspieler die Edelmetalle sind, operieren seit Jahren im Krisenmodus – ohne realistische Aussicht auf Besserung. Nur weil die Medien hier pflichtschuldigst wegschauen, sind die Probleme nicht gelöst. Ein paar aktuelle Schlaglichter zeigen allerdings, dass die Chancen für eine Renaissance der Edelmetalle aktuell gar nicht so schlecht stehen. Mehr dazu auch in der Rubrik Charttechnik (S. 53), in welcher wir die besonderen Chancen bei Silber herausstreichen.

### Bodenbildung mit Gegenwind

Tatsächlich fiel der Goldpreis schon seit den Tiefs des Jahres 2013 nicht mehr wesentlich. Zwar wurden die alten Tiefs bei rund 1.180 USD/Feinunze im November 2014 nach unten gebrochen, es kam aber lediglich zu einem kurzen Sell-off, in dessen Folge sich die Preise rasch wieder stabilisierten. Der große Sturz Richtung 1.000 USD/Feinunze blieb aus. Der Kursrückgang im März 2015 erreichte dann nicht einmal mehr die November-Tiefs. Auffällig bei dieser Abwärtsbewegung war, dass ihr eigentlich ein charttechnisch sehr positiv zu wertendes höheres Hoch voranging. Die nachfolgende

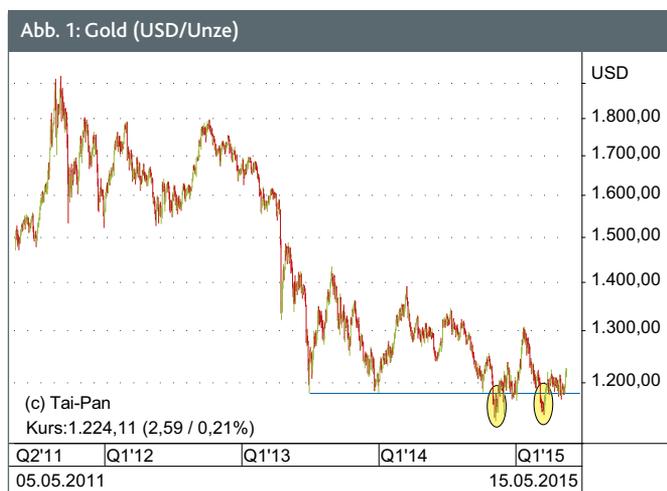


ABB. 2: NYSE Arca Gold BUGS (HUI)



Abwärtsbewegung um rund 130 USD war also ziemlich „bemerkenswert“. Es sind solche „bemerkenswerten“ Bewegungen, die bei den Goldanhängern immer wieder Gerüchte um Marktmanipulationen schüren. Zuletzt war es am 30. April so weit, als der Preis für die Feinunze innerhalb weniger Stunden um knapp 40 USD absackte. Trotz dieses Störfeuers erreichte der Goldpreis Mitte Mai ein neues Dreimonatshoch. Nach den Erfahrungen der jüngeren Vergangenheit wäre also in Bälde erneut ein Abverkauf zu erwarten. Es ist müßig, an dieser Stelle über die Motive zu spekulieren. Wichtig aber ist: Bleibt die Baisse-Attacke aus „heiterem Himmel“ aus oder wird sie durch entsprechende Nachfrage pariert, wäre dies ein weiterer positiver Mosaikstein in der aktuellen Bodenbildung.

### Begräbnis erster Klasse

Interessanterweise lieferte das renommierte Wirtschaftsmagazin „The Economist“ am 2. Mai – also fast zeitgleich mit der letzten Bärenattacke – ein Erklärstück zum gelben Metall mit dem viel-sagenden Titel „Buried“ („Begraben“). Den engen zeitlichen Zusammenhang kann man je nach Weltansicht als ein Indiz für eine abgekartete Geschichte oder aber als einen weiteren Beleg für das negative Sentiment ansehen. Interessanterweise werden die wesentlichen Pro-Gold-Argumente aufgezählt: Endloses Gelddrucken, Nullzinsen in allen Laufzeiten, steigende Schulden von Staat und Privaten, die Probleme der Goldminen und die erwarteten Produktionsausfälle. Allerdings geschieht dies nur, um den Edelm-

## Investieren in Edelmetalle. Mit den Experten.



Setzen Sie auf stabile Erfolgsgrößen. Die Edelmetalle Gold und Silber versprechen das größte Potential und bilden somit das Kerninvestment der Stabilitas Fonds.

Ergänzt werden die Fonds durch Anlagen in den Sektoren Platin, Palladium, Basismetalle und Energie.

### Unsere erfolgreichen Stabilitas-Fonds

Das Basisinvestment:

#### Stabilitas Gold+Ressourcen

(WKN ADF6BP)

Das Potential von Silber nutzen:

#### Stabilitas Silber+Weissmetalle

(WKN AOKFA1)



Goldminen in Australien:

#### Stabilitas Pacific Gold+Metals

(WKN AOML6U)



Von Spezialsituationen profitieren:

#### Stabilitas G+R Special Situations

(WKN AOMVBV)

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

Stabilitas GmbH  
Wittenbreite 1  
32107 Bad Salzfluren

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

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

### Edelmetallpreise, -indizes und -ratios

	Kurs				Veränderung seit		
	15.05.15	17.04.15	31.12.14	02.01.06	Vormonat	31.12.14	02.01.06
Gold in USD	1.224,25	1.204,65	1.183,40	516,88	+1,6%	+3,5%	+136,9%
Gold in EUR	1.074,85	1.114,80	978,10	437,30	-3,6%	+9,9%	+145,8%
Silber in USD	17,54	16,28	15,69	8,87	+7,7%	+11,8%	+97,7%
Silber in EUR	15,40	15,07	12,97	7,61	+2,2%	+18,7%	+102,4%
Platin in USD	1.168,00	1.171,00	1.207,50	966,50	-0,3%	-3,3%	+20,8%
Palladium in USD	794,50	784,00	797,00	254,00	+1,3%	-0,3%	+212,8%
HUI (Index)	182,29	176,04	164,03	298,77	+3,6%	+11,1%	-39,0%
Gold/Silber-Ratio	69,80	74,00	75,42	58,27	-5,7%	-7,5%	+19,8%
Dow Jones/Gold-Ratio	14,93	14,80	15,06	21,20	+0,9%	-0,9%	-29,6%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1390	1,0806	1,2099	1,1819	+5,4%	-5,9%	-3,6%

tallanhängern daraus einen Strick zu drehen: Motto, wenn der Preis nicht einmal in dieser „Besten aller Gold-Welten“ anspringt, dann ist das Edelmetall tatsächlich ein hoffnungsloser Fall. Lediglich – und diesen Seitenhieb konnte man sich nicht verkneifen – Putin habe den russischen Goldbestand seit dem Jahr 2005 verdreifacht. Der aber ist natürlich kein seriöser Anlageberater. Allerdings müssen auch hinter der negativen Einschätzung der Goldminenaktien Fragezeichen gesetzt werden. Der Markt schätzt deren Aussichten nämlich offenbar positiver ein als die Redaktion des englischen Wirtschaftsmagazins. Zumindest schicken sich die Minen des HUI-Index zum Redaktionsschluss gerade an, den seit 2012 etablierten Abwärtstrend nach oben zu brechen.

### Drang zu Physischen

Auch steht Russland mit seinem Drang zu physischen Edelmetallen nicht ganz so alleine auf weiter Flur, wie das beim Economist dargestellt wird. Auf dem Portal [www.goldseiten.de](http://www.goldseiten.de) verfolgt man sehr genau, was sich in der Szene tut. Demnach lässt sich die US-Großbank J.P. Morgan aus ihren Silber-Terminmarktverträgen physisch beliefern. Aus dem März-Kontrakt sollen ihr bereits 7,5 Mio. Feinunzen physisches Silber zugeflossen sein, aus dem Mai-Kontrakt bislang weitere 3 Mio. Feinunzen. Auch aus dem Silber-ETF (Börsenkürzel: SLV) wurden 5 Mio. Feinunzen Silber physisch entnommen, wobei hier allerdings nicht sicher gesagt werden kann, wer die Abnehmer sind. Das Aufsaugen physischen Materials durch mutmaßlich starke Hände mit tiefen Taschen hat in dieser Bodenbil-

dingsphase Akkumulationscharakter. Positiv ist zudem, dass nicht nur so apostrophierte „Schurkenstaaten“ bei physischen Edelmetallen zugreifen, sondern mit J. P. Morgan auch eine Großbank aus dem Herzen der US-Finanzsystems.

### Nur Bares ist Wahres?

Wer die Prognose von Martin Armstrong hinsichtlich eines Staatsanleihen-Crashes ernst nimmt (S. 46), für den bietet sich auch Bargeld als Alternative zu Anleihen und Bankguthaben an. Dies umso mehr, je weiter sich die Tendenz weg von der Null- hin zur Negativverzinsung durchsetzt. Die Frage lautet allerdings nicht „Edelmetall oder Bargeld?“ Vielmehr kommt es auf eine gesunde Mischung an. Insbesondere auf lange Sicht sind Gold und Silber deutlich attraktiver. Das liegt vor allem am „eingebauten“ Inflationsschutz. Zudem sind Edelmetalle weniger anfällig gegenüber Willkürakten von Notenbanken oder Regierungen. Während Bargeld jederzeit für ungültig erklärt werden kann und dann auch tatsächlich wertlos ist, hat Gold sogar harte Besitzverbote überdauert – die dafür verantwortlichen Regierungen ohnehin. Es ist daher nur konsequent, dass sich die aktuellen Geldmachthaber zunächst mit dem Bargeld den leichteren Gegner vorknöpfen (vgl. Kasten S. 48).

### Fazit

Es sieht so aus, als ob Edelmetallinvestoren wieder vor besseren Zeiten stehen. Neben der voranschreitenden charttechnischen Bodenbildung und dem negativen Sentiment kommen vermehrt große Spieler ins Boot. ■

Ralph Malisch

Branche im Blickpunkt

# Anhaltender Steigflug

## Sprechen die Rahmenbedingungen für eine Fortsetzung des Höhenflugs der Airline-Aktien?

Um Fluggesellschaften haben erfahrene Börsianer lange Zeit zu Recht einen großen Bogen gemacht. Nicht wegen Flugangst, sondern wegen vieler negativen Erfahrungen. Schließlich war die Branche häufig defizitär und viele Fluggesellschaften mussten im Laufe der Jahre wiederholt Konkurs anmelden. Speziell viele Anleger in Deutschland dürften nach wie vor skeptisch auf die Branche



blicken. Denn ihr Eindruck wird geprägt von den schlechten Nachrichten, mit denen die Deutsche Lufthansa und Air Berlin seit Jahren aufwarten. Die ums Überleben kämpfende Air Berlin ist 2015 fast zum Penny Stock mutiert. Der DAX-Vertreter **Lufthansa** besitzt nach wie vor kein Konzept gegen die Billigflieger-Konkurrenz und wird von hohen Pensionsverpflichtungen und einem streikfreudigen Personal geplagt. Als Folge steht die Aktie in der laufenden Hausse im Abseits. Mit einer volatilen Berg- und Talfahrt erinnert der Kurs an das, was man in Sachen Performance lange allgemein von Branchenvertretern gewohnt war.

### Runderneuerte US-Fluglinien

Dass es auch in Europa anders geht, machen Billigflieger vor. Die irische Ryanair und die britische Easyjet machen ihren Aktionären auch langfristig Freude. Am Kräfteverhältnis an der Börse zwischen Billigfliegern und klassischen Fluggesellschaften dürfte sich in Europa bis auf weiteres nichts ändern. „Ohne nennenswerte Streckenstilllegungen und eine deutliche Kostenharmonisierung fällt es schwer sich vorzustellen, dass beispielsweise

die Renditen von Lufthansa mit jenen von Ryanair konkurrieren können“, meint J.P. Morgan-Analyst Jamie Baker.

Eine Bürde stellt laut Baker für Europas Branchenvertreter zudem das Fehlen eines Insolvenzverfahrens dar, wie es die USA mit dem Chapter Eleven haben. Diese Option haben die vor Jahren ebenfalls chronisch im Schlamassel steckenden US-Airlines wiederholt dazu genutzt, um sich gesund zu stoßen. Als Folge fliegen US-Gesellschaften schon seit einigen Jahren wieder Gewinne ein. Auch in diesem Jahr dürfte es weiter gut laufen. Für das erste Quartal sagte jedenfalls die Deutsche Bank im Vorfeld der Berichtssaison den US-Branchenvertretern einen satten Anstieg beim Vorsteuergewinn von in Summe 700 Mio. USD auf 3,5 Mrd. USD voraus.

### Risiken der Branche nicht vergessen

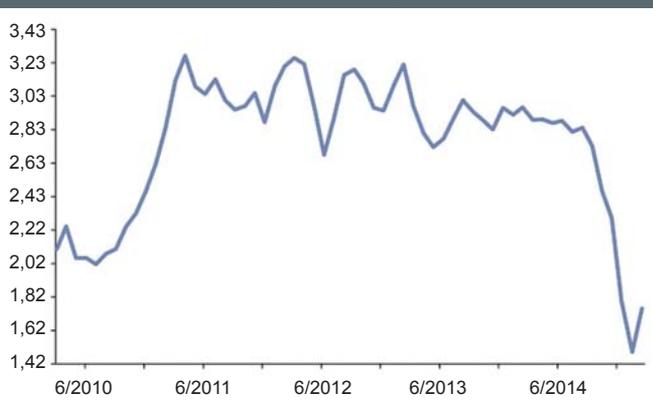
Bis jetzt sind die Quartalsberichte im Schnitt auch tatsächlich gut ausgefallen. Doch auffällig ist, dass die Kurse zuletzt trotzdem nicht mehr richtig vorwärts gekommen sind. So tritt der NYSE Arca Airline Index seit dem 8.12.14 nur noch auf der Stelle. Allerdings ist zu bedenken,

Foto: iStock/Thinkstock/Okea

Sieben Aktien von Fluglinien und Flugzeug-Leasing-Firmen im Check							
Name	WKN	Kurs	Höchst-kurs 1 J.	Tiefst-kurs 1 J.	EpS 15e	KGV 15e	Anlage-urteil
Deutsche Lufthansa [DE]	823212	13,71	19,94	10,69	1,84	7,45	Meiden
All Nippon Airways [JP]	861920	2,40	2,66	1,55	0,12	20,34	Kaufen
Southwest Airlines [US]	862837	36,89	43,87	17,30	3,12	12,03	Kaufen
Air Canada [US]	A12EGF	9,10	9,30	4,69	1,59	5,72	Kaufen
Delta Air Lines [US]	A0MQV8	41,99	45,76	24,00	4,14	10,14	Kaufen
Avolon Holdings [IR]	A12GLE	20,79	20,79	14,50	2,49	8,35	Kaufen
AerCap Holdings [NL]	A0LFB3	42,43	44,27	27,61	4,60	9,22	Kaufen

Angaben in EUR; Quelle: OnVista

Kosten für Kerosin in den USA (USD/Gallone)



Seit Mitte letzten Jahres haben sich die Kerosin-Kosten in US-Dollar fast halbiert. Quellen: U.S. Energy Information Administration, U.S. Global Investors

dass bei dem am 26.01.15 aufgestellten Jahreshoch von 108 Punkten bereits eine Verzehnfachung von den historischen Tiefständen vorlag. Sehr wahrscheinlich hat die eingelegte Pause aber auch mit den jüngst wieder gestiegenen Ölpreisen zu tun. Schließlich darf nicht vergessen werden, dass bei US-Fluggesellschaften die Treibstoffe fast 30% der operativen Kosten ausmachen. Zu diesem wichtigen Faktor muss man Folgendes wissen: Die meisten Fluglinien sichern Treibstoffkosten mit Termingeschäften ab. Unter dem Strich sind volatile Schwankungen beim Ölpreis daher vermutlich schädlicher als reine Preissteigerungen.

Kritisch im Auge behalten werden muss bei den US-Anbietern auch die Stärke des Dollar. Hinzu kommt die wachsende Konkurrenz aus dem Persischen Golf, die nicht nur den Europäern, sondern zusehends auch den Amerikanern das Geschäftemachen erschwert. Es gibt somit trotz der derzeit steigenden Gewinne noch genügend kritische Einflussfaktoren, die auf die Branche einwirken. Anders als die aggressiven arabischen Fluggesellschaften beweisen die amerikanischen Branchenvertreter jedoch heute mehr Augenmaß beim Ausbau der Kapazitäten.

Deutsche Lufthansa (823212)



### US-Fluggesellschaften optisch besonders günstig

Aus Anlegersicht erscheinen daher vor allem nordamerikanische Fluggesellschaften interessant. Denn obwohl deren Kurse oft schon stark gestiegen sind, finden sich noch Titel mit einstelligen KGVs, was nicht nur gegenüber dem Gesamtmarkt, sondern auch innerhalb der Branche günstig ist. Beispielsweise wird **Delta Air Lines** nur ein knapp einstelliges KGV zugebilligt, obwohl der Gesellschaft von Analysten auf Sicht von fünf Jahren ein Gewinnplus je Aktie von gut 19% p.a. zugetraut wird.

**Air Canada** kommt sogar nur auf ein KGV von 5. Und dies bei einer Profitabilität, die durchaus noch verbesserungswürdig ist. Der Vorstand versucht aktuell, die operativen Kosten bis 2018 um bis zu 15% zu senken. Geht der Plan auf, dürfte der Bewertungsabschlag zu hoch sein. Etwas höher als der nordamerikanische Branchenschnitt ist dagegen **Southwest Airlines** bewertet. Aber dies macht der US-Billigflieger mit einem auf Fünfjahres-sicht erwarteten Gewinnanstieg von fast 29% p.a. wett. Außerhalb Amerikas ist die Aktie von **All Nippon Airways** einen Blick wert. Die Japaner meldeten im Februar einen deutlichen Zuwachs beim Quartalsgewinn von 19,0 Mrd. auf 52,4 Mrd. JPY. Unlängst hat die Aktie nach Jahren der Tristesse den langfristigen chart-technischen Abwärtstrend geknackt.



### Flugzeug-Leasing-Aktien ebenfalls attraktiv

Ein interessantes Teilsegment innerhalb der Luftfahrtbranche stellt auch das Flugzeug-Leasing-Geschäft dar. Laut dem Branchenfinanzdienstleister Boeing Capital Corp. ist der Anteil der geleasten Flugzeuge von rund 12% im Jahr 1990 auf gut 40% 2014 gestiegen. Zu den Branchenschwergewichten zählen Marktführer **AerCap Holdings** und die erst letztes Jahr gelistete **Avolon Holdings**. Von Analysten wird beiden Gesellschaften für die kommenden fünf Jahre ein Gewinnplus von 14 bis 15% zugetraut, bei einem im Vergleich zu den Airlines deutlich reduzierten Risiko. Dieses Wachstum gibt es zu einstelligen KGVs und zu Notizen nahe den Buchwerten.

Jürgen Büttner

## Turnaround

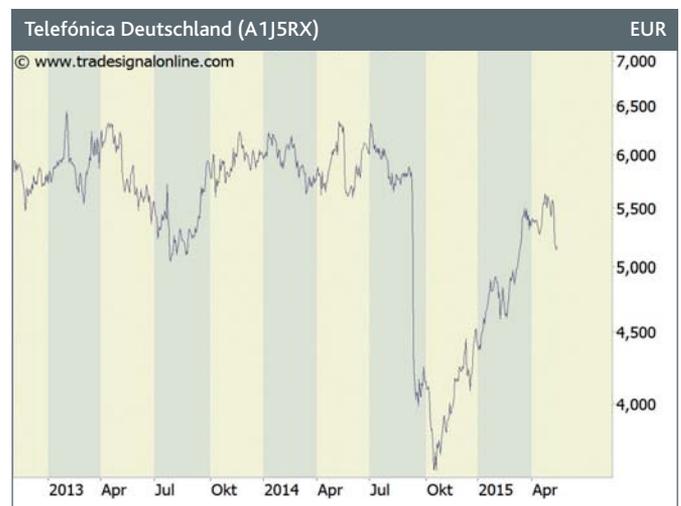
# Investieren mit Weitblick

Geduld ist eine Tugend. Das gilt auch an der Börse und vor allem bei Anlagen in Aktien mit Turnaround-Potenzial.

## Auf der Ölspur

Für viele Unternehmen stellt der Ölpreis einen der wichtigsten Kosten- und Einsatzfaktoren dar. Die **H&R AG** (ehemals: H&R Wasag) hat sich auf die Produktion chemisch-pharmazeutischer Grundprodukte auf Rohölbasis spezialisiert. Hierzu zählen unter anderem Grundöle zur Schmierstoffproduktion, sogenannte Weißöle (zu finden in Kosmetika und Reinigungsmitteln), Paraffine, wie sie für die Herstellung von Verpackungen benötigt werden, oder auch Weichmacher. In einem zweiten Geschäftsfeld fertigt man zudem Kunststoffteile für die Automobil- und Medizintechnik-Industrie. Die vergangenen drei Jahre befand sich das ehemalige SDAX-Unternehmen in einem durchaus schwierigen Fahrwasser. Der Absatz stockte, die Margen schrumpften, hinzu kamen zum Ende des letzten Jahres Verluste als Folge des rasanten Ölpreisverfalls und der Abwertung noch nicht verarbeiteter Vorräte. Dabei profitiert H&R selbst auf der Einkaufseite durchaus von einem niedrigen Ölpreis.

Zumindest auf EBIT-Basis gelang so im vergangenen Jahr der Turnaround. Dieser soll 2015 fortgesetzt und gesichert werden. Der starke Jahresauftakt – im ersten Quartal vervierfachte H&R den operativen Gewinn auf über 8 Mio. EUR – bildet dafür eine gesunde Grundlage. Vorstandschef und Großaktionär Niels H. Hansen will dazu vor allem den Anteil der margenstarken Hauptprodukte, des Spezialitätengeschäfts sowie die Aktivitäten in Asien



weiter ausbauen. 2014 brachte die ebenfalls von der Gründerfamilie Hansen kontrollierte Hansen & Rosenthal Gruppe ihr China-Geschäft in die H&R AG ein, was ein deutliches Wachstum ermöglichte. Gleichzeitig plant Hansen, die Auftragsfertigung zur Sicherung einer stabilen Grundauslastung fortzuführen. Auf Basis der derzeitigen Geschäftsentwicklung erscheint die Unternehmensplanung (EBITDA zwischen 45 und 65 Mio. EUR) eher konservativ und die nach den Q1-Zahlen von Anlegern wiederendeckte Aktie weiter chancenreich.



## Vor Übergangsjahr

Kein Turnaround in der klassischen Definition peilt der Automatisierungsspezialist **Softing** an. Gleichwohl sollte sich das Ergebnis gegenüber dem von Akquisitions- und Aufbaukosten geprägten Vorjahr verbessern, wobei insbesondere für das Jahr 2016 ein deutlicher Gewinnsprung eingeplant ist. Die in Haar bei München ansässige Softing AG entwickelt Hard- und Softwarelösungen für die industrielle Automatisierung und Automobilelektronik. In der Automobilproduktion partizipiert man am steigenden Komplexitätsgrad der eingebauten Elektronik und einer stetigen Verbreiterung elektronischer Bauteile. Beratungs- und Engineering-Dienste runden das Angebot in der Automotive-Sparte ab. Mit ihrer Kernkompetenz in der Diagnose, dem Testen und Messen arbeitet die Gesellschaft seit über einem Vierteljahrhundert mit den großen Herstellern und Zulieferern zusammen. Gleiches gilt für die Indus-

triesparte, wo der Trend zur viel zitierten „Industrie 4.0“ neue Steuerungs- und Automatisierungslösungen erforderlich macht.

Nach Aussagen von Firmenchef Dr. Wolfgang Trier werde 2015 „ein Übergangsjahr“. So gilt es unter anderem, die vergangenes Jahr hinzugekauften Unternehmen sauber zu integrieren. Einen Meilenstein stellt vor allem der Zukauf in den USA dar. Dort übernahm man den Fabrikautomatisierungsspezialisten OLDI (Jahresumsatz >20 Mio. USD). Trier erwartet auf dem nordamerikanischen Markt mittelfristig ein im Vergleich zu Europa signifikant höheres Wachstum. Schon im laufenden Jahr könnte Softing in den USA knapp 30 Mio. EUR umsetzen. Überhaupt mangelt es Trier nicht an Weitblick. Bis zum Jahr 2017 soll Softing die Schwelle von 100 Mio. EUR beim Umsatz übertreffen, und dies bei gleichzeitig klar verbesserter Profitabilität. Eine EBIT-Marge von 15% erscheint darstellbar. Zum Vergleich: 2014 lag diese bedingt durch Integrationskosten bei lediglich 8%. Es sollte sich auszahlen, bei der in den vergangenen Monaten eher schwerfälligen Softing-Aktie frühzeitig den (Wieder-)Einstieg zu suchen.

#### Big is beautiful

Einen Turnaround mit gewissen Value-Qualitäten bietet das Papier der **Telefónica Deutschland**. Nach der abgeschlossenen Übernahme von E-Plus (BASE) bündelt

Turnaround-Stories mit Potenzial										
Unternehmen	WKN	Kurs	Mcap*	Umsatz 15e*	EpS 14	EpS 15e	EpS 16e	KGV 16e	Divid.	
H&R	775700	7,88	0,3	1,0	-0,49	0,36	0,55	14,3	0,10	
Softing	517800	13,35	0,1	0,1	0,58	0,75	0,98	13,6	0,25	
Telefónica Dtl.	A1J5RX	5,14	15,3	5,7	-0,45	-0,10	-0,02	-	0,24	

Alle Angaben in EUR; \*) in Mrd. EUR

der Konzern nunmehr seine Kräfte auf dem heimischen Mobilfunkmarkt, wo man zum Ende des ersten Quartals über mehr als 42 Mio. Kundenanschlüsse verfügte. Bereits ab der zweiten Jahreshälfte sollte sich die Rentabilität im Konzern als Folge der erzielten und geplanten Einsparungen verbessern. Insgesamt werden durch die Fusion bis zum Jahr 2018 voraussichtlich 1.600 Stellen wegfallen. Die absehbaren Größenvorteile sind überdies vielfältig. So werden fortan Mobil- und Festnetzangebote von O<sub>2</sub> auch in den BASE-Shops erhältlich sein. Gleichzeitig arbeitet man an der Straffung des eigenen Vertriebsnetzes und einer Verbesserung der Netzqualität.

Gerade letzteres eröffnet den beiden Marken O<sub>2</sub> bzw. E-Plus/BASE neues Potenzial in der Kundenansprache. Dass Telefónica Deutschland seine Investitionen zukünftig auf den Ausbau lediglich eines LTE-Netzes konzentrieren kann, hören vor allem Aktionäre gerne. Die geringe Abwanderungsrate im Postpaid-Bereich von zuletzt 1,7% sowie der stabile ARPU (Average Revenue per User) sind weitere Argumente für den TecDAX-30-Titel, der zudem mit einer attraktiven Dividendenrendite von über 4% lockt. Die Anfang Mai gemeldeten Quartalszahlen zeigten auf der Ergebnisseite (Betriebsergebnis vor Abschreibungen) bereits einen erfreulichen Anstieg um über 5% auf 378 Mio. EUR. Für das Gesamtjahr erwartet der Vorstand hier eine Zunahme um mehr als 10%. Rückläufige Zuschüsse für Handys und Smartphones werden hierzu ebenso wie ein verbesserter Umsatzmix beitragen.

#### Fazit

Je weiter die Ertragswende entfernt ist, desto häufiger treten auf dem Weg dorthin allerdings auch Rückschläge auf. Unsere Kandidaten bieten in dieser Hinsicht jedoch ein vorteilhaftes Verhältnis von Chance und Risiko.

Marcus Wessel

Anzeige

Deutsche Asset & Wealth Management

**maxblue**

GodmodeTrader

**kurs+**  
www.kursplus.de

Mehr Informationen und Anmeldung unter  
www.kursplus.de



# BREAKFAST TRADING

Kaffee, Croissants & Tradingtipps  
Genießen Sie den Start in den Handelstag bei Kaffee, Croissants und den Stars der Tradingzene!

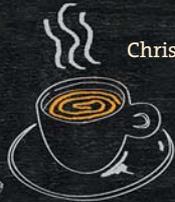
Referenten  
Christian-Hendrik Knappe | Dr. Gregor Bauer | Michael Scheibe

Am 12. Juni 2015 von 8:00-10:30 Uhr  
in Düsseldorf

Düsseldorf  
12. 06. 2015

Live-Trading

Live  
VOR ORT  
oder als  
WEBINAR



Buy or Good Bye

# Buy: SoftBank Corp.



Hohe Chancen, hohe Schulden – so könnte das Motto der japanischen SoftBank heißen. Das Unternehmen ist – anders als bei diesem Namen vermutet werden könnte – ein Mobilfunkanbieter mit Beteiligungsportfolio. Die Rechnung geht so: Beim aktuellen Kurs von 53,50 EUR ergibt sich eine Marktkapitalisierung von rund 64 Mrd. EUR. Die Japaner halten 32,6% der chinesischen Alibaba Group, welche wiederum seit dem Börsengang im letzten Jahr mit 192 Mrd. EUR bewertet ist. Alleine der Wert dieser Beteiligung übersteigt also den Börsenwert von SoftBank, und dies obwohl sich der Kurs seit 2012 bereits mehr als verdoppelt hat. Auf der Passivseite stehen jedoch auch rund 80 Mrd. EUR Finanzschulden.

Neben dieser mit Abstand größten Beteiligung ist SoftBank in Japan und den USA (durch die Übernahme von Sprint) im Mobilfunkgeschäft aktiv und besitzt ein breit diversifiziertes Portfolio an Internet- und Technologiebeteiligungen. Zu den insgesamt rund 1.300 Unternehmen, an denen SoftBank Anteile hält, zählen Yahoo Japan (42,9%), der Messagingdienst Renren und InMobi, ein Dienstleister für mobile Werbung. Angesichts der Chancen als führender Internet- und Onlinekonzern Japans erscheint die Aktie bei einem geschätzten KGV von 11 für das laufende Geschäftsjahr 2015/16 nicht zu teuer. Durch die Beteiligung an Alibaba ist die Aktie zudem nach unten abgesichert. Der Schuldenstand relativiert sich im Vergleich mit anderen Mobilfunkkonzern



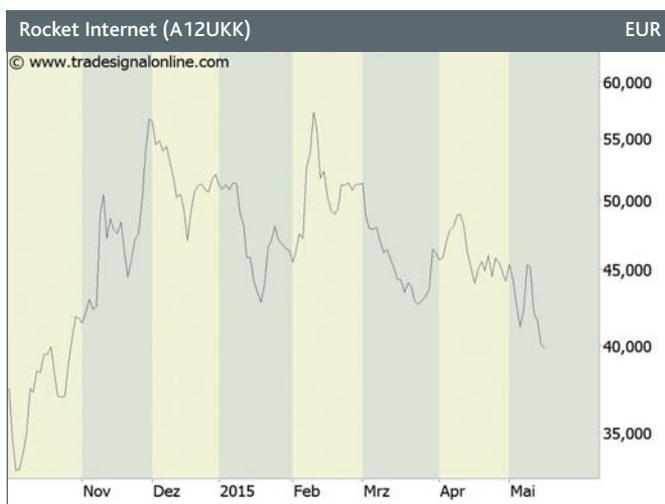
nen wie Verizon, AT&T oder China Mobile. Die Abenomics-Politik lässt zudem eine Verschuldung zu Nullzinsen nicht uninteressant erscheinen. Im Vergleich zu Rocket Internet (siehe unten) ist SoftBank der japanische Gegenentwurf: eine Internet- und Mobilfunkholding, die Gewinne erwirtschaftet und durch reale Werte unterlegt ist.

Stefan Preuß

# Good Bye: Rocket Internet SE



Rocket Internet mag es gerne eine Spur größer, wie die Veröffentlichung des Jahresergebnisses 2014 zeigt: Die Ad-hoc-Mitteilung erreicht zwar epische Ausmaße, konkrete Zahlen, wie der erreichte Umsatz von 104 Mio. EUR, werden jedoch erst ganz am Ende genannt. Der mehr oder weniger interessierte Leser erfährt dafür



in Romanlänge etwas zum LPV, was für Last Portfolio Value steht. Der von Rocket selbst angesetzte Wert der Beteiligungen soll seit dem Börsengang im letzten Jahr um rund 2 Mrd. EUR gestiegen sein. Diese Zahlenspielerlei entbehrt nicht einer gewissen Chuzpe, denn erst durch die Zahlung entsprechender Kaufpreise bei Akquisitionen hat Rocket Internet diese vermeintliche Wertsteigerung selbst generiert. Ob jedoch z.B. die erst kürzlich akquirierte Delivery Hero tatsächlich Hunderte von Mio. EUR wert sein kann – es darf getrost bezweifelt werden.

Rocket ist nüchtern betrachtet weniger ein Internet- als vielmehr ein Marketingunternehmen. Solange die Börse gigantische Investitionen in Marken und Marktanteile auch ohne die dazugehörigen Gewinne honoriert, wird die „Rakete“ möglicherweise weiter fliegen. Die angesetzten LPVs von Rocket sind jedoch mit einer heißen Nadel gestrickt. Nicht jedes eCommerce-Geschäftsmodell wird es am Ende an die Börse schaffen. Von den Hochs im letzten Jahr hat die Aktie schon heute deutlich korrigiert. Während amerikanische Internetkonzerne wie Facebook nahe ihren All-Time-Highs notieren, scheint der „Internet-Rakete“ an der Börse der Sprit langsam auszugehen

Stefan Preuß

## Mittelstandsaktien

# Jubiläum des m:access-Segments

Mit der 50. m:access-Konferenz wurde das 10-jährige Bestehen des Mittelstandssegments gefeiert

Nicht nur Warren Buffett konnte in diesem Jahr ein 50. Jubiläum feiern. Während das „Orakel von Omaha“ nun schon seit 50 Jahren zu seinem „Woodstock der Kapitalisten“ einlädt, brachte es die Börse München in lediglich zehn Jahren auf ganze 50. m:access-Konferenzen. Die Veranstaltungsreihe ist ein elementarer Bestandteil des gleichnamigen Segments. Investoren – darunter explizit auch Privatanleger – bekommen in regelmäßigen Abständen die Möglichkeit zum direkten Dialog mit „ihren“ Unternehmen. Grund genug, die Jubiläumsveranstaltung am 22. April in einem etwas größeren Rahmen als üblich durchzuführen.

## Rückblick auf zehn erfolgreiche Jahre

In seinem Grußwort erinnerte der Abteilungsleiter für Investition, Finanzierung und Standortpolitik aus dem bayerischen Wirtschaftsministerium, Dr. Hans-Peter Krauß, an die Anfänge des Segments. Als m:access 2005 ins Leben gerufen wurde, lag das Ende des Neuen Marktes gerade einmal zwei Jahre zurück. Mittelständische Unternehmen waren seitdem an der Börse ohne Heimat. Doch genau auf diese Zielgruppe hatte es das neue Segment abgesehen. Niedrige Zugangshürden und geringe Kosten bei gleichzeitig hoher Transparenz waren von Beginn an die Merkmale von m:access. Regularien, die sowohl den Emittenten als auch den Investoren zusagten, denn das Segment wurde in den folgenden Jahren zu einem vollen Erfolg. Heute nun sind bereits 58



Foto: Börse München

Rund 100 Teilnehmer besuchten die Jubiläumsveranstaltung der Börse München im „The Charles Hotel“

Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von zusammen rund 7,6 Mrd. EUR notiert. 34 davon sind sogar in Bayern beheimatet – die Börse München bleibt ihren Wurzeln also treu. Negativ bemerkten sowohl Krauß als auch Andreas Schmidt, Mitglied des Vorstandes der Bayerische Börse AG, die Kapitalmarktstetigkeit großer Teile der deutschen Anleger. Denn das Jahr 2014 brachte hierzulande erneut einen Negativrekord bei der Anzahl privater Aktionäre. Lediglich 8,4 Mio. Deutsche besitzen Aktien oder Fondsanteile, zu wenig, um von einer „Aktionärs-

kultur“ zu sprechen. Eine Volkswirtschaft benötigt jedoch neben einer funktionierenden Kreditversorgung auch Eigenkapital, insbesondere für wachstumsstarke Mittelständler. Ein Thema, dessen sich die Börse München mit m:access und den dazugehörigen Konferenzen annimmt.

## „Angeschnallt bleiben“

Unter dem Titel „angeschnallt bleiben“ gab der Chefvolkswirt der Bayern LB, Dr. Jürgen Michels, den anwesenden Investoren und Analysten seinen Konjunktur- und Marktausblick. Denn die volkswirtschaftlichen Rahmendaten mahnen seiner Meinung nach noch immer zur Vorsicht. Vor allem seine Ausführungen zu Griechenland und der Politik der EZB stießen auf das Interesse der Teilnehmer. Für Griechenland formulierte Dr. Michels drei verschiedene Szenarien: Eine rasche Einigung, eine

## Ausgewählte Mittelstandsaktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 15e*	EpS 15e	EpS 16e	KGV 15e	KGV 16e
Baader Bank	508810	2,78	127,6	-	0,22	0,32	12,6	8,7
Mensch und Maschine	658080	6,55	106,0	152,0	0,26	0,47	25,2	13,9

\*) in Mio. EUR; Quellen: OnVista, Geschäftsberichte der Unternehmen

## Verhaltenstipp zu einigen gut gelaufenen Altempfehlungen

Von der Hausse an den Weltbörsen haben natürlich auch einige unserer Empfehlungen profitiert. Etwas wert sind diese Buchgewinne aber nur, wenn sie auch „eingetütet“ werden. Zur Verteidigung eingefahrener Gewinne sollten Leser deshalb regelmäßig die Stopp-Loss-Kurse auf ein Niveau von ca. 20% unter dem letzten Zwischenhoch nachziehen. Im Kasten sehen Sie, wo wir bei Empfehlungen aus ausgewählten Artikeln

derzeit die Reißleine ziehen würden. Herausragend schlugen sich bisher beispielsweise die in Ausgabe 2/2015 unter dem Titel „Chinesische Wind-Aktien langfristig mit Rückenwind“ vorgestellten Werte. Besonders gut ist es hier mit einem Plus von fast 65% in nur vier Monaten für China Ming Yang Wind Power Group gelaufen. Trotz des starken Kursanstiegs ist der Titel weiter nur mit einem knapp einstelligen KGV

bewertet. Bewertungstechnisch ist somit noch immer Luft nach oben vorhanden. Mehrere Volltreffer gelandet haben wir auch in Ausgabe 11/2014 unter dem Titel „Nebenwerte international – Chancen weltweit“. Am besten hat sich China Railway Construction entwickelt. In der Spitze war hier fast eine Kursverdreifachung erreicht. Zuletzt hat der Titel aber korrigiert. Um nicht noch mehr Buchgewinne zu verlieren, ist der Stopp hier bewusst sehr eng gesetzt. Verluste musste dagegen bisher der Fashion-Accessoire-Produzent Fossil Group hinnehmen. Weil sich die Geschäftsaussichten hier zuletzt deutlich eingetrübt haben, raten wir zum Verkauf.

Keinen Verlierer gibt es zum Redaktionsschluss bei den acht Titeln, die in Ausgabe 5/2014 unter der Überschrift „Internet of Things – Vernetzung der Welt birgt Kursphantasie“ vorgestellt wurden. Im Schnitt beträgt das Plus gut 30%. Am erfreulichsten lief NXP Semiconductor mit einem Wertzuwachs von in der Spitze 137%. Zuletzt ist der Wert jedoch auf einen Korrekturkurs eingeschwenkt. Mit einem KGV von fast 18 ist der Halbleiterhersteller zwar kein Schnäppchen mehr, die geplante Übernahme von Freescale Semiconductor bringt aktuell jedoch weitere Phantasie in die Aktie.

Ebenfalls sehr gut haben sich die in Ausgabe 3/2014 unter dem Titel „US-Gesundheitsreform – Obamacare gesundet das Depot“ erwähnten fünf Titel entwickelt. Aktuell beträgt das Plus hier fast 63%. Allerdings gab es kurz vor Redaktionsschluss einen herben Rückschlag. Denn beim Personaldienstleister Barret Business Services gibt es wegen offener Fragen zur bilanziellen Behandlung der Kosten zur Arbeiterunfallversicherung Untersuchungen. Das hat die Notiz einbrechen lassen. Bei Anwendung der eingangs erwähnten Strategie wäre der Titel zwischenzeitlich ausgestoppt worden. Wer noch am Ball ist, sollte jetzt vorsichtshalber aussteigen.

Jürgen Büttner

### Ausgewählte Altempfehlungen im Überblick

#### Chinesische Wind – Aktien langfristig mit Rückenwind

	WKN	Kurs	+/- seit Empf.	Stopp-Kurs
China Longyuan Power Group Corp.	A0YFUR	1,05	+7,7%	1,00
Huaneng Renewables Corp.	A1CZQH	0,387	+28,1%	0,33
China High Speed Transm. Eq. Group Co. Ltd.	A0MUT4	0,86	+60,4%	0,74
China Ming Yang Wind Power Group Ltd.	A1C523	2,96	+60,0%	2,80

#### Nebenwerte international – Chancen weltweit

	WKN	Kurs	+/- seit Empf.	Stopp-Kurs
Vaudoise Assurances Holding SA	A0ETZV	501,06	+47,7%	430,00
Smurfit Kappa Group Plc.	A0MLCS	28,00	+81,9%	24,00
Fossil Group Inc.	A1W0DE	69,06	-9,7%	Verkaufen
Trinity Industries Inc.	856427	26,74	-3,1%	22,00
ORIX Corp.	851769	13,75	+45,5%	11,50
Hollysys Automation Technologies Inc.	A0X91G	20,26	+18,1%	18,00
China Railway Construction Corp. Ltd.	A0NEWB	1,61	+120,5%	1,50
Steinhoff International Holdings Ltd.	916484	5,76	+52,8%	5,00

#### Internet of Things – Vernetzung der Welt birgt Kursphantasie

	WKN	Kurs	+/- seit Empf.	Stopp-Kurs
Google Inc.	A0B7FY	481,94	+21,7%	450,00
Infineon Technologies AG	623100	11,38	+35,0%	10,00
NXP Semiconductor NV	A1C5WJ	89,24	+109,7%	80,00
TE Connectivity Ltd.	A0RP04	61,3	+41,1%	55,00
Applied Materials Inc.	865177	17,88	+31,9%	16,00
Ericsson NA B	850001	10,03	+8,2%	9,30
Schneider Electric S.A.	860180	69,42	+7,0%	64,00
Hollysys Automation Inc.	A0X91G	20,26	+29,6%	18,00

#### US-Gesundheitsreform – Obamacare gesundet das Depot

	WKN	Kurs	+/- seit Empf.	Stopp-Kurs
Barret Business Services Inc.	886799	32,44	-28,3%	Verkaufen
Aetna Inc.	602155	97,69	+104,8%	88,00
Anthem Inc. (früher Wellpoint)	A12FMV	141,25	+128,8%	120,00
CVS Caremark Corp.	859034	89,65	+76,5%	80,00
Express Scripts Holdings Inc	A1JWJL	77,38	+38,4%	68,00

Foto: Börse München



Ein Forum zum direkten Austausch zwischen Unternehmen und Investoren.

Foto: Börse München



Andreas Schmidt (vorne), Vorstand der Bayerischen Börse AG, Träger der Börse München

Eskalation mit Referendum über den Euro oder einen Austritt durch eine Beendigung des ELA-Programmes der EZB. Lediglich in letzterem Szenario sieht Dr. Michels eine langfristige negative Reaktion der Märkte. In diesem Falle würden die Marktteilnehmer politische Risiken völlig neu bewerten. Ebenfalls nicht ohne Risiken sei die Politik der „Quantitativen Lockerung“ durch die EZB. Mit ihrer Politik wolle die EZB private Investoren in höhere Risikoklassen „verdrängen“, insbesondere in die Unternehmensanleihen. Durch die

Ausweitung der Bilanzsumme verfolge die Zentralbank jedoch einen „Helikopter-Ansatz“, mit dem die frische Liquidität wahllos über die Märkte ausgeschüttet wird. Im positiven Fall würde die Kreditvergabe tatsächlich stimuliert, Konjunktur und Inflation würden dann in Folge anziehen. Nach Meinung der Experten der Bayern LB wird jedoch eher eine weitere Senkung der Geld- und Kapitalmarktzinsen das primäre Resultat sein. Der Euro dürfte in Konsequenz daraus weiter geschwächt werden.

Neben den einführenden Worten und dem volkswirtschaftlichen Ausblick präsentierten sich auf der Konferenz natürlich auch noch interessante Mittelständler.

#### Bayerisch-Schweizer Broker

Mit der Baader Bank präsentierte sich ein Urgestein der Münchener Börse. Schließlich startete der Gründer der Bank, Uto Baader, genau an diesem Börsenplatz vor mehr als 30 Jahren als Kursmakler für drei nord-amerikanische Aktien. Das Unternehmen hat sich seitdem zu einer Investmentbank mit rund 500 Mitarbeitern entwickelt. Nach wie vor machen der Bank die ständig wachsenden regulatorischen Anforderungen zu schaffen. Mit der Integration des 2013 übernommenen Schweizer Brokers Helvea versucht Vorstand Nico Baader jedoch insbesondere die internationale Expansion zu forcieren. Für 2015 und 2016 rechnen die Analysten von HSBC mit einem Ergebnis je Aktie von 0,22 EUR und 0,32 EUR. Mit einem 2016er KGV von deutlich unter 10 ist die Bank damit günstig bewertet.

#### Starker Jahresauftakt

Mit guten Zahlen zum ersten Quartal 2015 konnte die Mensch und Maschine SE überzeugen. Die Zahlen lagen über den Prognosen der Analysten, insbesondere in der entscheidenden Software-Sparte. Mensch und Maschine entwickelt Software zur Steuerung von CAD/CAM-Systemen und vertreibt die CAD-Produkte des Weltmarktführers Autodesk als Systemhausbetreiber in Europa. Für 2016 erwartet Vorstand Adi Drotleff einen Gewinn zwischen 43 und 50 Cent je Aktie, ab 2017 sollen es bereits zwischen 60 und 70 Cent sein. Mit einer Dividende von 20 Cent bringt es die Aktie bereits heute auf eine solide Dividendenrendite von rund 3%. Angesichts der starken Zahlen für das erste Quartal ist aus heutiger Sicht für das Gesamtjahr 2015 ein Übertreffen der eigenen Prognose durchaus realistisch.

#### Fazit

Jubiläen müssen gefeiert werden wie sie kommen – so auch der Geburtstag des m:access Segments. Mit einer gelungenen Veranstaltung konnte die Börse München den Mittelstandsaktien einmal mehr ein gelungenes Forum geben. ■

Christoph Karl

## Moneytalk

# „50 Jahre Erfahrung kann man als Gütesiegel ansehen“

Smart Investor sprach mit Torsten Grede, Vorstandssprecher der Deutschen Beteiligungs AG (DBAG), über seine Investmentstrategie, die Folgen der lockeren Geldpolitik und Bewertungsfragen.

**Smart Investor: Herr Grede, 2015 ist ein besonderes Jahr für die DBAG. Ihre Vorgängergesellschaft wurde vor 50 Jahren gegründet, seit 30 Jahren sind Sie an der Börse. Wissen Sie schon, wie Sie diese Geburtstage feiern werden?**

*Grede:* An eine Jubiläumsdividende oder Ähnliches haben wir in diesem Zusammenhang nicht gedacht, falls Sie darauf anspielen. Dennoch sind beide Daten für uns wichtig. Institutionelle Anleger vertrauen uns über unsere Private-Equity-Fonds Gelder an, um sie im deutschen Mittelstand zu investieren. Dabei dokumentieren die inzwischen fünf Jahrzehnte eine gewisse Kontinuität und Gewähr, auf die sich Investoren verlassen. 50 Jahre Erfahrung, das kann man als Gütesiegel sehen. Dank unserer Börsennotiz unterscheiden wir uns zudem von den meisten Private-Equity-Firmen: Das Listing bedingt eine hohe Transparenz und offene Kommunikation. Das wird gerade von Mittelständlern geschätzt.

**Smart Investor: Was genau unterscheidet Ihren Beteiligungsansatz von dem anderer Private-Equity-Häuser oder Beteiligungsgesellschaften?**

*Grede:* Wir verfolgen weder den klassischen Buy-and-Hold-Gedanken noch konsolidieren wir unsere Portfoliounternehmen im Konzernabschluss. Wir unterstützen die Unternehmen in ihrer Weiterentwicklung und streben in der Regel nach vier bis sieben Jahren einen Verkauf an, um die Wertsteigerung aus der Weiterentwicklung für Aktionäre und Investoren zu realisieren.

Grundsätzlich unterscheiden wir zwischen Unternehmen, die wir im Zuge von Management-Buy-outs komplett übernehmen, und solchen – meist Familienunternehmen –, an denen wir uns minderheitlich beteiligen, etwa im Zuge einer Kapitalerhöhung zur Finanzierung des Wachstums oder bei einem Gesellschafterwechsel.

**Smart Investor: Wann „passt“ ein Unternehmen zu Ihnen und wann nicht?**

*Grede:* Unser Fokus liegt auf dem typisch deutschen Mittelständler aus dem industriellen Umfeld, der allerdings eine gewisse Größe haben sollte: Unsere Beteiligungen erzielen meist zwischen 50 und 500 Mio. EUR Umsatz im Jahr. Der Schwerpunkt unserer Investitionen liegt in fünf sogenannten Kernsektoren, in denen wir uns besonders gut auskennen, wie zum Beispiel dem Maschinen- und Anlagenbau. Klassische Konsum- oder Handelsunternehmen wird man bei uns hingegen weniger finden. Allerdings schließen wir solche Investments nicht grundsätzlich aus. Der Grund ist schnell erklärt: Um die Portfoliounternehmen effektiv unterstützen zu können, benötigt man zwingend ein Kenntnis des Geschäftsmodells und der Branchenstrukturen. Ein solches Verständnis können wir nicht auf allen Gebieten vorhalten oder entwickeln.

**Smart Investor: Eine Besonderheit der DBAG stellen die Co-Investments durch die von Ihnen gemanagten Private-Equity-Fonds dar. Was sind die Vorteile dieser Struktur?**



Torsten Grede

*Grede:* Durch die Fonds können wir größere Beteiligungen stemmen, die für uns alleine aus Gründen der Risikodiversifikation nicht umsetzbar wären. Immerhin managen wir einschließlich der Fonds inzwischen 1,2 Mrd. EUR Eigenkapital – bei einer Marktkapitalisierung der AG von rund 400 Mio. EUR. Die im Fondsgeschäft erzielten Einnahmen in Form von Management-Gebühren tragen darüber hinaus maßgeblich zu einer Verstärkung der Ertragslage bei.

**Smart Investor: Hat die Konkurrenz in der Branche durch die günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten mittels Bankdarlehen eigentlich zugenommen?**

## Über die DBAG

Die Deutsche Beteiligungs AG (kurz: DBAG) hält Beteiligungen an über 20 meist mittelständisch strukturierten, nicht börsennotierten Unternehmen aus den Branchen Maschinen- und Anlagenbau, Industriedienstleistungen, Automotive und Handel. Diese bringen es zusammen auf einen Jahresumsatz von ca. 3 Mrd. EUR. Über ein Investment in die DBAG-Aktie erhalten auch Privatanleger Zugang zum ansonsten institutionellen Adressen vorbehaltenen Private-Equity-Markt.

Neben Direktinvestments tritt die Gesellschaft auch als Berater der von ihr initiierten Private-Equity-Fonds auf. Nachdem sich die DBAG im letzten Sommer von ihrer HOMAG-Beteiligung getrennt hatte, kamen allein seit November vier neue Unternehmen ins Portfolio. Auch dank der guten operativen Entwicklung der Beteiligungen stieg das Eigenkapital im ersten Quartal des laufenden Jahres um weitere 5% auf nun 23,17 EUR je Aktie. Für das Geschäftsjahr 2013/14



erhielten die Aktionäre zuletzt eine Dividende in Höhe von 2,00 EUR je Aktie (davon 1,60 EUR Sonderdividende).

Marcus Wessel

*Grede:* Wir registrieren schon seit vier bis fünf Jahren einen kontinuierlich steigenden Wettbewerbsdruck. Auf der Eigenkapitalseite ist dafür mit Sicherheit der aus der Liquiditätsschwemme resultierende Anlagengnotstand verantwortlich, der sowohl Finanzinvestoren als auch strategische Käufer betrifft. Für US-Anleger kommt in diesem Jahr überdies der positive Wechselkurseffekt hinzu. Was die Fremdkapitalseite anbelangt, so zeigen sich hier ganz klar die Auswirkungen des Nullzinsumfelds. Pensionskassen und Versicherer suchen z.B. nach Ersatz für Staatsanleihen und investieren zunehmend auch in Fremdkapital-Fonds.

**Smart Investor: Welche Bewertungsansätze legen Sie Ihren Beteiligungen zugrunde, von denen die allermeisten nicht börsennotiert sind?**

*Grede:* Wir nutzen Peergroup-Vergleiche oder eine Wertermittlung nach der DCF-Methode. Da diese Ansätze jedoch keine Prämien berücksichtigen, die strategische Käufer zu zahlen bereit sind, kann es bei einem Verkauf an einen solchen Investor zu einer zusätzlichen Wertsteigerung kommen.

**Smart Investor: Die DBAG-Aktie notiert inzwischen deutlich über dem Buchwert des Eigenkapitals. Warum lohnt sich aus Ihrer Sicht ein Investment dennoch?**

*Grede:* Für Privatanleger ist es schwierig, sich direkt an Private-Equity-Investments zu beteiligen. Die DBAG-Aktie ist ein Vehikel, mit dem selbst kleine Investments möglich sind. Private-Equity-Fonds haben zudem den Nachteil, dass dort Gelder meist lange gebunden sind, was die Flexibilität stark einschränkt. Über uns erhält man den direkten Zugang zu einem diversifizierten Industrieportfolio. Der erwähnte Aufschlag bildet aus unserer Sicht einerseits die stetige Gewinn- und Dividendenentwicklung der vergangen

Jahre ab, andererseits steckt darin auch die Wertschätzung des Fondsberatungsgeschäfts. Im Vergleich zu vielen anderen an der Börse notierten Beteiligungsgesellschaften empfinde ich die aktuelle Bewertung keinesfalls als zu hoch. Letztlich muss sich der Anleger aber selbst ein Urteil bilden.

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

Interview: Marcus Wessel

Anzeige

Smart Investor

smart

mittwochs

kostenlos

wöchentlich

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

http://smart-i.de/weekly

Musterdepot

# Deutschland schafft sich ab – zumindest in unserem Depot

Mit mehreren Verkäufen reduzieren wir den Anteil deutscher Nebenwerte. Stattdessen wollen wir mit global aufgestellten Blue Chips und Edelmetallwerten die aktuelle Phase des Crack-up-Booms zu unseren Gunsten nutzen.

Mit dem Verkauf von Adler Modemärkte und MorphoSys ziehen wir uns ein weiteres Stück aus Deutschland und den dortigen Nebenwerten zurück. Beide Titel hatten zuletzt nicht gerade mit positiven Nachrichten überzeugt. Auch aus heutiger Perspektive bewerten wir die Verkäufe daher als den richtigen Schritt zur richtigen Zeit. Grundsätzlich sind wir von beiden Aktien nach wie vor überzeugt, einen späteren Wiedereinstieg schließen wir daher keinesfalls aus. Fürs Erste möchten wir uns nun jedoch auf Global Player konzentrieren, die zu den Profiteuren einer weiteren Euro-Abwertung zählen werden. Mit einem durchschnittlichen Gewinn von 138% haben wir uns von unserem Toyota-Call getrennt. Angesichts der enormen Hebelwirkung wollten wir hier vor allem Gewinne mitnehmen.

### Umwandlung mit Fragezeichen

Mit einer Überraschung wartete die Einladung zur Hauptversammlung unseres langjährigen Musterdepotwertes Aurelius auf. Die Aktionäre sollen über einen Formwechsel in eine KGaA beschließen. Persönlich haftender Gesellschafter der neuen Kommanditgesellschaft soll eine Aurelius Management SE werden, die damit zukünftig die Geschäfte der Gesellschaft leiten wird. An dieser Managementgesellschaft wiederum wird die neue KGaA mit 70% der Anteile beteiligt sein, mit 30% die LOTUS AG, eine private Beteiligungsgesellschaft des Aurelius-Gründers Dr. Dirk Markus. Die Aurelius Management SE wird zukünftig unabhängig von den Gewinnen jährlich 4% des Grundkapitals als „Auf-

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 EUR)												Stichtag: 15.05.2015 (DAX: 11.447)	
Performance: +8,3% seit Jahresanfang (DAX: +16,7%); -1,7% gg. Vormonat (DAX: -2,1%); +188,9% seit Depotstart (DAX: +347,5%)													
Unternehmen/Land	WKN	Branche	SIP*	C/R*	Stück	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs akt.	Wert akt.	Depot-Anteil	Performance Vormonat	Performance seit Kauf	
Aurelius [D] <i>IK</i>	A0JK2A	Sanierer	C	7/6	600	13.09.12	12,00	43,51	26.106	9,0%	+7,7%	+262,6%	
Anthem [USA]	A12FMV	Krankenversicherer	A	7/5	190	27.03.14	73,51	141,25	26.838	9,3%	-1,0%	+92,2%	
Eurokai Vz. [D]**	570653	Hafenbetreiber	C	7/6	800	26.09.13	21,70	34,90	27.920	9,7%	-10,5%	+60,8%	
Visa [USA]	A0NC7B	Kreditkarten	B	7/5	200	19.12.13	39,63	61,00	12.200	4,2%	+2,0%	+53,9%	
Bridgestone [JPN]	857226	Automobilzulieferer	C	8/6	400	02.05.13	27,80	34,24	13.696	4,7%	-12,8%	+23,2%	
Gilead [USA]	885823	Biotechnologie	A	8/6	120	27.11.14	80,65	96,09	11.531	4,0%	+2,7%	+19,1%	
Dr. Pepper Snapple [USA]**	A0MV07	Konsumgüter	A	8/6	200	15.12.14	61,55	68,65	13.730	4,8%	-4,6%	+11,5%	
CK Hutchison Holdings [HK]	A14QAZ	Konglomerat	A	8/5	1.000	16.04.15	20,02	18,79	18.790	6,5%	-5,8%	-6,1%	
Restaurant Brands Int. [CAN]	A12GMA	Konsumgüter	A	7/5	300	16.01.15	34,00	36,63	10.989	3,8%	+2,9%	+7,7%	
Goldcorp [CAN]**	890493	Goldproduzent	B	7/5	1.000	16.01.14	17,83	17,2	17.200	6,0%	-7,3%	-3,5%	
Silver Wheaton [CAN]** <i>IK</i>	A0DPA9	Silberproduzent	B	8/5	1.000	26.09.12	23,41	18,03	18.030	6,2%	-0,1%	-23,0%	
Hargreaves Services [GB]**	A0HMDY	Bergbau	C	7/5	2.000	15.08.13	9,77	6,02	12.040	4,2%	-0,5%	-38,4%	
									<b>Aktienbestand</b>	209.069	72,4%		
									<b>Liquidität</b>	79.856	27,6%		
									<b>Gesamtwert</b>	288.925	100,0%		

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

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

\*) **SIP**: Das SI-Potenzialometer zeigt an, in welcher Phase einer Kursbewegung sich eine Aktie befindet (von A=“Einstieg jederzeit ratsam“ bis E=“Aktie wirkt angeschlagen“ bzw. F=“Verkauf“) und welche Handlungsprämissen wir hieraus ableiten.

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

\*\*) *Durchschnittskurs*

wendungsersatz“ bekommen, rund 1,3 Mio. EUR pro Jahr. Viel wichtiger als diese Summe ist für Gründer und Vorstand Dr. Dirk Markus jedoch vermutlich der zementierte Einfluss auf die neue Gesellschaft. Die künftigen Kommanditaktionäre werden in Zukunft also nur noch indirekt über die Zusammensetzung der Aufsichts- und Leitungsorgane bestimmen dürfen, die Position des heutigen Managements dagegen ist massiv gestärkt. Daneben ist vermutlich die Umgehung einer paritätischen Mitbestimmung im Aufsichtsrat ein mögliches Ziel, was Aurelius jedoch auch mit der simplen Umwandlung in eine SE (Societas Europaea) erreichen hätte können. Wir werden uns auf der Hauptversammlung Mitte Juni intensiver über die Absichten des Managements informieren und erneut darüber berichten.



### Solide Zahlen, schwächerer Ausblick

Mit der Vorlage der Zahlen für 2014 gab es deutlichen Abgabedruck in der Aktie des zweitgrößten deutschen Hafenterminalbetreibers. Das Ergebnis je Aktie lag mit 2,06 EUR jedoch sogar leicht über den Konsensschätzungen der Analysten. Weniger positiv sahen die Marktteilnehmer dagegen vermutlich den Rückgang des operativen Cashflows auf rund 23 Mio. EUR (56 Mio. EUR im Vorjahr) und den eher ernüchternden Ausblick im Geschäftsbericht. Für 2015 scheint nun ein Ergebnis von ca. 2,15 EUR nicht unrealistisch, die Aktie wäre damit mit einem KGV von etwas mehr als 16 bewertet. In der zwischenzeitlich ebenfalls veröffentlichten Mitteilung für das erste Quartal 2015 zeigt Eurokai erneut starke Frachtraten für seine Terminals in Deutschland, insbesondere für den Tiefseehafen in Wilhelmshaven (+240% im Vergleich zum Vorjahr). Die Zahlen des italienischen Terminals in Gioia Tauro sind dagegen weiter schwach. Durch Verhandlungen mit den Hauptkunden dieses Terminals möchte das Management hier angemessene Anpassungen der Raten durchsetzen. Mit der kommenden Dividende von 1,50 EUR, die am 11. Juni bezahlt werden wird, hat der Titel eine Dividendenrendite von 4,3%. Wir sehen die primär von den Aussichten des Welthandels getriebene Aktie nach wie vor als einen Profiteur des Crack-up-Booms.

Durchgeführte Verkäufe						
Verkäufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Verk.-wert	Performance	Datum
Adler Modernmärkte	A1H8MU	12,00	1.600	19.200	-7,3%	23.04.15
MorphoSys	663200	65,28	300	19.584	+130,7%	30.04.15
Toyota-Call (5.750; Dez. 16)	CF74P9	2,04	4.000	8.160	+148,8%	30.04.15
Toyota-Call (5.750; Dez. 16)	CF74P9	1,86	4.000	7.440	+126,8%	14.05.15

### Einen Gang hochschalten bei den Edelmetallen

Sowohl in den Edelmetallen selbst als auch in mehreren Minenwerten sehen wir derzeit fortgeschrittene Bodenbildungen. Mit den beiden Titeln Silver Wheaton (IK) und Goldcorp sind wir bereits in diesem Sektor investiert. Insbesondere Silver Wheaton, die mit ihrem Streaming-Geschäftsmodell mehr einem Fonds als einer Mininggesellschaft entspricht, ist jedoch ein eher konservativ aufgestelltes Unternehmen. Wir überlegen daher einen Teil unserer vorhandenen Liquidität in eine weitere Mine zu stecken, um damit den möglichen Aufschwung der Edelmetallaktien überproportional mitnehmen zu können. Als mögliche Kandidaten für eine Aufnahme in unser Depot sehen wir die Aktien der Peruanischen Compania de Minas Buenaventura, des größten Goldproduzenten Lateinamerikas, und von First Majestic Silver, einem kanadischen Silberproduzenten mit fünf Minen in Mexico.

### Mögliche Neueinsteiger

Durch unsere jüngsten Verkäufe haben wir derzeit eine Liquidität von ca. 80.000 EUR (rund 28% des Depotwertes) auf unserem Depotkonto. Neben der Aufstockung von bestehenden Positionen spielen wir vor allem mit dem Gedanken, den ein oder anderen neuen Titel aus Japan oder aus der Reihe der großkapitalisierten DAX-Aktien in unser Depot zu kaufen. Im DAX gefallen uns besonders Linde, Fresenius und Merck. In Japan könnten wir uns auch den Kauf eines REITs, einer börsennotierten Immobiliengesellschaft, vorstellen. Da wir an eine Fortsetzung der Abenomics-Politik bzw. sogar eine Ausweitung der bereits eingeleiteten Maßnahmen der geld- und fiskalpolitischen Lockerung glauben, sehen wir in diesem Markt noch erhebliche Investmentmöglichkeiten.

### Fazit

Der DAX ist noch immer im Korrekturmodus, unser Depot kann sich davon zumindest leicht positiv abheben. Durch eine noch internationalere Aufstellung wollen wir uns hier in Zukunft weiter unabhängig machen.

Christoph Karl

### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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

Anleihen

# Etwas Urlaub vom Euro

Mit Fremdwährungsanleihen lassen sich eurolastige Wertpapierdepots weiter diversifizieren. Viele Währungen bieten zudem einen deutlichen Zinsaufschlag.

Fremdwährungsanleger haben in den vergangenen zwölf Monaten einiges richtig gemacht. So hat sich der Euro seit vergangenem Frühjahr im Vergleich zu praktisch allen wichtigen Währungen signifikant verbilligt. Gegenüber dem US-Dollar beträgt die Abwertung satte 18%. Im Verhältnis zum japanischen Yen und zum britischen Pfund sind es immerhin noch 4,4 bzw. 9,3%. Auch aufgrund guter Wirtschaftsdaten, beispielsweise im Vergleich zu den USA, ist es zwar jüngst zu einer leichten Erholung der europäischen Leitwährung gekommen, grundsätzlich kann es aber sicherlich nicht schaden, mit einem Teil der Liquiditätsreserve etwas Urlaub vom Euro zu machen.

**Drei gute Gründe**

Dabei ist zunächst der Diversifizierungsaspekt ins Feld zu führen, der mit volumemäßig überschaubaren Anlagen in fremde Währungen verbunden ist. Hinzu kommt

die Möglichkeit einer weiteren Abwertung, die sich derzeit insbesondere aus der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ergibt. Mindestens bis September 2016 wird sie ihr gigantisches Anleihekaufprogramm noch fortsetzen und die Märkte auf diese Weise mit Euroliquidität fluten. Mittelfristig könnte die dominierende Präsenz der EZB internationale Anleiheinvestoren zudem dazu zwingen, ihre Aktivitäten hierzulande zu reduzieren und auf andere Bondmärkte umzuschwenken. Und last but not least können bei entsprechenden Anlagen auch noch Zinsen vereinnahmt werden, die zum Teil deutlich über dem heimischen Niveau liegen. Während Bundesanleihen bis in den mittleren Laufzeitenbereich hinein negative Nominalrenditen abwerfen, rentieren mit AAA/Aaa geratete USD- und GBP-Papiere bei vier- bis fünfjähriger Restlaufzeit mit 1,4 bis 1,6%. Bei entsprechenden Schuldverschreibungen in australischen Dollar sind

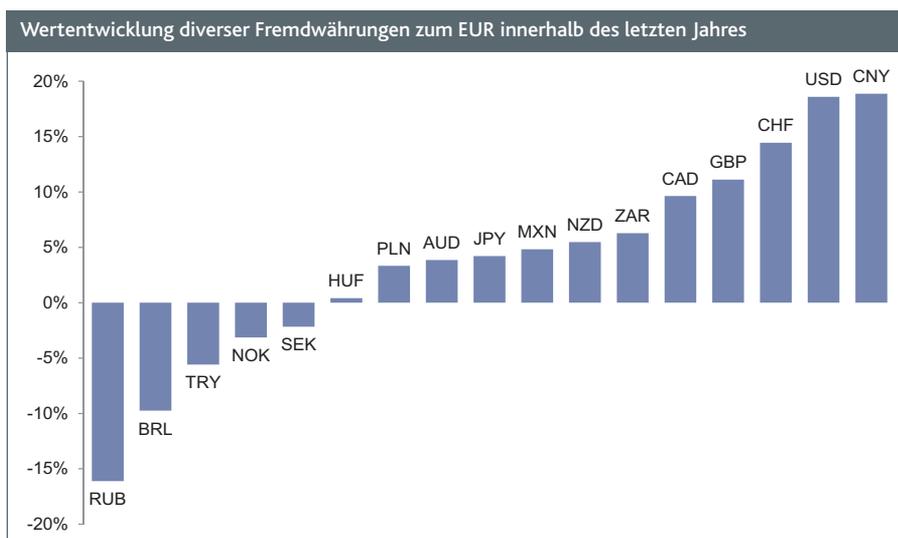
bis zu 2,7% drin, und erstklassige Anleihen in neuseeländischen Dollar werfen bei ebendieser Laufzeit aktuell sogar 3,7% per annum ab.

**Breit gestreut von bester Bonität**

Da der Aufwertungschance fremder Währung natürlich stets ein Abwertungsrisiko gegenübersteht, ist bei entsprechenden Investments, die nicht allein der kurzfristigen Spekulation dienen, auf eine hinreichend breite Streuung zu achten. Um Ausfallrisiken zu minimieren, empfiehlt sich zudem der Rückgriff auf Anbieter bester Bonität. Legt man diese beiden Kriterien zugrunde, kommen deutsche Anleger an der KfW als Emittentin kaum vorbei. Neben Euro-, US-Dollar-, Schweizer Franken-Anleihen emittiert die KfW regelmäßig auch börsennotierte Schuldverschreibungen in australischen und kanadischen Dollar sowie in verschiedenen weiteren ausgewählten Währungen.\* Die ehemalige Kreditanstalt für Wiederaufbau wird aufgrund ihrer eigenen erstklassigen Kreditwürdigkeit sowie der expliziten Garantie der Bundesrepublik Deutschland von den drei großen Ratingagenturen (Moody's, S&P und Fitch) mit Tripple A benotet.

**Passende Stückelung und gute Handelbarkeit**

Ein weiterer Pluspunkt der KfW-Papiere ist die auch für Privatanleger passende Stückelung. So liegt das zu erwerbende Mindestvolumen meist bei 1.000 (z.B. AUD, CAD, GBP, USD), 5.000 (CHF) oder 10.000 Einheiten (NOK) der jewei-



Die meisten Fremdwährungen haben im letzten Jahr zum Euro an Wert gewonnen.

\*) Eine Liste der wichtigsten börsennotierten KfW-Anleihen findet sich unter <http://smart-i.de/kfwanleihen>

Tab. 1: Ausgewählte Fremdwährungsanleihen der KfW (Kernwährungen)

Währung	WKN	Stückelung	Fälligkeit	Kupon in %	eff. Ren. in %	Kurs in %
Australische Dollar	A1A6R7	1.000 AUD	04.12.19	6,25	2,71	115,03
Kanadische Dollar	A1TNBY	1.000 CAD	13.06.18	1,88	1,17	102,10
Britische Pfund	A1SR7Z	1.000 GBP	23.12.19	1,13	1,36	98,95
Neuseeländische Dollar	A11QZM	1.000 NZD	06.11.19	4,25	3,74	102,00
Norwegische Krone	A1RE82	10.000 NOK	22.01.18	2,38	1,25	102,92
US-Dollar	A1CSBD	1.000 USD	27.01.20	4,00	1,56	110,94

Quelle: OnVista

Tab. 2: Ausgewählte Fremdwährungsanleihen der KfW (Nicht-Kernwährungen)

Währung	WKN	Stückelung	Fälligkeit	Kupon in %	eff. Ren. in %	Kurs in %
Brasilianischer Real	A1X3DQ	5.000 BRL	23.05.17	10,50	10,69	99,45
Brasilianischer Real	A11QY0	5.000 BRL	01.10.18	10,00	10,49	98,50
Russischer Rubel	A1ML45	50.000 RUB	14.06.16	7,00	12,23	95,00
Russischer Rubel	A1ML6A	50.000 RUB	22.03.18	6,75	10,73	91,99
Südafrikanischer Rand	A1X3CK	5.000 ZAR	09.04.18	7,00	7,22	99,42
Türkische Lira	A1RE9P	1.000 TRY	22.03.18	5,75	9,44	91,12

Quellen: onvista.de

ligen Währung. Dabei versteht es sich von selbst, dass die Papiere bei relativ engen Geld-Brief-Spannen an den Börsen in Stuttgart und Frankfurt gehandelt werden können. Anlegern bleiben damit der Aufwand und die höheren Kosten erspart, die mit einem Gang an die amerikanische oder eine andere ausländische Börse verbunden sind.

#### Zweistellige Renditen in Landeswährung

Auch im Bereich der sogenannten Nicht-Kernwährungen bietet die KfW einige Papiere an. Risikobewusste Anleger können mit ihnen einen deutlichen Zinsaufschlag gegenüber Euro-Anleihen erzielen. So bringen es Schuldtitel in südafrikanischen Rand mit einer Restlaufzeit von drei

Jahren derzeit auf eine Rendite in Landeswährung von gut 7%. Bei der türkischen Lira sind es gut 9,5% und beim brasilianischen Real sogar deutlich über 10%. Noch ein Schnaps mehr ist bei Rubel-Anleihen drin. Bei gut einjähriger Restlaufzeit lassen sich hier jährliche Erträge von bis zu 12,6% p.a. einfahren. Dabei deuten die hohen Renditen natürlich unmissverständlich auf das Abwertungsrisiko hin, welches der Kapitalmarkt den jeweiligen Währungen zubilligt. Bei moderaten Währungsverlusten geht die Spekulation zwar immer noch auf, in den vergangenen zwölf Monaten wäre dies zumindest beim Rubel aber nicht der Fall gewesen (siehe Abbildung.).

#### Weltbank und Europäische Investitionsbank

Noch deutlich breiter als bei der KfW fällt das Währungsspektrum bei den Anleihen der Europäischen Investitionsbank (<http://smart-i.de/eib>) sowie der Weltbank (<http://smart-i.de/worldbank>) aus. Die beiden supranationalen Organisationen, die mit AAA/Aaa selbstverständlich ebenfalls die höchste Bonitätseinstufung genießen, bieten Schuldverschreibungen in diversen weiteren Währungen an. Insgesamt hat die Weltbank allein 2014 Anleihen in 22 verschiedenen Währungen begeben. Seit Gründung im Jahr 1944 waren es bisher 57.

Martin Ahlers

Anzeige

Wer **A**nleihen sagt,

meint **B**ondGuide.

News, Analysen, Statistiken und Hintergrundberichte zu deutschen Unternehmensanleihen

Interview mit einem Investor

# „Das herrschende System ist auf Betrug aufgebaut“

Smart Investor sprach mit einem schwäbischen „Österreicher“ aus Paris, dem Fondsmanager **Armin Zinser**, über Altlasten der Energieversorger, die tickende Zeitbombe in Versicherungsbilanzen und seine Investmentstrategie.



Armin Zinser ist für die Aktienanlagen der französischen Versicherung Gruppe Prévoir zuständig. Daneben managt er die Publikumsfonds Prévoir Gestion Actions (WKN A1T7ND) und Prévoir Perspectives (WKN A1XCQU). Als waschechter „Österreicher“ bezeichnet Zinser seinen Anlagestil als pragmatisch und am gesunden Menschenverstand orientiert, einer dezidierten Strategie möchte er sich daher nicht zuordnen lassen. Der gebürtige Schwabe lebt seit vielen Jahren in Paris. Bevor er zur Prévoir Gestion wechselte, war Zinser für die OECD im Asset-Management tätig. In den letzten fünf Jahren erzielte der Prévoir Gestion Actions eine Rendite von rund 15% p.a. Von Lipper Fund Awards wurde der Prévoir Gestion Actions 2015 zum vierten Mal in Folge als einer der besten Eurozonen-Fonds ausgezeichnet.

**Smart Investor: Herr Zinser, Sie leben seit vielen Jahren als Fondsmanager in Paris, die Richtung Ihres Denkens ist jedoch stark durch die österreichische Schule geprägt. Verzweifeln Sie manchmal an den Franzosen und ihrem Staatskapitalismus?**

*Zinser:* Ich bin in meinen Anlageentscheidungen prinzipiell immer „Short Government“ und „Long Entrepreneur“. In Frankreich ist das jedoch alles andere als einfach, denn der Staat hat in nahezu allen Bereichen seine Finger im Spiel. George W. Bush hat es ja bereits erkannt: „The trouble with the French is: They don't have a word for entrepreneur“ [lacht]. In einzelnen Branchen wie der Energieversorgung können Sie wunderbar erkennen, wie der Staat Probleme schafft, statt sie zu lösen. Als Anhänger der Österreichischen Schule leide ich manchmal sehr, wenn ich sehe, was in Frankreich passiert.

**Smart Investor: Stichwort Frankreich: Nach neuesten Studien soll die Endlagerung des deutschen Atommülls nun rund 70 Mrd. EUR kosten, doppelt so viel wie die vorhandenen Rückstellungen. In Frankreich müsste das Ausmaß dieser Altlasten doch noch sehr viel dramatischer sein?**

*Zinser:* Genau so ist es, die Franzosen haben immerhin 58 Nuklearkraftwerke, die Deutschen lediglich 17. Doch in Frankreich wird dieses Thema in der Öffentlichkeit noch nicht einmal thematisiert, sowohl die Endlagerung als auch der fällige Rückbau der existierenden Kraftwerke. Alleine die Demontage eines einzigen Atommeilers wird jedoch rund 5 Mrd. EUR kosten, die Endlagerung ist darin noch gar nicht berück-

sichtigt. In Summe werden also rund 300 Mrd. EUR aufgewendet werden müssen, all dies in einem Zeitraum von zehn bis 15 Jahren ab 2025. Nach den mir vorliegenden Unterlagen betragen dagegen die Rückstellungen heute lediglich rund 30 Mrd. EUR.

**Smart Investor: Die Électricité de France (EDF) ist also faktisch pleite, wenn sie als Betreiber diese Kosten tragen muss?**

*Zinser:* Einige Verantwortliche haben vermutlich die Illusion, dass die Laufzeiten der bestehenden Kraftwerke verlängert werden können. Dies ist jedoch technisch fast unmöglich, ein altes Kernkraftwerk bekommen Sie heute nicht zu wirtschaftlichen Kosten auf den gängigen Sicherheitsstandard. Die Lücke dürfte deutlich größer sein als das vorhandene Eigenkapital der EDF. Daneben gibt es ein zweites Problem: Zum größten Teil sind die vorhandenen Rücklagen vermutlich in Staatspapiere investiert. Im Endeffekt also eine Art Kreislauf, da die EDF ja selbst mehrheitlich dem Staat gehört.

**Smart Investor: Wenn noch nicht mal der Rückbau der bestehenden Atommeiler finanziert ist, aus welchen Kraftwerken soll dann zukünftig der Strom kommen?**

*Zinser:* Das ist ein weiteres ungelöstes Problem, denn für Ersatzinvestitionen ist dann natürlich erst recht kein Geld da. Ich hoffe nicht, dass wir neue Kernkraftwerke bauen müssen, alleine die Kosten der aktuell im Bau befindlichen neuen Kraftwerke sind so enorm, dass es sich wirtschaftlich nie rechnen kann. In Deutschland halte ich jedoch die Abschaltung der funktionierenden Meiler für eine Verschleuderung von Volksvermö-

gen. Die bestehenden Kraftwerke hätten als Brückentechnologie genutzt werden können, ob die Abfälle dann eine Million oder eine Million und zehn Jahre strahlen, ist am Ende doch irrelevant.

**Smart Investor: Ist nicht das Problem, dass man über Jahrzehnte nie mit den wahren Kosten der Kernkraft kalkuliert hat?**

*Zinser:* Mit Sicherheit ist es das. Kein Mensch kann mit Sicherheit sagen, was eine Kilowattstunde Atomstrom heute kostet, noch was sie jemals gekostet hat. Wir haben also einfach nur Lasten in die Zukunft verlagert.

**Smart Investor: Ein Turnaround bei den Aktien der Versorger ist angesichts dieses Szenarios ausgeschlossen?**

*Zinser:* Ordnungspolitisch wäre es richtig, die Versorger angesichts der Lasten in Insolvenz gehen zu lassen. Die funktionierenden Teile könnte anschließend ja ein neuer Investor aus der Insolvenzmasse erwerben und fortführen. Doch ob dies politisch zugelassen wird, steht auf einem völlig anderen Blatt. Die Diskussion dagegen geht ja vielfach bereits in Richtung staatlicher Auffanglösungen. Den Turnaround bei den Versorgern sehe ich dennoch fürs Erste nicht.

**Smart Investor: Gibt es andere Branchen, die für Sie ebenfalls ein absolutes No-Go sind?**



Ich bin in meinen Anlageentscheidungen prinzipiell immer „Short Government“ und „Long Entrepreneur“.

*Zinser:* Vor allem Banken und der gesamte Finanzsektor. Eine Bankbilanz ist für mich ein großes schwarzes Loch. Ich sage immer wie die Amerikaner: „On the left side nothing is right and on the right side nothing is left“ [alle Aktiva sind falsch bewertet, auf der Passivseite bleibt daher nichts mehr übrig]. Das Problem ist die Systematik in der Berechnung, z.B. bei der Eigenkapitalquote. Zuerst dürfen Sie alle Assets rausrechnen, die Sie stören. Dann behaupten Sie, Sie hätten eine zweistellige Eigenkapitalquote – allerdings lediglich bezogen auf die risikogewichteten Aktiva. Mich interessiert dagegen die tatsächliche Eigenkapitalquote, da sieht es bei den meisten Banken aber düster aus. Für mich sollte eine Bankbilanz mindestens 20% richtiges, stabiles Eigenkapital haben, alles andere ist Spekulation.

**Smart Investor: Statt mit den Banken könnte man ja auch gleich mit dem gesamten Geldsystem hart ins Gericht gehen, oder?**

*Zinser:* Das herrschende System ist auf Betrug aufgebaut und die Zentralbanken sind die ersten Betrüger im Staate. Die Frage ist doch, wie es zum aktuellen ungedeckten Papiergeldsystem kam. Ursprünglich hatten wir ja einmal einen Goldstandard. Das Geld war also gedeckt. Später wurde dann diese Deckung entfernt und keiner hat den Betrug bemerkt. Für mich sind die Amerikaner seit der Auflösung des Goldstandards Anfang der 70er Jahre faktisch pleite. Nur durch die Aufrechterhaltung des Petrodollars konnten die USA den Schein über Jahrzehnte aufrechterhalten, indem sie jeden Verkäufer von Erdöl zur Annahme von Dollars als Gegenleistung zwangen und damit eine stetige Nachfrage nach Dollars herbeiführten. Die Deutschen und ganz Europa hatten den Krieg verloren, wir mussten also bei diesem – zumindest nach 1971 – perfiden Spiel mitspielen.

**Smart Investor: Wie wird dieses Spiel enden?**

*Zinser:* Sehr „draghisch“. Aber ich kann Ihnen nicht sagen, ob in zwei oder in 20 Jahren. Die Widerstandskräfte des herrschenden Systems sind gigantisch, Geld drucken kann man theoretisch unbegrenzt. Was dagegen nicht unbegrenzt ist, ist die Akzeptanz dieses Geldes. Irgendwann wird es also kippen. Es wäre im Übrigen viel ehrlicher, wenn die EZB jedem Euro- ▶

EST. 1978

**STOCKINGER**  
SAFETY FIRST CLASS

**SICHERHEIT**  
FÜR  
UNSICHERE ZEITEN



FEINSTE,  
SICHERSTE  
DEUTSCHE TRESORE.

STOCKINGER.COM  
HANDCRAFTED IN GERMANY

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



Im Grunde genommen geht unsere gesamte bisherige Altersvorsorge bei einer langfristigen negativen Realverzinsung „den Bach runter“.

päer 800 EUR im Monat überweisen würde, statt die frisch gedruckte Liquidität ausschließlich den Banken zu geben. Dann würde sie nämlich tatsächlich etwas für den europäischen Konsum tun, sofern die Europäer dieses Geld nicht gleich wieder für asiatische Produkte ausgeben.

**Smart Investor: Sie haben von den Banken gesprochen, wie sieht es denn mit Versicherungen aus?**

*Zinser:* Aktuell können die Versicherungen noch stille Reserven heben. Allerdings drohen in zwei bis drei Jahren massive Verwerfungen, wenn die Zinsen nicht auf ein Normalmaß von 3-4% für 10-jährige Anleihen ansteigen. Passiert dies nicht, gehen vor allem die Lebensversicherer in die Insolvenz, da sie die Garantiezinsen nicht bezahlen können.

**Smart Investor: Gilt das auch für die Muttergesellschaft Ihres eigenen Hauses, die französische Lebensversicherung Prévoir?**

*Zinser:* Durch die Regulierung mit Solvency II wird eine Versicherung quasi zum Staatsanleihebesitz verpflichtet. Wollen Sie eine höhere Aktienquote haben, benötigen Sie eine so hohe Eigenkapitalunterlegung, dass Sie kein profitables Versicherungsgeschäft mehr betreiben können. Wir haben zwar mit 15% eine rund dreimal so hohe Aktienquote wie die Konkurrenz, schmieren die Rentenmärkte jedoch richtig ab, gehe ich davon aus, dass selbst wir in schwieriges Fahrwasser geraten könnten. Im Grunde genommen können Sie sich angesichts der bestehenden Rentenblase selbst dann nicht dagegen stemmen, wenn Sie

die Zeichen der Zeit erkannt haben. Unsere gesamte bisherige Altersvorsorge geht bei einer langfristigen negativen Realverzinsung „den Bach runter“.

**Smart Investor: Welche Branchen mögen Sie dagegen?**

*Zinser:* Industrie, Chemie und Informatik. Bei letzterer benötigen Sie lediglich ein paar intelligente Leute, aber keine Rohstoffe. In Deutschland z.B. die Firma All for one Steeb, die mit SAP-Implementierung sensationelle Margen verdienen. In Frankreich z.B. Dassault Systems, vor allem weil CEO Bernard Charlès einer der wenigen verbleibenden Entrepreneure Frankreichs ist.

**Smart Investor: Nach welcher Systematik treffen Sie generell Ihre Investment-Entscheidungen?**

*Zinser:* Mich interessieren das Umsatzwachstum und die Gewinne je Aktie, also ganz oben und ganz unten in der Gewinn- und Verlustrechnung. Alles zwischendrin ist irgendwie arrangiert. Die beiden genannten Zahlen können Sie aber nicht so leicht manipulieren. Was ich zudem nicht besonders mag, ist eine hohe Verschuldung. Dann sind die Firmen stark vom Markt oder den Banken abhängig. Familienunternehmen sind mir am liebsten, denn bei solchen Firmen wird nicht von Quartal zu Quartal, sondern in mehreren Jahren gedacht. Gute Produkte sind zudem wichtig, das versteht sich ja von selbst.

**Smart Investor: Mit Bolloré haben Sie ein Familienunternehmen in Ihrem Portfolio, über das wir kürzlich berichteten**

**(SI 3/2015). Angeblich ist die tatsächliche Stückzahl der umlaufenden Aktien ja deutlich niedriger als vermutet, was halten Sie davon?**

*Zinser:* Operativ ist die Holding sehr Afrika-lastig, dort wird das Geschäft auf eine Art betrieben, wie es vermutlich in Europa nicht mehr tragfähig wäre. Auch deshalb ist das Unternehmen intransparent. Ich vertraue aber dem Management um Vincent Bolloré. Eine gewisse Diversifikation in Richtung Afrika ergibt zudem mit Sicherheit Sinn. Die komplexe Firmenstruktur ist vermutlich Resultat der in Frankreich geltenden Vermögenssteuer. Vincent Bolloré hat also ein Interesse daran, die Bewertung seiner Firmen möglichst gering zu halten und stattdessen stille Reserven zu schaffen. Irgendwann wird vermutlich Financière de l'Odé et Bolloré fusionieren, dann werden auch die stillen Reserven zu einem Teil gehoben. Aber um ganz ehrlich zu sein, seine Geschäftsphilosophie kann ich nicht durchschauen, die von einem Xavier Niel dagegen schon...

**Smart Investor: Wie heißt dessen Unternehmen?**

*Zinser:* Die Firma heißt Iliad, im Grunde genommen die deutsche Drillisch hoch drei. Das ist der Herausforderer von France Telecom bzw. Orange. Xavier Niel ist ein außergewöhnlicher Manager, der es geschafft hat, sich in der Telekommunikationsbranche gegen das Establishment durchzusetzen. Eine andere tolle französische Firma aus dem Telekommunikationssektor ist Altice, ein Kabelnetzbetreiber, der in Frankreich unter dem Namen Numericable tätig ist.

**Smart Investor: All diese Aktien sind natürlich auch schon gut gelaufen, sollte man sie jetzt trotzdem noch anfassen?**

*Zinser:* Ich persönlich verbillige eigentlich nie nach unten, sondern verteuere immer auf dem Weg nach oben. Ich verstehe nicht ganz, warum man schlechtem Geld noch gutes hinterherwerfen sollte. Wenn eine Aktie nicht läuft, schmeiße ich sie nach maximal sechs Monaten aus dem Depot. Aktien sind ja grundsätzlich immer schlecht, es sei denn sie steigen [*lacht*].

**Smart Investor: Vielen Dank für das offene Gespräch.**

*Interview: Ralf Flierl, Christoph Karl*

wikifolio

# Außergewöhnliche Favoriten

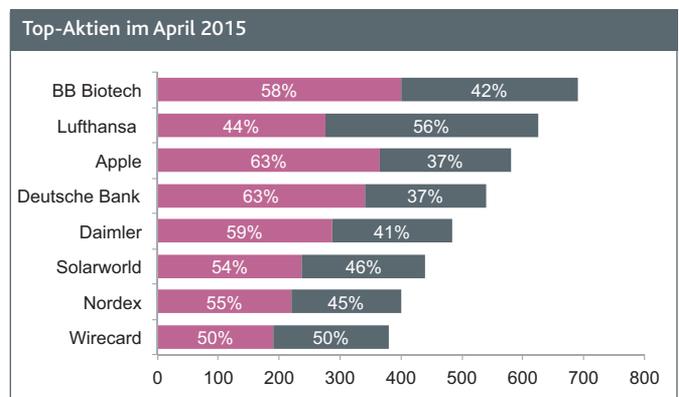
## Mögliche Ursachen für herausragende Aktivitäten

### wikifolio-Lieblinge

Je intensiver wikifolio genutzt wird, desto mehr Meta-Analysen lassen sich aus den dort aufgelaufenen Datenbeständen fertigen. Betrachtet man beispielsweise die Anzahl der Käufe und Verkäufe, finden sich einige bemerkenswerte Anomalien. Wäre die Welt von wikifolio eine bloße Abbildung des Marktgeschehens an den Börsen, dann sollten die aktivsten Aktien in beiden Welten im Großen und Ganzen übereinstimmen. Abb. 1 zeigt jene acht Aktien, in denen die wikifolio-Trader im April die meisten Transaktionen durchgeführt haben. An der Spitze steht mit BB Biotech ein Wert aus der zweiten Reihe. Auch Nordex (Platz 7) und Wirecard (Platz 8) gehören an der Börse selbst nicht zu den aktivsten Titeln. Was also könnten die Hintergründe für diese Abweichungen sein?

### Sensible Reaktionen

Vorausgeschickt, dass diese aggregierten Daten keinen direkten Aufschluss über die Motivlage der Trader zulassen, erscheinen uns nachfolgende Interpretationen zulässig: Insgesamt handeln wikifolio-Trader aktiver als der Durchschnitt aller Marktteilnehmer. Überraschende Kursbewegungen und/oder Nachrichten führen in einem solchen Umfeld damit schneller zu Transaktionen, um das wikifolio an die neue Lage anzupassen. Hinzu kommt, dass alle drei eingangs genannten Aktien über die letzten Jahre Vervielfacher waren, also zu den Top-Performern gehörten. Dort, wo bereits hohe Gewinne aufgelaufen sind, reagieren die Trader besonders sensibel auf Veränderungen. Zwar ist diese Nervosität im Gewinn weit verbreitet – niemand will schließlich bereits



Anzahl der Trades in publizierten wikifolios – aufgeteilt nach Käufen (rot) und Verkäufen (grau). Quelle: wikifolio

aufgelaufene Gewinne wieder hergeben –, der Konkurrenzdruck unter den Tradern dürfte diesen Effekt im Wettbewerbsumfeld von wikifolio aber sogar noch verstärken.

### Meinungsführer unter Beobachtung

Apropos Konkurrenz: Ein weiterer Effekt könnte in der Meinungsführerschaft einzelner Trader begründet sein. Wird in einem der weithin verfolgten Top-wikifolios ein Wert aus der zweiten Reihe gehandelt, kann dies zu Anpassungen in einer Vielzahl anderer wikifolios führen. Von den Erfolgreichen zu lernen ist schließlich ein wesentlicher Baustein der wikifolio-Philosophie.

### Fazit

Ohne in den Kopf der einzelnen Trader blicken und deren Motive im Einzelnen ergründen zu können, sind auffällige Umsatzhäufungen im wikifolio-Universum allemal einen zweiten Blick wert – und sei es auch nur als Anregungsinformation für die eigene Anlagestrategie.

Ralph Malisch

Aktuelle Bestenliste der handelbaren wikifolios			
Bezeichnung	Performance in %		
	1 Monat	seit Beginn	
1 DACH-Trading&Invest	0,1	63,0	
2 Fundamental unterbewertete Aktien	0,2	124,5	
3 Special Situations	0,6	129,4	
4 Volatradler	3,3	40,0	
5 Dividende und Eigenkapital Deutschland	0,1	126,1	
6 Aktien? yeah!	0,2	54,0	
7 Goldesel-Trading	1,1	82,4	
8 Trends - spekulativ, Investment	-3,4	69,7	
9 Value+	1,4	62,2	
10 Aktien Deutschland	0,3	15,4	



Smart Investor  
auf Facebook

Sagen Sie uns Ihre Meinung

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

# Armstrong und die Börsen-Gurus

## ? Wie sich schützen im Armstrong-Szenario?

Ihr Interviewpartner Martin Armstrong spricht von einem Anleihencrash im Herbst dieses Jahres. Mit welcher Assetklasse könnte denn ein solcher gut bis sehr gut überstanden werden? Eventuell mit Cash?

Stefan Dür

**SI** Ob im Herbst ein Anleihencrash kommt oder nicht, kann nicht mit Sicherheit gesagt werden. Wir gaben die Meinung von Herrn Armstrong wieder, da sie uns plausibel erscheint und er in der Vergangenheit schon des Öfteren ein gutes Händchen bei Prognosen hatte. Dennoch kann dieses Szenario natürlich nur als eines von mehreren möglichen gewertet werden. Wenn Armstrong im weiteren Sinne Recht bekäme, dann sind in erster Linie zwei wesentliche Entwicklungen an den Märkten zu erwarten. Erstens eben ein rapider Verfall der Anleihen insbesondere in Europa, und zweitens ein dramatischer Verfall des Euro. Und wahrscheinlich würden auch die Aktienkurse dann unter Druck kommen. Kurzum, in allen oberen drei Assetklassen sollte man dann nicht oder nicht übermäßig stark engagiert sein. Alternativ könnte man tatsächlich ins Cash gehen. Hier droht allerdings irgendwann eine Vermögensabgabe/Kontenbesteuerung à la Zypern/2013. Wer Kursverluste scheut und dennoch aus dem Euro raus will, der könnte den Erwerb amerikanischer Staatsanleihen mit relativ kurzer Laufzeit in Erwägung ziehen. Schließlich seien noch die Edelmetalle erwähnt. Diese sind internationale Anlagen, welche von einem Euro-Verfall unberührt bleiben. Zu beachten wäre auch, dass solche Turbulenzen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem massiven Einschreiten der Zentralbanken führen würden, was dann wiederum den Crack-up-Boom (die finale Phase) einläuten würde. Ab dann könnten europäische Aktien wiederum ein gutes Investment sein.

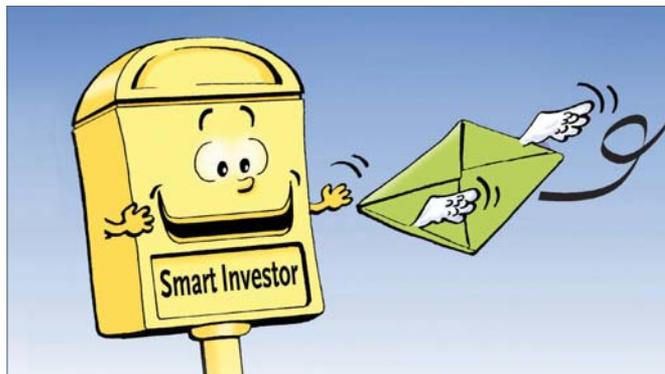
## ? „Der Crack-up-Boom fällt aus!“

Ich bin gegenüber Ihrer Crack-up-Boom-Theorie schon immer etwas skeptisch gewesen. Insofern war es für mich eine Wohltat, den Beitrag von Michael von Prollius mit dem Titel „Der Crack-up-Boom fällt aus!“ zu lesen (Seite 23 in Heft 5/2015). Danke an die Redaktion, dass Sie solche gegenteiligen Meinungen auch zulassen.

Hermann Weite



Smart Investor 5/2015



**SI** Wer sich mit der Zukunft beschäftigt und Prognosen abgibt, wie wir das z.B. mit unserer Crack-up-Boom-These tun, muss sich auch immer wieder hinterfragen (lassen). Vor diesem Hintergrund waren wir sogar dankbar, als Michael von Prollius mit seinem Artikelvorschlag auf uns zukam. Als Reaktion darauf meldeten sich abermals zwei andere Autoren, die auf von Prollius' Artikel eine Gegenmeinung bringen wollten. Auf S. 27 in diesem Heft finden Sie daher die Replik von Thorsten Polleit. Es geht uns dabei keineswegs darum, die Autoren gegeneinander auszuspielen, sondern um Erkenntnisgewinn für unsere Leser und uns selbst.

## ? Falsche Region

Vielen Dank für den Bericht „NebenWERte im Blick“ und über die darin beschriebene, aber ansonsten meist wenig beachtete KSB AG. Diese sitzt allerdings nicht im hessischen Frankenthal, wie von Ihnen behauptet, sondern in der Pfalz (Rheinland-Pfalz, Nähe Ludwigshafen/Rhein). Weiterhin fand ich Ihren Artikel „Und sie kochen auch nur mit Wasser“ (zu Börsen-Gurus) ebenso richtig wie wichtig. Ich bin seit der ersten Ausgabe 2003 Abonnement Ihres Magazins und finde es begeisternd, wie Sie immer wieder neue interessante Themen außerhalb des „Mainstream“ finden.

Werner Schanz

**SI** Danke für Ihr Kompliment und zugleich sorry, dass wir die hervorragende Firma KSB in die falsche Region „versetzt“ haben. Und ja, der „Guru-Artikel“ hat sehr vielen unserer Leser die Augen geöffnet. Damit einher geht natürlich auch die implizite Aufforderung, sich selbst Gedanken über das Geschehen zu machen und sich nicht auf andere zu verlassen. Es freut uns sehr, dass Sie uns so lange schon treu sind, und hoffen, dass Sie uns weiter gewogen bleiben.

## ? Äpfel mit Birnen

Seit vielen Jahren ist der Artikel über die „Börsen-Gurus“ (Heft 5/2015, S. 20) mit Abstand der schlechteste Artikel, welchen ich in Ihrer Zeitschrift lesen konnte. Denn Sie vergleichen hier

Äpfel mit Birnen, und das finde ich unseriös. Zum einen müssten Sie unterscheiden, auf welche Asset-Klassen sich die jeweiligen Voraussagen beziehen. Zum anderen müsste unterschieden werden, ob es sich um kurz-, mittel- oder langfristige Voraussagen handelte. Erst dann wären die Prognosen der „Gurus“ wirklich vergleichbar.

*Dr. Ulrich Lehnert*

**SI** Sie haben irgendwie schon recht: Richtig vergleichbar sind all diese Gurus mit ihren jeweiligen Prognosen wohl nicht. Wir haben uns dabei nur der Datenbasis von CXO Advisory bedient. Wir wollten mit diesem Artikel aber auch keine wissenschaftliche Arbeit abliefern. Allenfalls wollten wir zeigen, dass die sogenannten Gurus maximal auch nur mit Wasser kochen und dass man sich nicht zu sehr auf sie verlassen sollte. Wir denken, diesen Schluss kann man nach wie vor ziehen.

#### **?** Armstrongs Lösung?

Ich beziehe mich auf das Interview mit Martin Armstrong. Er nennt als Möglichkeit, der aktuellen Krise Herr zu werden, einen Tausch von Schulden gegen Eigenkapital. Frage: wie ist das gemeint? Könnten Sie ein Beispiel geben?

*Peter Stölzner*

**SI** Bei dem von Armstrong angedachten Modell geht es primär um eine Senkung der Staatsschuld (Debt) durch Tausch in staatliches Eigentum (Equity). Aus dem ehemaligen Staatsgläubiger wird dann ein Miteigentümer eines Staatsbetriebs, einer staatlichen Liegenschaft oder eines Staatsfonds. Diese Lösung wurde nach dem

Zusammenbruch in einigen Ostblockländern praktiziert – war dort jedoch auf inländische Gläubiger beschränkt. Armstrong fordert hier eine Anwendung auf alle Gläubiger. Da Staatsschulden heute international gestreut sind, würde staatliches Eigentum dadurch auch in nennenswertem Ausmaß in die Hände ausländischer Gläubiger übergehen. Die Armstrong-Lösung ist keinesfalls schmerzfrei, vor allem, weil sie die Staaten ihrer Assets entäußert. Das scheint zunächst eine Lösung im Sinne der Gläubiger zu sein, die sich für ihre de facto wertlosen Forderungen werthaltige Assets einverleiben. Viel kommt natürlich auf die konkrete Ausgestaltung an, also darauf, welcher Teil der Reparaturarbeiten zulasten der Schuldner und welcher Teil zulasten der Gläubiger gehen wird. Ungeschoren bleibt auch hier keiner. Ziel ist, durch eine drastische, aber geordnete Senkung der Verschuldung einen Neustart der Volkswirtschaften zu ermöglichen. Die zweite Forderung lautet, dass dem Staat künftig die Kreditaufnahme verwehrt sein muss. Nach aller Erfahrung wird diese Regel aber – falls überhaupt umgesetzt – im Zeitablauf aufgeweicht werden, so dass der Zyklus von neuem beginnen wird. Aus Sicht der österreichischen Schule halten wir allerdings einen Staatsbankrott mit anschließendem Neustart für die „bessere“ Lösung als den von Armstrong vorgeschlagenen „Debt-to-Equity-Swap“, auch wenn die Kosten durch die mutwillige Konkursverschleppung der letzten Jahre dafür mittlerweile exorbitant hoch sind. Nach einem solchen Schock wäre die Neukreditaufnahme auf viele Jahre hinaus kein Thema – zum einen, weil die Politik jeden Eid schwören wird, es nicht wieder so weit kommen zu lassen, und zum anderen, weil potenzielle Gläubiger nach den gemachten Erfahrungen „sichere“ Staatsanleihen meiden werden. ■

Anzeige



## Heavytrader

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

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



**Neu!**  
Version 7  
mit Debugger

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

## Buchbesprechungen

## „Der Stern und das Schwert“

Hintergrund und Tathergang der Anschläge vom 11. September 2001 werden bis auf den heutigen Tag kontrovers diskutiert. Dies reicht von zusätzlichen Sprengladungen im World Trade Center über fehlende Flugzeugteile beim vermeintlichen Einschlag im Pentagon bis hin zur These, dass es sich um einen „Inside Job“, also eine US-Geheimdienstoperation, gehandelt haben könnte. Dass die offizielle Stellungnahme voller Unzulänglichkeiten, stümperhafter Ermittlungen und offensichtlicher Ungereimtheiten ist, gießt zusätzliches Öl ins Feuer. Der investigative Journalist Wayne Madsen stellt in seinem Werk einen neuen Indizienstrang vor, der zwar geheimdienstlich dokumentiert ist, aber einer breiten Öffentlichkeit kaum bekannt sein dürfte.

Im zeitlichen Umfeld von „9/11“ machte die Drug Enforcement Administration (DEA) auf „verdächtige Aktivitäten“ von 120 israelischen „Kunststudenten“ aufmerksam. Bei näherer Betrachtung stellte sich heraus, dass es sich um junge Personen mit „spezieller militärischer und geheimdienstlicher

Erfahrung“ handelte, die engen Kontakt zu den 19 Terroristen unterhielten, welche die Anschläge im weiteren Verlauf ausführten. Ob sich der Kontakt auf die reine Observation beschränkte, interessiert den Autor dabei weniger als die Frage, warum die Israelis bei diesem Verbrechen mit von der Partie sein sollten. Welche Verbindungen gibt es zwischen saudischen Interessen – 15 der 19 Terroristen waren saudi-arabischen Ursprungs – und israelischen?

Was bei dieser Suche herauskommt, ist ein Dokument, das sich liest wie ein klassischer James Bond aus der Feder Ian Flemings – Täuschung, Veruschung, doppeltes Spiel und schmutzige Geldgeschäfte. Ob sich alles tatsächlich so abgespielt hat, sei dahingestellt – interessante und neue Aspekte verdienen allemal einer eingehenderen Betrachtung. Zudem wird in einer Randnotiz auf die Geburtsstunde des modernen türkischen Staates eingegangen – die dargelegten Hintergründe wären ein eigenes Buch wert. Am besten selbst lesen! ■

Marc Moschettini



„Der Stern und das Schwert“, Wayne Madsen, Kopp Verlag, 272 S., 16,95 EUR

## „Ludwig Erhard jetzt“

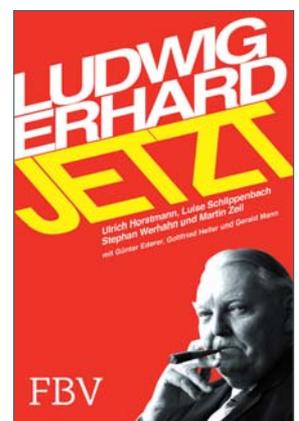
In weniger als zehn Jahren hat es Deutschland geschafft, dank der Zurückdrängung staatlicher Lenkungsmaßnahmen und einer Rückbesinnung auf die eigenen Stärken in der öffentlichen Wahrnehmung vom „kranken Mann Europas“ zum ökonomischen Superstar zu avancieren. Gerne wird dabei übersehen, dass am Anfang des sogenannten, bis in die Jetztzeit reichenden deutschen Wirtschaftswunders die Einführung der Sozialen Marktwirtschaft unter Ludwig Erhard stand. Unter dem Titel „Ludwig Erhard jetzt“ kommentiert eine Reihe namhafter Finanzautoren die aktuelle Umsetzung der Erhardschen Leitlinien in Deutschland und der EU und leitet daraus Handlungsempfehlungen für deren Adaptierung unter den Prämissen einer digital vernetzten und globalisierten Ökonomie ab.

Die Soziale Marktwirtschaft mit ihrem Prinzip „So viel Staat wie nötig, so viel Freiheit wie möglich“ wurde nach Meinung der Autoren in den vergangenen Jahrzehnten auf nationaler und europäischer Ebene sukzessive aufgeweicht und dem Postulat eines dirigistischen Sozialstaates geopfert. Regierungen, egal welcher Couleur, betreiben demnach,

meist mit Blick auf die nächsten Wahlen, großteils kurzfristig orientierte Klientelpolitik. Notwendige, aber unangenehme Reformen, beispielsweise das Thema Rentenfinanzierung, werden auf diese Weise in die ferne Zukunft verschoben. Staatlichen Dirigismus mit noch weiter reichenden Konsequenzen orten die Autoren im Zusammenhang mit der aktuellen Geldpolitik der EU. Insbesondere der Grundsatz der finanziellen Eigenverantwortung der einzelnen Euro-Staaten wurde systematisch missachtet und die Bewältigung anstehender Reformschritte zur Ankurbelung der Realwirtschaft mit der Verabreichung „monetären Opiums“ verschleppt.

Geradezu wohltuend, wenn auch mit der melancholischen Aura eines Rufers in der Wüste behaftet, lesen sich da Erhards zeitlos und bodenständig formulierte Grundsätze zu bürgerlicher Eigenverantwortung, der Würde durch Wohlstand für alle und zur Entwicklung einer wettbewerbsorientierten, mittelständischen Wirtschaft, die auch unter den Bedingungen der Globalisierung nichts von ihrer Gültigkeit verloren haben. ■

Bruno Lässer



„Ludwig Erhard jetzt“, Ulrich Horstmann, Luise Schlippenbach, Stephan Wehrhahn, Martin Zell et al., FinanzBuch Verlag, 160 S., 6,99 EUR

## Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
Adidas	A1EWWW	16	Fortum	916660	26
Adler Modemärkte	A1H8MU	70	Fossil Group Inc.	A1W0DE	66
AerCap Holdings	A0LFB3	60	Gilead	885823	70
Aetna Inc.	602155	66	Goldcorp	890493	70
Air Canada	A1ZEGF	60	Google Inc.	A0B7FY	66
All Nippon Airways	861920	60	H&R	775700	62
Anthem Inc. (früher Wellpoint)	A12FMV	66, 70	Hargreaves Services	A0HMDY	20, 70
Applied Materials Inc.	865177	66	Hollysys Automation Technologies Inc.	A0X91G	66
Ariad Pharmaceuticals	895301	16	Huaneng Renewables Corp.	A1CZQH	66
Aurelius	A0JKZA	70	Infineon Technologies AG	623100	66
Avolon Holdings	A12GLE	60	Investor AB B-Aktien	869202	14
Baader Bank AG	508810	65	Jardine Matheson Holdings	869042	14
Bank of East Asia	868943	16	Juniper Networks	923889	16
Barret Business Services Inc.	886799	66	Loews	851615	14
Berkshire Hathaway B-Aktien	A0YJQ2	14	Mensch und Maschine SE	658080	65
Bridgestone	857226	70	MorphoSys	663200	70
Cable & Wireless	A1CSPB	16	NXP Semiconductor NV	A1CSWJ	66
Cheniere Energy	580884	20	ORIX Corp	851769	66
China High Speed Transm. Eq. Group Co. Ltd.	A0MUT4	66	Peabody Energy	675266	20
China Longyuan Power Group Corp.	A0YFUR	66	Restaurant Brands International	A12CMA	70
China Ming Yang Wind Power Group Ltd.	A1C523	66	Rocket Internet SE	A12UKK	64
China Railway Construction Corp. Ltd.	A0NEWB	66	RWE St.	703712	25
CK Hutchison Holdings	A14QAZ	14	Schneider Electric S.A.	860180	66
Continental Resources	A0MQ12	20	Silver Wheaton	A0DPA9	70
CVS Caremark Corp.	859034	66	Smurfit Kappa Group Plc.	A0MLCS	66
DEAG	A0Z23G	70	SoftBank	891624	14, 64
Delta Air Lines	A0MQV8	60	Softing	517800	62
Deutsche Beteiligungs AG	A1TNTU	68	Southwest Airlines	862837	60
Deutsche Lufthansa	823212	60	Steinhoff International Holdings Ltd.	916484	66
Dr. Pepper Snapple	A0MV07	70	TE Connectivity Ltd.	A0RP04	66
e.on	ENAG99	25	Telefónica Deutschland	A1J5RX	63
Electra Private Equity	865880	16	Trinity Industries Inc.	856427	66
Électricité de France	A0HG6A	25	Vaudoise Assurances Holding SA	A0ETZV	66
Ericsson NA B	850001	66	Visa	A0NC7B	70
Eurokai	570653	70			
Express Scripts Holdings Inc.	A1JWJL	66			
Exxon Mobil	852549	20			

Die in der Tabelle auf den Seiten 10/11 aufgeführten Aktien werden aus Platzgründen nicht an dieser Stelle genannt.

## Themenvorschau bis Smart Investor 10/2015

- Kapitalschutz: In Zeiten der finanziellen Repression
- Bankenbranche: Droht hier Unheil?
- Biotech: Über die großen lukrativen Trends
- New York: Beliebtes Ziel für Auswanderer
- Fonds: Über aktives und passives Investieren
- Die Zahl Pi: Was sie über die Börse sagt
- Japan: Geht der Crack-up-Boom dort weiter?
- Deutschland: Vorsicht, Absturzgefahr!
- Trendfolge-Systeme: Know-how, Tipps und Tricks
- Wachstumsaktien: Schwenkt das Pendel wieder um?
- Inland: Blaupause für den Weg aus der Krise?
- Value-Investments: Über Preise & Werte
- Afrika: Kommt der schwarze Kontinent voran?
- Börsenstrategien: Die besten Analyseansätze
- Die alten Meister: Trading- und Investorenlegenden
- Gleichschaltung: In Wirtschaft und Gesellschaft
- Medien: Wie die vierte Gewalt ihre Macht missbraucht
- Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert oder nicht

## Smart Investor

13. Jahrgang 2015, Nr. 6 (Juni)

## Verlag:

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

## Redaktion:

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

## Redaktionsanschrift:

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

## Freie Mitarbeiter:

Dr. Martin Ahlers, Jürgen Büttner, Marko Gränitz,  
Rainer Kromarek, Bruno Lässer, Magdalena Lammel,  
Marc Moschettiini, Stefan Preuß, Marcus Wessel

## Gast-Autoren:

Rüdiger Braun, Daniel Haase, Dr. Werner Koch,  
Werner Krieger, Uwe Lang, Norbert Neunhoeffer,  
Dr. Thorsten Polleit, Dr. Sebastian Wanke

## Interviewpartner:

Torsten Grede, Masashi Kamohara, Dr. Hannspeter  
Schubert, Armin Zinser

## Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung, Bildredaktion),  
Rudolf Schuppler (Cartoons), © apfelweile /  
www.fotolia.com, © refresh / www.fotolia.com;  
(Titelbild)

## Bilder:

fotolia, iStock/Thinkstock

## Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3  
vom 1. Dezember 2007; Ansprechpartner:  
Markus Kügel; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-80; Fax: -38

## Erscheinungstermine 2015:

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

## Redaktionsschluss:

15.05.2015

## Preise:

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

## Abonnementverwaltung:

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

## Charts:

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

## Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

## Haftung und Hinweise:

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

## Börsenpflichtblatt:

Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt  
der Börsen Düsseldorf und München.

## Nachdruck:

© 2015 Smart Investor Media GmbH, München.  
Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in  
fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche  
Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist  
es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus  
auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikro-  
kopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen  
auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken,  
Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479

## Interessenkonflikte:

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

Zu guter Letzt

# Betreutes Regieren

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Politik ist vor allem auch Marketing. Die Kröten, die die Bürger zu schlucken haben, werden mundgerecht zerkleinert. Erfolge dagegen – so es sie gibt – blasen Regierung und Parteien zu sprichwörtlichen Elefanten auf. Das erneute Hochkochen der NSA-Affäre ist eher kein Erfolg. Dennoch steht dieser Elefant unübersehbar in der Mitte des Raumes. Das Boulevardblatt „Bild“ fragte jüngst: „Darf ein Politiker lügen, Herr Gabriel?“ Aber was heißt schon „dürfen“? Ohne die Lüge im Marschgepäck ist eine Karriere in der Spitzenpolitik doch beendet, bevor sie begonnen hat – nur heißt die Lüge hier „Wahlversprechen“. Und es gehört geradezu zur Grundqualifikation des Berufsstands, Dinge zu versprechen, die man nicht halten will, Geld auszugeben, das nicht vorhanden ist, und Kredite aufzunehmen, die man nicht zurückzahlen wird. Wir nennen dies eine „lebendige Demokratie“.

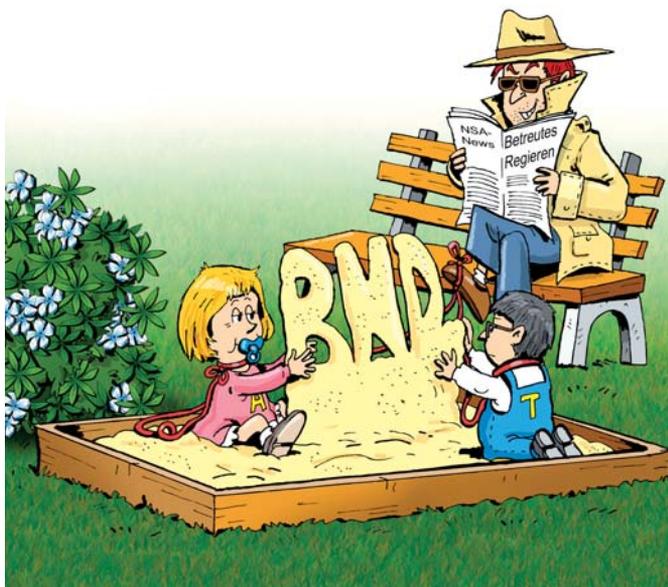
Üblicherweise wird beim Versprechen und Geldausgeben eine ordentliche Welle gemacht – tue Gutes und rede darüber! So war es auch beim sogenannten No-Spy-Abkommen. Dieses sollte die Antwort auf die praktisch allumfassende Ausspähung Deutschlands durch die Amerikaner sein. Im Bundestagswahlkampf 2013 war das Abkommen noch Thema – angekündigt habe man freilich gar nichts, nur „nach bestem Wissen und Gewissen informiert“, wie das heute amtlicherseits heißt. Und speien möchte man spätestens

da, denn jüngst aufgetauchte E-Mails belegen, dass die USA zu keinem Zeitpunkt die Absicht hatten, ein derartiges Abkommen zu unterzeichnen. Sie machten der deutschen Seite auch keinerlei Hoffnungen in dieser Richtung. Nun ja, Wahlkämpfe sind eben jene paar Wochen, in denen die Bürger nicht ignoriert, sondern belogen werden.



Wer die Berliner „Regierung“ für mehr als eine bloße Außenstelle Washingtons hielt, den mag der Tonfall der Korrespondenz irritiert haben. Die amerikanische Seite war erkennbar genervt von der deutschen Quengelei. Verhandlungen auf Augenhöhe zwischen – sagen wir spaßeshalber einmal – „souveränen“ Staaten sähen wohl anders aus. Auch das „harte Ringen“ um das sogenannte Freihandelsabkommen TTIP darf man also getrost zum Showprogramm zählen. Natürlich wird TTIP kommen, denn inzwischen sollte auch dem Letzten klar geworden sein, wer im Lande den Hosenanzug an hat. Die „neuen Formen von Governance“, über die Wolfgang Schäuble bereits vor Jahren schwadronierte, bestehen also im Wesentlichen aus Hackenzusammenschlagen und Maulhalten. Vermutlich sind das auch genau jene „westlichen Werte“, die so erfolgreich in eine wachsende Anzahl „neuer Partnerländer“ exportiert werden – notfalls mit der Unterstützung von Kampf-drohnen.

Die sonst omnipräsente Kanzlerin der Herzen, die Königin der Mainstream-Umfragen, schweigt zur Sache. Wartet die zur „mächtigsten Frau der Welt“ Hochgeschriebene auf neue Befehle aus Washington? Oder steckt sie nur im Bahnstreik fest? Wir wissen es nicht. Es ist aber auch egal, denn in dieser Demokratiesimulation eines von außen betreuten Regierens ist nichts so wie es scheint: Wie sonst könnte sich für eine kinderlose Frau die Bezeichnung „Mutti“ einbürgern? Nein, eine „Mutti“ ist Merkel in keiner Hinsicht, eher schon die kleine Schwester von „Big Brother“, der so lange seine schützende Hand über sie hält, solange sie in seinem Sinne handelt – im Zweifelsfall auch gegen das lästige Volk. ■



**Jetzt bestellen!**  
Versandkostenfreie Lieferung  
innerhalb Europas

# Abstoßend und hässlich: Das wahre Gesicht der grünen Partei

■ Sie lassen sich vor Sonnenblumen ablichten. Sie nennen sich Friedenspartei. Sie treten als glühende Verfechter von Umweltschutz und sozialer Gerechtigkeit auf. Und sie verurteilen Kindesmissbrauch, vor allem die vor einigen Jahren bekannt gewordenen Vorfälle in der katholischen Kirche. Doch wer hinter die Kulissen der Partei Bündnis 90/Die Grünen schaut, dem erst offenbart sich ihr wahres Gesicht – die hässliche Fratze einer Moralpartei ohne jede Moral.

Wie glaubwürdig sind die grünen »Moralapostel« und »Wertevernichter« in Wirklichkeit? Bestsellerautor und Enthüllungsjournalist Michael Grandt beleuchtet die Hintergründe und legt schonungslos die Fakten offen. Wissen Sie wirklich alles ...

- über die Vergangenheit grüner Parteimitglieder in Sachen Kindersex?
- über die Bestrebungen der Partei, Inzucht zu legitimieren?
- über die Kriegstreiberei der angeblichen Friedensaktivisten?
- über deren dunkle Machenschaften bei Terror und linkem Extremismus?
- über die schnelle Abkehr von grünen Idealen, wenn es ums schnöde Geld geht?

Michael Grandt hat aber auch dem Führungspersonal der Grünen gehörig auf den Zahn gefühlt. Ein Blick auf die führenden Köpfe der Grünen offenbart die Schattenseiten der von sich so überzeugten Moralapostel: Scheinheilige, Salonbolschewisten, »Kinderlieber« und Terror-Sympathisanten. Die einstige und aktuelle Führungsriege der Grünen besteht aus erschreckend dubiosen Gestalten!

- Wie konnte es geschehen, dass eine kleine grüne Bewegung, eine Minderheitenpartei, in den vergangenen 30 Jahren so viele bis dato von der gesellschaftlichen Mehrheit anerkannte Werte und Normen in ihrem Sinne ändern konnte?
- Wie konnte es geschehen, dass im Namen der Grünen Fortschrittsgedanken geächtet, die Mobilität verteufelt und das Strafrecht liberalisiert wurde?
- Wie konnte eine grüne Partei, die nie die Legitimierung durch die Mehrheit des Volkes hatte, der gesamten Gesellschaft ihre (oft) obskuren Werte und Ziele aufdrängen und sich zur Moral- und Empörungspartei par excellence aufschwingen, die uns immer wieder mit erhobenem Finger zurechtweist?
- Wie konnten wir zulassen, dass in Deutschland eine grüne Gesinnungs- und Meinungsdictatur etabliert wurde, in der selbst ernannte »Gutmenschen« jene denunzieren, die nicht ihrer Meinung sind?



Michael Grandt: Die Grünen • gebunden  
326 Seiten • Best.-Nr. 944 100 • 22,95 €



»Ich persönlich traue den Grünen keinen Meter über den Weg.  
Keinen Meter! Ihr moralischer Anspruch,  
ihre Besserwisserei und ihr stets erhobener Zeigefinger gegen  
andere gehen mir gehörig auf die Nerven.« Michael Grandt

**KOPP VERLAG**

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



MANCHE INVESTOREN  
BETRACHTEN NUR DIE BILANZEN.

WIR BETRACHTEN VOR ALLEM DIE,  
DIE SIE GESCHRIEBEN HABEN.

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

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

Ein Unternehmen der August von Finck Gruppe