

# Smart Investor

www.smartinvestor.de

## Beteiligungs- gesellschaften

Zahlen, Fakten, Analysen



**100 Tage Trump:**  
Der Versuch einer  
Zwischenbilanz

**US-Meetings:**  
Illustre Zusammenkünfte  
in New York & Omaha

**Dauerläuferaktien:**  
Warum sich hier das  
Dabeibleiben lohnt



# GOLDSPAREN MIT PLAN. EINFACH UND SICHER BEI DEUTSCHLANDS BESTEM EDELMETALL- HÄNDLER\*.

Edelmetalle gelten seit 5000 Jahren als krisensichere Wertanlage. Auch in der modernen Vermögensverwaltung haben sie ihren festen Platz bei der Zusammenstellung eines ausbalancierten Portfolios. Ihr maßgeschneiderter Degussa Goldsparplan hilft Ihnen dabei, eine zuverlässige Wertanlage aufzubauen. Je nach persönlichem Sparziel, gibt es die Möglichkeit zwischen drei individuellen Varianten zu wählen. Besuchen Sie uns für weitere Informationen und eine persönliche Beratung zum Thema Goldsparplan in unseren Niederlassungen, die Kollegen vor Ort beraten Sie gerne entsprechend Ihrer individuellen Anforderungen.

**DEGUSSA-GOLDSPARPLAN.DE**

\*Testsieger beim Edelmetallhändler-test  
von Euro am Sonntag 2013, 2014, 2015 und 2016.



## Von vielem etwas

Seit nunmehr zwölf Jahren nehmen wir uns in jedem Frühling das Segment der börsennotierten Beteiligungsgesellschaften vor. Die dahinterstehenden Geschäftsmodelle sind dermaßen vielfältig und interessant, dass wir dafür viel Platz und Researchpower aufbringen – immerhin gibt es alleine in Deutschland über 50 dieser Gesellschaften.

In der Titelgeschichte ab S. 6 finden Sie Analysen und Einschätzungen zu einer Reihe dieser Firmen. Ein besonderes Augenmerk legen wir dabei auf die Top-Performer der letzten zwölf Monate, wie z.B. die MBB SE, deren Aktie in diesem Zeitraum über 240% zulegen konnte. Auf den Seiten 8 und 9 ist das Zahlenwerk für alle Gesellschaften abgedruckt, welches dem interessierten Leser ein wichtiges Nachschlagewerk sein dürfte. Aber natürlich behandeln wir auch die Problemfälle – drei besonders erwähnenswerten, u.a. Aurelius, haben wir auf S. 14 einen eigenen Artikel gewidmet. Und ab S. 16 stellen wir Ihnen äußerst erfolgreiche ausländische Beteiligungsgesellschaften vor – von manchen haben Sie womöglich noch nie etwas gehört.

Eine Reihe von Ideen und Einblicke in die Denke amerikanischer Geldverwalter liefert Ihnen unser Beitrag ab S. 20. Darin berichtet mein Kollege Christoph Karl von zwei ganz gegensätzlichen Veranstaltungen: einerseits von der Sohn Investment Conference in New York, einem Mekka der Hedgefonds-Szene. Und andererseits von der legendären Hauptversammlung von Berkshire Hathaway, der Gesellschaft des Starinvestors Warren Buffett in Omaha. Manche nennen es auch das Woodstock der Value-Gemeinde.

Apropos Amerika: Die ersten 100 Präsidentschaftstage von Donald Trump sind rum. Wir nehmen dies zum Anlass, eine kritische Bewertung vorzunehmen. Einerseits werfen wir durch die „österreichische Brille“ einen Blick auf ihn und seine Vorhaben (S. 24). Andererseits beleuchten wir seine Außenpolitik, die mit dem Tomahawk-Beschuss eines syrischen Flughafens Anfang April einen vorläufigen „Höhepunkt“ erreichte (S. 22).



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Viel Aufmerksamkeit hat regelmäßig unsere Rubrik „Lebensart & Kapital“, in welcher wir verschiedene Länder daraufhin untersuchen, inwieweit sie sich als Auswanderland eignen. Mit Julian Sandt haben wir diesmal einen ausgewiesenen Kenner von Paraguay zu Wort kommen lassen (S. 27), nachdem wir im letzten Heft einen Bericht zu Uruguay hatten. Übrigens: Trotz einer gewissen Namensähnlichkeit handelt es sich dabei um zwei völlig gegensätzliche Länder.

Rohstoffaktien werden in den kommenden Jahren vermutlich zu den Outperformern gehören. Das behauptet zumindest der bekannte US-Value-Investor Jeremy Grantham. Eine Zusammenfassung seiner Studie finden Sie auf S. 46. Langjährige High Performer gibt es aber vor allem außerhalb des Rohstoffsektors. Sechs dieser Dauerläuferaktien stellen wir Ihnen ab S. 48 vor. Und in unserer Rubrik Anleihen zeigen wir auf, dass man selbst mit festverzinslichen Wertpapieren von Pleitefirmen immer noch stattliche Renditen erzielen kann (S. 58).

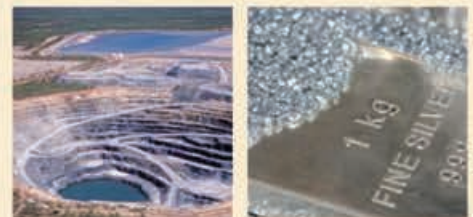
Schließlich möchte ich noch auf das Interview mit David Poppe hinweisen (S. 60). Er ist Manager des legendären Sequoia Fund, der einst sogar von Warren Buffett als adäquate Alternative zu einem Investment in Aktien seiner Berkshire Hathaway empfohlen wurde.

Mit diesem bunten Strauß an Themen sollte es Ihnen in den kommenden Tagen nicht langweilig werden. Ich wünsche Ihnen viel Spaß beim Lesen.

Ralf Flierl

# STABILITAS FONDS

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 ADML6U]



Von Spezialsituationen profitieren:

**Stabilitas G+R Special Situations**

[WKN ADMVBV]

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

Stabilitas GmbH  
Wittenbrede 1  
32107 Bad Salzuffen

Tel.: +49 5222-795314  
Fax: +49 5222-795316  
info@stabilitas-fonds.de

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





Illustration: © M. Schuppich – stock.adobe.com

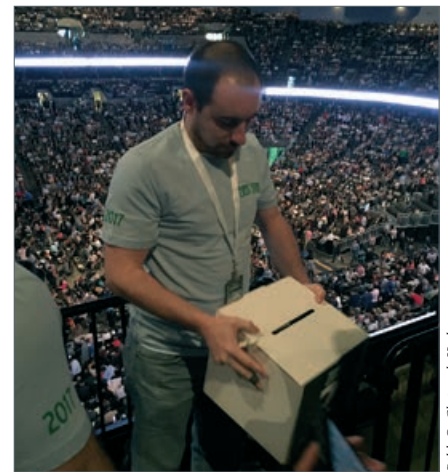


Bild: © Christoph Kart

**Märkte**

- 6 Beteiligungsgesellschaften: Perlenfischer & Firmenjäger
- 14 Aurelius, Auden und Solvesta: Drei, die von sich reden machten
- 16 Ausländische Beteiligungsgesellschaften: „Auf Berkshires Spuren“
- 19 Sohn Investment Conference 2017: Hedgefonds-Titanen unter sich
- 20 Bericht von Berkshire Hathaways Hauptversammlung

**Hintergrund**

- 22 Politik & Gesellschaft: USA, quo vadis?
- 24 Österreichische Schule: Made in Austria?
- 26 Phänomene des Marktes: Der Holding-Effekt
- 27 Lebensart & Kapital – International: Paraguay; Gespräch mit Julian Sandt

**Fonds**

- 30 **Inside:** Fondskennzahlen
- 32 **Interview:** „Wir kaufen, wenn andere verkaufen“; Gespräch mit Klaus Blaabjerg, Absalon Capital
- 33 **News, Facts & Figures:** Fondsmusterdepot
- 34 **Analyse:** FU Fonds – Multi Asset Fonds; Gastbeitrag von Volker Schilling, Greiff capital management AG

**48**

**Dauerläuferaktien**

Es gibt sie – die Rede ist von sogenannten Reichmacheraktien. Gewinneraktien, die seit Jahren – im besten Fall sogar seit Jahrzehnten – nur eine Richtung kennen, nämlich nach oben. Ab S. 48 stellen wir Ihnen aufschlussreiche Aspekte und Kennzahlen sowie sechs konkrete Einzeltitel vor.

**19, 20**

**US-Meetings**

Wir waren erneut für Sie auf dem „Woodstock der Kapitalisten“ von Warren Buffett in Omaha. Finden Sie ab S. 20 unseren Bericht von der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway. Quasi als Kontrastprogramm waren wir zwei Tage später auf der größten Hedgefonds-Konferenz New Yorks. Die interessantesten Tipps und Ideen der „Masters of the Universe“ finden Sie ab S. 19.

**Beteiligungsgesellschaften 2017 6, 14, 16**

Jedes Jahr aufs Neue nehmen wir die Beteiligungsgesellschaften am deutschen Kurszettel unter die Lupe. Wir haben erneut viel Licht und viel Schatten gefunden. Finden Sie ab S. 6 wieder unsere Analyse und die umfassende Tabelle mit allen relevanten Kennzahlen. Mit drei Spezialfällen haben wir uns ab S. 14 beschäftigt. Daneben stellen wir Ihnen auf S. 16 einige ausländische Beteiligungsgesellschaften vor, die in den letzten Jahren kontinuierlich Werte für ihre Aktionäre geschaffen haben. Dies hat in den letzten Jahren auch Jürgen Abromeit von der Mittelstandsholding Indus geschafft. Wir haben ab S. 54 mit ihm über seine Strategie und die aktuellen Bewertungen gesprochen..



Illustration: © Rudolf Schuppeler



## 22, 24

### 100 Tage Trump

Donald Trump, der wohl seit Jahrzehnten umstrittenste Bewohner des Weißen Hauses, hat die ersten 100 Tage seiner Amtszeit hinter sich gebracht. Mit seiner Außenpolitik befassen wir uns in der Rubrik „Politik und Gesellschaft“ ab S. 22. Und ob in „The Donald“ gar ein verkappter Austrian steckt, untersuchen wir ab S. 24.



## 27, 32, 54, 60

### Interviews

In unserer Rubrik Lebensart & Kapital – International stellt Ihnen Julian Sandt ab S. 27 das südamerikanische Land Paraguay vor. Mit Fondsmanager Klaus Blaabjerg sprachen wir über die Liquiditätssituation bei Unternehmensanleihen (S. 32). Jürgen Abromeit, CEO der INDUS Holding AG, beleuchtet ab S. 54 den Wachstumskurs seines Unternehmens, und David Poppe erläutert die Strategie des legendären Sequoia Fund (ab S. 60).

### Research – Märkte

- 36 Das große Bild: Es bleibt schwierig
- 38 wikifolio: Zielgrößen und Resultierende
- 40 Löcher in der Matrix
- 43 Charttechnik: Keine Sturmwarnung
- 43 sentix Sentiment
- 44 Intermarketanalyse
- 44 Quantitative Analyse
- 45 Relative Stärke:  
„Irgendwie und weiter so“
- 46 Edelmetalle: Rohstoffwerte besser als der breite Markt

### Research – Aktien

- 48 Aktien im Blickpunkt: Titel mit Dauerläuferqualitäten
- 50 Buy or Goodbye: Sapce und Pubity
- 51 Mittelstandsaktien: Funky & Fatal
- 52 Turnaround:  
Aufräumen und Umbauen
- 54 Moneytalk: „Wir machen genau das Gegenteil eines Konzerns“; Gespräch mit Jürgen Abromeit, INDUS Holding AG
- 56 Musterdepot: Abgehängt
- 58 Anleihen: Updates von der Pleitefront

### Potpourri

- 60 Interview: David Poppe, Manager des Sequoia Funds
  - 63 Leserbrief: Fragen und Statements
  - 64 Buchbesprechung: „Wir hätten gewarnt sein können“
  - 66 Zu guter Letzt:  
Ex oriente: Kapitalismus!
- 
- 65 Unternehmensindex / Impressum und Vorschau bis Smart Investor 9/2017



## JETZT GEMEINSAM MIT MARC FRIEDRICH & MATTHIAS WEIK INVESTIEREN



# ZEIT FÜR WERTE.

[WWW.FW-FONDS.DE](http://WWW.FW-FONDS.DE)





## Beteiligungsgesellschaften

# Perlenfischer & Firmenjäger

Unser alljährlicher Blick auf die heimische Beteiligungsbranche reicht von den Performance-Champions über die Abgehängten und Schwergewichte bis zu den noch unentdeckten Perlen

## Champions League

Unangefochtener Spitzenreiter in unserem Ranking der Beteiligungsgesellschaften ist im vergangenen Jahr die Aktie von **MBB** (IK). Das verwundert zunächst, galt die mittelständische Industrieholding bislang zwar als sehr solides, aber wenig spektakuläres Investment. Der Auslöser für die Kursexplosion um annähernd 200% liegt vor allem in der Beteiligung am Maschinenbauer Aumann. Dieser galt schon lange als die Perle im MBB-Portfolio. Als Anbieter von Spezialmaschinen und Fertigungslinien, welche die Autohersteller für die Produktion von Elektromotoren benötigen, ist Aumann ein klarer Profiteur des E-Mobility-Trends.

Die Auftragsbücher sind voll. Für die gesamte Holding plant MBB-Chef Dr. Christof Nesemeier daher im laufenden Jahr mit einem weiteren Umsatzanstieg um knapp ein Fünftel auf 390 Mio. EUR, denn auch die weiteren Beteiligungen laufen rund. Nach dem überaus erfolgreichen Börsengang von Aumann hält MBB mit rund 53% weiter die Mehrheit an diesem Unternehmen. Dazu sitzt MBB auf einer Nettoliquidität von über 170 Mio. EUR, die es nun sinnvoll zu investieren gilt.

Im Fall von **Blue Cap** könnte sich die Ende 2016 abgeschlossene Übernahme des insolventen Folienherstellers Neschen schon bald als „Lucky Buy“ herausstellen. Genaue gesagt übernahmen die Münchener nur den operativen Geschäftsbetrieb, der in eine neu gegründete GmbH eingebracht wurde. Damit ist Neschen nunmehr eine 100%ige Tochter der Blue Cap und dürfte bei der Holding für einen Umsatz- und Ergebnissprung sorgen. Das Jahr 2016 wurde indes mit Erlösen von 97 Mio. EUR (Vj.: 79,8 Mio.) und einem EBIT von 4,2 Mio. EUR (Vj.: 3,7 Mio.) recht zufriedenstellend abgeschlossen. Nach Vorlage der Prognose für das erste Quartal, in dem Vorstand Dr. Hannspeter Schubert Umsätze von 35 Mio. EUR und ein EBITDA von 2,5 Mio. EUR erwartet, sprang der Small Cap auf ein neues Allzeithoch.

Ein alter Bekannter auf der Bestenliste ist die Aktie von **Shareholder Value Beteiligungen** (SVB). Reiner Sachs und Frank Fischer verfolgen dort seit vielen Jahren konsequent den Ansatz des Value Investing, wie er auch von Warren Buffett praktiziert wird. Der Erfolg gibt ihnen recht. So legte der Innere Wert (NAV) des SVB-Portfolios allein in den vergangenen zwölf

Monaten erneut um mehr als 40% zu. Großen Anteil hieran hatte der erfolgreiche Verkauf eines Aktienpakets am Cloud-Spezialisten i:FAO. An ihrer Strategie, frühzeitig unterbewertete Titel im Nebenwertebereich aufzuspüren, werden Sachs und Fischer daher mit Sicherheit nichts verändern.

## Kapitalvernichter

Ein abermals enttäuschendes Jahr mussten Aktionäre des Münchener Hightech-Investors **mic** verkraften. Binnen Jahresfrist büßte die Aktie noch einmal rund die Hälfte ihres Wertes ein. Inzwischen ist sie ein Pennystock. Unter dem neuen Vorstandsmitglied Christian Damjakob wurde eine Rückabwicklung von Beteiligungen eingeleitet, die zunächst einen Abschreibungsbedarf auf Unternehmenswerte und Forderungen in Höhe von fast 15 Mio. EUR erforderlich machte. Die Bilanz des Jahres 2016 wird demzufolge tiefrot ausfallen. Im Zuge der beschlossenen Konzentration auf cashflowpositive Technologieinvestments aus den Bereichen „Industrie 4.0“ und „Internet der Dinge“ wurden sowohl einzelne Beteiligungen als auch ganze Geschäftseinheiten veräußert. Erst im März gab man seinen Anteil an ▶



# EINE NEUE WELT VOLLER MÖGLICHKEITEN



Unsere Erdoberfläche besteht zu rund 70 % aus Meeren, die auch als Wirtschaftsraum der Zukunft gelten. Dadurch eröffnen sich große Wachstumschancen, die nur darauf warten, erschlossen zu werden. Und weil wir schon seit Jahren auch auf Wachstum im maritimen Bereich setzen, gilt „Sea“ heute als zweites starkes Standbein der Gruppe – und bildet nun gemeinsam mit „Land“ die beiden Hauptgeschäftssegmente von PALFINGER.

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

**PALFINGER**  
LIFETIME EXCELLENCE

Kennzahlen der vorgestellten eigentümergeführten Unternehmen

Name	Sparte	WKN	Kurs	Perf. 1 Jahr	Perf. 2 Jahre	Perf. 3 Jahre	Aktienzahl (in Mio.)	MCap*	GJ-Ende	EpS 2014	EpS 2015	EpS 2016	KGV 2014	KGV 2015
MBB SE (IK)	Mittelstandsholding	A0ETBQ	104,78	+246%	+364%	+319%	6,60	692	31.12.	2,01	1,79	2,16	11,2	16,9
Blue Cap AG	Sanierung	A0JM2M	11,00	+91%	+76%	+120%	3,98	44	31.12.	0,33	0,30	0,35	19,0	19,2
KAP-Beteiligungs-AG	Mittelstandsholding	620840	32,95	+79%	-7%	+44%	6,62	218	31.12.	8,01	0,14	1,93	4,4	131,8
RM Rheiner Management AG	Sondersituationen	701870	27,5	+53%	+82%	+62%	0,22	6	31.12.	-0,22	4,64	1,68	neg.	3,9
Deutsche Beteiligungs AG	Mittelstandsholding	A1TNUT	40,56	+53%	+36%	+110%	15,04	610	30.09.	3,51	1,98	3,34	8,5	13,4
Value-Holdings AG	Value Investments	760040	4,44	+47%	+78%	+76%	2,01	9	31.12.	0,06	0,31	0,07	41,7	9,8
Shareholder Value Bet. AG	Value Investments	A16820	111,95	+45%	+113%	+136%	0,70	78	31.12.	14,90	-0,88	14,97	3,5	neg.
Sparta AG	Value Investments	A0NK3W	117,00	+44%	+53%	+78%	0,76	89	31.12.	10,05	13,42	7,43	7,6	6,0
Indus Holding AG	Mittelstandsholding	620010	63,18	+43%	+30%	+83%	24,45	1.545	31.12.	2,74	2,78	3,27	17,7	15,9
Scherzer & Co. AG	Sondersituationen	694280	2,39	+41%	+47%	+47%	29,94	72	31.12.	0,13	0,18	0,15	12,5	9,4
UET Unit. Elec. Techn. AG	Branchenfokus	A0LBKW	0,45	+41%	-48%	+2%	9,45	4	31.12.	0,10	-0,07	-	8,6	neg.
GBK Beteiligungen AG	Mittelstandsholding	585090	13,10	+31%	+63%	+94%	6,75	88	31.12.	0,88	0,18	1,13	9,1	55,6
Falkenstein Nebenwerte AG	Sondersituationen	575230	4,50	+29%	+48%	+57%	0,50	2	31.12.	-0,53	-0,03	0,61	neg.	neg.
MAX Automation AG	Branchenfokus	658090	7,57	+26%	+50%	+61%	26,79	203	31.12.	0,37	0,40	0,31	13,6	15,0
New Value AG	Value Investments	552932	1,54	+25%	-6%	+1%	3,29	5	31.03.	-0,25	0,08	0,05	neg.	15,4
HBM Healthcare AG	Branchenfokus	984345	103,51	+24%	+6%	+46%	7,30	756	31/12/	26,87	7,95	10,94	3,6	10,5
DLB Anlageservice AG	Value Investments	554030	14,10	+22%	+19%	+34%	0,42	6	31.12.	0,91	0,90	0,91	13,0	12,9
Deutsche Balaton AG	Sondersituationen	550820	13,60	+16%	+19%	+19%	11,64	158	31.12.	-0,24	-0,39	0,34	neg.	neg.
BB Biotech AG	Branchenfokus	A0NFN3	50,23	+16%	-7%	+110%	55,40	2.783	31.12.	23,76	10,70	-13,55	2,3	4,0
Effecten-Spiegel AG	Sondersituationen	564760	18,30	+15%	+7%	+23%	3,81	70	31.12.	0,61	0,83	0,85	28,1	19,2
Value-Holdings Int. AG	Value Investments	756362	3,38	+15%	+11%	+13%	3,69	12	31.12.	0,03	0,16	0,15	101,7	18,4
Elbstein AG	Value Investments	A1YDGT	14,00	+13%	-	-	2,00	28	31.12.	-0,15	0,25	0,25	-	49,4
Private Equity Holding AG	Private Equity	906781	65,56	+13%	+17%	+38%	2,75	180	31/03/	-	2,14	1,39	-	27,0
Horus AG	Value Investments	520412	1,38	+12%	+15%	+17%	2,66	4	31.12.	-0,04	0,09	0,07	neg.	13,7
Allerthal-Werke AG	Sondersituationen	503420	18,28	+11%	+22%	+24%	1,20	22	31.12.	1,61	2,97	1,41	9,3	5,5
Bavaria Ind. Group AG	Sanierung	260555	58,90	+11%	+34%	+53%	5,35	315	31.12.	1,14	5,30	3,29	38,6	10,0
SCI AG	Sondersituationen	605101	22,85	+10%	+13%	+12%	0,45	10	31.12.	0,04	0,73	-	505,0	28,4
Impera Total Return AG	Sondersituationen	575130	0,83	+8%	-5%	+8%	6,34	5	31.12.	0,03	0,04	0,04	29,0	19,3
Fontereilli KGaA	Sondersituationen	A1TNUU	2,52	+7%	-16%	-19%	0,32	1	30.06.	0,11	0,05	0,01	27,4	47,0
FinLab AG	Branchenfokus	121806	13,50	+4%	+63%	+343%	4,54	61	31.12.	0,36	1,44	2,98	23,1	9,0
U.C.A. AG	Branchenfokus	A12UK5	13,50	+2%	+3%	+15%	0,66	9	31.12.	2,24	0,28	0,52	5,9	47,1
Dt. Technologie Bet. AG	Mittelstandsholding	A1X3WX	1,86	+1%	-48%	-48%	1,10	2	31.12.	0,55	0,08	-0,17	6,5	23,0
Rocket Internet SE	Branchenfokus	A12UKK	19,61	-3%	-57%	-	165,10	3.238	31.12.	-0,07	-1,24	-4,22	neg.	neg.
Gesco AG	Mittelstandsholding	A1K020	23,27	-3%	-7%	-5%	10,84	252	31.03.	1,82	1,24	1,62	13,8	19,4
mutares AG	Sondersituationen	A0SMSH	13,97	-7%	-15%	+4%	15,49	216	31.12.	3,64	0,51	-0,34	4,5	29,4
Capital Stage AG	Branchenfokus	609500	6,12	-7%	-10%	+73%	126,52	774	31.12.	0,35	0,25	0,13	19,5	26,3
Heliad Equity KGaA	Sondersituationen	A0L1NN	5,86	-8%	+15%	+51%	9,50	56	31.12.	1,87	2,38	-2,32	2,7	2,7
Aurelius Equ. Opp. KGaA	Sanierung	A0JK2A	48,10	-9%	+12%	+80%	31,18	1.500	31.12.	3,14	3,79	-0,06	13,7	14,0
KST Beteiligungs AG	Sondersituationen	A16130	1,35	-10%	-23%	+10%	5,50	7	31.12.	-0,02	0,27	0,09	neg.	5,6
MAX21 AG	Branchenfokus	A0D88T	1,56	-12%	-55%	-55%	16,05	25	31.12.	-0,03	-0,16	-0,52	neg.	neg.
MS Industrie AG	Mittelstandsholding	585518	2,71	-13%	-33%	-25%	30,00	81	31.12.	0,14	0,21	0,15	28,7	14,9
German Startups Group KGaA	Wagniskapital	A1MMEV	1,86	-25%	-	-	11,98	22	31.12.	0,32	0,49	-0,29	-	5,1
Sandpiper Dig. Paym. AG	Wagniskapital	A0MYNQ	0,20	-26%	+11%	+300%	211,70	42	31.12.	-0,02	-0,04	-	neg.	neg.
Greiffenberger AG	Mittelstandsholding	589730	1,13	-26%	-72%	-82%	5,32	6	31.12.	-0,09	-4,83	-0,19	neg.	neg.
Trade & Value AG	Sonstige	603919	2,90	-28%	-31%	-42%	0,38	1	31.12.	-0,73	0,04	-	neg.	100,3
bmp Holding AG	Wagniskapital	A2E377	1,79	-29%	-20%	-31%	6,90	12	31.12.	-0,01	-0,14	-0,46	neg.	neg.
Instant IPO Holding AG	Sondersituationen	541840	1,51	-30%	-38%	-26%	0,40	1	31.12.	-	-	-	-	-
AG Tokugawa (in Auflösung)	Sondersituationen	628164	2,90	-36%	-75%	-72%	0,60	2	31.12.	0,80	4,21	0,60	14,4	1,1
DEWB AG	Wagniskapital	804100	1,01	-37%	-53%	-45%	15,23	15	31.12.	-0,10	-0,21	-1,08	neg.	neg.
Clere AG	Branchenfokus	A2AA40	16,21	-39%	-41%	-51%	5,89	95	31/12/	1,00	-2,16	0,67	27,6	neg.
Lifespot Capital AG	Branchenfokus	A0DNBJ	0,40	-56%	-	-	7,13	3	31.12.	-	-0,04	-	-	neg.
mic AG	Wagniskapital	A0KF6S	0,75	-59%	-62%	-75%	13,87	10	31.12.	0,16	0,14	-1,15	12,2	13,1
Auden AG	Wagniskapital	A16144	1,42	-63%	+41%	+61%	8,92	13	31.12.	-0,35	-0,57	0,00	neg.	neg.
Solvesta AG	Sanierung	A12UKD	16,21	-66%	+913%	-	1,00	16	31.12.	-0,29	-1,05	-5,92	neg.	neg.

geschätzt; NAV: Net Asset Value; EK: Eigenkapital als Annäherung für den NAV; \* in Mio. EUR \*\* Premium (+) oder Discount (-) zum NAV;



KGV 2016	Div. 2016	Div.-Rend.	NAV/Aktie 2014	NAV/Aktie 2015	NAV/Aktie 2016	NAV vom (+) oder (-) zum NAV**	Investmentfokus	Strategie	
48,5	1,22	1,2 %	11,89	13,92	14,90	EK 31.12.16	+603%	Mittelständler	Buy-and-Sell
31,4	0,00	0,0 %	4,42	4,97	5,30	EK 31.12.16	+108%	Industrie- und Anlagenbau	Buy-and-Hold
17,1	2,00	6,1 %	32,57	22,88	22,25	EK 31.12.16	+48%	Mittelständler	Buy-and Hold
16,4	0,00	0,0 %	11,91	16,67	19,99	31.12.16	+38%	Aktien Deutschland	Nachbesserungen / Special Situations
12,1	1,20	3,0 %	23,17	24,41	25,46	EK 31.12.16	+59%	Management-Buyouts	Buy-and-Sell
63,4	0,00	0,0 %	2,99	3,33	4,40	31.03.17	+1%	Börsennotierte dt. Nebenwerte	Value-Investing
7,5	0,00	0,0 %	61,59	74,90	107,94	31.03.17	+4%	Unterbewertete Aktien	Special Situations / Value
15,7	0,00	0,0 %	57,42	70,84	78,28	EK 31.12.16	+49%	Börsennotierte Wertpapiere	Special Situations / Value
19,3	1,35	2,1 %	22,50	24,35	26,25	EK 31.12.16	+141%	Wirtschaftlich gesunde Mittelständler	Buy-and-Hold
15,9	0,05	2,1 %	1,94	1,99	2,40	30.04.17	-0%	Aktien Deutschland	Special Situations / Value
-	-	-	neg.	neg.	neg.	EK 31.12.16	-	Mittelst. im Umbr. & Technuntern.	Buy-and-Hold
11,6	1,00	7,6 %	9,87	9,75	10,18	EK 31.12.16	+29%	Nicht börsennotierte Mittelständler	Mehrheitlich Buy-and-Hold
7,4	0,00	0,0 %	0,70	0,67	1,28	EK 31.12.16	+252%	Aktien Deutschland	Special Situations / Value
24,4	0,15	2,0 %	3,73	3,96	4,15	EK 31.12.16	+82%	Mittelständ. Automationsspezialisten	Langfristige Beteiligung
30,8	0,00	0,0 %	2,76	2,54	2,55	30.09.16	-40%	(Nicht) notierte Wachstumsuntern.	Wachstumsorientiert
9,5	0,00	0,0 %	125,92	137,14	136,52	15.05.17	-24%	Heathcare Unternehmen	Buy-and-Sell
15,5	0,70	5,0 %	11,21	11,46	11,74	EK 31.12.16	+20%	Mid-, Small- und Micro Caps	Value Investing / Turnaround-Storys
39,6	0,00	0,0 %	17,71	18,63	-	EK -	-	Aktien Deutschland	Value Investing
neg.	2,57	5,1 %	66,89	49,25	54,20	12.04.17	-7%	Biotechunternehmen	Wachstumsorientiert
21,5	0,80	4,4 %	25,07	21,68	23,46	31.03.17	-22%	Aktien	Special Situations / Value
22,5	0,08	2,4 %	3,20	2,86	3,67	31.03.17	-8%	Börsennotierte europ. Nebenwerte	Value-Investing
56,0	0,40	2,9 %	10,56	10,82	11,00	EK 31.12.16	+27%	Nebenwerte, Immo., Sonders.	Value Investing
47,2	2,23	3,4 %	70,27	78,58	78,51	30.04.17	-16%	Private Equity	PE Fund-of-Funds
19,7	0,00	0,0 %	1,09	1,18	1,62	30.04.17	-15%	Börsennotierte dt. Nebenwerte	Value-Investing
13,0	0,50	2,7 %	15,56	16,31	16,61	EK 31.12.16	+10%	Aktien Deutschland	Special Situations / Value
17,9	0,00	0,0 %	21,53	21,70	23,23	EK 31.12.16	+154%	Umbruchsituationen	Buy-and-Hold
-	-	-	24,66	25,30	-	-	-	Sondersituationen	Beteiligungen
20,8	0,00	0,0 %	k.A.	0,94	0,98	EK 31.12.16	-15%	Later-Stage-Venture Cap.	Minderheitsbeteiligungen
252,0	0,00	0,0 %	2,75	3,56	3,56	EK 30.06.16	-29%	Minderheitsbeteiligungen	Buy-and-Build
4,5	0,00	0,0 %	8,70	12,12	14,79	31.12.16	-9%	Fintechunternehmen	Wachstumsfinanzierung & VC
26,0	0,40	3,0 %	15,56	15,27	16,00	EK 31.12.16	-16%	Technologieunternehmen	Wachstums-, VC-Finanzierungen
neg.	0,00	0,0 %	3,11	1,20	1,10	EK 31.12.16	+69%	Technologie- und Wachstumsuntern.	Mehrheitlich Buy-and-Hold
neg.	0,00	0,0 %	22,63	25,91	22,50	EK 31.12.16	-13%	Internet-Startups	Gründungen, Wachstums- & VC
14,4	0,67	2,9 %	15,14	15,52	17,89	EK 31.12.16	+30%	wirtschaftlich gesunde Mittelständler	Buy-and-Hold
neg.	0,35	2,5 %	21,67	22,79	19,94	31.12.16	-30%	Untern. in Umbruchsituationen	Buy-and-Sell
47,1	0,20	3,3 %	3,30	3,47	4,63	EK 31.12.16	+32%	Solar-/Windparks	Wachstumsfinanzierungen
neg.	0,15	2,6 %	8,53	10,87	8,43	31.12.16	-30%	Dienstleistungsunternehmen	Buy-and-Build
neg.	4,00	8,3 %	36,30	39,52	45,54	31.12.16	+6%	Umbruch- und Sondersituationen	Buy-and-Sell
14,9	0,10	7,4 %	1,76	1,92	1,55	31.03.17	-13%	Dt. Small- und Mid Caps	Pre-IPO
neg.	0,00	0,0 %	2,28	2,47	1,91	EK 31.12.16	-18%	Junge Technologieuntern.	Early-Stage-Finanzierungen
18,1	0,00	0,0 %	1,57	1,57	1,75	EK 31.12.16	+55%	Mittelständler	Buy-and-Hold
neg.	0,00	0,0 %	2,15	2,46	2,50	EK 31.12.16	-26%	Startups	Wachstumsfinanzierung & VC
-	-	-	0,23	0,19	-	-	-	Digitale Zahlungslösungen	Buy-and-Build
neg.	0,00	0,0 %	6,15	1,32	0,92	EK 31.12.16	+23%	Mittelständler	Buy-and-Hold
-	0,00	0,0 %	6,57	6,37	5,55	31.12.16	-48%	Nebenw., Squeeze-outs, Sonders.	Value-Investing, Trading, Hedging
neg.	0,00	0,0 %	2,88	2,46	1,10	EK 31.12.16	+63%	Beteiligungen im Bereich Schlafen	Buy-and-Hold
-	-	-	-	-	-	-	-	Handel m. Börsenmänteln	Buy-and-Sell
4,8	2,00	69,0 %	11,00	12,40	4,60	EK 31.12.16	-37%	Aktien und Anleihen Deutschland	Special Situations / Value
neg.	0,00	0,0 %	1,97	1,75	0,67	EK 31.12.16	+51%	Photonik und Sensorik	Buy-and-Build
24,2	0,00	0,0 %	41,00	39,70	25,21	EK 31.12.16	-36%	mittelständ. Industrieunternehmen	Aktives Vermögensmanagement
-	0,00	0,0 %	-	0,52	0,50	EK 31.12.16	-20%	Junge Untern. im Bereich E-Health	Buy-and-Build
neg.	0,00	0,0 %	5,05	4,51	2,96	EK 30.06.16	-75%	Junge Technologieuntern.	Buy-and-Build
-	0,00	0,0 %	-	neg.	1,61	EK 31.12.16	-12%	Startups	Wachstums- & VC-Finanzierungen
neg.	0,00	0,0 %	0,47	9,86	10,00	EK 31.12.16	+62%	Insolvente Unternehmen	Buy-and-Sell

IK: Interessenskonflikt

Quellen: OnVista, Geschäftsberichte, eigene Schätzungen

dem börsennotierten E-Health-Investor Lifespot Capital AG ab. Eine vergleichbare Story steckt hinter dem deutlichen Kursverfall beim Wagniskapitalgeber **DEWB**. Auch hier sorgten Abschreibungen auf zwei wichtige Beteiligungen – gemeint sind das inzwischen an der Euronext notierte Biotechunternehmen NOXXON und die insolvente DirectPhotonics – für eine unerfreuliche Kursentwicklung. Konkret summierten sich die Wertberichtigungen auf fast 15 Mio. EUR. Ein erfolgreicher Exit (JenaBatteries), aus dem die DEWB einen Gewinn von 1,7 Mio. EUR vereinnahmte, fiel da kaum ins Gewicht.

**Schwergewichte**

Erfolgsmeldungen aus Bergisch-Gladbach haben für Aktionäre der **INDUS Holding** gute Tradition. Mit dem vierten Rekordergebnis in Serie schloss die breit diversifizierte Mittelstandsholding das vergangene Geschäftsjahr ab. Vorstandschef Jürgen Abromeit war daher auch hochzufrieden über das Erreichte. In Zahlen ausgedrückt, gelang es Indus, den Umsatz seiner insgesamt 45 Beteiligungen um 4% auf über 1,4 Mrd. EUR auszubauen.

Das bereinigte EBIT sowie das Ergebnis je Aktie erreichten mit 155 Mio. EUR respektive 3,27 EUR (Vj.: 2,78 EUR) ebenfalls Bestmarken. Besonders gut lief es in den Segmenten Maschinen- und Anlagenbau sowie im Bereich Bau/Infrastruktur. Dagegen erreichte das Ergebnis in der Fahrzeugtechnik – belastet durch den VW-Abgasskandal und die Russland-Sanktionen – nur das unterste Ende der Erwartungen. Abromeit will mit Indus auch weiter die Chancen nutzen, die aus Megatrends wie GreenTech, Medizintechnik



und Digitalisierung resultieren. Gewohnt konservativ fällt indes die Prognose aus. Zum heutigen Zeitpunkt stellt die Gesellschaft für 2017 eine leichte Verbesserung bei Umsatz und Ergebnis in Aussicht. Unser ausführliches Interview mit Jürgen Abromeit finden Sie im aktuellen Heft auf S. 54.

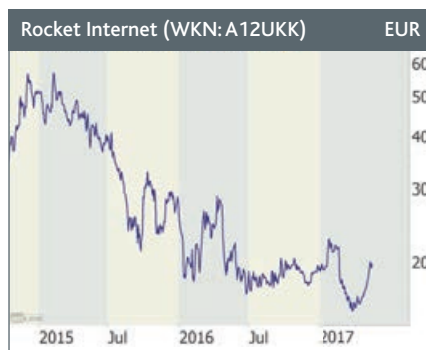
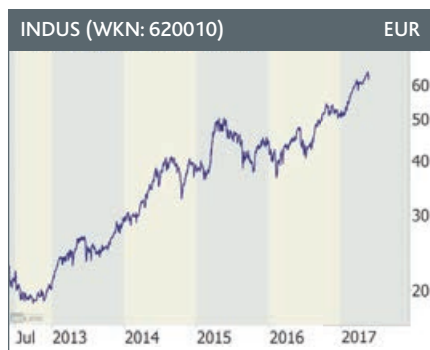
Geduld müssen dagegen die Anteilseigner des Start-up-Investors **Rocket Internet** aufbringen. Als Folge hoher Abschreibungen vervielfachte sich der Fehlbetrag im vergangenen Jahr auf knapp 700 Mio. EUR. Rückschläge in frühen Wachstumsphasen und damit Abwertungen von Beteiligungen sind praktisch Teil des Geschäftsmodells. Dennoch fällt die Zwischenbilanz seit dem Börsengang im Herbst 2014 ernüchternd aus.

Nachdem der Kochboxen-Anbieter HelloFresh sein Börsendebüt bereits 2015 aufgrund zu hoher Preisvorstellungen absagen musste, will Rocket Internet als nächstes den Restaurant-Lieferdienst Delivery Hero (Lieferheld) auf's Parkett schicken. Ziel bleibe es, das Jahr mit drei Beteiligungen in den schwarzen Zahlen abzuschließen. 2016 konnten diese gemessen

am bereinigten EBITDA ihre Verluste weiter eindämmen. Der Schock nach dem (Teil-)Ausstieg des schwedischen Großaktionärs Kinnevik scheint allmählich verdaut. Zuletzt bewegte sich das Papier von Rocket Internet in einer vergleichsweise engen Spanne seitwärts.

Eine der heimischen Top-Adressen ist die **Deutsche Beteiligungs AG (DBAG)**. Erst in den letzten Wochen setzte der Mid Cap zu einer veritablen Rally an. Fundamental unterlegt ist diese durch eine Anhebung der Gewinnprognose. So erwartet die Gesellschaft für das aktuelle Geschäftsjahr 2016/17 nunmehr eine deutliche Gewinnsteigerung. Was in diesem Fall ein Anstieg um mehr als 20% auf mindestens rund 56 Mio. EUR bedeutet. Zusätzliche Ergebnisbeiträge aus vereinbarten Verkäufen und ein höheres Bewertungsergebnis seien hierfür die Hauptgründe. Die Mittelstandsholding **Gesco** trennte sich von einem Sanierungsfall, der schon länger die Bilanz belastete. Trotz dieses Befreiungsschlags und eines positiven Ausblicks auf das neue Geschäftsjahr 2017/18 konnte das Papier bislang nicht aus seiner mehrjährigen Seitwärtsphase ausbrechen.

Ein respektables Ergebnis gelang der Schweizer **BB Biotech** in einem für Biotech-Investoren schwierigen Jahr. Während der Nasdaq Biotech Index 2016 um mehr als 21% nachgab, schloss das BB Biotech-Papier sogar leicht im Plus. Ursächlich ist der reduzierte Abschlag zum Inneren Wert (NAV) des hauptsächlich aus US-Titeln bestehenden Portfolios. Zu den Top-Holdings zählten zuletzt Celgene, Incyte und Ionis Pharmaceuticals. Anteilseigner erhielten im März eine Dividende von 2,75 CHF je Aktie gutgeschrieben. Welche ▶



# Ein Stipendium – viele Gesichter

Deutschlandstipendium an der LMU München

## Polina Larina, Interkulturelle Kommunikation

Nach dem Tod meines Vaters lernte ich viel, um es von Usbekistan in die große, weite Welt zu schaffen. In München kann ich meinen Traum jetzt verwirklichen: lernen und lehren. Wenn ich für immer an der Uni bleiben dürfte, würde ich das sofort tun.

## Caroline Schambeck, Geowissenschaft

Neben dem Studium Geld zu verdienen ist wegen meiner Mukoviszidose-Erkrankung unmöglich. Durch das Deutschlandstipendium habe ich bald trotzdem meinen Master in der Tasche. Das ist ein kleiner Sieg im Kampf gegen die unheilbare Krankheit.

## Daniel Meierhofer, Zahnmedizin

Ich engagiere mich für Minderheiten wie Straßenkinder oder Flüchtlinge. Am meisten Freude bereitet mir aber der Einsatz als Sprecher für queere Studierende an der LMU. Ich weiß aus eigener Erfahrung, welche Probleme ein Outing mit sich bringen kann.

## Gideon Arnold, Jura

Nach meiner Ausbildung zum Wirtschaftsmediator habe ich neben meinem Studium einen Verein gegründet. Darin engagieren sich jetzt Juristen aus ganz Deutschland, um mittellosen Menschen durch Mediation bei der außergerichtlichen Streitschlichtung zu helfen.

## Sinksar Ghebremedhin, Medieninformatik

Meine Eltern mussten selbst vor dem Krieg fliehen. Daher unterstütze ich mit meinem Verein »Students4Refugees« Flüchtlinge dabei, ein Studium beginnen oder fortsetzen zu können – vier haben bereits ihren Abschluss geschafft.

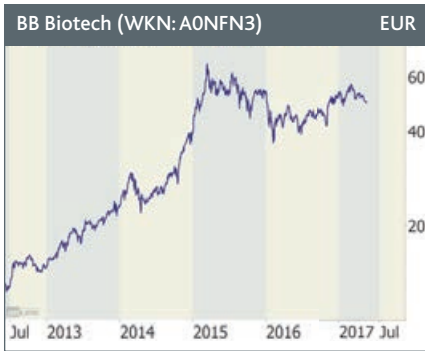
## Sybille Veit, Medizin

Ein Baby während des Studiums bekommen? Das hat bei mir funktioniert – dank des Deutschlandstipendiums. Jetzt helfe ich als Fachschaftsgruppenleiterin anderen Studierenden mit Kind beim Organisieren des Studienalltags.

[www.lmu.de/deutschlandstipendium](http://www.lmu.de/deutschlandstipendium)



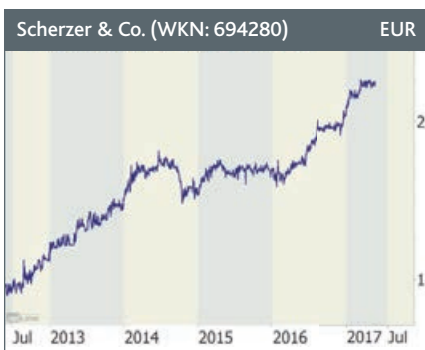




Auswirkungen die von Trump auf den Weg gebrachte Rücknahme von Obamacare haben wird, lässt sich bislang nicht genau prognostizieren. Beobachter rechnen derzeit mit positiven Impulsen aus weiteren M&A-Anstrengungen. Viele große Pharma- und Biotechfirmen können milliardenschwere Zukäufe problemlos stemmen.

**Blick in die zweite Reihe**

Nach zwei Jahren der Seitwärtsbewegung scheint die Aktie der Kölner **Scherzer & Co.** inzwischen von immer mehr Anlegern entdeckt zu werden. Das deutliche Kursplus seit dem letzten Frühjahr basiert einerseits auf einer Steigerung des NAV (+18% im Jahr 2016) sowie andererseits auf einer Verringerung des lange Zeit bestehenden deutlichen Kursabschlags auf den inneren Wert. Die Anlagestrategie der Gesellschaft zielt auf einen ausgewogenen Mix aus sicherheits- und chancenorientierten Investments, vor allem in deutschen Nebenwerten. Darunter fallen klassische Value-Titel, Abfindungswerte und Wachstumsaktien mit einem attraktiven Chance-Risikoverhältnis. GK Software, freenet und der Versicherer W&W standen zuletzt für die drei größten Engagements Scherz-



ers. Zufrieden dürften auch die Aktionäre der **Sparta AG** sein. Zwar ging der Jahresüberschuss 2016 um fast die Hälfte auf 5,6 Mio. EUR zurück, die vom Vorstand als Erfolgsmesser definierte Rendite auf das wirtschaftliche Eigenkapital fiel jedoch erneut prozentual zweistellig aus (+10,3%). Im Durchschnitt der letzten fünf Jahre brachte es die Gesellschaft sogar auf eine Rendite von 17,4%. Sparta engagiert sich vor allem bei Übernahme- und Abfindungstiteln (STADA, Pfeiffer Vacuum, Diebold Nixdorf). Ansonsten hält sich der Vorstand mit Einblicken in die eigenen Investitionsentscheidungen zurück.

Indizes auf Rekordniveaus ließen auch den NAV bei der **Value-Holdings AG** in den vergangenen zwölf Monaten kräftig ansteigen. Allein im ersten Quartal 2017 verbesserte sich der so ermittelte Portfoliowert um annähernd 17%. Vorstand Georg Geiger stellte auch dank höherer Dividendeneinnahmen bereits ein „deutlich positives Jahresergebnis“ in Aussicht. Mit einem Börsenwert von unter 10 Mio. EUR gehört die Aktie von Value Holdings zu den Micro Caps. Bei der einst als Sanierer gestarteten **Bavaria Industries Group** kam es zum Exit bei der mit Abstand größten und profitabelsten Beteiligung Tristone.

Für die Beteiligung am Automobilzulieferer nahm man in München 170 Mio. EUR ein, was deutlich über dem Buchwert lag. Damit summierten sich die Barmittel zuletzt auf stolze 300 Mio. EUR. Dennoch will sich der Vorstand mit Neuanlagen Zeit lassen. Der Fokus liegt zudem nicht mehr allein auf Sanierungsfällen. Inzwischen investiert man einen Teil der Gelder auch in Qualitäts- und Valueaktien. Auch Anteile an anderen Beteiligungsgesellschaften wie Berkshire Hathaway sind unter den Top-Holdings zu finden. Die Börse scheint erst einmal abwarten zu wollen, ob der Ertragslieferant Tristone adäquat ersetzt werden kann. Noch nicht wirklich vom Fleck gekommen ist der Kurs der erst 2014 gestarteten Hamburger Beteiligungsgesellschaft **Elbstein AG**. Die Aktie notiert knapp über dem Buchwert, gleichzeitig dürften jedoch einige stille Reserven in den Beteiligungen der Small-Cap-Holding liegen. Ein werthaltiges Asset der Gesellschaft ist daneben der enorme steuerliche

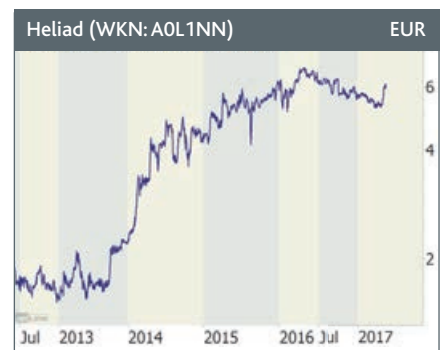


Verlustvortrag. Durch Umwandlung einer GmbH aus dem Besitz der Familie Ehlerding kreierte das Team um Vorstand Dr. Olaf Hein eine börsennotierte Gesellschaft mit deutlich mehr als 100 Mio. EUR Verlustvortrag. Auf absehbare Zeit wird das Unternehmen daher auf seine Erträge keine Steuern zahlen. Zu den Beteiligungen von Elbstein zählen neben diversen deutschen Small Caps auch Titel aus der Schweiz (u.a. Hochdorf) sowie mehrere Immobilien-AGs.

Mit einem signifikanten Abschlag zum NAV notiert die Frankfurter **Heliad**. Aktuell beläuft sich der Discount auf rund 33%. Gleichzeitig hatte sich der NAV 2016 jedoch durch Abschreibungen auf die Beteiligungen FinTech Group, MagForce und DEAG deutlich reduziert. Der Kurs von FinTech und MagForce hat sich seitdem jedoch bereits wieder deutlich erholt. Aktuelle Analystenschätzungen taxieren den NAV sogar auf knapp 12 EUR je Aktie – was den Discount auf knapp 50% erhöhen würde.

**Chancen entdecken**

Über viele Jahre verlief das Geschäft der **KAP-Beteiligungs-AG** in soliden, dabei



zugleich eher unspektakulären Bahnen. Die Hessen waren eine von vielen auf den deutschen Mittelstand ausgerichteten Beteiligungsgesellschaften. Der Fokus lag auf Nischenplayern des produzierenden Gewerbes, auf Automobilzulieferern, die Präzisionsteile fertigten, und auf Hersteller von technischen Textilien, Kunststofffolien und Bauteilen. Aus erfolgreichen Exits konnten immer mal wieder schöne Sondererträge erzielt und dann in Form von hohen Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Zwar dürfte sich an dieser Buy-and-Hold-Strategie wenig ändern, doch seitdem der Finanzinvestor Carlyle die Aktienmehrheit erwarb, ist bei der KAP eine neue Zeitrechnung angebrochen. Die Finanzkraft von Carlyle und die Mittelstandsexpertise der Hessen könnten zusammen einen beachtlichen Mehrwert für Aktionäre schaffen. Vielleicht traut man sich jetzt auch größere Übernahmen zu, die eine Neubewertung der KAP-Aktie ermöglichen würden. Für das letzte Geschäftsjahr werden im Sommer erst einmal 2,00 EUR ausgeschüttet. Damit bringt es der Mid Cap auf eine stattliche Dividendenrendite von fast 6%.

Mit einem Marktwert von unter 10 Mio. EUR ist die am Münchener Mittelstandssegment m:access notierte **U.C.A.** zugegebenermaßen ein „Börsenzweig“. Entsprechend dünn sind hier die Umsätze, weshalb Aufträge stets limitiert werden sollten. Allerdings bietet der Micro Cap auch Chancen. So deckte die Liquidität (8,4 Mio. EUR per 31.12.16) bereits den Großteil des Börsenwertes ab. Wichtige Beteiligungen wie das Online-Fortbildungsportal MedLearning (U.C.A.-Anteil: 78%) und der Merchandising-Dienstleister SportNex (Anteil: 35%) berichteten zuletzt über operative Fortschritte.

MedLearning wird seine Dividende für 2016 verdoppeln. Mittelfristig scheint dort für U.C.A. ein lukrativer Verkauf möglich. Bei SportNex, die für Vereine der Fußball-Bundesliga und Premier League das Online-Merchandising managen sowie Internet-Auktionen abwickeln, soll die erfolgreiche Kapitalrunde das Wachstum forcieren. Dazu hat sich U.C.A. inzwischen als verlässlicher Dividendenzahler etabliert. Problematisch bleibt jedoch auch weiterhin die Kostenstruktur. Allein die Personalkosten lagen 2015 bei knapp 4% des bilanziellen Eigenkapitals, für 2016 liegen noch keine Zahlen vor.

#### Fazit

Es fällt nicht immer leicht, den Dschungel der Beteiligungsstrategien und Geschäftsmodelle zu durchblicken. Die Diskrepanz zwischen den besten und schlechtesten Titeln fiel abermals deutlich aus. Die vielen illiquiden Aktien – zum Teil Micro- und Nano Caps – sind dabei nur erfahrenen Anlegern zu empfehlen. Verlässlichkeit und Kontinuität bieten vor allem Strategien mit einem klassischen Buy-and-Hold-Ansatz. Neben den deutschen Beteiligungsgesellschaften stellen wir Ihnen auf S. 16 auch noch einige spannende ausländische Holdinggesellschaften vor. Daneben geben wir Ihnen im folgenden Artikel ein Update zu den drei Beteiligungsgesellschaften **Aurelius**, **Auden** und **Solvesta**, bei denen sich in den letzten Monaten entscheidende Veränderungen ergeben haben. ■

Marcus Wessel

# gettex

die schnelle, günstige Börse

## Bis 10.000 Euro bei DAX30-Aktien: ohne Spread, ohne Gebühren, ohne Konkurrenz.

Als einzige Börse bietet gettex bei allen DAX30-Titeln den Handel ohne Spread und ohne Gebühren bis 10.000 Euro Ordervolumen. Mit Limit-, Market- und Quote-Request-Orders, börsentäglich von 8 bis 22 Uhr – perfekt für Privatanleger.

Alle DAX30-Titel

~~Spread~~

~~Maklercourtage~~

~~Börsenentgelt~~

So schnell.

So günstig.

So Börse.

Aktionszeitraum  
1. April  
bis 30. Juni

www.gettex.de

Aurelius, Auden und Solvesta

# Drei, die von sich reden machten

Alles andere als langweilig sind die letzten Monate bei Aurelius, Auden und Solvesta verlaufen. Wir bringen Sie daher auf den neusten Stand zu diesen drei Beteiligungsgesellschaften.

## Aurelius: Börsenkrimi abgeschlossen?

Der Rauch der ersten Schlacht ist abgezogen, und dennoch ist **Aurelius** noch lange nicht zur Ruhe gekommen. Seit dem Angriff des Shortellers Gotham City Research auf die Sanierungsholding ist es um die Münchner recht unruhig geworden. Bereits im letzten Smart Investor (5/2017, S. 8) haben wir uns intensiv mit dem Unternehmen beschäftigt. Weiterhin sind es vor allem zwei Fragen, mit denen sich die Börse beschäftigen sollte: Wie viele Aktien hält das Management tatsächlich und wie werthaltig ist der NAV des Unternehmens?

Zur ersten Frage gibt es kaum neue Erkenntnisse. Zwar haben Dr. Dirk Markus, sein Vorstandskollege Gert Purkert und der Aufsichtsratsvorsitzende Dirk Roesing am 25.4. und 28.4. insgesamt Aktien im Gegenwert von knapp 12 Mio. EUR erworben. Gleichzeitig hatte dasselbe Trio allerdings auch im Dezember 2016 Aktien für insgesamt rund 170 Mio. EUR verkauft – zu deutlich höheren Kursen. Über den aktuellen Stand des Aktienbesitzes des Managements gibt es nach wie vor keine Informationen. Die „Rückkäufe“ dürften daher vor allem aus Gründen der Signalfunktion erfolgt sein.

Zum Thema NAV gab es dagegen Neuigkeiten: So hat Aurelius Ende April tatsächlich den seit Längerem geplanten Exit bei der Tochter SECOP vollzogen. Das Unternehmen wurde für insgesamt 185 Mio. EUR an einen strategischen Käufer aus Japan abgegeben. Grund genug, die Dividende auf 4,00 EUR zu verdoppeln.

Die positive Nachricht hat jedoch einen faden Beigeschmack, wenn man auf die Bewertung der einzelnen Töchter im Halbjahresbericht 2016 blickt. Damals wurde der NAV noch individualisiert nach Unternehmen ausgewiesen und SECOP mit einem Wert von 256 Mio. EUR angesetzt. Der nun realisierte Verkaufspreis liegt aber ca. 30% darunter. Wie ist dies zu interpretieren? Zum einen ist der Shortseller klar widerlegt.

Denn Gotham hatte behauptet, SECOP wäre lediglich rund 18 Mio. EUR wert. Allerdings ist genauso fraglich, ob der von Aurelius berechnete NAV tatsächlich stimmt. Immerhin handelte es sich bei SECOP um die Perle des Portfolios. Wenn nun selbst diese deutlich unterhalb des angesetzten Wertes abgegeben werden muss, kann es um die NAV-Werte der restlichen Beteiligungen kaum besser stehen. Nimmt man auf den gesamten NAV der Holding zum 31.3. pauschal einen Abschlag von 30% vor, kommt man auf einen rechnerischen Wert von knapp 33 EUR je Aktie. Für Anleger Grund genug, an der Seitenlinie zu bleiben.

## Auden: Schnäppchenniveau erreicht?

Von einem jähen Absturz muss bei der Start-up-Holding **Auden** gesprochen werden. Wurde im Dezember noch eine Kapitalerhöhung zum Kurs von 7,00 EUR platziert (Emissionsvolumen von 16 Mio. EUR), notiert die Aktie aktuell nur mehr bei 1,55 EUR. Der gesamte Börsenwert des Unternehmens liegt mit 14 Mio. EUR damit aktuell unter dem Erlös der letzten

Kapitalmaßnahme. Was ist passiert? Klar ist zunächst einmal, dass Auden in den letzten Monaten einen extrem heißen Reifegrad gefahren hat.

Mit einer ganzen Reihe an Akquisitionen, deren Kaufpreise zum Großteil von den Verkäufern gestundet waren, wurde mit einer unglaublichen Geschwindigkeit ein Portfolio aufgebaut. Gleichzeitig war Auden deswegen aber auch dringend auf die Kapitalerhöhung angewiesen – und dies zu einem saftigen Preis. So rätselhaft es schien, wer damals die Aktien weit über dem aktuellen Börsenkurs übernahm, so sehr schossen diesbezüglich die Gerüchte ins Kraut. Angeblich sollen CEO Christofer Radic und sein Kompagnon Christian Frenko mit ihrer Auden Group GmbH den Großteil der Aktien selbst übernommen haben.

In einem Aktionärsbrief erklärte Radic Anfang Mai, dass er diese anschließend an Investoren weiterplatziert habe. Zudem wird am Markt intensiv darüber spekuliert, welche sonstigen Zugeständnisse er den potenziellen Käufern der Aktien gemacht haben könnte. Doch wie dem auch sei, dies ist zunächst einmal ausschließlich die Aktionärsseite. Auf der anderen Seite hat Auden nun ein Portfolio von sieben mehr oder weniger interessanten Beteiligungen mit jeweiligen Anteilen im niedrigen zweistelligen Prozentbereich.

In den nächsten Monaten sollten Anleger allerdings nicht mit spektakulären Nachrichten von dieser Front rechnen. Zwar



kündigte Radic für den Sommer das IPO der Tochter ViaLight an, die mutmaßliche Bewertung klingt jedoch mehr als sportlich. Lässt sich dies entgegen der Erwartungen realisieren, dürfte die Talfahrt beendet sein. Bleibt das IPO aus oder kommt es zu einer deutlich tieferen Bewertung, könnte ein erneuter Abverkauf der Aktie die Folge sein.

Die Blicke werden sich dann wieder auf den Hoffnungsträger OptioPay richten. Inklusiv einer Option hat Auden Zugriff auf 23% der Anteile, die letzte Finanzierungsrunde erfolgte bei einer Bewertung von 85 Mio. EUR. Rein rechnerisch ist also allein der Anteil daran ca. 20 Mio. EUR wert und damit mehr als der aktuelle Börsenwert von Auden. Auf dem ausgeprägten Niveau könnte die Aktie damit mittelfristig durchaus eine Spekulation wert sein, allerdings ein heiße. Die allerdings nur dann aufgehen kann, wenn der Boom für Internet-Start-ups auch in den nächsten Jahren anhält.

#### **Solvesta: Cash at Risk, (not yet) at Chance**

Die Geschäfte der Sanierungsholding **Solvesta** verliefen bislang mehr als holprig. Rund 1 ½ Jahre nach dem Start hat die Beteiligungsgesellschaft vier Unternehmen übernommen. Allerdings wurde eine dieser Töchter (Fan & More) bereits wieder für einen symbolischen Kaufpreis von 1 EUR abgegeben, für die Druckerei Stürz sogar Insolvenz angemeldet. Durch clevere Ausgestaltung der Verträge beim Kauf konnte Solvesta bei Stürz durch Verkauf des Maschinenparks und der Immobilie trotz erneuter Insolvenz rund 3 Mio. EUR Ertrag generieren.

Wie auf der Hauptversammlung Anfang Mai berichtet wurde, gibt es jedoch auch bei den verbleibenden Beteiligungen HELIMA und Stones diverse Baustellen. Die Zahlen beider Töchter liegen signifikant unterhalb der Planung, auf die Forderungen gegenüber Stones musste Solvesta zuletzt sogar massive Abschreibungen

vornehmen. Aktuell beträgt der „Cash at Risk“ (so bezeichnet Solvesta seine interne Risikosteuerungsgröße) in den verbleibenden Töchtern rund 7,3 Mio. EUR. Die durch die Stones-Abschreibungen notwendig gewordene Pflichtwandelung der ausstehenden Wandelanleihen beschert den Aktionären eine weitere Verwässerung von knapp 10%. Mit rund 4 Mio. EUR Cash auf dem Konto besitzt Solvesta zudem nur mehr begrenzten Spielraum, neue Deals zu tätigen. Laut Auskunft des Managements ist ein „kleinerer“ Zukauf mit den bestehenden Mitteln noch möglich – dieser muss dann aber auch ein hundertprozentiger Treffer sein. Ob sich auf dem aktuellen Kursniveau mit einer neuerlichen Kapitalerhöhung Geld besorgen lässt, ist zumindest fragwürdig. ■

*Christoph Karl*

.....  
*Hinweis: Die Zahlen zu den besprochenen Unternehmen finden Sie auf S. 8/9 (Übersicht Beteiligungsgesellschaften).*

— 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 Prime Standard gelistet.

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

## Ausländische Beteiligungsgesellschaften

# Auf Berkshires Spuren

Es muss nicht immer Warren Buffett sein – denn auch andere Beteiligungsgesellschaften haben schöne Töchter!

Vor allem Value-Fans kommt beim Gedankens an ausländische Beteiligungsgesellschaften automatisch **Berkshire Hathaway** (IK) in den Sinn. Kein Wunder, schließlich konnte Warren Buffett seit 1965 (!) eine jährliche Rendite von 19,0% p.a. erzielen. Der S&P 500 brachte es im gleichen Zeitraum nur auf ein jährliches Plus von 9,7% (inklusive Dividenden). Doch auch neben Berkshire Hathaway gibt es weltweit mehrere Beteiligungsgesellschaften, die in den letzten Jahren ähnlich erfolgreich waren. Eine Auswahl der interessantesten Titel wollen wir Ihnen nachfolgend vorstellen.

## Ingenieurmäßiges Wachstumsmodell

Die Industrieholding **Roper Technologies** aus dem US-Bundesstaat Florida konzentriert sich fast schon auf klassische deutsche Ingenieurstudenten. Das Unternehmen akquiriert Marktführer in Nischenmärkten, vor allem im Maschinenbau- und Softwaresegment. Idealerweise handelt es sich dabei um wiederkehrende Umsätze (aktuell knapp 50%). Was sich in Summe in beeindruckenden Margen niederschlägt: 2016 erzielte Roper eine Bruttomarge von 62% und eine EBITDA-Marge von stattlichen 35%. Das Team um den Ex-Manager von General Electric Brian Jellison

achtet daneben insbesondere auf den freien Cashflow. Jedes Unternehmen im Portfolio muss hier einen positiven Beitrag leisten. Die überschüssigen Mittel werden anschließend streng nach Return-on-Investment-Kriterien in Forschung & Entwicklung, internes Wachstum der bestehenden Töchter oder neue Akquisitionen investiert.

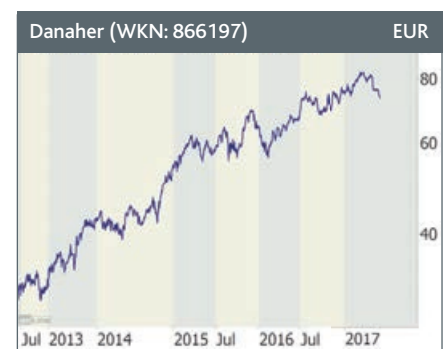
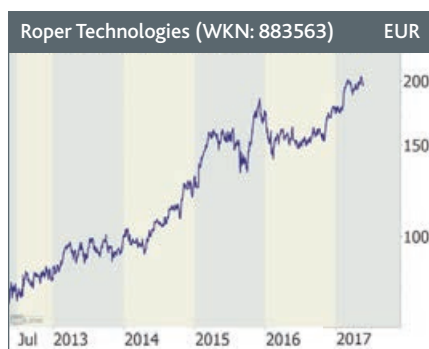
Auch im vergangenen Jahr war Roper daher wieder auf Einkaufstour. Mit der Akquisition der beiden Softwareunternehmen Deltek (2,8 Mrd. USD) und ConstructConnect (ca. 600 Mio. USD) ist Roper nun Marktführer bei projektbezogener ERP-Software. Der Bereich Software dürfte damit 2017 noch vor der Medizintechnik zur größten Sparte der Holding werden. Insgesamt erzielte der Konzern 2016 rund 3,8 Mrd. USD Umsatz und realisierte ca. 25% des Umsatzes als freien Cashflow. Zwischen 2003 und 2016 brachte es die Aktie damit auf eine Rendite von 19% p.a. So viel Qualität hat andererseits natürlich auch ihren Preis. Die Aktie notiert für 2017 bei einem KGV von knapp 24. Stärkere Rücksetzer sollten zum Kaufen genutzt werden.

## Gebündelte Megatrends

Eine weitere US-Holding mit einem vergleichbaren Ansatz ist **Danaher**. Das Unternehmen der beiden Rales-Brüder (die beide jeweils 6% am Unternehmen halten) ist vor allem in der Medizin- und Umwelttechnik aktiv. Ähnlich wie Roper setzt Danaher auf margen- und cashflowstarke Unternehmen, die von Megatrends im Gesundheitsbereich und der Digitalisierung profitieren. Bei Neuakquisitionen achtet Danaher vor allem auf den ROIC (Return on Invested Capital), Synergien mit bestehenden Danaher-Einheiten und

die Kombination von Value und Growth. Mit dem sogenannten „Danaher Business System“ hat das Unternehmen einen selbstentwickelten Steuerungsmechanismus für seine operativen Töchter. Dabei geht es um die Förderung von Innovation, die Incentivierung der Mitarbeiter, die Maximierung des Kundennutzens und das Kaizen-Prinzip als Basis des Produktionsprozesses.

Nach dem Spin-off des Unternehmens Fortive aus dem Danaher-Konzern ist das Unternehmen allerdings primär auf den Gesundheitsbereich fokussiert – und dies ist derzeit nicht die beliebteste Branche bei Investoren und Analysten. Daneben macht sich der Markt zuletzt offensichtlich Sorgen um die jüngsten Zukäufe. Sowohl der Hersteller von biopharmazeutischen Produkten Pall als auch das Diagnostik-Unternehmen Cepheid wurden zu ambitionierten Bewertungen übernommen. Allerdings hat das Management in der Vergangenheit stets bewiesen, solche Unternehmen hochprofitabel machen zu können. In der Aktie führte dies in den letzten Monaten zu einer (für Danahers Verhältnisse) deutlichen Korrektur. Für Langfristinvestoren könnte damit ein interessanter Zeitpunkt zum Einstieg gekommen sein.



## Baby-Berkshire

Fast schon ein Berkshire-Klon ist der Versicherungs- und Beteiligungskonzern **Markel**. Kerngeschäft des Unternehmens ist der Versicherungsbereich. Durch den sogenannten „Float“, sprich Prämieinnahmen, die erst mit deutlichem zeitlichem Verzug zur Schadensregulierung verwendet werden müssen, besitzt das Unternehmen mehrere Mrd. USD, die für eigene Investments zur Verfügung stehen. Klassischerweise realisieren Versicherungskonzerne mit dem Schreiben von Policen einen Verlust (sogenannter Underwriting Loss).

Der Wettbewerb ist schlicht zu hart und die verkauften Produkte sind kaum differenzierbar. In der Vergangenheit konnten die meisten Branchenvertreter diese Verluste meist durch ihre Investments in Festverzinsliches kompensieren und in Summe einen Gewinn erzielen. Ganz anders sieht die Situation dagegen bei Markel aus: Das Unternehmen ist vor allem in hochprofitablen Nischensegmenten tätig und konnte in den letzten fünf Jahren jeweils ein positives Ergebnis aus dem Versicherungsgeschäft erzielen.

Im gleichen Zeitraum konnte Markel allerdings auch noch ca. 15,9% p.a. mit seinen Aktieninvestments und ca. 3,1% mit seinem Anleiheportfolio erzielen (dies ist aufgrund regulatorischer Voraussetzungen nötig). Mit Markel Ventures hat das Unternehmen darüber hinaus in den letzten Jahren begonnen, ein Portfolio an Unternehmensbeteiligungen aufzubauen (2016 rund 1,2 Mrd. USD Umsatz). In Summe konnte der Buchwert je Aktie in den letzten fünf Jahren jedes Jahr zweistellig zulegen.

## Schwedische Industriepeler

Eine „europäische Berkshire“ ohne Versicherungsarm ist die schwedische **Latour Investment**. Wir hatten das Unternehmen bereits im Smart Investor 11/2016 vorgestellt und für eine Börseneinführung der Aktie in Deutschland gesorgt. Neben signifikanten Anteilen an den schwedischen Unternehmen Assa Abloy (Schlösser und Schlüssel), Fagerhult (Beleuchtungssysteme), Sweco (Ingenieursdienstleistungen) und Securitas (Sicherheitsdienste) sowie sechs weiteren börsennotierten Unternehmen hält Latour auch ein Portfolio an Direktbeteiligungen an Mittelständlern. Auch diese sind überwiegend in Schweden angesiedelt. Durch die in Schweden übliche Struktur mit A- und B-Aktien kann Latour bei den meisten seiner börsennotierten Töchtern trotz einer Minderheitsbeteiligung erheblichen Einfluss üben.



Während die gelisteten Unternehmen aktuell für einen Wert von 45,9 Mrd. SEK (4,7 Mrd. EUR) stehen, bewertet Latour seine Komplettbeteiligungen mit 16,8 Mrd. SEK (1,7 Mrd. EUR). Nach Abzug einer relativ bescheidenen Verschuldung ergibt sich dadurch zum ersten Quartal 2017 ein NAV von 386 SEK/Aktie (39,55 EUR). Seit 1985 bringt es die Holding auf eine fast schon unglaubliche Rendite von 24% p.a. Was auch an den selektiven Kriterien liegen dürfte, die Latour zumindest bei seinen Direktbeteiligungen ansetzt. So müssen diese über einen vollständigen Konjunkturzyklus mindestens ein Umsatzwachstum von 10% p.a., eine EBIT-

►



„100 % Aktien.  
Alles europäische  
Spitzenwerte.  
Keine Spielchen.  
Kein Timing.“

Armin Zinser



Die beiden Fonds **Prevoir Gestion Actions** und **Prevoir Perspectives** werden von Armin Zinser aktiv gemanagt und wurden bereits mehrfach für herausragende Performance ausgezeichnet.

Armin Zinsers erstklassige Kontakte zu Wirtschaft und Industrie und seine langjährige Erfahrung als Bank- und Fondsmanager stehen für den Erfolg der beiden Fonds.

**Prevoir Gestion Actions (A1T7ND)**  
**Prevoir Perspectives (A1XCQU)**

**PRÉVOIR**  
Asset Management

Weitere Informationen zu den Fonds,  
zum Unternehmen und den Risikohinweis  
finden Sie auf [www.sgprevoir.com/de](http://www.sgprevoir.com/de)

Oder folgen Sie uns  
[twitter.com/sgprevoir\\_deu](https://twitter.com/sgprevoir_deu)



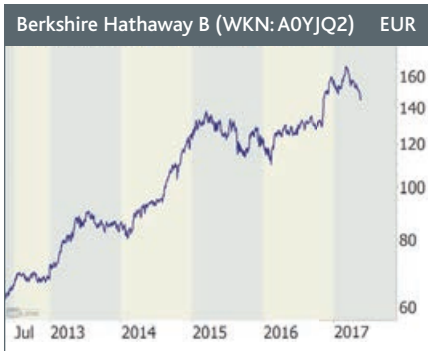
Société de Gestion Prévoir  
Telefon: (+33) 01.53.20.32.90  
20 Rue d'Aumale  
75009 PARIS – Frankreich





Bild © Christoph Karl

Alles andere als repräsentativ – die Verwaltung der knapp 400 Mrd. USD schweren Beteiligungsholding Berkshire Hathaway benötigt lediglich eine Etage in diesem unscheinbaren Bürogebäude in Omaha, Nebraska.



Marge von 10% und ein Ergebnis auf das eingesetzte betriebsnotwendige Kapital von 15 bis 20% erreichen.

**Börsennotierter Hedgefonds mit Abschlag**

Weit weniger erfolgreich als die bislang vorgestellten Aktien war in den letzten Jahren **Pershing Square Holdings**. Bei der Beteiligungsgesellschaft handelt es sich um einen börsennotierten Hedgefonds unter der Leitung von Bill Ackman. Und dieser hatte zuletzt mit seinem Investment in die abgestürzte Aktie von Valeant kein glückliches Händchen bewiesen. Blickt man etwas weiter zurück, können sich Ackmans Ergebnisse dennoch sehen lassen. So erzielte sein Hedgefonds Pershing Square seit Auflegung im Jahr 2004 rund 503% Performance. Der S&P 500 brachte es im gleichen Zeitraum lediglich auf 163%. Mit Pershing Square Holdings legte Ackman 2013 einen sogenannten „Evergreen-Fund“ auf, das heißt eine Beteiligungsgesellschaft, die auf Dauer Kapital zur Verfügung gestellt bekommt. Im Wesentlichen spiegelt diese Holding die Aktivitäten der restlichen Hedgefonds-Vehikel Ackmans 1:1 wider. Aktuell besitzt die Gesellschaft ein komprimiertes Portfolio von zehn Long-Positionen und einer Short-Position.

Dazu zählen Mondelēz (15% des Portfolios), Restaurant Brands International (21%), Air Products (12%), Chipotle Mexican Grill (13%), Howard Hughes (12%, lesen Sie dazu auch S. xx), Freddy Mac und Fannie Mae (6%), Platform Specialty Products (5%), Nomad Foods (4%) sowie zwei weitere nicht veröffentlichte Positionen. Zusätzlich hält Ackman eine Short-Position in Herbalife über rund 10%

des Portfoliowertes. Spannend ist Pershing Square auf lange Sicht vermutlich nicht. Vor allem aufgrund des Fehlgriffes bei Valeant notiert die Aktie aber derzeit mit einem Abschlag von knapp 16% zum NAV von 18,75 USD (knapp 17 EUR). Negativ sind dagegen die hohen Verwaltungsvergütungen, die Ackman auch der börsennotierten Holding berechnet (1,5% des NAV p.a.). Eine Performance Fee wird aufgrund der vergangenen Misserfolge dagegen erst ab einem NAV von mehr als 26,37 USD je Aktie fällig. Mit einem Zweitlisting an der Londoner Börse versucht Ackman derzeit, die Holding zu einem Mitglied des FTSE UK Index zu machen, was den Abstand zum NAV reduzieren könnte. Daneben hat er Aktienrückkäufe angekündigt, um diese Bewertungsdiskrepanz zu schließen.

**Die Messlatte liegt hoch...**

Es gibt sie durchaus, Beteiligungsgesellschaften, die über wirklich lange Zeiträume Werte für ihre Aktionäre schaffen. Der vielleicht geeignetste Benchmark zur Bewertung von deren Leistung ist letztendlich dann aber eben doch wieder Berkshire Hathaway. Trotz deren Größe konnte Warren Buffett in den letzten fünf Jahren den Buchwert je Aktie um knapp 15% p.a. oder insgesamt 72% erhöhen. Eine Messlatte, die für die Manager der meisten Beteiligungsgesellschaft viel zu hoch liegt. Doch warum sollten Anleger zu einer schlechteren Alternative greifen, wenn auch das Original zur Verfügung steht? Sie finden daher unseren ausführlichen Bericht zu Berkshire und dem diesjährigen Woodstock der Kapitalisten in Omaha auf S. 20.

Christoph Karl

Kennzahlen der vorgestellten eigentümergeführten Unternehmen											
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	EpS 2016	EpS 2017e	EpS 2018e	KGV 2016	KGV 2017e	KGV 2018e	Div. 2016**	Div.-Ren. 2016
Roper Technologies [US]	883563	197,76	20.178	6,03	8,44	9,28	32,8	23,4	21,3	1,24	0,6%
Danaher [US]	866197	73,75	51.191	3,31	3,60	3,93	22,3	20,5	18,8	0,51	0,7%
Markel [US]	885036	851,70	11.876	28,33	23,49	25,71	30,1	36,3	33,1	0,00	0,0%
Latour Investment [SE]	901207	40,84	8.077	2,25	-	-	18,2	-	-	0,82	2,0%
Pershing Square [GG]	A12C4S	14,04	3.371	-	-	-	-	-	-	0,00	0,0%
Berkshire Hathaway B [US] (IK)	A0YJQ2	145,62	359.192	6,37	6,47	7,14	22,9	22,5	20,4	0,00	0,0%

\*) in Mio. EUR; \*\*) für 2015 bezahlt in 2016; alle Angaben in EUR;

Quellen: OnVista, Bankenresearch

## Sohn Investment Conference 2017

# Hedgefonds-Titanen unter sich

Auf der Sohn Investment Conference in New York stellen die „Masters of the Universe“ ihre besten Aktienideen vor. Lohnt es sich, darauf aufzuspringen?

Die Sohn Investment Conference lässt sich wohl am besten als eine Art „Klassentreffen“ der Hedgefonds-Superstars beschreiben. Nicht selten bewegen die dort ausgesprochenen Kauf- und Verkaufsempfehlungen die Kurse der betreffenden Aktien. 2008 warnte David Einhorn vor Lehman Brothers, im Herbst desselben Jahres war die alt-ehrwürdige Bank insolvent. Die Konferenz legt aber auch die Fehlbarkeit der Stars der Branche schonungslos offen. So hatte Bill Ackman 2015 die Aktie von Valeant vorgestellt – der Titel hat seitdem mehr als 90% an Wert verloren. Wir haben uns vor Ort angesehen, ob es sich lohnt, den diesjährigen Empfehlungen zu folgen.

## Warnung eines ehemaligen Fed-Gouverneurs

Zunächst einmal hielt Kevin Warsh einen hoch interessanten Vortrag. Der ehemalige Fed-Gouverneur sieht extreme Risiken in der aktuellen Geldpolitik. Die Zentralbanken hätten für ein goldenes Zeitalter zwischen 2010 und 2017 gesorgt. Als Konsequenz davon wären allerdings die Bewertungen an den Finanzmärkten vollkommen davongelaufen. Statt Risiken



Bild: © Christoph Karl

Die Wall Street steht Schlange, um sich auf der Sohn Investment Conference mit neuen Ideen zu versorgen

abzusichern, hätten sich die Börsen zu „Risiko-Multiplikatoren“ entwickelt. Aktuell hätten die Zentralbanken weltweit das Zepter nicht mehr in der Hand. Das wichtigste Asset der Notenbanker sei deren Glaubwürdigkeit, allerdings könne diese jederzeit getestet werden. Für diesen Fall – wenn also die Märkte wieder die Kontrolle über die Zins- und Anleihemärkte übernehmen – werde es interessant.

Danach stellte Keith Meister von Corvex Management seine Empfehlung **Century Link** vor. Der Telekommunikationsanbieter würde signifikant von der Fusion mit dem Konkurrenten Level 3 profitieren. Denn dieses Geschäft sei maximal skalier-

bar, der kombinierte Konzern könnte daher enorme Einsparungen realisieren. Durch eine Dividendenrendite von 9% seien die Risiken mit denen eines Anleiheinvestments vergleichbar. Nach den Berechnungen von Meister besitzt die Aktie jedoch gleichzeitig mindestens 40% Kurspotenzial.

## Sim City in Aktienform

Dem Auftritt von Bill Ackman von Pershing Square Capital fieberten die Teilnehmer regelrecht entgegen. Doch statt seine neue Positionen zu präsentieren, stellte er sein langjähriges Investment **Howard Hughes** vor. Nun sei allerdings exakt der richtige Zeitpunkt, um in die Aktie einzusteigen, so Ackman. Als Entwickler sogenannter „Master Planned Communities“, also auf dem Reißbrett geplanter Städte, gehe Howard Hughes weit geringere Risiken als klassische Immobilienentwickler ein. Je erfolgreicher das Projekt, desto eher ziehen auch die Werte der bestehenden Landflächen an. Das Geschäft von Howard Hughes sei daher quasi eine reale Version des Computerspiels „Sim City“. Als Beispiel zog Ackman Donald Bren heran, der mit der Irvine

### Übersicht zu einigen auf der Sohn Conference vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	EpS 2017e	EpS 2018e	KGV 2017e	KGV 2018e	Div. 2016**	Div.-Ren. 2016
CenturyLink [US]	866405	22,22	12.195	1,96	1,90	11,3	11,7	1,98	8,9%
Core Laboratories [NL]	897269	96,99	4.285	2,01	2,97	48,3	32,7	2,01	2,1%
Howard Hughes [US]	A1C7ML	115,76	4.668	2,92	3,26	39,6	35,5	0,00	0,0%
Liberty Formula One A [US]	A2AHDZ	27,00	8.784	1,60	1,96	16,9	13,8	0,00	0,0%
Tesla [US]	A1CX3T	277,37	45.561	-4,73	-0,75	neg.	neg.	0,00	0,0%
Xilinx [US]	880135	59,50	14.758	2,26	2,52	26,3	23,6	1,21	2,0%

\*) in Mio. EUR; \*\*) für 2015 bezahlt in 2016; alle Angaben in EUR;

Quellen: OnVista

Ranch aus Niemandsland in Kalifornien eine Stadt für 250.000 Einwohner geschaffen hatte. Mit dem Summerlin-Projekt (einem Vorort von Las Vegas) entwickelt Howard Hughes derzeit etwas ganz Ähnliches. Bereits rund 100.000 Bewohner würden heute auf dem Gebiet wohnen. Weitere Projekte liegen in der Nähe von Houston, in Hawaii und in Maryland.

#### Tesla mit „Airbag“

Chamath Palihapitiya vom Venture-Capital-Investor Social Capital möchte auf Tesla setzen – allerdings mit „Airbag“. Als

Instrument dafür bietet sich eine bis 2022 laufende Wandelanleihe des Elektroautoherstellers an. Mit dieser Anleihe würden Investoren das Upside in der Aktie oberhalb von 327 USD mitnehmen. Solange das operative Geschäft von Tesla mehr als 15 Mrd. USD wert ist, ließe sich im Worst Case über die Gläubigerstellung das eingesetzte Kapital zurückholen. Für Palihapitiya sieht Tesla augenblicklich wie Apple vor zehn Jahren aus. Was Palihapitiya allerdings übersieht: Sollte Tesla ein Flop werden, wird es vermutlich eher 0 als 15 Mrd. USD wert sein.

#### Verwirrung um Core Laboratories

David Einhorn von Greenlight Capital sorgte schließlich für Verwirrung. Der Superstar der Branche stellte die Aktie von Core Laboratories vor – als Short-Idee. Da er dies nicht explizit auf seinen Folien vermerkte, wurde auf Twitter und diversen Webseiten jedoch zunächst vermeldet, er würde die Aktie zum Kauf empfehlen. Der Kurs von Core zog zunächst deutlich an, nur um später umso deutlicher abzusacken. Der Anbieter von Dienstleistungen für die Ölindustrie werde zu Unrecht als langfristige Wachstumsstory gesehen. In Wahrheit

## „Wie hast Du ihn verpasst, Charlie?“

### Wir haben auch in diesem Jahr die Hauptversammlung von Berkshire Hathaway besucht – und jede Menge interessanter Gedanken mit nach Hause gebracht

Warren Buffett und Charlie Munger live auf der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway (IK) – das ist und bleibt mehr als eine Kulturveranstaltung. Denn der 87-jährige Buffett und sein 92-jähriger Kompanon Munger haben noch immer das Zeug dazu, die Aktionäre mit ihren Antworten zu überraschen. Wir haben uns daher auch dieses Jahr auf den Weg nach Omaha gemacht. Und es kann nur so viel vorweggeschickt werden: Es hat sich gelohnt! Der Aktionärsfilm bedient sich in diesem Jahr vieler Szenen aus der Dokumentation „Becoming Warren Buffett“ (gibt es auch auf YouTube zu sehen). Darin wird unter anderem das Frühstücksritual von Buffett gezeigt, der sich auf der Fahrt ins Büro bei McDonalds mit „Sausage and Egg“ versorgt. Für Speck auf dem Sandwich ist er dann aber doch zu geizig, denn „der Markt ist heute deutlich im Minus“. Er fühle sich deswegen ein bisschen ärmer...

#### Technologie und Altersweisheit

Direkt nach dem Film geht es in die Fragen-und-Antworten-Runde. Spannend wird es zum ersten Mal, als Buffett auf seine jüngsten Investments in Technologieaktien angesprochen wird (IBM und Apple). IBM sei kein Fehler gewesen, antwortet dieser, allerdings habe er den „Burggraben“ um deren Geschäftsmodell für

größer gehalten, als er tatsächlich ist. Konsequenterweise reduzierte Berkshire daher zuletzt auch seine Beteiligungshöhe. Apple dagegen sei für ihn gar kein Technologie-Unternehmen, sondern ein Konsumgüterhersteller. Im Gegensatz zu IBM würden Apples kompetitive Vorteile allerdings zu- und nicht abnehmen. Für Charlie Munger sei das Investment in Apple zudem der Beweis für Warrens Lernkurve: „Ent-

weder ist er total verrückt geworden oder er hat etwas dazugelernt“, so Munger. Zu den Investments in die vier größten US-Airlines (insgesamt knapp 10 Mrd. USD) erklären die beiden, dass sie hier eine fundamentale Verschiebung der Branchenstruktur beobachten. Durch die Konsolidierung der Branche sei eine erhebliche Preissetzungsmacht entstanden. Gleichzeitig sprechen fundamentale Trends weiterhin für eine Ausweitung des Luftverkehrs. Allerdings sei das Geschäft letzten Endes noch immer kapitalintensiv. Es könne daher niemals zu einem so attraktiven Investment wie z.B. der Pralinenhersteller See's Candy aus dem Berkshire-Portfolio werden.

Die harten Schnitte, die der Berkshire-Partner 3G Capital bei Kraft Heinz umsetzt, verteidigte Buffett. Entlassungen seien unschön, dienen mitunter aber der Effizienz. Und leider gebe es für die US-Wirtschaft kaum einen anderen Weg, Wachstum zu erzielen, als an der Effizienz zu schrauben. Der geplanten Übernahme von Unilever durch Kraft Heinz habe Buffett dagegen nicht zugestimmt, als klar wurde, dass es auf eine feindliche Übernahme herauslaufen würde. Überhaupt sei es für Berkshire immer schwieriger, attraktive „Asset-light-Geschäftsmodelle“ zu

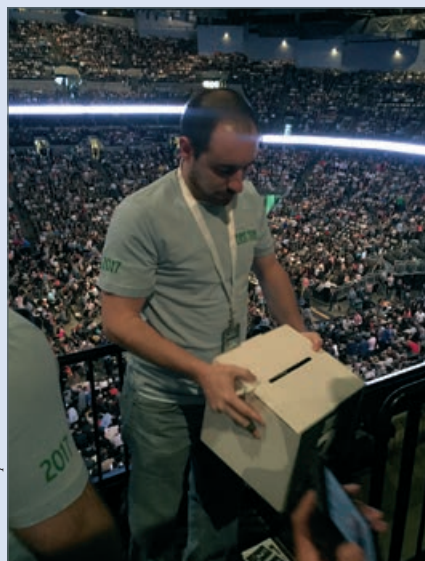


Bild: © Christoph Kart

*Wer Warren Buffett eine Frage stellen will braucht Losglück – wir hatten es leider nicht...*



sei Core jedoch in einem zutiefst zyklischen Geschäft aktiv. Mit einem geschätzten 2019er-KGV von 36 sei Core daher extrem überbewertet. Das Management verschwende zudem Aktionärsvermögen durch überbeuerte Aktienrückkäufe und sei in der Vergangenheit stets durch falsche Ölpreisprognosen aufgefallen.

### Frische Ideen der Nachwuchs-Stars

Bereits auf der Next Wave-Konferenz am Vormittag hatten die „jungen Wilden“ der Branche ihre besten Ideen präsentiert. So stellte Mark Moore von ThornTree Capi-

tal die Aktie der **Formula One Group** vor. Das Unternehmen könne durch den Abgang von Bernie Ecclestone endlich nötige Reformen durchführen, um sein Geschäft zukunftsfähig zu machen. Der Liberty-Mann Chase Carey verfüge über das entsprechende Know-how. Aus höheren Erträgen aus Fernsehgeldern, Werbeerlösen und dem Aufbau des Digitalgeschäftes leitet Moore bis 2020 einen um ca. 90% höheren Free Cashflow ab.

Mit dem Halbleiter-Hersteller **Xilinx** stellte Neal Nathani von Totem Point

Capital einen Profiteur der Entwicklung künstlicher Intelligenz vor. Das Unternehmen wachse deutlich schneller als der Markt und erzielt gleichzeitig attraktive Margen (ca. 39% Free-Cashflow-Marge). Adjustiert um den Cash ergibt sich aktuell ein KGV von lediglich 15 für 2017. Mit etwas höherem Fremdkapitaleinsatz könne Xilinx ca. 40% der Marktkapitalisierung zurückkaufen – mit entsprechendem Ergebniseffekt. Die Aktie sieht Moore mittelfristig um bis zu 70% höher notieren.

Christoph Karl

finden, die groß genug sind. Interessant ist dazu allerdings eine Anmerkung der Investmentlegende: So seien die größten fünf Unternehmen der USA (Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon und Facebook) dadurch geprägt, kaum Kapital zu benötigen. Laut Buffett könnten sie vermutlich sogar komplett ohne Eigenkapital geführt werden.

Solche Geschäftsmodelle seien quasi das ideale Investment, allerdings auch genauso schwierig zu finden. Zu Google bzw. Alphabet äußerte der Altmeister ernste Selbstzweifel. Er habe insbesondere über die Anzeigenschaltungen seiner Autoversicherung GEICO gesehen, wie sehr sich deren Budgets von Print und TV hin zu Google verschoben haben. Wie großartig der Burggraben um dieses Geschäftsmodell sei, habe er dennoch nicht realisiert. Er und Munger hätten Google schlicht und ergreifend verpasst.

### Mit Netz und doppeltem Boden

Überhaupt: Viele Aktionärsfragen drehen sich um technologische Disruption und wie Investoren darauf reagieren sollen. Und Buffett bleibt selbstkritisch. Er habe z.B. Amazon und deren Chef Jeff Bezos völlig unterschätzt. Amazon habe eines der genialsten Geschäftsmodelle überhaupt, Bezos sei einer der fähigsten CEOs in der Geschichte. So habe dieser bereits 1997 eine Roadmap vorgelegt, in der er beschrieben habe, was er erreichen möchte. Es sei jedoch nicht nur bei großen Visionen geblieben, sondern auch noch

brillant umgesetzt worden. Im Scherz fragte Buffett Munger anschließend: „Wie hast Du ihn [Jeff Bezos, Anm. d. Red.] verpasst, Charlie?“ In den vergangenen zehn Jahren konnte Berkshire trotz dieser verpassten Chancen den intrinsischen Wert je Aktie um ca. 10% p.a. steigern, so Buffett. Sollten die Zinsen auf dem heutigen Niveau bleiben, würde dieser Wert in den nächsten zehn Jahren wohl etwas niedriger ausfallen. Aber Berkshire wird auch in Zukunft die ultimative „Compounding-Maschine“ bleiben. Die Zahlen sind nach wie vor beeindruckend: ca. 20 Mrd. USD freie Cashflows pro Jahr, 95 Mrd. USD Cash auf dem Konto und ein Aktienportfolio, das ca. 175 Mrd. USD umfasst.

Dazu kommt das „Sicherheitsnetz“ durch mögliche Rückkäufe. Aktuell würde Buffett die eigene Aktie für das 1,2-Fache des Buchwertes zurückkaufen – rund 127 EUR je B-Aktie. Kommt es noch im laufenden Jahr zu Donald Trumps Steuerreform, wird

Berkshire ca. 29 Mrd. USD Buchwert hinzugewinnen, da entsprechende Rückstellungen aufgelöst werden könnten. Die Rückkaufschwelle läge dann bei ca. 140 EUR je B-Aktie. 2017 und 2018 dürften jeweils 20 Mrd. USD Erträge anfallen.

Die Rückkaufschwelle wäre damit auch unabhängig von „The Donald“ bei 136 bzw. 145 EUR je B-Aktie. Eine Aussage von Buffett lässt darüber hinaus aufhorchen: So könne er sich vorstellen, das avisierte Rückkaufniveau noch oben zu setzen, sollte er in der näheren Zukunft keine adäquaten Übernahmeziele finden. Dies könne laut Buffett relativ schnell passieren. Rechnet man mit dem 1,3-Fachen des Buchwertes, notiert die Aktie bereits heute lediglich wenige Euro über dieser Schwelle. All dies ist jedoch nur die Absicherung (siehe Tabelle). Der innere Wert je Aktie dürfte derzeit eher im Bereich von 180-200 EUR je B-Aktie liegen – mit weiter steigender Tendenz...

Christoph Karl

Das „eingebaute Sicherheitsnetz“ bei Berkshire Hathaway (in EUR je B-Aktie)					
	Aktuell	+ Effekt von Steuerreform	+ Erträge aus 2017	+ Erträge aus 2017-18	+ Steuerreform + Erträge 2017-18
<b>Kurs</b>	<b>145,6</b>				
<b>Buchwert</b>	<b>106,0</b>	<b>116,5</b>	<b>113,2</b>	<b>120,5</b>	<b>131,0</b>
<i>Rückkauf zu:</i>					
1,2x Buchwert	127,2	139,8	135,9	144,6	157,2
1,3x Buchwert	137,8	151,5	147,2	156,6	170,3

Quelle: eigene Berechnungen

Politik &amp; Gesellschaft

# USA, quo vadis?



## Die Außenpolitik einer Weltmacht gehört zu den komplexesten und undurchdringlichsten Politikfeldern überhaupt – Versuch einer Annäherung

### Mehrdimensionales Schachspiel

Wenn es um Außenpolitik geht, bleibt das meiste schon deshalb unsichtbar unter der Oberfläche, weil die wahren Ziele selten offen kommuniziert werden (können). Das müssen noch nicht einmal finstere Hintergedanken („hidden agendas“) sein. Schon die Berücksichtigung der unterschiedlichen Interessen und Konstellationen mit und zwischen Partnern sowie Rivalen lässt sich als mehrdimensionales Schachspiel auf sich dynamisch verändernden Spielbrettern auffassen. Verschärft wird diese Thematik noch, wenn eine neue Regierung ins Amt kommt, die eine bewusste Abkehr von einer bis dahin vorherrschenden Politik anstrebt, wie dies bei Donald Trump der Fall ist.

Der Politikexperte und mehrfache Buchautor Dr. Bruno Bandulet stellt klar, dass es in diesem Fall nicht um „Isolationismus“ gehe, wie bösartig behauptet wird, sondern um eine Politik der Nichteinmischung in fremde Länder – eine Haltung, die im

Übrigen auch keine Erfindung der Regierung Trump ist, sondern eine lange Tradition in der US-Geschichte hat: „Es gehe nicht darum, die USA zu isolieren, sondern darum, sich aus unnötigen und schädlichen Kriegen herauszuhalten.“

### Offene Machtfrage

Andreas Marquart vom Ludwig von Mises Institut Deutschland betont die enormen Widerstände des bis dahin uneingeschränkt herrschenden Systems gegen eine solche Neuausrichtung der Politik. Dabei ist es fast schon egal, wie man diese Strukturen benennt – der „Tiefe Staat“ und der „militärisch-industrielle Komplex“ sind keine Verschwörungstheorien, sondern reale Erscheinungen, die bis zu Trumps Amtsübernahme ohne echte Gegenspieler waren. Bruno Bandulet weist in diesem Zusammenhang auch auf einen in der US-Geschichte einmaligen Vorgang hin: Normalerweise werde die Machtfrage im Wahlkampf gestellt und mit der Wahl entschieden. Im Falle Trumps stelle sich

das Establishment aber noch immer gegen den neuen Präsidenten, weshalb die Machtfrage weiter offen sei. Daher lasse sich auch keine richtige Bilanz der ersten 100 Tage im Amt ziehen. Die Hasskampagnen der Mainstreammedien und die Wühlarbeit der (Geheim-)Dienste gegen Trump sind ein starkes Indiz dafür, dass Trump kein Teil des Establishments ist, sondern von diesem als eine Art korrekturbedürftiger Betriebsunfall angesehen wird. Denkbar, aber eher unwahrscheinlich, dass wir hier nur einer gut gemachten Inszenierung aufsitzen und Trump darin lediglich seine Rolle spielt.

### Dealmaker, Egomane oder beides?

Die Irritationen, die einzelne Maßnahmen von Trump hervorriefen, dürften zum Teil dem fortwährenden Machtkampf an der „Heimatfront“ geschuldet sein, von dem nur Schlaglichter an die Öffentlichkeit dringen. Ob man Trump allerdings eher als erratisch agierenden Egomane oder als geschickten Dealmaker charakterisiert,

Bild: © newsphoto – stock.adobe.com

sagt meist mehr über den Betrachter als über das Objekt der Betrachtung aus. Unfair ist es allerdings, Trump an seinen Maximalpositionen zu messen. Erstens fällt praktisch jeder Politiker durch dieses Raster. Zweitens ist es die typische Vorgehensweise, bei Verhandlungen zunächst mit maximalen Forderungen zu starten, um dann das Mögliche zu erreichen. Mit diesem Ansatz sind nicht nur Trump, sondern auch seine Mitstreiter Tillerson und Mnuchin groß und erfolgreich geworden.

### Nur ein weiterer „Kriegspräsident“?

Der irritierendste und interpretationsfähigste außenpolitische Vorgang der Trump-Administration war der Tomahawk-Angriff auf den syrischen Luftwaffenstützpunkt al-Shayrat am 6. April – als direkte Vergeltung für einen behaupteten, aus Sicht des inkriminierten syrischen Präsidenten Assad jedoch vollkommen sinnlosen, ja kontraproduktiven Chemiewaffen-Angriff. Bandulet bezeichnet insbesondere den sofortigen Beifall des Mainstreams und erklärter Trump-Gegner als „entlarvend“. Hier zeige sich, wo die Trennlinie zwischen Trump und dem Establishment verlaufe. Er charakterisiert den Angriff „eindeutig als eine Entlastungsaktion für die Innenpolitik“. Er glaube nicht, dass Trump „gekippert“ sei. Auch erwarte er, dass Trump weiter versuchen werde, mit Russland einen Deal auszuhandeln. Für diese These sprechen einige Indizien: Zum einen beschränkte sich der Angriff auf einen eher bedeutungslosen Militärflughafen und (!) richtete selbst dort nur vergleichsweise übersichtliche Schäden an. Diese Auffassung vertritt auch Friedrich Lange vom Informationsdienst Oxford Club, der vorrechnet, dass gerade einmal 23 von 59 Marschflugkörpern das Ziel überhaupt erreichten.

### „Hinter den Kulissen“

Im Internet wurde daraufhin die Theorie vertreten, dass die US-Technologie möglicherweise nicht annähernd so gut sei wie ihr Ruf, oder aber die russische Militärtechnik sehr viel besser als vermutet. Erinnerungen werden wach an eine Begebenheit aus dem Jahr 2011, als der Iran behauptete, eine US-Drohne per „GPS-

Jamming“ abgefangen und sicher gelandet zu haben. Die USA widersprachen zwar in den Details, gaben aber zu, ein solches Fluggerät tatsächlich an den Iran verloren zu haben. Prinzipiell kann also jedes Land überraschende technologische Durchbrüche auf militärischem Gebiet erzielen. Wie dauerhaft ein dadurch erworbener Vorsprung sein wird, steht allerdings auf einem anderen Blatt. Die USA mit ihrem gigantischen Militär-, Forschungs- und Geheimdienstbudget werden am ehesten in der Lage sein, derartige Lücken relativ zügig wieder zu schließen – besonders nach solchen „Waffentests“ unter Kampfbedingungen, wie sie in al-Shayrat stattgefunden haben. Ein weiterer Aspekt ist, dass laut Friedrich Lange Moskau, Damaskus und Ankara vorab über den Angriff informiert waren, Berlin und Brüssel dagegen pikanterweise nicht.

Das lässt die Interpretation zu, dass Trump vor allem russische Opfer vermeiden wollte, während er die NATO-Verbündeten möglicherweise bewusst ein wenig düpierte. In Summe spricht das nicht für eine Wiederaufnahme des von der Vorgängerregierung verfolgten Konfrontationskurses gegen Moskau. Trotz der pflichtschuldigen öffentlichen Entrüstung des Kremls blieben die diplomatischen Kanäle nach Moskau auch in den Tagen nach dem Angriff weit offen. Für Lange war dies klar „ein Geschäft hinter den Kulissen“. In einer ersten Reaktion zeigte sich allerdings die libertäre Ikone, der langjährige US-Senator Ron Paul ([ronpaulinstitute.org](http://ronpaulinstitute.org)) enttäuscht über den Angriff. Dies sei die schnellste 180-Grad-Wende („U-Turn“) in der Geschichte der Außenpolitik des Landes gewesen. Auch Andreas Marquart sieht Anzeichen einer Trendwende im Verhalten Trumps, etwa seine geänderten Positionen zu Whistleblowern oder zur Rolle der NATO.

### Richtungsweisende Personalien?

Als weiteres Indiz für eine mögliche Trendwende bei Trump gilt die Personalie Steve Bannon. Der ehemalige Chef von Breitbart News Network gilt als Vordenker und strategischer Kopf der „Trump-Revolution“. Als Chefberater erhielt er sogar einen stän-

digen Sitz im Nationalen Sicherheitsrat. Diesen ständigen (!) Sitz verlor er aber just einen Tag vor dem Angriff. Eine Demontage Bannons, die dessen Intimfeind, Trumps Schwiegersohn Jared Kushner, sichtbar aufwertet. Gefährlich, denn Kushner gilt als außenpolitischer Hardliner, der insbesondere gegenüber dem Iran und Russland klare Kante zeigen will. Allerdings gibt Bruno Bandulet zu bedenken, dass diese Personalie auch taktisch motiviert gewesen sein kann, denn Bannon ist einer der meistgehassten Männer des US-Establishments. Möglicherweise wollte Trump ihn, und damit auch sich selbst, damit nur ein Stück weit aus der Schusslinie nehmen.

### „Marionette Moskau“

Mit etwas Abstand zum Ereignis schälen sich einige Entwicklungen deutlicher heraus. Die große Konfrontation mit Russland ist bislang ausgeblieben. Stattdessen konzentrieren sich die USA auf das nordkoreanische „Outlaw-Regime“, das eine echte Bedrohung für die asiatischen Verbündeten darstellt. Der inneramerikanische Machtkampf erreichte mit der Entlassung von FBI-Chef James Comey einen neuen Höhepunkt. Dies löste eine neuerliche Medienwelle gegen Trump aus, die in der offenen Forderung nach einem „Impeachment“, also einer Amtsenthebung gipfelte. Putin stellte sich demonstrativ an die Seite Trumps und bot die Kreml-Gesprächsprotokolle zur Aufklärung an. Sein Interesse an einem Verbleib Trumps im Amt wurde dadurch so deutlich, dass auch dies unmittelbar gegen den US-Präsidenten gewendet wurde – Stichwort: „Marionette Moskau“.

### Fazit

Die befürchtete Eskalation zwischen den USA und Russland ist nach dem Angriff auf Syrien ausgeblieben. Im Gegenteil, Trump scheint in Moskau mehr Freunde zu haben als in Washington. Eine Annäherung zwischen den USA und Russland wird vom bisherigen US-Establishment massiv torpediert, erscheint aber immer noch möglich, und wäre, nebenbei bemerkt, im besten deutschen Interesse. ■

*Ralph Malisch*



## Österreichische Schule

# Made in Austria?

## Wie viel „Österreichisches“ steckt in Donald Trump?

### „Free Speech“

Donald Trump ist eine der schillerndsten Persönlichkeiten, die je ins Weiße Haus gewählt wurden. Er steht quer zu allem, was die „Erklärbaren“ der tonangebenden Großmedien den Wählern bis dahin als richtig verkaufen wollten. Er sei Rüpel, Clown, Populist oder schlicht verrückt. Wer so bekämpft wird, kann nicht alles falsch gemacht haben. Genau dieses Aufbrechen der politischen Debatte könnte Trumps größtes Verdienst sein. Tatsächlich dürfte dahinter nämlich mehr stecken als die pure Lust an Provokation und Tabubruch. Trump schleifte die Mauern der „political correctness“ und – aus purer Not – auch die bis dahin sakrosankte, ihm aber feindselig gegenüberstehende Priesterklasse der politischen Top-Kommentatoren.

Damit leistete er einen wichtigen Beitrag zur Stärkung der freien Rede als wesentlichster Vorbedingung eines echten Meinungs- und Richtungsstreits. Bis zum Aufkommen Trumps ging die Strategie der selbsternannten Gedanken-, Sprach- und Gesinnungswächter bestens auf. Sie steckten den Rahmen des zulässigen Diskurses ab und verengten ihn in ihrem Sinne immer weiter. Wer die krawallige Art Trumps für wenig präsidial hielt, sollte sich fragen, ob es nicht noch viel weniger mit dem Präsidentenamt vereinbar ist, sich klaglos in einen von anderen vorgegebenen, eng geschnittenen Meinungskorridor pressen zu lassen.

### Deregulierung & Dekonstruktion

Auch hinsichtlich des Themas Deregulierung konnte Trump einige „österreichische Punkte“ sammeln. Dem früheren Geschäftsmann ist der allzuständige regulierende Staat mit Sicherheit ein Dorn im Auge gewesen. Innerhalb nur eines Monats hat er auf Bundesebene 90 Regulierungen aufgehoben. Bereits während der ersten

Amtstage unterschrieb er ein Dekret, wonach eine Bundesbehörde nur dann eine neue Regel in Kraft setzen darf, falls sie zwei bisherige Regeln einkassiert. Auch die Kosten neuer Maßnahmen müssen durch Verzicht auf bisherige Maßnahmen finanziert werden. Laut Stephen („Steve“) Bannon, einem der wichtigsten Berater Trumps, sieht diese Regierung eine ihrer Aufgaben in der „Dekonstruktion des Verwaltungsstaates“. Dass erwachsene Menschen bei geringerer Regulierungsdichte auch wieder mehr Eigenverantwortung zu übernehmen haben, ist im Sinne der Austrians nur zu begrüßen.

Der Teufel steckt allerdings im Detail: Denn wie schon bei der Regulierung wirken auch bei der Deregulierung mächtige Lobbys mit auf die Entscheidungen ein. Zudem gibt es Themen, an die sich Trump wohl nicht herantrauen wird: Obwohl er in kritischer Distanz zur Politik der Fed – wenn nicht gar zur Institution selbst – steht, sind von ihm weder Audit noch Geldreform zu erwarten. Zum einen kämpft er bereits jetzt mit dem Rücken zur Wand, zum anderen fällt in den nächsten anderthalb Jahren turnusgemäß die Besetzung mehrerer Gouverneursposten an, was die Fed vom latenten Gegner zu einem Instrument werden lassen könnte. An diesem Fall sieht man, ähnlich wie an der geänderten Haltung zu Whistleblowern, dass es Trump nicht um die reine Lehre geht, sondern um das, was ihm taktisch nützt oder schadet.

### Steuern & Defizite

Mit den geplanten Steuersenkungen rennt Trump bei Austrians offene Türen ein. Nirgendwo ist Geld in schlechteren Händen als beim Staat, nirgendwo in besseren als bei denen, die es selbst verdienen. Je höher die Steuerbelastung der Bürger, desto ineffizienter wird der erwirtschaftete

Wohlstand verwendet. Steuern sind damit echte Wohlstandskiller. Nicht nur, dass das wegbesteuerte Geld für Investitionen fehlt und damit den Aufbau des Kapitalstocks einer Volkswirtschaft behindert, der Staatsapparat verwendet die Mittel zudem auch noch überwiegend konsumtiv und ist bei Verwaltung und Zuweisung höchst ineffizient. Insofern sind beherzte Steuersenkungen immer eine gute Idee. Allerdings besteht der Staatshaushalt bekanntlich nicht nur aus Einnahmen. Keine Regierung erreichte bislang eine nachhaltige Ausgabendisziplin, die zudem den angenehmen Nebeneffekt hätte, das Wuchern des Staatsapparates ein wenig in Schach zu halten. Auch Trump wird dies nicht gelingen.

Er plant bereits umfangreiche Ausgaben, vor allem in den Bereichen Rüstung und Erneuerung der Infrastruktur. Zumindest im zweiten Fall könnte viel durch eine intelligente Einbindung des privaten Sektors erreicht werden. Das würde den Haushalt entlasten und sollte einige jener Investitionsruinen vermeiden, die so typisch für Bürokraten sind, die Unternehmer spielen. Die Haushaltsdefizite werden dennoch weiter wachsen und künftige Generationen noch tiefer in die Haftung treiben, ohne dass diese je eine Chance auf Mitsprache gehabt hätten. Eine Entwicklung, die aus österreichischer Sicht ohne Wenn und Aber abzulehnen ist.

### Freihandel & Zölle

Trump ist ein erklärter Gegner „unfairer“ Handelspraktiken, die er für das enorme Handelsdefizit der USA verantwortlich macht. Nebenbei bemerkt könnte man ganz grundsätzlich darüber diskutieren, wer da eigentlich „unfairer“ behandelt wird – diejenigen Volkswirtschaften, die weltmarktfähige Güter produzieren und exportieren, oder diejenige, die dafür mit

selbstgedruckten Dollars „bezahlt“? Wird da wirklich „amerikanischer Wohlstand“ gestohlen, wie Trump meint?! Solche Überlegungen sind es aber offensichtlich nicht, die ihn umtreiben. Stattdessen hat er eine Untersuchung der US-Handelsdefizite angeordnet, um Fälle von Dumping, manipulierten Wechselkursen und unfairen Handelspraktiken zu identifizieren. Bestenfalls werden solche Praktiken dann im Sinne eines freien Handels nach und nach ausgeräumt.

Wahrscheinlicher aber dürfte es sein, dass derartige Tatbestände zum Anlass für Vergeltungsmaßnahmen in Form von Strafzöllen genommen werden. Die aggregierte Länderbetrachtung und eine solche Freund/Feind-Schablone verstellen den Blick darauf, dass diese Defizite durch den freiwilligen Austausch zwischen einzelnen Unternehmen und einzelnen Verbrauchern zustande kommen. Das aber würde dann schnell die mangelnde Wettbewerbsfähig-

keit zahlreicher US-Branchen ins Blickfeld rücken, die erkennbar nicht zu Trumps favorisierten Erklärungsmustern gehört.

#### „Die Mauer“

Auch das Projekt einer Mauer zu Mexiko wurde in den Medien ausgiebig, jedoch etwas windschief dargestellt. Es entstand der falsche Eindruck, dass eine prinzipiell offene Grenze nun mit einer Mauer à la DDR geschlossen werden soll. Tatsächlich verstärkte bereits die Vorgängerregierung die Grenzsicherung, um den Strom illegaler Einwanderung in die USA einzudämmen. Niemand in Regierungsverantwortung nimmt die „Kein Mensch ist illegal-Parolen“ linksgewirkter NGOs ernst – außer vielleicht der deutschen Kanzlerin.

Wenn sich eine Regierung nicht um die Sicherung der Staatsgrenze kümmert, dann ist das kein Zeichen besonderer Liberalität, sondern ein Zeichen besonderer Verantwortungslosigkeit gegenüber den Bürgern.

Bei einem großen Wohlstandsgefälle oder einer Vielzahl an frei verfügbaren „öffentlichen Gütern“ (Infrastruktur, Sozialstaat etc.) wird unmittelbar klar, dass es auch aus Sicht der Austrian Economics nicht nur um die verständlichen Motive der Wanderungswilligen gehen kann, sondern zwingend auch die Interessen der Bürger des potenziellen Aufnahmelandes zu berücksichtigen sind.

#### Fazit

Trump ist kein Austrian. Dennoch verhält er sich auf manchen Politikfeldern „österreichischer“ als die meisten seiner Vorgänger. Allerdings ist er nicht unbedingt ein Mann eherner Grundsätze. Sein Politikstil ist pragmatisch, um nicht zu sagen: opportunistisch. Als Machertyp zeigt er fast zwangsläufig auch starke dirigistische Tendenzen. Wie sich das in der US-Außenpolitik darstellt, diskutieren wir ab S. 22.

*Ralph Malisch*

Anzeige

## MACK & WEISE

### VERMÖGENSVERWALTUNG

#### Notenbanken vs. Gold

SEIT 2007\*

GELDSCHÖPFUNG  
~ 11.000 MRD. USD  
EZB, FED, BoJ, BoE, SNB

GOLDFÖRDERUNG  
~ 1.200 MRD. USD  
ALLE GOLDMINEN

\* KUM. GELDSCHÖPFUNG DER EZB, FED, BoJ, BoE UND SNB 2007 - 04.2017, BERECHNUNG BANK OF AMERICA  
\*\* GOLDMINENFÖRDERUNG 2007 - Q1 2017: 30.475t (WGC), GOLDPREIS VOM 12.05.2017: 1.231,30/UNZE

## Phänomene des Marktes

# Der Holding-Effekt

## Innere Werte zählen – mal mehr und mal weniger

Warren Buffett spricht mit Vorliebe vom „Intrinsic Value“ seiner Holding Berkshire Hathaway (IK), die meisten anderen Beteiligungsgesellschaften benutzen dagegen den Ausdruck Net Asset Value (NAV). Damit gemeint ist jedoch in beiden Fällen eine relativ simple Kenngröße. Denn meist besteht eine klassische Holding eben nicht ausschließlich aus Tochterunternehmen, die vollständig konsolidiert werden. Sind Minderheitsbeteiligungen oder Aktienpakete an notierten Gesellschaften der Hauptbestandteil der Aktiva, besitzt die Gewinn- und Verlustrechnung in der Regel kaum einen Informationsgehalt. Stattdessen sollten Anleger die Summe der Aktiva zum aktuellen Marktwert berechnen und davon die (auf Holdingebene) ausstehenden Schulden abziehen.

### Mehr oder weniger komplex

Ist dies bei börsennotierten Unternehmen noch ein relativ leichtes Unterfangen, da ein täglich aktueller Marktwert zur Verfügung steht, wird dies bei Direktbeteiligungen schon deutlich schwieriger. In

diesem Fall muss für jedes einzelne Tochterunternehmen eine gesonderte Unternehmensbewertung erfolgen. Mit der Konsequenz, dass vermutlich fast jeder Investor und jeder Analyst in Summe auf einen anderen Wert kommt. Nun ist es nicht etwa so, dass jede Beteiligungsgesellschaft die Bewertung seiner Assets komplett dem Markt überlässt. Eine Vielzahl an Unternehmen weist in regelmäßigen Abständen einen selbst errechneten NAV aus. Den Investoren wird damit ein Tool zur Bewertung an die Hand gegeben.

Andere Beteiligungsgesellschaften verzichten dagegen komplett darauf. In diesem Fall lässt sich lediglich der Buchwert je Aktie als Richtgröße heranziehen. In unserer großen Übersichtstabelle (S. 8/9) sind dies diejenigen Unternehmen, bei denen wir hinter dem NAV das Kürzel EK (für Eigenkapital) vermerkt haben. Für Warren Buffett war diese Kennzahl lange Jahre sogar der alles entscheidende Faktor zur Bewertung von Berkshire Hathaway. Das Unternehmen hatte damals allerdings

auch lediglich ein leicht zu bewertendes Aktienportfolio auf seinen Büchern. Mit einer zunehmenden Anzahl an Direktbeteiligungen wurde die Kennzahl immer unpräziser, da in den 100%-Töchtern enorme stille Reserven stecken. Zwar weist die Holding traditionell keinen NAV aus, in der Vergangenheit hatte Buffett aber mehrmals erklärt, wie er den „Intrinsic Value“ berechnet (siehe Smart Investor 6/2016, S. 18).

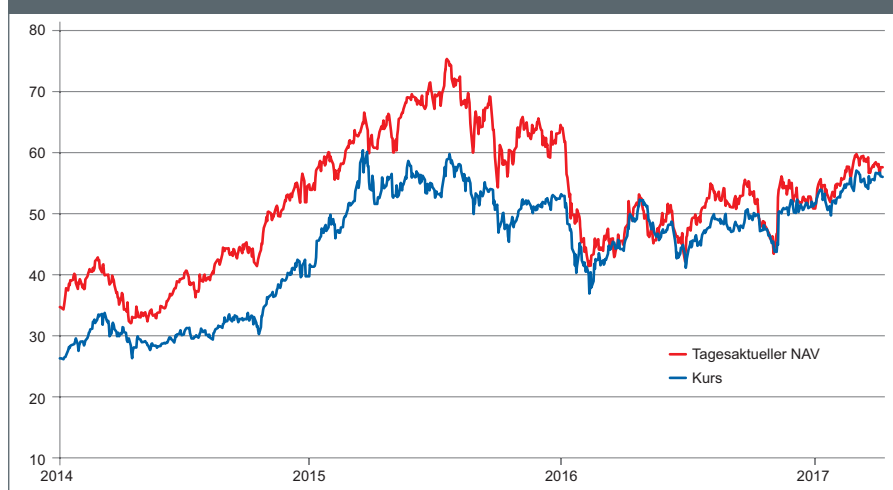
### Discount der Normalfall?

Doch selbst die Aktie des „Orakels von Omaha“ notiert meist unterhalb dieses inneren Wertes. Warum ist dies so? Zunächst einmal lässt sich der errechnete NAV theoretisch nur dann realisieren, wenn die Beteiligungsgesellschaft aufgelöst und die Assets liquidiert werden. In den meisten Fällen ist dies jedoch alles andere als realistisch. Daneben sorgt bei vielen Holding-Gesellschaften die vorhandene Intransparenz für einen Sicherheitsabschlag zum inneren Wert. Selbst im Fall einer extrem transparenten Beteiligungsgesellschaft wie der Schweizer BB Biotech (tagesaktueller NAV, ausschließlich börsennotierte Beteiligungen) preist der Markt traditionell einen Abschlag zum inneren Wert ein (siehe Grafik).

Notiert eine Aktie dagegen oberhalb des NAV, muss es dafür gewichtige Gründe geben: Der Markt sieht entweder Gründe für eine Neubewertung einer Tochter (siehe MBB und deren Tochter Aumann) oder des gesamten Portfolios oder erachtet die Leistung des Managements für so gut, dass bereits eine zukünftige Steigerung des NAV mit eingepreist wird (siehe Aurelius vor dem Angriff des Shortsellers). Wird dieser Aufschlag zu groß, sollten bei Anlegern allerdings generell die Alarmglocken schrillen!

Christoph Karl

Abb.: Verlauf des BB Biotech-Kurses und des NAV



Trotz Transparenz und ausschließlich liquiden Assets betrug der Abschlag zum NAV bei der Schweizer BB Biotech zwischenzeitlich bis zu 30%  
Quelle: BB Biotech



Lebensart &amp; Kapital – International

# Paraguay



Illustration: © daboo – stock.adobe.com

Das libertäre Paradies – eine Alternative im Hier und Jetzt. Ein gekürztes Interview aus dem Magazin *eigentümlich frei (ef)* mit Julian Sandt.

**ef: Herr Sandt, wie kamen Sie darauf, nach Paraguay auszuwandern, nachdem Sie als Investor lange Zeit erfolgreich in Singapur gelebt hatten?**

*Sandt:* Im Jahre 2010 wuchs Singapur mit 15% pro Jahr, atemberaubend für ein Land mit höherem Pro-Kopf-Einkommen als Deutschland. Das Erfolgsmodell Singapur wurde zu erfolgreich, es gab zu viel Geld und kaum noch lukrative Investitionsmöglichkeiten. Ich sehe mich als antizyklischen Investor und suchte daher nach einem Land mit besten Voraussetzungen, aber noch unentdeckt, einem Rohdiamanten. Paraguay war für mich ein solcher Kandidat mit beachtlich starken makroökonomischen Parametern – mit mehr Währungsreserven als Schulden, einer stabilen Währung, überdurchschnittlichem Wachstum, idealer Demografie inklusive der höchsten Geburtenrate aller Länder der westlichen Welt; es ist ein Steuerparadies, bietet gesunde Renditen auch in traditionellen Assetklassen sowie gute Chancen bei Unternehmensgründungen und dazu ein angenehmes Klima und grüne Landschaften. Asunción ist mit vielen Bäumen die grünste Hauptstadt der Welt, mit schönen Restaurants, Bars und einer relaxten und zum Teil sogar überraschend kosmopolitischen Atmosphäre.

**Aber gilt nicht gerade Singapur als besonders freiheitliches Niedrigsteuer-Paradies?**

*Sandt:* Ja, aber in Paraguay sind die Steuern noch niedriger. In beiden Ländern gilt kein Welteinkommensprinzip, das heißt, international erzielte Zinsen, Dividenden und Kursgewinne sind steuerfrei. Der Spitzensteuersatz für lokale Gewinne liegt in Singapur bei 18%, in Paraguay bei 10%. Zudem sind die Lebenshaltungskosten in Paraguay eher niedrig. Beide Länder, Sin-

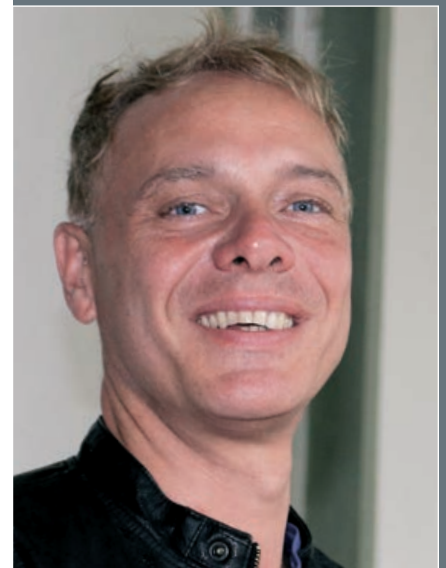
gapur und Paraguay, erfüllen mit der extrem niedrigen Staats- und Steuerquote, geringer Regulierungsdichte im Wirtschaftsleben und soliden makroökonomischen Parametern viele Kriterien eines libertären Idealstaates, allerdings nicht alle – siehe die begrenzte politische Freiheit in Singapur und die ineffiziente und passive Verwaltung in Paraguay.

**Welche weiteren Wettbewerbsvorteile bietet Paraguay?**

*Sandt:* Paraguay ist der weltgrößte Nettostromexporteur, und alles stammt aus Wasserkraft. Man erzeugt das Siebenfache des Eigenkonsums, deswegen die niedrigen Preise. Die Einnahmen aus dem Stromexport ermöglichen dem Staat, mit einer niedrigen Steuerlast auszukommen. Für Industrieunternehmen gibt es den „Maquila-Status“ für lohnintensive Exporteure mit nur 1% Steuern. Dadurch, in Kombination mit den niedrigen Lohnnebenkosten und dem weltweit günstigsten Industriestrompreis, will man sich zum „China Brasiliens“ mausern. Zudem produzieren die sieben Millionen Paraguayer Lebensmittel für 50 Millionen Menschen, auch in Asien und Europa. Man ist der weltgrößte Exporteur von organischem Zucker, der viertgrößte in der wichtigen Sojaindustrie und der fünftgrößte für Rindfleisch. Daher ist die Handelsbilanz positiv.

Die steigende Bonität des Landes spiegelt sich in fünf Upgrades durch die Ratingagentur Moody's wider. Man liegt mit der Note Ba1 nur noch eine Stufe unter der in Emerging Markets begehrten Investment-Grade-Kategorie. Anders als in den umliegenden Ländern und anders als in allen vier BRIC-Staaten ist in Paraguay sowohl der internationale Kapitalverkehr als auch der Währungsumtausch frei, ein

großer Vorteil für Privatinvestoren. Viele lokale Mittelständler wurden übrigens von Deutschstämmigen gegründet. Unternehmerische Erfolgsgeschichten und gute Tipps zur lokalen Geschäftspraxis können Sie im Buch „Erfolg ohne Industrie“ der Paraguay-Expertin Kerstin Teicher nachlesen. ►



*Dipl.-Kfm. Julian Sandt hat sich nach sieben Jahren bei der Commerzbank in Frankfurt, Paris und Singapur im Jahr 2000 als Fondsmanager für vorbörsliche Beteiligungen in Singapur selbständig gemacht. Die Gewinne aus dem Asienboom hat der heute 47-Jährige seit 2011 in der Realwirtschaft reinvestiert, in Paraguay, einem Land mit Top-Voraussetzungen für jahrzehntelanges gesundes Wachstum. Nun lädt er Mitstreiter in das Land seiner Träume ein.*



Foto: © Julian Sandt

Sonnenuntergang am Ypacarai-See

### Paraguay hat nur sieben Millionen Einwohner. Ist das ein Vorteil?

*Sandt:* Kleine Länder sind mir sympathisch, das Leben ist weniger komplex, alles ist übersichtlicher. In Paraguay hat man noch richtig viel Platz. Die Hauptstadt Asunción hat allerdings mit Vororten zwei Millionen Einwohner, ist also kein kleines Nest. Es gibt alles, was man braucht.

### Wie würden Sie die Mentalität der Einwohner beschreiben?

*Sandt:* Weltmeister des Glücks ist Paraguay laut einer groß angelegten Studie von Gallup und der UNO. Die Leute sind „happy“ und flirten gerne, Herumjammern ist out. Andere Studien auf der Suche nach dem Land des Glücks messen nicht direkt das Glück, sondern Parameter wie das Einkommen oder die Beschäftigung. Da

gewinnen dann meist die Schweiz oder Dänemark. Auch ich empfinde die Paraguayer als herzlich, freundlich und locker. Man ist Europäern gegenüber sehr positiv eingestellt. Aber: Im Geschäftsleben muss man aufpassen. Zudem ist eine fast karikaturhaft übersteigerte Mañana-Mentalität weit verbreitet: Nicht nur werden Fristen nicht eingehalten, verbale Versprechen sind Schall und Rauch. Man kann aber im Laufe der Zeit loyale Mitstreiter oder Angestellte finden und sollte diese dann auch wirklich wertschätzen.

### Wie steht es um die Sicherheit im Land? Darf man sich zum Schutz selbst bewaffnen?

*Sandt:* Die Sicherheitslage ist besser als ihr Ruf. Das gilt insbesondere für die besseren Viertel von Asunción und für Ausflugsor-

te. Mir ist in sechs Jahren noch kein Haar gekrümmt worden, und ich bin ständig auf Achse. Die Mordrate ist die drittniedrigste in Lateinamerika und besser als in vielen US-Metropolen. An Paraguays Ostgrenze zu Brasilien hin ist die Situation aber deutlich schlechter.

Gewisse Instinkte sind allerdings notwendig: Man trägt Geld oder auffälligen Schmuck nicht offen herum. Man darf sich bewaffnen, braucht die Waffe aber nie. In Asuncións besseren Gegenden passiert wenig, weil es viele bewaffnete Sicherheitskräfte gibt und zudem die Gangster wissen, dass auch Privatleute Waffen tragen. Falls Ihre Straße einen Wachmann hat, dann leben Sie sicherer als in Deutschland.

### In Lateinamerika gab es immer wieder auch revolutionäre Bestrebungen. Ist ausgerechnet Paraguay davon ausgenommen?

*Sandt:* Im politischen Bereich gibt es die konservative Regierungspartei des Präsidenten und Multimilliardärs Cartes mit circa 40% Stimmenanteil, eine liberale Partei mit circa 35% und verschiedene linke mit insgesamt 25%. Eine rein linke Regierung ist somit praktisch auszuschließen. Paraguay wird geprägt durch viele kleine Selbständige und kleine bis mittlere Bauern, aber kaum Industriearbeiterschaft und keine Sozialhilfeempfänger. Typische linke Wählermilieus spielen also eine geringe Rolle. Die Medien sind liberal oder konservativ, weder in Print noch im TV existieren bedeutende linke Medien. Hinsichtlich radikaler Guerilleros gibt es die EPP, eine kleine bewaffnete Truppe von 20 Mann im Nordosten Paraguays. Diese Gruppe ist nur dort aktiv und viel zu klein, um eine Umsturzgefahr darzustellen.

### Wie erlangen Deutsche eine Aufenthaltsgenehmigung im Land?

*Sandt:* Das ist einfach, insbesondere für Deutsche, Schweizer und Österreicher. Besonders positiv ist, dass man mit der Aufenthaltsgenehmigung den Staatsbürgern wirtschaftlich und rechtlich gleich-



Foto: © Dario Ricardo - stock.adobe.com

Blick auf die Hauptstadt Asunción





Rinderfarm in der wilden Chaco-Region

gestellt ist, abgesehen vom Wahlrecht. Das ist in den meisten anderen Ländern der Erde nicht so, oft gibt es bei Firmen- oder Immobilieneigentum Restriktionen für Ausländer. Zudem hat man keinerlei Folgeverpflichtungen, man muss sich weder eine bestimmte Zeit in Paraguay aufhalten noch eine Steuererklärung abgeben, wenn man kein lokales Einkommen hat. Auch das ist anderswo meist anders, in vielen Ländern erfordert der Aufenthalt regelmäßige Interaktion mit Behörden. Einige Europäer holen sich die paraguayische Green Card auch als Rückversicherung für den Fall ungemütlicher Zeiten in der Heimat.

#### Wie denken eigentlich die Paraguayer über Europa und speziell die aktuellen Entwicklungen in Westeuropa?

*Sandt:* Paraguayer sehen Europa als Wiege ihrer Kultur, Heimat der Mehrheit ihrer Vorfahren und als Freund und Part-

ner. Deutsche genießen traditionell hohes Ansehen. Man hat aber bereits mitbekommen, dass Europa schlecht gemanagt wird und nicht mehr als Vorbild für die eigene Entwicklung dienen sollte. An Teilaspekten im Bildungswesen, wie dem vorbildlichen deutschen dualen System, besteht großes Interesse, und es gibt hier sogar sinnvolle Gemeinschaftsprojekte. Über die Masseneinwanderung aus dem arabischen und afrikanischen Raum schüttelt man den Kopf. Man versteht nicht, warum die Politiker sich das herbeiwünschen.

#### Abschließend: Gibt es eine spezielle Perspektive für deutsche Freiheitsfreunde und Libertäre? Wohin können die sich bei Interesse wenden?

*Sandt:* An mich! Als deutscher Libertärer freue ich mich auf einen intellektuellen Gedankenaustausch und stehe gerne mit Rat und Tat zur Seite. Meine E-Mail ist: [juliansandt@gmail.com](mailto:juliansandt@gmail.com). ■



Unternehmervillen in San Bernardino am Ypacarai-See, nur 40km von Asuncion, quasi das "Starnberg" der Hauptstadt, aber noch erschwinglich

## 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“





## Inside

# Fondskennzahlen

## Klarer Blick ins Innenleben der Fonds

„Wir ertrinken in Informationen und dürsten nach Wissen.“ Der prophetische Satz des Zukunftsforschers John Naisbitt aus dem Jahr 1982 trifft im Internetzeitalter mittlerweile auf viele Lebensbereiche zu. Gefragt ist die richtige Einordnung der Informationsflut. Das gilt auch für Fondsanleger. Investoren haben eine Menge von Kennzahlen zur Beurteilung der Produkte an der Hand. Aber welche erweisen sich wirklich als brauchbarer Kompass?

### Benchmarkkuschler oder nicht?

Es gibt nicht nur benchmarkunabhängig gemanagte Fonds und passive Index-Instrumente (ETFs), sondern auch eine

große Menge pseudo-aktiver Fonds. Sie werden zwar gemanagt, kleben aber so stark an einer Benchmark, dass eine Out-performance eigentlich nicht möglich ist. Hilfreich bei der Unterscheidung von indexnahem oder -unabhängigem Investieren ist die Kennziffer Active Share. Sie misst die Höhe der Abweichung eines Portfolios von einer Benchmark und kann zwischen 0 und 100% liegen.

### Keine übereilten Schlüsse

Allerdings sollten keine übereilten Schlüsse gezogen werden. „Ein hoher Active Share ist nur die notwendige aber nicht die hinreichende Bedingung, dass das Fondsmanagement die Möglichkeit hat,

eine Benchmark zu schlagen. Unterhalb von 60% Active Share kann sich kein Fondsmanager berechnen als aktiv bezeichnen. Wirklich aktives Management beginnt erst oberhalb dieser Grenze. Natürlich sollten zusätzlich zum Active Share weitere Kriterien hinsichtlich der Qualität des Fondsmanagements berücksichtigt werden, denn der Active Share gibt nur darüber Aufschluss, wie stark der Fondsmanager von einer Benchmark abweicht. Zusätzliche Indikatoren zur Beurteilung der Qualität sind eine fundierte Ausbildung, ein langfristig konsistentes Konzept und Team sowie ein kontinuierlich positiver Track Record (z.B. eine über mehrere Jahre kontinuierliche Auszeichnung eines Fonds mit vier oder fünf Morningstar-Sternen).“, so Markus Rohrbach, Partner bei Chom Capital. Fondsgesellschaften wie Fidelity oder Degroof Petercam geben die Kennzahl mittlerweile auf ihren Factsheets an.

Die Fondsrubrik wird Ihnen mit Unterstützung von **V|U|V** präsentiert von:

**AQLT** AQUA-LUTUM

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

**BANTLEON**  
Institutional Investing

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

**CONCEPT**  
VERMÖGENSMANAGEMENT

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

**HEEMANN**  
VERMÖGENSVERWALTUNG

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

**hwb** CAPITAL MANAGEMENT

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

**NESTOR FONDS**

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

**PRÉVOIR**  
Asset Management

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

**prima**  
Fonds

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

**SCHMITZ & PARTNER AG**  
Privates Depotmanagement

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

**sentix**  
Investment Fonds

[www.sentix-am.de](http://www.sentix-am.de)

**StarCapital**

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

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

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

### Welche Ratio soll es sein?

Bei öffentlich zugänglichen Fondskennzahlen taucht eine Vielzahl unterschiedlicher Ratios auf. Weitgehend durchgesetzt hat sich die Sharpe Ratio, entwickelt vom späteren Nobelpreisträger William F. Sharpe. Sie misst die risikoadjustierte Überrendite gegenüber einer risikolosen Geldanlage. Je höher der Wert, desto besser die Rendite im Verhältnis zum eingegangenen Risiko. Häufig setzen sich die Ratios allerdings aus relativ abstrakten Komponenten zusammen. Diesem Dilemma hilft die Calmar-Ratio ab. Sie wurde von Terry W. Young zuerst in dem Newsletter eines Finanzunternehmens vorgestellt und danach benannt (California Managed Accounts Reports).

### Nachvollziehbare Komponenten

In der Calmar-Ratio wird der annualisierte Ertrag der letzten drei Jahre ins Verhältnis zum maximalen Verlust dieses Zeitraums gesetzt. „Die Calmar-Ratio hat den großen Vorteil, dass der Anleger ihre beiden Komponenten intuitiv versteht, denn er kann sowohl einordnen, was Performance für ihn als Vorteil als auch was der Drawdown ihm an spürbarem Nachteil bringt. Da diese Kennzahlen im Zeitablauf erheblichen Schwankungen unterworfen sind, nutze ich eine Calmar-Ratio mit rollierenden Dreijahreswerten und stelle diese nebst ihren beiden Komponenten in einem Calmar-Histogramm dar“, so Jürgen Dumschat von AECON, dessen Mehrwertphasen Balance UI-Fonds (WKN: A2ADXC) seit dem 17.5. einen einjährigen Track Record aufweist.

### Falsche Sicherheit

Wenig abgewinnen kann Dumschat der Kennzahl Value at Risk („VaR“). Über dieses Risikomaß wird mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit angegeben, welcher maximale Verlust innerhalb eines definierten Zeitraums nicht überschritten wird. „Aus meiner Sicht am wenigsten aussagekräftig als Risikomaß ist der Value at Risk, weil extreme Ereignisse dadurch in der Anzahl und in ihren Auswirkungen unterschätzt werden. Sterne oder Fondsnoten beachte ich, unabhängig

vom Anbieter, nicht, weil derartigen Bewertungen, vor allem bei Misch- und Alternative-Fonds, ‚unsaubere‘ Vergleichsgruppen zugrunde liegen, die oft ein falsches Bild erzeugen“, so Dumschat.

### Kosten beachten

Eine wesentliche Kostenkennzahl ist die Gesamtkostenquote bzw. Total Expense Ratio („TER“). Dabei werden die Gebühren ins Verhältnis zum Fondsvolumen gesetzt. Obwohl die Bezeichnung dies eigentlich vermuten ließe, weist die TER gerade nicht die gesamten Kosten aus. Enthalten sind darin die fixen Gebühren für das Fondsmanagement sowie die Depotbank und beispielsweise Honorare für Prüfungsdienstleistungen. Nicht in der TER enthalten sind Transaktionskosten. Aufschluss über die Gebühren erhalten Investoren in den wesentlichen Anlegerinformationen („KID“ bzw. „KIID“). Bei Performance Fees sollte eine High Watermark selbstverständlich sein, die gewährleistet, dass entstandene Verluste aufgeholt werden müssen, bevor abkassiert wird. Die TER ist keine Kennziffer, die alle Kosten detailliert transparent macht. Allerdings kann sie dazu dienen, im Vergleich besonders teure Ausreißer zu identifizieren. ■

Christian Bayer

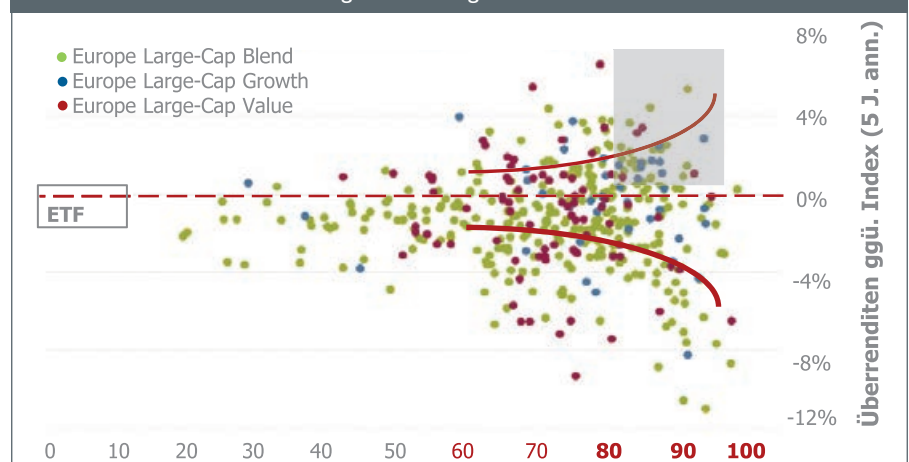
## Investmentsteuerreformgesetz 2018

Das Gesetz bringt Änderungen für Fondsanleger. Wichtige Neueregulungen sind u.a.:

- Der Bestandsschutz für Fondsanteile, die vor 2009 gekauft wurden, fällt weg. Alle Fondsanteile gelten am 31.12.2017 als fiktiv veräußert und am 1.1.2018 wieder angeschafft. Im Falle eines Verkaufs liegt der Freibetrag pro Person bei 100.000 EUR auf dem Veräußerungsgewinn.
- Bestimmte Erträge werden bereits auf Fondsebene besteuert, z.B. bei deutschen Fonds mit 15% bei der Vereinnahmung von Dividenden, wenn diese aus Deutschland stammen. Als Ausgleich gibt es Teilfreistellungen von der Abgeltungssteuer auf der Privatanlegerebene.
- Bei thesaurierenden Fonds müssen Anleger eine Vorabpauschale versteuern, die von der depotführenden Stelle berechnet wird.

Eine detaillierte Übersicht zum neuen Gesetz finden Sie unter [www.bvi.de/investmentsteuerreform](http://www.bvi.de/investmentsteuerreform). ■

Abb. 1: Überrenditen nach Aktivitätsgrad der Manager



Ein hoher Active Share sagt noch nichts über die Qualität des Fondsmanagements aus. Die Graphik zeigt, dass starke Benchmarkunabhängigkeit in der Mehrzahl zu einer Underperformance führt.

Quelle: Studie Morningstar: Active Share in European Equity Funds, 2016

## Interview

# „Wir kaufen, wenn andere verkaufen“

Smart Investor im Gespräch mit Klaus Blaabjerg von Absalon Capital über antizyklisches Investieren und die Liquiditätssituation bei Unternehmensanleihen



Klaus Blaabjerg ist Chief Portfolio Manager im Absalon Capital Corporate Credit Team. Er verbrachte zunächst elf Jahre bei Sparinvest. Dort initiierte und managte Blaabjerg verschiedene globale Anlagestrategien. 2014 wechselte er mit drei Kollegen von Sparinvest zu Absalon Capital. Mittlerweile verantwortet das Team Assets in Höhe von 400 Mio. EUR. April 2017 erreichte der Absalon – EM Corporate Debt Fund ein Volumen von 100 Mio. EUR.

**Smart Investor: Aktuell ist die Volatilität an den Aktienmärkten niedrig. Sie investieren im Absalon – EM Corporate Debt (WKN: A12FFV) in Unternehmensanleihen aus Schwellenländern. Gehört die Anlageklasse nicht zusammen mit den Aktien zu den Verlierern, wenn die Risikoaversion zurückkehrt?**

*Blaabjerg:* Aktuell sehen wir kaum Signale, dass eine Rückkehr der Risikoaversion die Unternehmensanleihen der Schwellenländer in Gänze betrifft. Es gibt Länder und auch Sektoren, die uns Sorgen machen, aber generell sehen wir die Anlageklasse positiv. Die Rating-Agenturen nehmen bei den Emittenten mehr Aufstufungen als Abstufungen vor.

Die Ausfallrate, die mit 5,1% im Jahr 2015 ihren Höhepunkt erreicht hat, wird sich voraussichtlich im Laufe des aktuellen Jahres bei 2% bewegen. Bemerkenswert ist im aktuellen Zyklus die konservative Ausrichtung der Unternehmen. Das betrifft unter anderem den Verschuldungsgrad. Darüber hinaus kaufen die Firmen zunehmend Anleihen zurück und verkaufen Beteiligungen, die nicht zum Kerngeschäft gehören. All das ist positiv für Anleiheinvestoren.

**Smart Investor: Die Spreads risikoreicherer Anleihen zu vergleichsweise sicheren Bonds haben sich verengt. Wird das Risiko bei Unternehmensanleihen aus Schwellenländern noch ausreichend bezahlt?**

*Blaabjerg:* 2016 haben sich die fundamentalen Daten verbessert. Mit Blick auf die Spreads kann die Anlageklasse nicht als billig betrachtet werden. Allerdings halten wir es für eine Fehleinschätzung, den Markt als überbewertet anzusehen. Ein gutes Beispiel zur Entstehung von Wertpotenzial ist die Marktreaktion der mexikanischen Anleihen auf die Attacken Trumps. Im Vorfeld der US-Wahlen wurde die Zinskurve dramatisch steiler.

Die Ursache waren Ängste über ein Ende des zollfreien Zugangs mexikanischer Exporte. Speziell bei lang laufenden mexikanischen Anleihen haben wir gute Kaufgelegenheiten gesehen. Wir nutzen den JP Morgan CEMBI Broadly Diversified Index als langfristigen Vergleichsindex, allerdings nutzen wir die Benchmark nicht zur Konstruktion des Portfolios. Wenn wir eine Region, einen Sektor oder einen Emittenten nicht mögen, kaufen wir ihn nicht, unabhängig von der Gewichtung im Index. In bestimmten Segmenten haben wir nahezu keine Investments. Dazu zählt China, aber auch der Bankensektor. In China halten wir das Chancen-Risiko-Profil für unattraktiv. Banken sind verwundbar bei einer Verschärfung der Kreditvergabebedingungen, gerade auch in China.

**Smart Investor: Wie würden Sie Ihren Investmentansatz und ihr Risikomanagement beschreiben?**

*Blaabjerg:* Wir haben unsere Strategie 2010 als aktiven, benchmarkunabhängigen Ansatz implementiert. Unsere Vorliebe gilt Papieren, die aktuell nicht zu den Favoriten des Marktes gehören, wo aber bei den Emittenten ein hoher Anlagendeckungsgrad kombiniert mit einer verbesserten Schuldentrückführung und einem starken Cashflow über den Konjunkturzyklus festzustellen ist. Unser Investmentstil lässt sich als antizyklisch beschreiben, d.h., wir kaufen, wenn andere verkaufen. Ein gutes Beispiel für diesen Ansatz ist die Übergewichtung Brasiliens im Jahr 2015, als das Land seinen schlimmsten ökonomischen Abschwung mit einem Zusammenbruch der Währung als Folge erlebte. Internationale Investoren haben unbesehen verkauft. Im Gegensatz dazu war unsere Sicht, dass brasilianische Exporteure (z.B. Fleischexporteure) mit einem abgewerteten Real



von verbesserten Margen als Folge der Währungsabwertung profitiert haben.

Was das Risikomanagement betrifft, zielen wir auf ein gut diversifiziertes Portfolio in Bezug auf Länder, Regionen, Branchen und Risikofaktoren. Darüber hinaus betrachten wir das Portfolio unter „Duration Terms Spread (DTS)-Aspekten“. Dadurch können Risikobeiträge einzelner Positionen genauer analysiert werden. Damit gewährleistet ist, dass das Kreditrisiko der vorherrschende Ertragstreiber ist, steuern wir die Duration  $\pm$  maximal ein Jahr im Ver-

gleich zum Index und sichern das Zinsänderungsrisiko über Futures ab.

### Smart Investor: Wie gehen Sie mit der Liquiditätsproblematik bei den Unternehmensanleihen aus den Emerging Markets um?

*Blaabjerg:* Die Problematik betrifft den kompletten Unternehmensanleihenmarkt sowohl in den USA und Europa als auch in den Schwellenländern. Die Märkte der Unternehmensanleihen sind mit einer Vielzahl von Emittenten viel stärker fragmentiert als die Aktienmärkte. Im Unter-

schied zu Aktien werden Unternehmensanleihen meist außerbörslich (OTC; over the counter) gehandelt, was sie strukturell weniger liquide macht. Zuflüsse in passive Investmentinstrumente (zumeist über ETFs) haben das Herdenverhalten verstärkt. Als Langzeitinvestoren versuchen wir, von diesen Liquiditätsrisiken zu profitieren, die auch zu Fehlbewertungen führen.

### Smart Investor: Herr Blaabjerg, vielen Dank für die Ausführungen.

*Interview: Christian Bayer*

## News, Facts & Figures

# Im Gleichklang

Im Vergleich zum Vormonat hat das Fondsmusterdepot 1,7% verloren, während der MSCI World EUR 1,8% abgegeben hat

### Verstärkte Beobachtung

Die brasilianische Börse kam in den vergangenen Tagen stark unter Druck. Auslöser waren Spekulationen über Verwicklungen des Präsidenten Temer in einen Korruptionsskandal. Das oberste

Gericht des Landes hatte Ermittlungen gegen das Staatsoberhaupt wegen Billigung von Schweigegeldzahlungen zugelassen. Vor dem Hintergrund verwundert es nicht, dass der db X-trackers MSCI Brazil (WKN: DBX1MR) auf Monats-

sicht gut 11% abgegeben hat. Unklar ist, ob Temer sich halten kann bzw. wer ihm gegebenenfalls nachfolgt. Daher beobachten wir die Situation genau und trennen uns möglicherweise von der Brasilien-Position.

### Ausblick

Der Stopp-Loss für die 300 Anteile des db X-trackers MSCI Japan ETF (WKN: DBX1MJ) bei 47,50 EUR auf Schlusskursbasis bleibt weiter im Markt. Noch sind wir voll investiert, in den kommenden Wochen könnten aber Gewinnmitnahmen wahrscheinlich werden. Details dazu erfahren Sie in unserem jeweils am Mittwochabend erscheinenden Newsletter Smart Investor Weekly.

*Christian Bayer*

Musterdepot (Start: 01.01.2009 mit 100.000 EUR)										Stichtag:
Performance: seit Auflage: +82,7% (MSCI Welt: +153,8%); 2017: +4,6% (MSCI Welt: +1,9%); seit dem Vormonat: -1,7% (MSCI Welt: -1,8%)										19.05.2017
Fonds	WKN	Fokus	Anteile	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs aktuell	Wert aktuell	Depot-anteil	Perf. seit Vormonat	Kauf
FCP OP Medical BioHealth-Trends*	941135	Aktien Health Care	50	08.12.16	204,84	382,32	19.116	10,5%	-1,0%	86,6%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	A0M8HD	Europ. Nebenwerte	120	26.09.13	94,00	135,00	16.200	8,9%	2,9%	43,6%
DNB Technology	A0MWAN	Aktien Technologie	50	14.04.16	298,57	389,19	19.460	10,7%	-0,4%	30,4%
db X-trackers MSCI Brazil*	DBX1MR	Aktien Brasilien	500	30.06.16	26,56	33,48	16.740	9,2%	-11,3%	26,1%
Stabilitas Silber+Weissmetalle	A0KFA1	Aktien Metalle	300	14.04.16	26,34	32,66	9.798	5,4%	-5,0%	24,0%
AB Global Core Equity Portfolio RX	A1JJJ5	Aktien Welt	65	17.03.16	187,70	223,10	14.502	7,9%	-1,9%	18,9%
Tocqueville Gold P	A1C4YR	Aktien Edelmetalle	70	04.07.13	110,93	131,45	9.202	5,0%	-7,2%	18,5%
FU Fonds - Multi Asset Fonds P*	A0Q5MD	Mischfonds	120	10.03.16	167,02	194,21	23.305	12,8%	2,2%	16,3%
Alger American Asset Growth Fund	986333	Aktien USA	300	26.05.16	44,15	51,30	15.390	8,4%	-0,9%	16,2%
db X-trackers MSCI Japan Index ETF*	DBX1MJ	Aktien Japan	300	30.06.16	42,06	48,30	14.490	7,9%	0,1%	14,8%
Mandarine Unique Small & Mid Caps Europe*	A1CWBQ	Aktien Nebenwerte	8	30.06.16	1.109,20	1.271,68	10.173	5,6%	2,3%	14,6%
Sunares*	A0ND6Y	Aktien Rohstoffe	200	10.03.16	54,09	61,09	12.218	6,7%	-3,0%	12,9%
<b>Fondsbestand:</b>					180.593,14	98,9%				
<b>Liquidität:</b>					2.100,14	1,1%				
<b>Gesamtwert:</b>					182.693,28	100%				

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

## Analyse

# FU Fonds – Multi Asset Fonds

Gastanalyse von Volker Schilling, Greiff capital management AG

## FONDS-SNAPSHOT

WKN: A0Q5MD  
 Fondsmanager: Heemann  
 Vermögensverwaltung  
 Volumen: 35,9 Mio. EUR  
 Auflegungsdatum: 6.10.2008  
 Typ: Mischfonds flexibel



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

## Style-Shifts

Value, Growth, Quality oder taktische Macro-Plays? Der FU Multi Asset Fonds bietet alles in einem Produkt. Die Vergangenheit zeigt, dass jeder Anlagestil in gewissen Marktphasen den anderen überlegen ist und diese entsprechend outperforms. Doch diese sogenannten „Style-Shifts“ zu timen, ist relativ schwierig bis unmöglich. Was liegt also näher, als Anlagestile mit austarierten Style-Quoten zu mischen? Genau dies ist der Ansatz des aktienorientierten (mind. 60% Aktienquote), breit diversifizierten Multi-Asset-Fonds der Heemann Vermögensverwaltung.

Dadurch soll langfristig eine zweistellige Performance mit einer möglichst einstelligen Volatilität erreicht werden. Über fünf Jahre zeigen die Kennziffern per Ende April zwar ein umgekehrtes Bild, nämlich eine zweistellige Volatilität (10,4%) und eine einstellige Rendite (8,7% p.a.), doch über die Zeiträume von einem Jahr bzw. drei Jahren nimmt die Volatilität bei gleichzeitig anziehender Performance ab. Der maximale Drawdown auf Fünfjahressicht liegt bei 13,4%.

## Indikatoren weisen den Weg

Mithilfe mehrerer Indikatoren werden Timing-Signale ausgewertet und Einzelwerte gescreent. So gibt es beispielsweise Signalgeber zur Identifizierung der Situation am Gesamtmarkt. Diese werden genutzt, um höhere Risiken am Markt zu identifizieren, die ein Drehen eines positiven Trends wahrscheinlicher werden lassen. Wenn mehrere der Indikatoren erhöhte Risiken anzeigen, wird langsam mit einer Absicherung oder einem Abbau von Positionen begonnen.

Über Indikatoren werden auch neue Aktienwerte gefiltert, die ein attraktives Chance-Risiko-Verhältnis bieten. Diese

Namen werden dann manuell hinsichtlich der handelnden Personen der Unternehmen und der derzeitigen Rolle der Aktie am Markt analysiert. Das Momentum ist bei der Entscheidungsfindung essenziell, der Markt muss quasi die Aktienausswahl bestätigen.

Für jeden Titel gibt es eine klar definierte Verlustschwelle, dies wurde nach 2011 modifiziert. In diesem Jahr hat man sich zu spät von asiatischen Aktien getrennt. Daraus resultierte der bisher größte Verlust innerhalb eines Kalenderjahres von etwas mehr als 15%. Damals wurden noch andere Tools genutzt, die aufgrund des Drawdowns verbessert oder ausgetauscht wurden. Auch nach oben gibt es einen definierten Zielkurs, bei dem Gewinne gegebenenfalls realisiert werden. Da derzeit insbesondere im Small- und Mid-Cap-Bereich günstig bewertete Aktien zu finden sind, besteht das Portfolio aus eher kleineren Unternehmen. Bei Kauf eines Wertes liegt die Gewichtung unter 1%, so kommt es zu einem Portfolio mit derzeit 123 Einzelaktien. Im April konnte der Fonds weiter zulegen, denn die Timing-Modelle gaben grünes Licht, und so lag der Investitionsgrad bei über 90% ohne Absicherung. Und auch für den Wonnemonat Mai zeigen die Signale noch keine Störfeuer an.

## Fazit

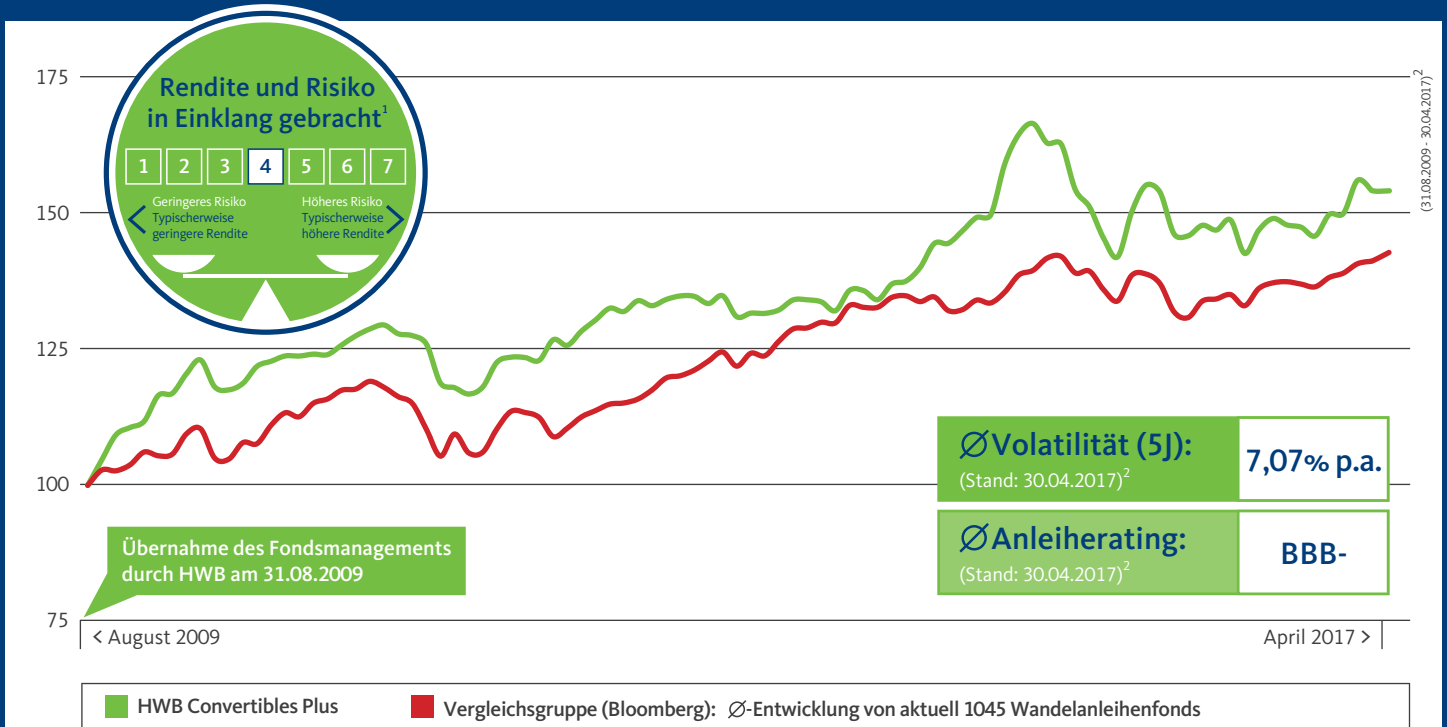
Die ausgewogene Portfoliomischung aus Value, Growth, Zyklischer etc. hat sich bezahlt gemacht. Die Ergebnisse stimmen, der Ansatz einer breiten Diversifikation klingt einleuchtend und die softwarebasierten Signale unterstützen das Timing. Insgesamt beste Voraussetzungen also, um in den nächsten Jahren irgendwann im Konzert der Großen mitzuspielen, vorausgesetzt, die positive Entwicklung wird in dieser Form fortgeschrieben. ■



# HWB Convertibles Plus

## Internationale Wandelanleihen

WKN: A0EQ1B  
ISIN: LU0219189544



Stand: 12.05.2017 <sup>2</sup>	lfd. Jahr 2017	1 Jahr	3 Jahre (p.a.)	5 Jahre (p.a.)
<b>HWB Convertibles Plus</b>	+3,73%	+7,40%	+4,74%	+4,78%
Vergleichsgruppe (Bloomberg)	+3,78%	+7,67%	+2,69%	+5,40%

### Blick in das Portfolio:

 2,95% Intel Corp. 2005 (35)	 4,25% Fidelity National Financial 2011 (18)	 1,25% Tesla Motors Inc. 2014 (21)	
 0% Swiss Life Holding AG 2013 (20)	 0,6% Deutsche Post AG 2012(19)	 1,65% Siemens Financial 2012(19)	
 0% Fresenius SE & Co. KGaA 2014(19)	 0% Cie Génie Étis Michelin SCpA CV 2017(22)	 0,25% adidas AG 2012 (19)	

Diese Anzeige richtet sich an professionelle Anleger und ist nicht für Endkunden zu verwenden oder an diese weiterzuleiten. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit wird nicht übernommen. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Diese erhalten Sie kostenlos unter der unten aufgeführten Adresse. Die Angaben dienen ausschließlich der Information und stellen keine Anlageempfehlung dar. <sup>1</sup>Quelle: Wesentliche Anlegerinformationen (KIID v. 31.12.2016) - Dieser Fonds ist in Kategorie 4 eingestuft, weil sein Anteilspreis schwankt und deshalb sowohl Verlustrisiko wie Ertragschancen mittelhoch sein können. Der Risikoindikator beruht auf historischen Daten; eine Vorhersage künftiger Entwicklungen ist damit nicht möglich. Die Einstufung des Fonds kann sich künftig ändern und kann deshalb nicht garantiert werden. <sup>2</sup>Quelle: Bloomberg, LRI Invest S.A. & eigene Berechnungen - Bei den Angaben handelt es sich um Vergangenheitsdaten, die keine Garantie für zukünftige Entwicklungen darstellen. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht das Risiko von Kurs- und Währungsverlust. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Sämtliche Kosten (auch performanceabhängige Vergütung, jedoch ohne Ausgabeaufschlag) sind in der Wertentwicklungsberechnung nach BVI-Methode enthalten.





## Das große Bild

# Es bleibt schwierig

## Über Trump, die Inflation und die abnehmende Marktbreite

### Mit dem Rücken zur Wand

In den USA überstürzen sich die Ereignisse um Präsident Trump. Wir versuchen, eine 100-Tage-Bilanz seiner Präsidentschaft zu ziehen, und zwar in den Rubriken „Politik und Gesellschaft“ mit dem Schwerpunkt Außen- und Geopolitik (S. 22) sowie in der Rubrik „Österreichische Schule“ unter der Fragestellung, wie „österreichisch“ dieser Präsident ist (S. 24). Das Bild fällt durchwachsen aus. Allerdings muss man berücksichtigen, dass Trump auch nach mehr als hundert Tagen im Amt noch immer gegen massive Widerstände und Seilschaften des alten Systems ankämpft. Ein einmaliger Vorgang in der jüngeren Geschichte der USA – und von Anfang an ein höchst undemokratisches Verhalten der Spitzenvertreter einiger mächtiger Institutionen. Unter dem anhaltenden Druck scheint Trump zunehmend kurzfristig und rein taktisch motiviert zu handeln.

Die Ergebnisse können entsprechend überraschend – und auch überraschend kontraproduktiv – sein. Die Fehlerquote steigt. Zum Redaktionsschluss dieser Ausgabe ist die Situation mit der Entlassung von FBI-Direktor James Comey erneut eskaliert. Inzwischen wird sogar unverhohlen von einem möglichen Amtsenthebungsverfahren gegen Trump gesprochen. Es ist schon mehr als entlarvend, dass der schwer Angezählte ausgerechnet da erstmalig wieder Zuspruch aus dem Mainstream erhielt, als er in einer „staatsmännischen“ Rede, die er anlässlich eines Besuchs des Regimes in Riad (Saudi-Arabien) hielt – es ging, halten Sie sich fest, um Terrorbekämpfung –, den Iran scharf angriff.

### EU-Rechnung: Annahme verweigert

Ebenfalls spannend sind die Entwicklungen um den Brexit. Neuwahlen wurden für den 8. Juni angesetzt und die Konservativen unter Premierministerin Theresa May steuern einem deutlichen Wahlsieg entgegen. Das sieht nicht nach jenem Kater aus, den politische Kommentatoren den Briten nach dem Brexit-Votum vom 23. Juni 2016 andichten wollten. Im Gegenteil: May dürfte mit einem starken Mandat für die Ausstiegsverhandlungen ausgestattet werden. Und die werden es in sich haben. Während man die Angelegenheit auf der Insel – typisch britisch – eher nüchtern sieht, gehen in Brüssel die Emotionen hoch.

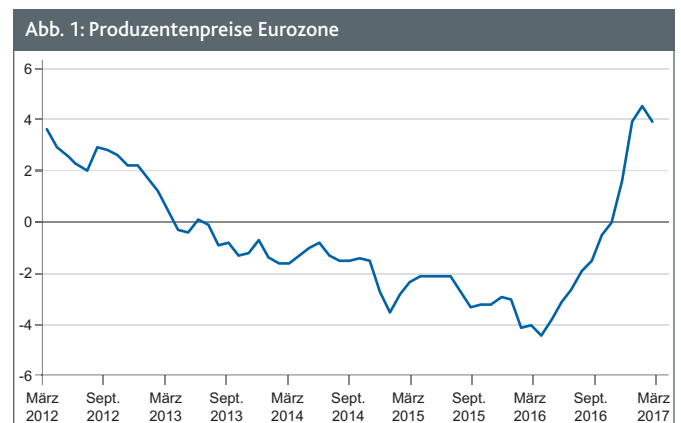
Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker scheint geradezu persönlich beleidigt zu sein, dass das Vereinigte Königreich seine Zukunft ohne fürsorgliche Oberaufsicht der EU gestalten will. Dass die Verhandlungen zwischen den in die Freiheit strebenden Briten und der sitzengelassenen Brüsseler Braut schwierig werden, war bereits abzusehen, als noch die gute Nachbarschaft beschwo-

ren wurde. Inzwischen ist der Ton rauer geworden. Laut Zeitungsberichten könnte sich die Abschlussrechnung der EU auf 100 Mrd. EUR belaufen, was der britische Außenminister Boris Johnson prompt so kommentierte, dass man im Zweifel einfach gehen werde, ohne zu bezahlen.

Der EU scheint es dabei weniger um das Geld als um die Signalwirkung für andere Austrittswillige zu gehen: „Bestrafe einen, erziehe hunderte“, ist eine Mao zugeschriebene Empfehlung, die in Brüssel offenbar auf fruchtbaren Boden gefallen ist. Tatsächlich steckt man dort viel tiefer in der Zwickmühle als in London, denn nichts schwächt eine Verhandlungsposition so sehr wie verpuffte Drohungen. Wieder einmal fällt die extreme Traumtänzerie und Realitätsferne der Brüsseler Führungsriege ins Auge, die von Johnson relativ locker an die Wand gespielt wird. Während mit der Wahl Emmanuel Macrons an der Westflanke vorläufig etwas Ruhe eingekehrt ist, darf man sich sicher sein, dass die Trennungsverhandlungen insbesondere in einigen osteuropäischen Hauptstädten mit Argusaugen beobachtet werden. Während für austrittswillige Länder schlimmstenfalls ein paar Milliarden auf dem Spiel stehen, kämpft die Brüsseler Bürokratie um ihre Existenz.

### „Inflations-Ketchup“

Während die Augen auf das Polittheater dies- und jenseits des Atlantiks gerichtet sind, erhebt langsam aber sicher die Inflation wieder ihr hässliches Haupt. Abb. 1 zeigt die Entwicklung der Produzentenpreise in der Eurozone, und die gehen bereits seit rund einem Jahr steil nach oben. Im letzten Newsletter der Fondsgesellschaft StarCapital AG zitiert man in diesem Zusammenhang



*Auf leisen Sohlen zum Fünfjahreshoch*

Quelle: StarCapital

Wilhelm Busch: „Aber hier, wie überhaupt, kommt es anders, als man glaubt.“ Die Marktteilnehmer sind sich derzeit sicher, wohl zu sicher, dass das Anziehen der Preissteigerung im Wesentlichen Basiseffekten geschuldet und damit lediglich vorübergehender Natur sei. Auch die wieder rückläufigen Zinsen deuten in diese Richtung. Bei StarCapital hält man mit guten Argumenten dagegen.

Die in den vergangenen Jahren drastisch gekürzten Investitionen der Energie- und Minengesellschaften deuten auf den Beginn eines neuen Rohstoffzyklus. Die globale Konjunktur werde unterschätzt. China war über Jahre ein Exporteur von Deflation, sei aber nun aufgrund drastisch gestiegener Produzentenpreise auf dem Weg, künftig Inflation zu exportieren. Auch die gestiegenen Produzentenpreise der Eurozone werden ihren Weg in die Konsumentenpreise finden. „An steigenden Zinsen und höheren Inflationsraten führt kein Weg vorbei!“, so das eindeutige Urteil von StarCapital-Chef Peter E. Huber. In drei bis vier Jahren geht er von einer Größenordnung aus, die bei mindestens 5% p.a. liegen wird. Der Glaube der Notenbanken, die Inflation werde bei 2% p.a. stehen bleiben, sei „totale Hybris“.

Eine vergleichbare Hybris findet sich übrigens bei jenen ökonomischen Analphabeten, die die populistische „Mietpreisbremse“ einführten – die Mieten steigen inzwischen schneller als zuvor. Für Bundesgesundheitsminister Heiko Maas Grund genug, über weitere Maßnahmen – also neue „Foltermethoden“ für die Vermieter – nachzudenken, die klassische Interventionsspirale also.. Insgesamt wird das Szenario „Ketchup-Inflation“ also immer wahrscheinlicher. Die Notenbanken haben durch ihre massive Ausweitung der Geldmengen so oft auf den Boden der Ketchupflasche geklopft, dass irgendwann der große Inflationsschwall auf der anderen Seite herauskommen wird.

#### Kurzes Aufbäumen

An der Wechselkursfront kam es zuletzt zu einer deutlichen Befestigung des Euro. Es war einmal mehr die politische Nachrichtenlage, die der Gemeinschaftswährung half. Zum einen war da der Ausgang der französischen Präsidentschaftswahl, die den Euro stärkte. Zum anderen das mögliche Amtsenthebungsverfahren gegen US-Präsident Trump, das den US-Dollar schwächte. Diese kurzfristigen Entwicklungen überdecken allerdings, dass der Euro die bei Weitem problematischere Währung ist. Bis auf Weiteres ist es schlicht nicht vorstellbar, dass beispielsweise ein amerikanischer Bundesstaat aus dem Dollar aussichert. Hinter diesem steht zudem eine Regierung – was auch immer man von dieser halten will –, während der Euro Spielball der Partikularinteressen innerhalb einer brüchigen Allianz bleibt.

Die Euro-Stärke würden wir von daher eher als ein (letztes?) Aufbäumen in einem längerfristigen Abwärtstrend sehen (respektive ein Dollar-Aufwärtstrend in Abb. 2). Dies auch deshalb, weil die möglichen „Game Changer“, die gegen den Euro sprechen, vielfältiger sind. Neben der anhaltenden massenhaften ▶



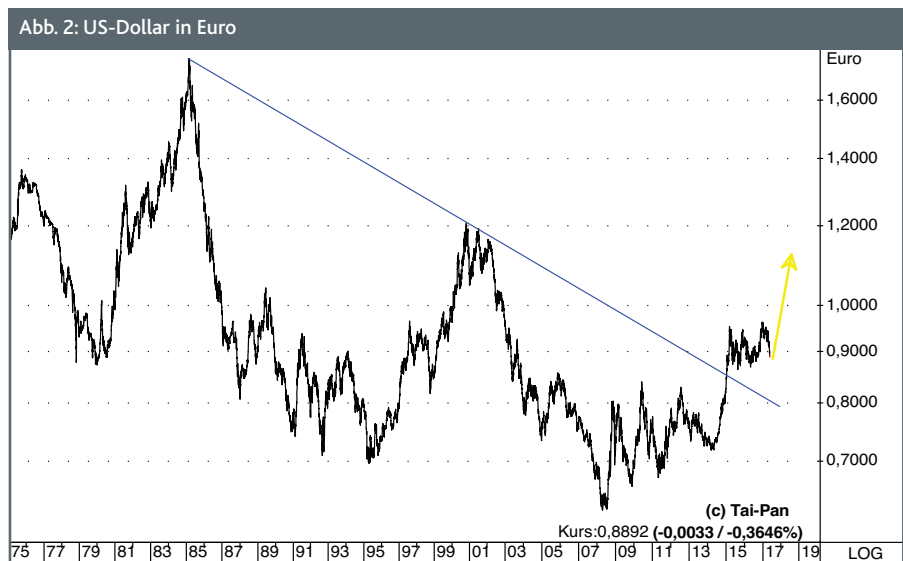
Visionen gestalten.  
Mit dem richtigen  
Partner.



Als die zentrale Plattform für unabhängige Asset Manager und Vermögensverwalter sind wir Ihr idealer Partner. Setzen Sie auf unsere umfassende Beratungskompetenz und einzigartigen Komplettservice, um das Potenzial Ihrer Private-Label-Fonds Idee voll auszuschöpfen.



In Deutschland und Luxemburg:  
+49 69 71043-114  
[www.universal-investment.com](http://www.universal-investment.com)



Der US-Dollar – fallen kann er, steigen muss er. Der gelbe Pfeil verdeutlicht die Prognose von Smart Investor.

Armutsmigration, einem jederzeit möglichen Großterroranschlag und einem deutlich wackligeren Bankensystem liegen auch die wesentlichen geopolitischen Verwerfungen (Syrien/Nahost, Ukraine/Russland) direkt vor der europäischen Haustür. Hinzu kommen mögliche Strafmaßnahmen gegen exportstarke europäische Unternehmen oder Sektoren in Form von Zöllen, mit denen der neue US-Präsident immer wieder einmal droht.

**Hohe Börsenbewertung**

Die Aktienbewertungen insbesondere an der weltweit größten US-Börse sind inzwischen als übersteuert einzustufen. Gemäß den Analystenschätzungen ist der S&P 500 auf Basis der für 2017 erwarteten Gewinne mit einem KGV von knapp 20 zu

wikifolio

# Zielgrößen und Resultierende

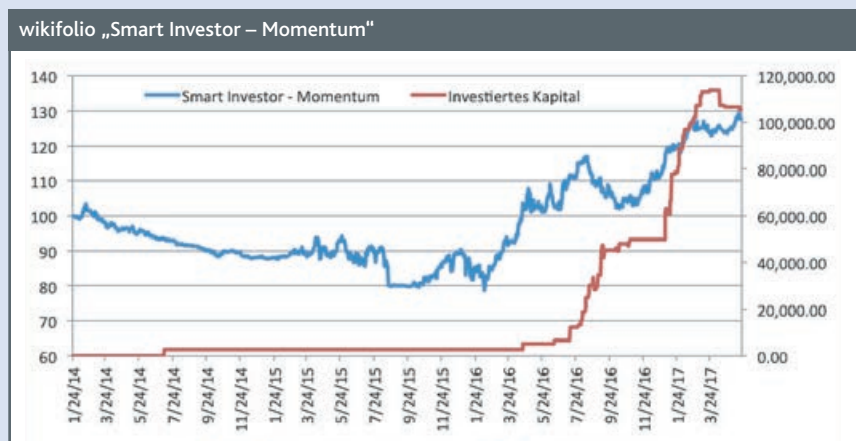
## Das wikifolio „Smart Investor – Momentum“

Eine erfreuliche Entwicklung gibt es von unserem wikifolio „Smart Investor – Momentum“ (WKN des zugehörigen Zertifikats: LS9CFN) zu berichten. Trotz des nicht ganz einfachen Börsenmonats Mai konnten wir zuletzt neue Höchststände von mehr als 129 EUR pro Zertifikat erzielen (vgl. Abb., blaue Kurve, linke Skala).

Wir agieren hier weiterhin chancenorientiert und deutlich kurzfristiger als in unserem Musterdepot. Allerdings ist diese Kurzfristigkeit keine angestrebte Zielgröße, sondern sie ergibt sich als Resultat unseres Handelsstils. Reißt eine Position den vorgemerkten Stopp-Loss, dann wird sie unmittelbar verkauft. Eine Ausnahme

bilden hier lediglich einige Sondersituationen, in die in eng begrenztem Umfang investiert wurde. Bei Aktien, deren Aufwärtstrend intakt ist, gibt es dagegen keinerlei Grund, über Verkäufe nachzudenken, weshalb diese auch länger im wikifolio verbleiben können.

Insofern ist auch unsere Barquote keine Ziel- oder Steuergröße. Sie ergibt sich als Folge der vorgenommenen Einzeltransaktionen und schwankte in den letzten Wochen zwischen satten 50% und knapp 10%. Bei den einzelnen Positionen achten wir zudem stets auf eine ausreichende Mischung. Zum einen kann dadurch – zumindest in Normalzeiten – die Schwankungsanfälligkeit des wikifolios reduziert werden. Zum anderen fällt es bei vergleichsweise kleinen Positionen leichter, ein distanziertes und objektives Verhältnis zum einzelnen Investment zu behalten. An dieser Stelle dürfen wir einmal mehr den Anlegern in unserem Zertifikat für ihr Vertrauen und ihre Treue danken. Selbst in Phasen einer stagnierenden Kursentwicklung waren bislang keine größeren Rückgänge der Investitionssumme zu verzeichnen (vgl. Abb., rote Linie, rechte Skala).



Quelle: wikifolio.com, eigene Berechnung

Ralph Malisch



# FÜR DIE BESTEN WERTANLAGEN NUR DIE BESTEN ADRESSEN

Abb. 3: US-Aktien über der 200-Tage-Linie



Die Marktbreite in den USA lässt zu wünschen übrig  
Quelle: Private Profits Newsletter

sehen. Das zeitlich geglättete – und unserer Ansicht nach aussagekräftigere – Shiller-KGV liegt inzwischen gar bei fast 30. Der Amerikaner David Poppe, einer der erfolgreichsten Vermögensverwalter überhaupt, interpretiert das Bewertungsniveau seines Heimatmarktes ebenfalls als sehr hoch und sieht vom heutigen Niveau aus keine großen Steigerungsmöglichkeiten mehr für die kommenden Jahre. Der Manager des legendären Sequoia Funds, vor dem sogar Warren Buffett den Hut zieht, warnt im Interview auf S. 60 aber auch davor, deshalb schon unmittelbar einen Crash vorherzusehen. Seiner Ansicht nach kann die Börse noch lange deutlich weiter laufen – trotz hoher Bewertung.

## Schwächelnde Marktbreite

Dass gewisse Märkte derzeit von einem Hoch zum nächsten steigen, wie z.B. NASDAQ und MDAX, deutet ebenfalls darauf hin, dass derzeit noch nicht von einer akuten Gefahr gesprochen werden kann. Dennoch: Innerhalb der einzelnen Märkte wird die Anzahl der Titel, die die neuen Hochkurse tragen, immer geringer. Axel Retz, Autor des Private-Profits-Newsletters, weist in seinem jüngsten Brief darauf hin, dass diese sogenannte Marktbreite für die US-Börse schon seit etwa zwölf Monaten zu wünschen übrig lasse. Konkret misst er dies an der Anzahl der Aktien, die über ihrer eigenen 200-Tage-Durchschnittslinie notieren. Der entsprechende Indikator ist in Abb. 3 zu sehen. Derzeit erfüllen nur noch 60% aller US-Titel dieses Kriterium – wohlgemerkt bei einem Dow Jones auf Allzeithoch-Niveau. Wie Abb. 3 zeigt, weist der langfristige Trend der Marktbreite nach unten (fallende rote Linie). Dies ist langfristig sicherlich ein sehr bedenkliches Zeichen. Kurzfristig sollte dieses Phänomen aber nicht überinterpretiert werden.

## Relative Stagnation

Noch ein anderes Phänomen stimmt uns nachdenklich: Zwar steigt der MDAX weiter, wie im vorherigen Absatz erwähnt, aber die Mittelstands-Champions der deutschen Wirtschaft ►



143 Jahre Edelmetallerfahrung.

**ROBBE & BERKING**

SEIT 1874

[www.wertanlagen.robberking.de](http://www.wertanlagen.robberking.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, Holtener Straße 33  
München, Theatinerstraße 32 · Wien, Am Graben 26

## Löcher in der Matrix

### Warnung vor dem Bitcoin

Bundesbankvorstand Carl-Ludwig Thiele hat laut einem vorab verbreiteten Redetext zum Frankfurter Zahlungsverkehrssymposium vor dem Bitcoin gewarnt. Der Bitcoin bleibe „eine virtuelle Währung, die keine reale Wertgrundlage“ habe. Zwar habe Japan den Bitcoin zum legalen Zahlungsmittel erklärt, andererseits hätten die Kriminellen hinter der WannaCry-Cyberattacke Lösegeld in Form von Bitcoins gefordert. Auch habe es in der Vergangenheit wiederholt Diebstähle von Bitcoins gegeben. Vorteil des von Zentralbanken und (!) Banken geschaffenen Geldes sei, dass es letzten Endes der Staat garantiere.

Hinter virtuellen Währungen dagegen stehe niemand. Sie würden aus dem Nichts nach Regeln geschaffen, über die ein unbekanntes Gremium entscheide. Thieles Ausführungen sind deshalb so urkomisch, weil praktisch alle Kritikpunkte, die er gegen den Bitcoin ins Feld führt, auch auf den von ihm vertretenen Euro zutreffen. Auch der Euro ist eine virtuelle Währung ohne reale Wertgrundlage, die aus dem Nichts geschaffen wird. Auch der Euro wurde und wird von Kriminellen benutzt. Die „Garantie“ des Staates spielt sich irgendwo zwischen Tautologie und nebulösem Lippenbekenntnis ab.

Und während über die Ausweitung der Euro-Geldmenge tatsächlich ein gesichtsloses Gremium unter Vorsitz des ehrenwerten Herrn Draghi nach Gutdünken entscheidet, geschieht dies beim Bitcoin immerhin ausnahmslos nach bekannten Regeln. Es scheint fast so, als würde in der Fiat-Money-Welt selbst der Grundsatz „Wer im Glashaus sitzt, sollte nicht mit Steinen werfen“ in sein Gegenteil verkehrt: „Wer im Glashaus sitzt, der muss mit Steinen werfen.“ Denn einen auffälligen Unterschied gibt es tatsächlich – die Wertentwicklung: Draghis Euro hat gegenüber dem Bitcoin in den letzten fünf Jahren mehr als 99% seines Wertes eingebüßt – eine eindrucksvolle Abstimmung mit den Füßen.



### Blut, Ehre und der Dienst

„Blood and Honour“ war eine rechtsradikale Vereinigung, die hierzulande im Jahr 2000 verboten wurde. Das Pikante daran förderte die ARD nun aus einem geheimen Aktenvermerk des LKA Berlin zu Tage: Der Deutschland-Chef der Gruppe soll – sozusagen im Nebenberuf – als V-Mann für den Verfassungsschutz gearbeitet haben. Oder im Hauptberuf. So ganz genau weiß man das nicht. Nun dürfte wenig dagegen einzuwenden sein, dass der Verfassungsschutz potenziell verfassungsfeindliche Organisationen infiltriert, um eine Innenansicht des dortigen Treibens zu gewinnen. Der Chef – nicht nur einer solchen Organisation – ist allerdings regelmäßig mehr als ein bloßer Beobachter. Erschafft der Apparat gar jene Monster, die er anschließend erfolgreich bekämpft? Man fühlt sich an ein legendäres Interview in der Wochenzeitschrift Die Zeit vom 30.8.2007 erinnert, das Giovanni di Lorenzo mit Bundeskanzler a.D. Helmut Schmidt führte und in folgender Passage gipfelte: Schmidt: „Ich habe den Verdacht, dass sich alle Terroristen ... in ihrer Menschenverachtung wenig nehmen. Sie werden übertroffen von bestimmten Formen von Staatsterrorismus.“ Auf die entsetzte Nachfrage „Ist das Ihr Ernst? Wen meinen Sie?“ noch einmal Schmidt: „Belassen wir es dabei. Aber ich meine wirklich, was ich sage.“

### Trump und die Börse

Als die amerikanischen Börsen mit der Wahl Donald Trumps zu einer eindrucksvollen und erstaunlich lang anhaltenden Kursrally ansetzten, vermied es der Mainstream, diesen Zusammenhang zu thema-

tisieren. Schließlich hatte man vor der Wahllandauf, landab vor den schlimmen Konsequenzen gewarnt, die eine Präsidentschaft Trumps nach sich ziehen würde. Nun, da die Kurse als Reaktion auf die erneut hochgekochte Russland-Affäre einen ersten deutlichen Tagesverlust erlitten, war der Zusammenhang sogar schlagzeilenwürdig: „Kurscrash an der Wall Street – Dollar unter Druck – Trump-Beben an der Börse!“, hieß das beim meinungsBILDenden Boulevard. Trump als Schuldiger für fallende Kurse? Na ja, denn was die Redakteure beim „Trump-Beben“ lieber nicht so deutlich sagen wollten: Die Börsen reagierten nicht deshalb so verschnupft, weil Trump Präsident ist, sondern weil er es möglicherweise bald nicht mehr ist.

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.dellidm>





Wir freuen uns, die

## Ludwig von Mises Institut Deutschland Konferenz 2017

anzukündigen:

### „Small is beautiful - vom Vorteil kleiner politischer Einheiten“

Samstag, 21. Oktober 2017

10 Uhr bis 18 Uhr

im Hotel „Bayerischer Hof“, München

Mit Beiträgen von:

S.D. Fürst Hans-Adam II.  
von und zu Liechtenstein

#### Der Staat im dritten Jahrtausend

Dr. Titus Gebel  
Free Private Cities Ltd

#### Freie Privatstädte - die Zukunft gehört politikfreien Gemeinwesen

Andreas Marquart  
Ludwig von Mises Institut Deutschland

#### Small is beautiful - und friedlicher

Professor Dr. David Dürr  
Universität Zürich

#### Die viel zu große Schweiz - und was dagegen zu tun wäre

Professor Dr. Thorsten Polleit  
Universität Bayreuth,  
Ludwig von Mises Institut Deutschland

#### Großer Staat entsteht - großer Staat vergeht

---

Wir würden uns freuen, Sie zur 5. Konferenz des „Ludwig von Mises Institut Deutschland“  
begrüßen zu können.



Thorsten Polleit  
Präsident

Andreas Marquart  
Vorstand

Ludwig von Mises Institut Deutschland e. V.

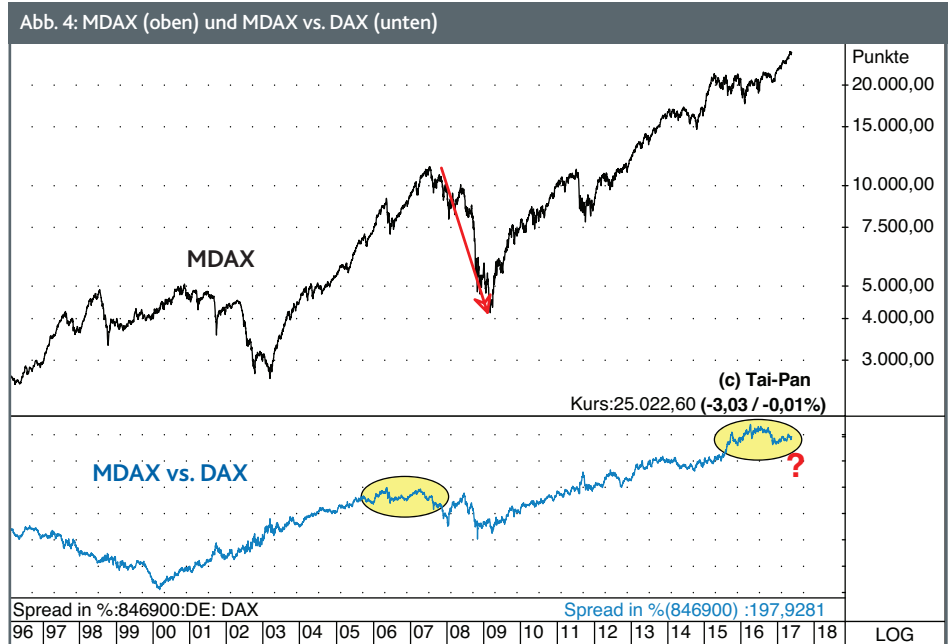
Infos und Anmeldungen: [www.misesde.org/konferenz2017](http://www.misesde.org/konferenz2017)



führen die Bewegung nicht mehr an. Schon einmal war eine solche Phase der relativen Stagnation des MDAX zu beobachten, nachdem dieser zuvor die Aufwärtsbewegung noch klar gegenüber den schwerfälligen DAX-Dickschiffen dominiert hatte. Das war ausgerechnet in den Jahren 2006/07 der Fall (vgl. Abb. 4, linke gelbe Markierung). Was in der Folge geschah, sollte den meisten Börsianern noch in lebhafter Erinnerung sein ...

**Was unsere Gastanalysten meinen**

Auch unsere Gastanalysten zeigen sich auf den Seiten 43 und 44 skeptisch. Uwe Langs Blickwinkel auf die Beziehungen zwischen den einzelnen Märkten (Intermarktanalyse auf S. 44 oben) gibt vielerlei Warnsignale, aber die noch positive Zinsstruktur sowie die noch aufwärts gerichteten Trends bei den Aktienindizes sorgen dafür, dass Lang noch nicht ins Bärenlager übergelaufen ist. Auch die Quantitative Analyse von Dr. Werner Koch und Werner Krieger führt



Die Stagnation der relativen Entwicklung von MDAX zu DAX (untere Kurve) ist kein gutes Zeichen

aktuell zu Einschätzungen wie „Das Eis wird immer dünner“ oder „Das Marktumfeld trübt sich ein“. Ein konkretes Verkaufssignal ist aber auch hier nicht gegeben. Die Analysten von sentix (S. 43 unten) sprechen schließlich von „einer angespannten Datenlage am deutschen Aktienmarkt“ und einer „stark überkauften Markttechnik“.

**Interpretation**

All dies klingt nicht wirklich erbaulich, und dennoch müssen wir konstatieren: Solche Einschätzungen erhalten wir nun schon seit mehreren Monaten – und sie sind ja auch nicht falsch. Die Leitbörsen schrauben sich immer weiter nach oben – bei sich ständig verschlechternden Rahmenbedingungen. Wie lässt sich diese Gemengelage deuten? Smart Investor geht davon aus, dass sich die derzeitige Konstellation – gemeint ist ein weiterer schleichender Anstieg der Aktienindizes bei sich weiter verschlechternder Datenlage – noch über einige Wochen oder auch Monate hinziehen kann. Wenn es allerdings zum Bruch kommt – gemeint ist sowohl ein Bruch der Aufwärtstrends als auch der ökonomischen Aussichten sowie des Sentiments – kann unserer Ansicht nach eine sehr schnelle Abwärtsbewegung einsetzen, die auch das Prädikat „Crash“ verdient.

**Fazit**

Noch kann man an den Märkten mitspielen, allerdings sollte man keine extremen Risiken mehr eingehen, denn der zunehmend zäheren Aufwärtsbewegung steht das Risiko schneller Abwärtsschübe gegenüber. In unserem wöchentlichen Newsletter Smart Investor Weekly, den Sie auf [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) kostenlos abonnieren können, erhalten Sie immer mittwochs ein entsprechendes Update zur weiteren Entwicklung.

Ralf Flierl, Ralph Malisch

Anzeige

**Realistisch und marktorientiert zum sicheren Verkaufserfolg!**

**Kostenlose Wertermittlung und Beratung**



**Wir suchen ältere Häuser und Grundstücke im Raum München**

**HAUS & BODEN**  
IMMOBILIEN GMBH

Haus & Boden Immobilien GmbH  
Engelhardstraße 10  
81369 München

Tel: 089 - 54 21 51 21  
Fax: 089 - 54 21 51 26  
info@hausundboden.info

## Charttechnik

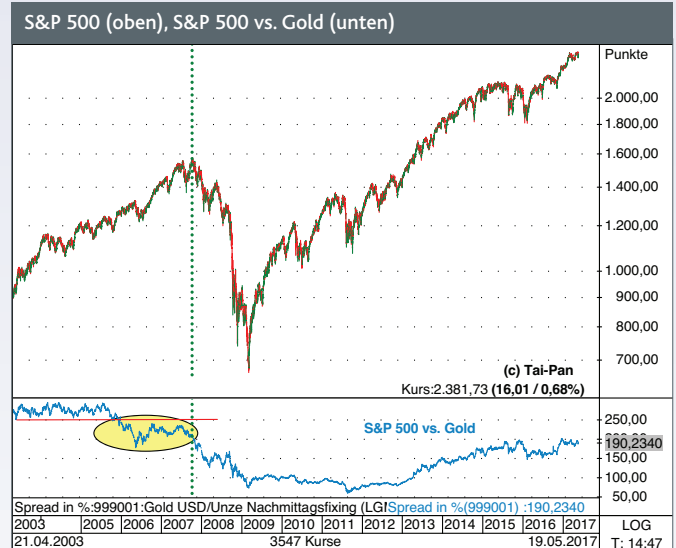
## Keine Sturmwarnung

## Goldpreisentwicklung bleibt unspektakulär

Obwohl die Aktienmärkte nahezu ununterbrochen steigen, riecht es zunehmend nach einer ausgedehnteren Korrektur, wenn nicht gar nach einer Trendwende. Allerdings haben sich schon viele Marktteilnehmer bei dem Versuch die Finger verbrannt, derartige Wendepunkte zu antizipieren. Es kann daher durchaus lohnend sein, sein Urteil auf eine breitere Basis zu stellen, etwa indem man eine zweite Zeitreihe wie den Goldpreis in die Überlegungen miteinbezieht. Unsere Abbildung zeigt im oberen Teil die Entwicklung des S&P 500 und im unteren Teil den Relativchart zwischen diesem Index und dem Goldpreisfixing.

Sobald Aktien aus der Mode geraten und Anleger nach Sicherheit suchen, sollte sich dieses Verhältnis zulasten der Aktien entwickeln und sinken. Genau das war im Vorfeld der Finanzkrise von 2008 zu beobachten. Als die Aktien ihr Hoch erreichten (vertikale, grün gestrichelte Linie), war der Relativchart schon einige Zeit rückläufig – Gold stieg also schneller als die Dividendenpapiere (gelbe Markierung). Eine vergleichbare Entwicklung ist aktuell allerdings (noch) nicht ansatzweise zu beobachten. Sogar der Aktienrückgang aus dem Jahr 2016 konnte inzwischen sowohl absolut als auch relativ geheilt werden. Der Relativchart verläuft auf hohem Niveau stabil.

Ralph Malisch



## sentix Sentiment

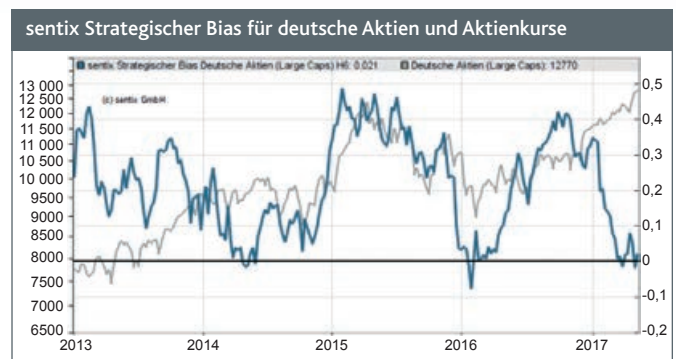
## Noch keine Entwarnung

Gastbeitrag von Manfred Hübner, sentix GmbH ([www.sentix.de](http://www.sentix.de))

Im Monatsvergleich bleibt es bei der angespannten Datenlage im deutschen Aktienmarkt. Das Grundvertrauen der Anleger, gemessen am Strategischen Bias, befindet sich seit Februar im Sinkflug. Und dies, obwohl die Konjunkturerwartungen als Haupttreiber des Bias nach wie vor robust sind. Den Grund für den Abfall des Grundvertrauens muss man in den USA suchen.

Hier zeigt sich im sentix Politik-Barometer, dass der aktuelle US-Präsident bereits vier Monate nach Amtsantritt mit einem veritablen Verlust seines Nimbus zu kämpfen hat. Hinzu kommt, dass sich in den USA ernste Zweifel über den Zustand der Konjunktur breitmachen.

Zu dieser Datenlage gesellt sich noch eine stark überkaufte Markttechnik sowie eine extrem niedrige historische und implizite



Quelle: sentix

Volatilität. Einzig das Sentiment, welches nur neutral ist, vermag da Hoffnung zu machen, dass es nicht zur überfälligen Korrektur kommt. Die Zeichen stehen also auf Konsolidierung bzw. Korrektur. Ganz so, wie es der 2006er-Vergleichspfad nahelegt, den wir an dieser Stelle im Vormonat skizzierten.

## Intermarketanalyse

## Weiterhin keine Neukäufe tätigen!

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

**Das GESAMTSYSTEM: Positiv 2:1!**

**1) Zinsstruktur: Positiv!**

Der geglättete Abstand zwischen den lang- und kurzfristigen Zinsen in den USA und Europa, ein wichtiger Konjunkturindikator, ist noch positiv. Aber seit zwei Monaten beginnt der Abstand wieder abzubrockeln. Derzeit 0,43% nach 0,45% vor zwei Monaten. Das deutet auf eine langsam schwächer werdende Konjunkturentwicklung hin.

**2) Index-Trend-Methode (Nasdaq-Dow-Utility-DAX): Positiv!** Trotz jüngster massiver Kursverluste bleiben DAX und Nasdaq Composite noch im langfristigen Aufwärtstrend.

**3) Die übrigen fünf Indikatoren melden 1:4!**

**Anleihezinsen: Negativ!** Der Zinsanstieg bei den Anleihen geht etwas zurück, vermutlich konjunkturbedingt. Dennoch liegen die Anleihezinsen höher als vor einem Jahr.

**Ölpreis: Positiv!** Vor zwei Wochen meldete der Ölpreis wieder ein Fünfwochentief. Wegen der Kostenentlastung für Unternehmen und Verbraucher ist das zwar ein positives Signal. Aber es ist auch Zeichen einer Konjunkturschwäche. Mittlerweile hat der Ölpreis die 50-USD-Marke wieder überschritten, aber noch kein Sechswochenhoch gemeldet.

**CRB-Index: Negativ!** Der CRB-Index liegt bei rund 182 Punkten und meldet damit einen Seitwärtstrend für die Rohstoffe insgesamt. Im geglätteten Jahresvergleich liegt er damit leicht höher.

**US-Dollar in Euro: Negativ!** Der US-Dollar bleibt schwach. Zuletzt hat er aufgrund politischer Ereignisse noch einmal deutlich nachgegeben. Für den Aktienmarkt war aber stets ein starker Dollar wichtig.

**Saisonfaktor: Negativ!** Dieser Indikator gibt seit dem 28. April 2017 bis Ende September ein negatives Signal.

### Fazit

Dass unser Gesamtsystem noch nicht gedreht hat, sondern mit 2:1 noch positiv ist, liegt daran, dass die Signale Zinsstruktur und Index-Trend relativ langsam reagieren. Doch die Kurschwächen in der zweiten Maihälfte deuten darauf hin, dass dem Aufwärtstrend am Aktienmarkt allmählich die Puste auszugehen scheint. Die Bewertungen sind zu hoch, Neuemissionen und Übernahmen häufen sich. Das sind Warnsignale, die zumindest dazu veranlassen sollten, keine Neukäufe mehr vorzunehmen.

## Quantitative Analyse

## Das Eis wird immer dünner

Gastbeitrag von Werner Krieger und Dr. Werner Koch ([gfa-vermoegensverwaltung.de](http://gfa-vermoegensverwaltung.de))

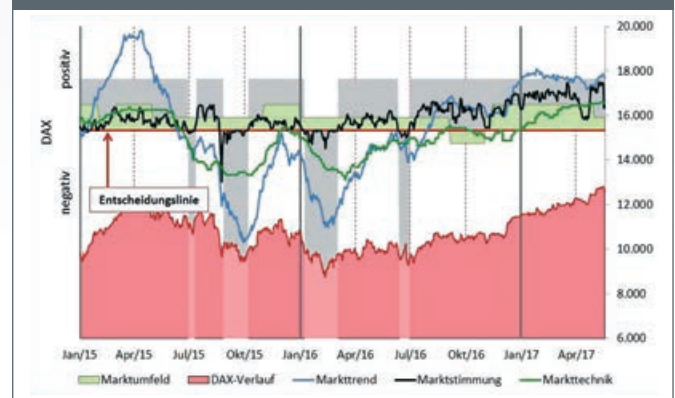
Bereits seit dem 30. Juni 2016 votiert unsere GFA-Börsenampel ununterbrochen für ein Engagement in deutschen Aktien. Doch obwohl sich der DAX seit Wochen in einem überkauften Zustand befindet, hat er bislang nicht nachhaltig korrigiert. Sehr gut ist dies dem in der Grafik dargestellten überhitzten Markttrend und der zu sorglosen Marktstimmung zu entnehmen.

Seit Anfang des Monats nun trübt sich auch das Marktumfeld ein und belastet das Aggregat jetzt zusätzlich. Insgesamt also ein gefährlicher Cocktail und damit kein guter Vorbote für den Verlauf des Börsensommers 2017. Solange aber der übergeordnete Trend intakt ist, raten wir davon ab, voreilig Gewinne mitzunehmen. Schließlich kann sich auch ein überhitzter Markt in einer zermürenden Seitwärtskonsolidierung abkühlen.

**Markttrend:** Auch wenn der Aufwärtstrend weiterhin in Takt ist, so hat bereits eine leichte, bisher eher seitwärts gerichtete Konsolidierung begonnen.

**Marktstimmung:** Das Marktsentiment zeigt eine zu große Sorglosigkeit der Marktteilnehmer an.

Auch das Marktumfeld trübt sich ein



Weiterhin votiert unsere Börsenampel für ein Engagement am deutschen Aktienmarkt. Die Stimmung ist ausgelassen und der überhitzte Markttrend konsolidiert seit einigen Wochen eher seitwärts. Damit werden durch den Sommer hindurch weitere Rücksetzer immer wahrscheinlicher.

Stand: 18.5.2017.

Quellen: Bloomberg,  
[www.gfa-vermoegensverwaltung.de](http://www.gfa-vermoegensverwaltung.de)

**Markttechnik:** Die Markttechnik ist im Vergleich zum Vormonat bisher stabil geblieben.

**Marktumfeld:** Das Marktumfeld – als untergeordneter Indikator des Aggregats – hat seit Anfang des Monats deutlich abgegeben, befindet sich aber immer noch knapp in positivem Terrain. Die aggregierte Indikatorenkonstellation behält ihr positives Gesamtvotum bei.



## Relative Stärke

## „Irgendwie und weiter so“

## Noch hält die positive Grundstimmung

**Erst die Ruhe, dann der Sturm?**

Ausgerechnet der Wonnemonat Mai treibt Börsianern regelmäßig Sorgenfalten auf die Stirn. Entsprechend der Börsenweisheit „Sell in May and go away“ sollte man sich nämlich bereits von

seinen Aktien verabschiedet haben. Auch statistisch spricht einiges dafür, dem Markt bis einschließlich Oktober fernzubleiben. Zumindest hat sich dieser Zeitraum in der Vergangenheit als das eindeutig schlech-

tere Börsenhalbjahr erwiesen. Obwohl dieses Wissen an den Märkten vorhanden ist, machten die Marktteilnehmer bislang nur wenige Anstalten, es auch in die Tat umzusetzen. Lediglich kurz vor dem Ende unserer Berichts-

periode, am 17. Mai, zeigten sich die Märkte über ein mögliches Amtsenthebungsverfahren gegen US-Präsident Donald Trump verunsichert. Daraus könnte durchaus eine größere Korrekturbewegung oder mehr werden. Apropos politische Börsen: In unsere Berichtsperiode fielen sowohl der erste als auch der zweite Wahlgang der französischen Präsidentschaftswahl. Der CAC 40 reagierte besonders auf den ersten Wahlgang begeistert, weil bereits danach die Zeichen auf „Irgendwie und weiter so“ standen – per Saldo ein Plus von fünf Rängen auf Rang 5, die höchste relative Platzierung seit mehr als drei Jahren.

**Inseloptimisten**

Ansonsten blieb es allerdings ziemlich, um nicht zu sagen ungewöhnlich ruhig. Die größte Rangverschiebung betraf ausgerechnet den britischen FTSE-100 mit einem Plus von neun Rängen – und zwar bereits währungsbereinigt. Das ist einigermaßen erstaunlich, denn auch im Vereinigten Königreich dominieren politische Themen wie der Brexit und Neuwahlen. Den einzigen Hinweis auf wachsende Vorsicht geben die Bundesanleihen des REXP10. Dieser konnte sich um acht Ränge auf Rang 15 nach vorne schieben. ■

Ralph Malisch

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	
		21.4.	17.3.	17.2.	20.1.	9.12.	18.11.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig.%	Abst.%
PTX	Polen	1	1	1	1	4	18	50	88	73	+0,24	+14,5
TecDAX	D	2	4	4	15	15	19	88	94	97	+0,22	+16,3
IBEX 35	E	3	3	2	21	11	12	53	83	74	+0,17	+11,1
MDAX	D	4	6	10	10	10	17	76	93	95	+0,16	+9,0
CAC 40	F	5	10	13	20	8	8	59	86	86	+0,13	+8,0
SMI	CH	6	9	11	17	18	21	77	91	92	+0,13	+9,3
DAX	D	7	11	8	11	5	7	68	87	91	+0,13	+7,5
KOSPI	Korea	8	7	7	22	20	20	74	90	88	+0,11	+9,0
Sensex	Indien	9	5	3	14	21	22	80	96	97	+0,11	+7,9
Merval	Arg	10	2	5	2	3	11	77	90	98	+0,22	+13,6
FTSE 100	GB	11	20	18	19	16	15	82	87	95	+0,07	+4,0
NASDAQ 100	USA	12	8	6	3	7	6	71	91	95	+0,13	+8,3
Hang Seng	HK	13	19	16	12	19	10	80	92	66	+0,08	+7,3
Nikkei 225	J	14	21	17	16	14	9	70	86	80	+0,10	+3,2
REXP 10 *	D	15	23	24	25	22	23	45	42	78	+0,01	-0,0
S&P 500	USA	16	18	15	9	9	5	54	86	93	+0,07	+3,0
Gold		17	12	21	24	23	25	51	80	64	-0,02	+2,8
H Shares	China	18	22	12	8	17	4	56	69	37	+0,06	+3,0
DJIA 30	USA	19	16	9	4	6	3	45	80	89	+0,08	+2,7
S.E.T.	Thai	20	13	19	13	13	14	29	59	82	+0,03	-0,0
Gold Bugs Ind.	USA	21	14	25	18	24	26	58	54	52	+0,06	+1,3
All Ord.	Aus	22	15	14	7	12	13	0	63	78	+0,06	+0,4
Rohöl		23	25	26	5	2	2	70	46	28	+0,08	-1,0
Silber		24	17	23	23	25	24	28	33	40	-0,09	-2,6
RTX	Rus	25	24	20	6	1	1	24	44	54	+0,06	-2,9
Shenzhen A	China	26	26	22	26	26	16	22	10	39	-0,08	-6,5

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).

\* REXP 10: Index 10-jähriger Anleihen

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

## Edelmetalle

# Rohstoffwerte besser als der breite Markt

Langfriststudie der amerikanischen Investmentbank GMO mit interessanten Ergebnissen

## Eine jährliche Überrendite von 2,2%

Nach gängiger Lehrmeinung von Betriebswirten entsteht der größte Teil der Wertschöpfung bei der Produktion einer Ware nicht bei der Förderung der dafür benötigten Rohstoffe, sondern bei Konstruktion, Fertigung und Vermarktung. Dem widerspricht eine Studie der amerikanischen Investmentbank GMO mit dem Titel „An Investment Only a Mother Could Love: The Case for Natural Resource Equities“ (verkürzt ins Deutsche übersetzt: „Warum man jetzt Aktien von Rohstoffunternehmen kaufen sollte“). Die Autoren Lucas White und Jeremy Grantham gingen 90 Jahre in der Geschichte zurück und stellten fest: Die Aktien von Minenunternehmen und Öl- und Gasförderern haben seit 1925 im statistischen Mittel gegenüber dem marktbreiten S&P 500 eine jährliche Überrendite von 2,2% erzielt. Nach den Gründen für dieses spektakuläre Ergebnis wird in der Studie nicht gefragt. Man kann vermuten, dass bei der

Produktion von Industriegütern wie Autos, Flugzeugen oder Fernsehern wegen der harten Konkurrenz der Hersteller ein größerer Teil der Wertschöpfung über niedrigere Preise oder höhere Qualität an die Kunden weitergegeben wird. Industriekonzerne wie Ford, Boeing, Siemens oder VW haben traditionell weitaus geringere Gewinnmargen als die großen internationalen Öl- oder Minenkonzerne.

## Im Durchschnitt mehr als 8% pro Jahr verdient

Wie profitabel auf lange Sicht die Förderung von Rohstoffen ist, lässt sich an folgenden Zahlen ablesen: Der Rohölpreis ist (inflationbereinigt) seit 1925 um gerade mal 0,5% pro Jahr gestiegen, die Preise wichtiger Industriemetalle wie Kupfer oder Eisenerz haben in diesem Zeitraum stagniert oder waren gar rückläufig. Der Absolute Return der Aktien von Öl- und Gasförderern lag bei 8,3% pro Jahr, der von Minenwerten gar bei 8,6% pro Jahr.

Die Rohstoffpreise haben sich seit 1999 verdreifacht – eine der größten Haussen in der jüngeren Geschichte. Allerdings konnte man davon mit Futures-Kontrakten leider nicht profitieren. Futures haben eine begrenzte Laufzeit, und die Rollverluste von den alten in die neuen Kontrakte fraßen einen Großteil der theoretisch möglichen Gewinne auf.

## Warum Rohstoffaktien heute attraktiv sind

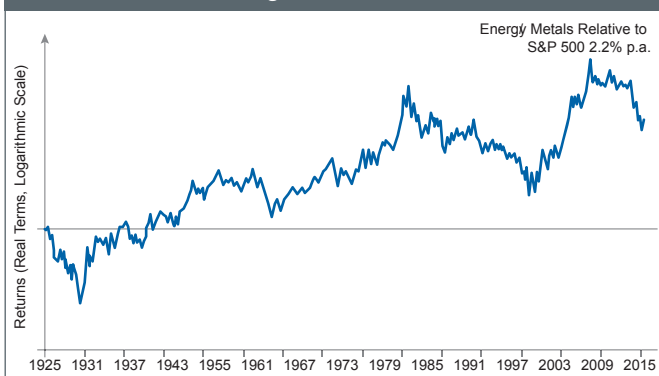
Von Statistikern errechnete Durchschnittswerte seit 1925 nutzen dem Investor von heute relativ wenig. Kaum jemand hat einen Anlagehorizont von mehreren Jahrzehnten. Abb. 1 zeigt schön das zyklische Verhalten des Rohstoffsektors: Boomphasen in den 1960er- und 1970er-Jahren und ab 1999, Stagnation in den 1980er- und 1990er-Jahren, Baisse ab 2011. Wer jahre- oder gar jahrzehntelang falsch positioniert war, gibt irgendwann entnervt auf und will mit Aktien aus diesem Bereich nie mehr etwas zu tun haben. Da noch keinem Analysten verlässliche Rohstoffpreisprognosen gelungen sind, betonen die Autoren der Studie, dass eine langfristige strategische Herangehensweise an diesen Sektor wichtiger ist als eine taktische. Schon allein wegen Diversifikation und Inflationsschutz gehören Rohstoffwerte zeitunabhängig in jedes Portfolio. Trotz kurzfristig zum Teil extremer Volatilität sind die Aktien von Öl- und Gasförderern sowie von Minenunternehmen auf längere Sicht eines der sichersten Investments.

## Taktische Portfolio-Allokation

Es gibt jedoch durchaus historische Erfahrungswerte, die Hinweise zur taktischen

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios	Kurs				Veränderung seit		
	19.5.17	21.4.17	30.12.16	2.1.06	Vormonat	30.12.16	2.1.06
Gold in USD	1.255,55	1.285,00	1.141,25	516,88	-2,3%	+10,0%	+142,9%
Gold in EUR	1.120,23	1.197,91	1.084,32	437,30	-6,5%	+3,3%	+156,2%
Silber in USD	16,87	17,94	16,48	8,87	-6,0%	+2,4%	+90,2%
Silber in EUR	15,05	16,72	15,66	7,61	-10,0%	-3,9%	+97,8%
Platin in USD	943,50	973,00	902,50	966,50	-3,0%	+4,5%	-2,4%
Palladium in USD	762,00	794,00	681,50	254,00	-4,0%	+11,8%	+200,0%
HUI (Index)	194,86	205,21	190,59	298,77	-5,0%	+2,2%	-34,8%
Gold/Silber-Ratio	74,43	71,63	69,25	58,27	+3,9%	+7,5%	+27,7%
Dow Jones/Gold-Ratio	16,57	16,00	17,38	21,20	+3,6%	-4,7%	-21,8%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1208	1,0728	1,0525	1,1819	+4,5%	+6,5%	-5,2%

Abb. 1: Überrendite von Energie- und Metallaktien



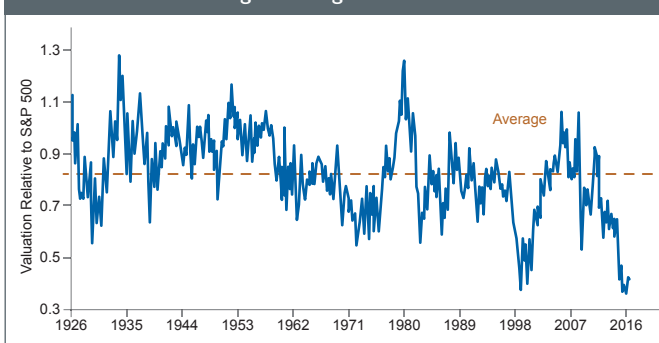
Seit 1925 konnte der oft geschmähte Sektor den S&P 500 um 2,2% p.a. schlagen

Quellen: CRSP, Global Financial Data, GMO

Portfolio-Allokation geben. Lucas White und Jeremy Grantham fanden heraus, dass ein Korb von Energie- und Metallunternehmen nach den Kriterien KGV, Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) und Dividendenrendite wegen des diesem Sektor zugeschriebenen höheren Risikos traditionell im Vergleich zum S&P 500 um 20% unterbewertet ist (gestrichelte Linie in Abb. 2). Bei einer extremen relativen Überbewertung, wie sie zum Beispiel im Jahr 1980 zu beobachten war, schrumpfen die für die Zukunft zu erwartenden Erträge. Aus der im Jahr 2015 und in der ersten Jahreshälfte 2016 vorhandenen starken Unterbewertung lässt sich schließen, dass Rohstoffwerte in den kommenden Jahren gegenüber dem breiten Aktienmarkt die Nase vorn haben werden.

In Zahlen ausgedrückt: „Wenn die Bewertung von Rohstoffaktien im historischen Vergleich im untersten Fünftel liegt, ist für die kommenden fünf Jahre relativ zum S&P 500 eine jährliche Überrendite von 7% zu erwarten.“ Dieses Ergebnis würde auch durch fundamentale Überlegungen gestützt: „Wir glauben, dass die Preise vieler Rohstoffe in den kommenden Jahrzehnten wegen des wachsenden Bedarfs und der Endlichkeit billig auszubeutender Ressourcen steigen werden.“

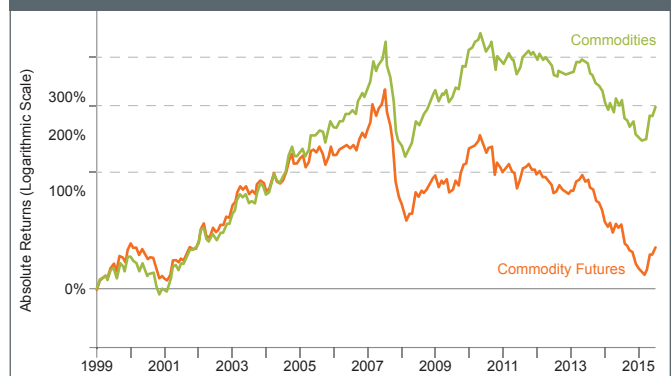
Abb. 2: Relative Bewertung von Energie- und Metallaktien



Relativ zum S&P 500 befindet sich die Bewertung von Energie- und Metallaktien in der Nähe ihrer historischen Tief

Quellen: S&P, MSCI, Moody's, GMO

Abb. 3: Rollverluste



Durch die Rollverluste beim Wechsel der Future-Kontrakte ist es nicht möglich, die tatsächliche Preisentwicklung von Rohstoffen mit handelbaren Futures nachzubilden.

Quellen: MSCI, FactSet, GMO

### Fazit

Die Masse der Anleger hat diese Erkenntnisse weder realisiert noch verinnerlicht und ist aktuell bei Rohstoffen stark unterinvestiert: „Der wertmäßige Anteil von Energie- und Metallunternehmen im S&P 500 schrumpfte innerhalb weniger Jahre um über 50%.“

Rainer Kromarek

Anzeige

## Smart Investor App

Smart Investor

– jetzt auch für Tablet und Smartphone



- Kostenloser Zugriff für Abonnenten
- Alle Ausgaben auch offline lesen
- Lesen, bevor das Heft im Briefkasten ist
- Auch als Einzelheft abrufbar



Noch kein Abonnent?  
Dann jetzt anmelden auf  
smart-i.de/abo



## Aktien im Blickpunkt

# Titel mit Dauerläuferqualitäten

Echte Reichmacher sind Aktien, bei denen Geschäftsmodell, Gewinnaussichten und Chartbild passen

Die Kursschwankungen an den führenden Weltbörsen sind derzeit so niedrig wie selten. So ist jüngst der Volatilitätsindex Vix, der die erwartete Schwankungsbreite des Index S&P 500 widerspiegelt, auf den niedrigsten Stand seit 1993 gefallen. Trotzdem empfinden viele Anleger eine Geldanlage in Aktien weiterhin als nervenaufreibend. Das mag vor dem Hintergrund der derzeit nur geringen Kursbewegungen erstaunen, ist bei genauer Hinsicht aber durchaus nachvollziehbar. Denn es gibt selbst im derzeit bereits mehr als acht Jahre laufenden Bullenmarkt viele Aktien ohne überzeugenden Aufwärtstrend.

Vielmehr ist es so, dass die meisten Unternehmen in immer kürzeren Zeitabschnitten der Disruption zum Opfer fallen, wie Gunnar Miller erklärt. Laut dem Global Head of Research bei Allianz Global Investors werden die langfristigen Erträge sogar von lediglich 20% der Aktien getragen. Seit 1989 gehen demnach sämtliche Markterträge des S&P 500 auf 20% der Aktien zurück, während 80% der Aktien

auf einen kollektiven Gesamtertrag von 0% kommen. Hierbei übertrafen 8% der Titel im genannten Zeitraum den Gesamtmarkt mit ihrer Wertentwicklung um das Fünffache. 7% der Aktien schnitten dagegen fünfmal schlechter ab als der Marktdurchschnitt und 24% aller Titel zweimal schlechter. Dazu passt, wie Miller ergänzt, auch Folgendes: Seit 1960 betrug die Lebensdauer eines im S&P 500 notierten Unternehmens durchschnittlich 60 Jahre. Gegenwärtig werden Unternehmen im Schnitt aber nur noch 12 Jahre alt. Ergebnisse wie diese lassen aus Anlegersicht nur einen Schluss zu: Um überzeugende Anlageergebnisse zu erzielen, kommt es entscheidend darauf an, Verliereraktien konsequent zu meiden und nur gezielt auf Gewinneraktien zu setzen.

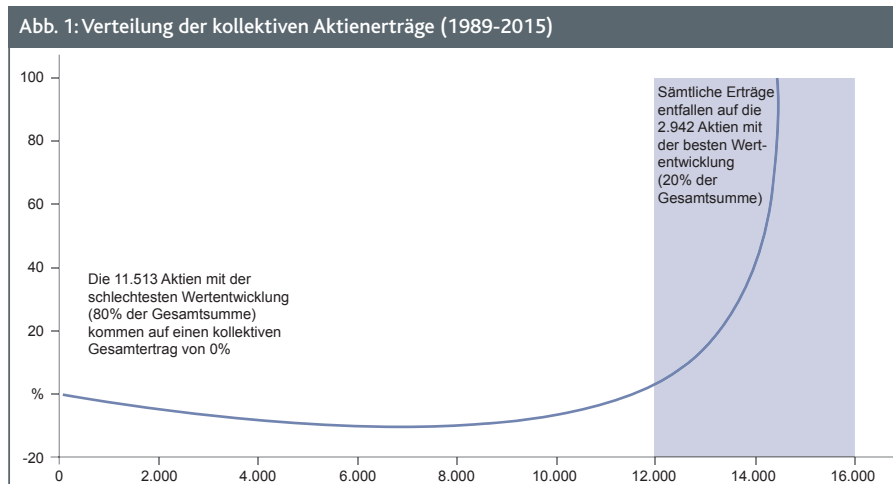
Beim Versuch, Titel aus der letztgenannten Kategorie aufzuspüren, hilft die Charttechnik. Denn Werte, deren Kurs schon seit Jahren oder noch besser seit Jahrzehnten stetig nach oben zieht, haben Champion-Qualitäten unter Beweis gestellt. So

einen Status als charttechnischer Dauerläufer können aber nur Unternehmen erwerben, die dank geschützter Geschäftsmodelle in der Lage sind, ein nachhaltiges Wachstum zu generieren. Deshalb ist es neben intakten charttechnischen Aufwärtstrends empfehlenswert, bei der Suche nach aussichtsreichen Investments auf Wettbewerbsvorteile und Gewinnaussichten zu achten. Kommen neben solchen Kriterien auch noch gemessen an den Perspektiven vernünftige Bewertungen hinzu, stehen die Chancen auf dauerhafte Kursgewinne nicht schlecht.

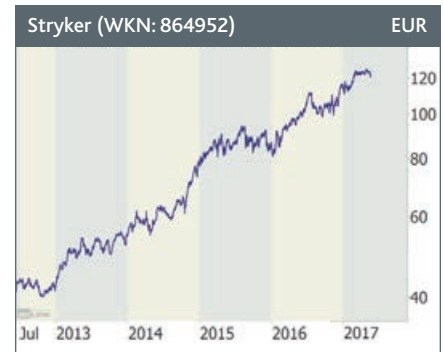
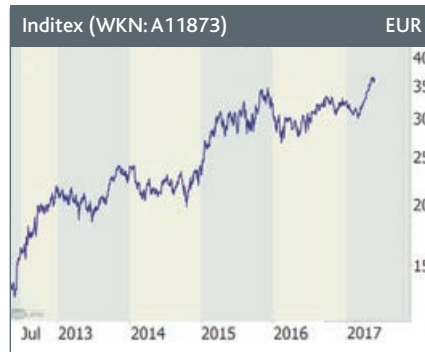
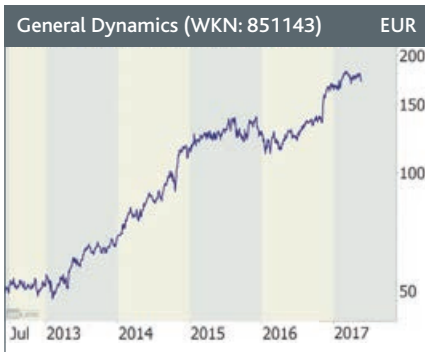
## Drei Reichmacher aus Europa ...

In Deutschland ist zu dieser erlesenen Gruppe **Fresenius** zu zählen. Frische Rekordhochs und ein von Oktober 2002 bis heute verbuchter Kursanstieg von 2,38 auf 79,49 EUR (über 3.200% Zuwachs!) verhelfen zu einem starken Chartbild. Der weltweit tätige Gesundheitskonzern mit Produkten und Dienstleistungen für die Dialyse, das Krankenhaus und die ambulante Versorgung von Patienten hat es in vier Wachstumsbereichen des Gesundheitssektors zum Marktführer geschafft. Zudem verstehen sich die Verantwortlichen darin, das Wachstum mithilfe von Übernahmen anzuschieben. Analysten rechnen nach 13 Rekordjahren in Folge bei dem DAX-Vertreter von 2016 bis 2021 mit einem Ergebnisanstieg von 2,86 EUR auf 5,41 EUR. Dahinter steckt eine Dynamik, die das optisch hohe KGV relativiert.

Viele Pluspunkte bringt auch der Optik-Spezialist **Essilor** mit. Die in 62 Ländern aktiven Franzosen haben es zum weltweit führenden Hersteller von optischen Produkten gebracht. Mit ermöglicht hat diese Stellung die strategische Entscheidung,



Quelle: [www.longboardfunds/articles/defense-wins-championships](http://www.longboardfunds/articles/defense-wins-championships)



viel Wert auf eine hohe Innovationskraft zu legen. Diesem Ziel dient auch die Beschäftigung von rund 400 Wissenschaftlern. Durch den Zusammenschluss mit dem italienischen Brillenkonzern Luxottica soll die Gesellschaft künftig noch mehr Schlagkraft erhalten. Analysten scheinen das für möglich zu halten. Zumindest sagen sie von 2016 bis 2021 einen Gewinnanstieg von 3,71 EUR auf 6,22 EUR voraus. Damit alles passt, wäre es jetzt noch wichtig, das fast wieder erreichte Rekordhoch zu knacken.

Nach einer zwischenzeitlichen Verschnaufpause ist **Inditex** jüngst bereits wieder auf Rekordkurs eingeschwenkt. Dieses charttechnische Kaufsignal geht bei dem spanischen Modekonzern einher mit einem im Vorjahr verbuchten Umsatz- und Gewinnanstieg von 12% bzw. 10%. Im größeren Stile getätigte Investitionen sollen dem vor allem durch die Hausmarke Zara bekannt gewordenen Unternehmen helfen, den gegenüber den meisten anderen Modehändlern bestehenden Wettbewerbsvorsprung zu bewahren. Analysten glauben genau daran, wie die Konsensprognose dokumentiert – beinhaltet diese doch von 2016/17 bis 2021/22 einen Ergebnisanstieg von 1,10 EUR auf 1,76 EUR je Aktie.

### ...und drei Reichmacher aus den USA und China

Die größte Auswahl an Dauerläuferaktien ist in den USA zu finden. Bei einem dieser Titel handelt es sich um **General Dynamics**. Um diese Einstufung als richtig zu untermauern, reicht der Verweis auf einen seit 1978 verbuchten Kursanstieg von 0,93 auf 196,59 USD. Dank einem technologischen Wettbewerbsvorsprung ist es dem US-Rüstungskonzern von 2006 bis 2015 gelungen, eine über den Kapitalkosten liegende Rendite auf das investierte Kapital von im Schnitt 16% zu erwirtschaften. Die Aussicht auf steigende Rüstungsausgaben spricht dafür, dass das so bleibt. Das beurteilen Analysten ähnlich, trauen sie der Gesellschaft doch von 2016 bis 2021 eine kontinuierliche Ergebnisverbesserung von 8,64 USD auf 13,21 USD je Aktie zu.

Als typische Dauerläuferaktie mit intakten Wachstums- und Geschäftsaussichten ist auch **Stryker** einzustufen. Dieser US-Medizintechnikhersteller, der orthopädische und chirurgische Implantate und Instrumente anbietet, hat auch Operationsroboter wie MAKOpasty im Programm. Damit lassen sich mit einer neuen Qualität an Präzision und Sicherheit komplett neue Gelenke für Knie und Hüfte

einsetzen und nicht mehr wie bisher nur Teilprothesen. Klingt ganz danach, als ob die Aktie, die ihren Kurs seit dem Börsengang 1988 um das 166-Fache gesteigert hat, noch immer über Luft nach oben verfügt. Zu dieser Prognose passt auch die von Analysten von 2016 bis 2021 vorausgesagte Ergebnisverbesserung von 5,80 USD auf 9,12 USD je Aktie.

Dank hoher Wachstumsraten ist das Thema Internet in China wie gemacht, um Reichmacheraktien zu schaffen. Diesen Traum in die Realität umgesetzt hat **Tencent**. Das breit aufgestellte Unternehmen bietet unter anderem einen Instant-Messaging-Dienst an, Mobile-Games sowie eine Spieleplattform, ein soziales Netzwerk und eine Online-Community.

Dank der vorhandenen User-Gemeinde scheint die Gesellschaft prädestiniert zu sein, die sich bei Internetdienstleistungen immer stärker auftuenden Möglichkeiten zur Monetarisierung zu nutzen. Auch hier zeichnet sich ein weiterhin starkes Gewinnwachstum ab, was dieser Reichmacher-Aktie seit Februar 2009 zu einer mehr als Versechszwanzigfachung verholfen hat.

Jürgen Büttner

Kennzahlen der vorgestellten Unternehmen												
Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2016e*	EpS 2016	EpS 2017e	EpS 2018e	KGV 2016	KGV 2017e	KGV 2018e	Div. GJ 2016	Div.-Ren. GJ 2016
Essilor	863195	118,70	25,7	7,115	3,71	4,20	4,62	32,0	28,3	25,7	1,50	1,26%
Fresenius	578560	76,14	42,2	29,471	2,86	3,42	3,79	26,6	22,3	20,1	0,62	0,81%
General Dynamics	851143	172,89	52,3	27,95	7,90	8,96	9,64	21,9	19,3	17,9	2,73	1,58%
Inditex	A11873	36,08	112,6	23,311	1,01	1,18	1,33	35,7	30,6	27,1	0,68	1,88%
Stryker	864952	121,90	45,6	10,36	5,30	5,88	6,46	23,0	20,7	18,9	1,43	1,17%
Tencent	A1138D	31,10	294,8	20,14	0,57	0,75	0,97	54,6	41,5	32,1	0,07153	0,23%

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

Quellen: Geschäftsberichte; eigene Schätzungen

Buy or Goodbye

Buy: SAPEC

Benjamin Graham, der Gottvater des Value Investing, hatte für Aktien wie die von SAPEC das Bild des „Cigar Butt“ geprägt. Ein Zigarrenstummel, den man am Straßenrand findet. Zwar mag dieser nicht besonders gut schmecken, er gibt aber auf jeden Fall noch ein paar Züge her. Und das Beste: Das Paffen kostet nichts! Dass SAPEC genau solch ein Fall ist, wurde spätestens mit der Bekanntgabe der Einladung zur Hauptversammlung der belgischen Holding offensichtlich. Denn während das Management den Aktionären eine Dividende von 150 EUR je Aktie vorschlägt, fiel der Kurs zuletzt sogar knapp unterhalb von 150 EUR. Ein klassischer „Free Lunch“ also, den es laut Milton Friedman in der Theorie ja gar nicht geben dürfte. Allerdings ist der Börsenalltag von der Theorie der Finanzwirtschaft eben manchmal doch ein Stück weit entfernt. Mit dieser Sonderdividende wird SAPEC am 23. Juni den Verkaufserlös aus dem Agrochemie- und Saatgutgeschäft in Portugal an die Aktionäre ausschütten.

Für Aktionäre ergibt sich damit folgende Situation: Sollte sich am Kurs bis zum 23.6. nichts ändern, stünde das Papier Ex-Dividende bei 5 EUR. Selbst nach der üppigen Sonderausschüttung verbleiben jedoch noch Vermögenswerte und Cash im Wert von ca. 40-50 EUR je Aktie.



Allerdings ist die Besteuerung der Dividende in den Augen vieler Anleger negativ zu werten. Der Ansatzpunkt ist daher folgender: Sollte sich bis kurz vor dem 23.6. tatsächlich nichts im Kurs bewegen, können Anleger noch immer aussteigen. In diesem Fall wäre außer Spesen nicht viel gewesen. Alternativ können sich Aktionäre allerdings auch die Dividende ausbezahlen lassen und sie versteuern. Im Gegenzug könnten sie später die Aktien verkaufen und den dabei realisierten Verlust von 150 EUR mit etwaigen anderen Gewinnen im Depot verrechnen. Die Dividende wäre in diesem Fall indirekt „steuerfrei“.

Christoph Karl

Goodbye: Publity

Neues Jahr, gleiches Spiel: Der Immobilien-Asset-Manager Publity hat sich erneut am Markt frisches Geld besorgt. Diesmal über die Nachplatzierung der bestehenden Wandelanleihe über insgesamt 20 Mio. EUR. Im Juni will das Leipziger Unternehmen dann allerdings eine Dividende über 2,80 EUR beschließen (Dividendenrendite von 7,3%). Den Aktionären würden damit 17 Mio. EUR zufließen. Aktionären, die schon länger dabei sind, kommt dies bekannt vor: Erst letztes Jahr schüttete Publity im März eine üppige Dividende aus, nur um sich zwei Tage später (!) das Geld über eine Kapitalerhöhung wieder zurückzuholen. Jedem einigermaßen ausgeschlafenen Anleger müsste dies zu denken geben.

Nun könnte sich das Unternehmen darauf berufen, dass es eben einen hohen Kapitalbedarf hat. Denn Publity investiert stets auch eigene Mittel in die Fonds, die es für große Investoren auflegt. Allerdings würde sich dann eben keine schöne Dividendenrendite ergeben, die sich so wunderbar als Verkaufsargument für die Aktie eignet. Apropos Investoren: Nun ist es in der Branche nicht unüblich, dass bei manchem Vertrag ein Kunde ungenannt bleiben möchte. Bei Publity hat dies jedoch System. Waren deren Kunden 2016 noch unbekannte US-Hedgefonds, sind es 2017 anonyme – aber dennoch milliardenschwere – „südamerikanische Investoren“.

Per Ende 2017 will Publity so auf verwaltete Mittel von 5,2 Mrd. EUR kommen. Was CEO Thomas Olek jedoch nicht davon abhält,



bei diesem Wachstum etwas künstlich nachzuhelfen. So gründet er kurzerhand als Privatperson das Immobilien-Bestandshaltungsunternehmen Consus, kauft Immobilien über rund 200 Mio. EUR und lässt sich deren Kaufpreis über die Börse finanzieren. Consus wiederum beauftragt anschließend natürlich Publity als Asset-Manager für seine Immobilien. Von einer etwas eigenartigen Corporate Governance mal völlig abgesehen, fällt vor allem eines auf: Olek scheint Gefallen an der Börse gefunden zu haben. Die Börse dagegen findet an seinen beiden Unternehmen bisher wenig Gefallen – trotz einer eklatanten Unterbewertung (KGV von 5). Warum wohl?

Christoph Karl



## Mittelstandsaktien

# Funky & Fatal

Auf der Münchner Kapitalmarkt Konferenz (MKK) im April versuchten wieder zahlreiche Small Caps, die Investoren von sich zu überzeugen. Darunter auch Funkwerk und GxP German Properties.

## Technisch vorne dabei

Begeistern konnte erneut die am Münchener m:access notierte **Funkwerk** aus dem thüringischen Kölleda. Mit einer selbstbewussten Unternehmenspräsentation, glänzenden Geschäftszahlen und erfreulichen Zukunftsperspektiven konnte das Unternehmen überzeugen. Der Technologieanbieter von Kommunikations-, Informations- und Sicherheitssystemen für Bahnbetriebe, den öffentlichen Personennahverkehr, Binnenschiffahrt sowie Flughäfen konnte 2016 bei einem Konzernumsatz von 77,4 Mio. EUR (Vj: 75,7 Mio. EUR) ein Betriebsergebnis von 5,4 Mio. EUR (Vj: 4,7 Mio. EUR) erzielen. Geplant war ursprünglich nur ein Betriebsergebnis von 4 Mio. EUR. Die steuerlichen Sondereffekte, die in 2015 zu einem außergewöhnlich hohen Ergebnis nach Steuern von 12,3 Mio. EUR geführt hatten, sind nunmehr verarbeitet. Unterm Strich fällt daher ein Ergebnis von 4,1 Mio. EUR an.

Die Auftragslage ist weiterhin sehr positiv (Auftragseingang 80,5 Mio. EUR, Auftragsbestand 49,9 Mio. EUR). Für 2017 plant die Gesellschaft konservativ mit einem Umsatz von 77 Mio. EUR und einem Betriebsergebnis von 4,0 Mio. EUR. Zu den wichtigen Meilensteinen des Jahres 2016 gehören der erfolgreiche Roll-out des ersten GSM-R-Zugfunksystems mit

einem neuen störfreien Funkmodul sowie der Launch der ersten Generation von LTE-Zugfunksystemen auf der InnoTrans in Berlin. Ein technologischer Vorsprung liegt auch in der Neuentwicklung von Videomanagementsystemen. Funkwerk stellt hochauflösende Videosysteme zur Verfügung, die eine tatsächliche Echtzeitübertragung und eine entsprechende zeitnahe Notfallreaktion ermöglichen. Die Produkte erfüllen die Systemanforderungen der öffentlichen Sicherheitsbehörden und privaten Anbieter. Eine sichere Investition auch für Anleger, die sich bereits in den letzten Wochen über einen guten Kursverlauf erfreuen konnten. Gegenüber dem Vorjahr konnte der Titel mehr als 65% zulegen. Funky!

## Viele offene Fragen

Was ist los bei **GxP**? Die Gesellschaft konnte im Rahmen der letzten MKK-Konferenz durchaus überzeugen. Mit der Einbringung der German Investment Management Holding GmbH aus dem Privatbesitz des Managements sollte die Grundlage für ein Portfolio aus Gewerbeimmobilien in Metropolregionen und mittelgroßen Städten in Deutschland gelegt werden. Angesichts eines NAV von 1,11 EUR je Aktie schien die im Herbst 2016 durchgeführte Kapitalerhöhung durchaus attraktiv. Bereits wenige Mona-

te später stellt sich die Sache jedoch völlig anders dar. Denn der NAV von 1,11 ist nun eine Kennzahl inklusive Goodwill. Ohne diesen immateriellen Vermögenswert liegt der Wert jedoch nur bei 0,61 EUR je Aktie. Und genau auf dieses Niveau ist der Kurs der Aktie zwischenzeitlich auch abgestürzt. Angeblich hält das Management noch immer knapp 20% der Anteile, weitere knapp 33% liegen bei mehreren unbekanntem „Kerninvestoren“. Diese haben die Aktien zum Großteil im Tausch gegen ihre Anteile an der GmbH bekommen.

Womit sich vor allem die Frage stellt, wie der nun publik gewordene Goodwill überhaupt entstehen konnte. Warum musste GxP den Besitzern der GmbH und damit dem eigenen Management eine Prämie auf den Immobilienwert bezahlen? Zu allem Überfluss hat die Gesellschaft nun auch noch eine Kapitalherabsetzung im Verhältnis 8:1 beschlossen. Wofür dies notwendig sein soll, kann allerdings niemand erklären. Vielmehr hätte das Management versuchen sollen, den Kurs durch gute Arbeit wieder auf über 1,00 EUR zu bekommen. Dann wären auch ohne Verwässerung der Zeichner der letzten Kapitalerhöhung neue Kapitalmaßnahmen möglich. Allem Anschein nach liegen die „Initiatoren“ hinter GxP selbst nach dem Kurssturz mit den Aktien aus der Sachkapitalerhöhung deutlich in der Gewinnzone. Zwar gibt es offiziell eine Lock-up-Frist für deren Aktienbestände. Die auf der MKK präsentierten Verschiebungen innerhalb der Aktionsstruktur lassen dennoch Fragen aufkommen. Finger weg von diesem Unternehmen – hier werden externe Investoren nicht als gleichwertige Partner gesehen. Fatal!

Marcus Krefit

Zahlen zu den vorgestellten Mittelstandsunternehmen

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2016*	EpS 2016	EpS 2017e	KGV 2016	KGV 2017e
Funkwerk	575314	6,75	54,7	77,4	0,50	0,35	13,6	19,5
GxP	A1YCNN	0,63	43,7	7,9	-0,08	0,02	neg.	29,1

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

Quellen: OnVista, Geschäftsberichte, eigene Schätzungen

## Turnaround

# Aufräumen und Umbauen

Schlecht kalkulierte Projekte, falsch eingeschätzte Risiken, einbrechende Märkte – die Auslöser einer Krise sind vielfältig und oft kaum prognostizierbar

## Entgleist...

Ende letzten Jahres trat der langjährige Vorstandssprecher Dr. Jürgen Cammann beim Verkehrstechnik-Zulieferer **Schaltbau** von seinem Posten zurück. Dem überraschenden Abgang waren Differenzen über die Strategie beim früheren SDAX-Unternehmen und Querelen mit Aufsichtsratschef Hans Jakob Zimmermann vorausgegangen. Nur wenige Tage vor seinem Rücktritt verkündete Cammann eine weitere Gewinnwarnung. Probleme im Komponentengeschäft in China und eine unvorteilhafte Kostenstruktur bei manchen Großprojekten waren hierfür verantwortlich. Schaltbau war unter Cammann vor allem durch Zukäufe stetig gewachsen. Diese erhöhten zugleich die Komplexität der Organisation Schaltbaus.

Das noch unter dem alten Vorstandschef beschlossene Restrukturierungsprogramm leitete seitdem das ehemalige Aufsichtsratsmitglied Helmut Meyer, der zunächst für sechs Monate in den Vorstand berufen wurde. Meyer machte das, was man von ihm erwarten durfte. Er bereinigte die Bilanz, nahm Wertberichtigungen und Abschreibungen auf Firmenwerte im Seg-

ment der stationären Verkehrstechnik vor. Allein aus der Neubewertung eines Bahnsteigtüren-Projekts in Brasilien resultierten zusätzliche Belastungen von über 14 Mio. EUR.

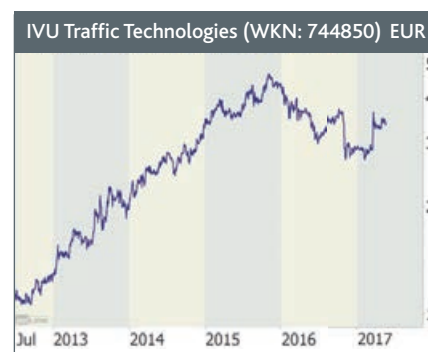
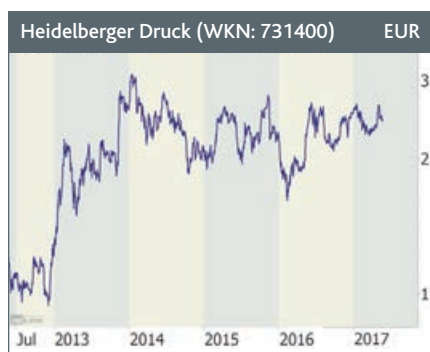
Am Ende schloss der Konzern das Geschäftsjahr 2016 mit einem operativen Ergebnis von -14,5 Mio. EUR ab. Dank neuer Großaufträge nahm der Ordereingang gleichzeitig um rund 7% auf 551 Mio. EUR zu. Die Problemfelder seien inzwischen erkannt und würden beseitigt, so der seit April amtierende Vorstandssprecher Dr. Bertram Strausberg. Dabei bestätigte der frühere Bertelsmann-Manager die von seinem Vorgänger Meyer herausgegebenen Ziele für 2017, die Erlöse zwischen 520 und 540 Mio. EUR und eine EBIT-Marge zwischen 3 und 4% vorsahen. Noch nicht klar scheint, ob der neue Vorstand auch den Verkauf von Beteiligungen oder Unternehmensteilen erwägt.

Die aggressiven Übernahmepläne ließen die Nettoverschuldung der Schaltbau-Gruppe seit 2013 immerhin um knapp das Dreifache ansteigen. Eine vergleichsweise kleine Kapitalerhöhung, über die bereits lange spekuliert wurde, konnte erst kürzlich erfolgreich am Markt platziert werden. Danach zog der Kurs spürbar an. Seitdem Cammann das Unternehmen verließ, legte die Aktie sogar um fast 30% zu. Die Talfahrt scheint erst einmal gestoppt. Ob die Weichen richtig gestellt wurden, werden erst die kommenden Quartale zeigen. Spannend dürfte zudem die kommende Hauptversammlung werden, auf der sich Aufsichtsratschef Zimmermann und Ex-CEO Cammann gegenüber stehen werden.

## ...und zurück in der Spur

Nicht unähnlich sind die Herausforderungen, vor denen der Berliner Software-Anbieter **IVU Traffic Technologies** steht. Auch dort sorgten 2016 Wertberichtigungen für rote Zahlen. Vor allem im Ausland tauchten Projektrisiken auf, die zu einem Einbruch des EBIT führten. Im Gegensatz zu Schaltbau vertraut der Aufsichtsrat aber seinem Vorstand. So wurde der Vertrag von CEO Martin Müller-Elschner im Februar um fünf Jahre verlängert. Eigentlich bedient IVU mit seiner Software einen der derzeit spannendsten Bereiche auf dem Infrastrukturmarkt.

Die IT-Lösungen kommen sowohl im öffentlichen Personenverkehr als auch in der Güter- und Transportlogistik zum Einsatz. Dabei geht es um den optimalen Einsatz von Bussen und Bahnen, die Planung von Transportrouten und die Information der Fahrgäste und Leitstellen in Echtzeit. Man wolle die Verkehrsunternehmen unterstützen, die Chancen der Digitalisierung zu nutzen, so der CEO. Für die Verkehrsnetzplanung der DB Regio, ein Großauftrag mit Signalwirkung, erhielt man erst im März den Zuschlag.



## Kennzahlen der vorgestellten Turnaround-Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2016*	EpS 2016	EpS 2017e	EpS 2018e	KGV 2016	KGV 2017e	KGV 2018e	Div. 2016**	Div.-Ren. 2016
Heidelberger Druck	731400	2,44	628	2524,00	-0,29	0,11	0,22	neg.	22,2	11,1	0,00	0,0%
IVU	744850	3,28	58	59,80	-0,01	0,20	0,29	neg.	16,4	11,3	0,00	0,0%
Schaltbau	717030	39,80	321	509,00	-2,61	1,16	1,80	neg.	34,3	22,1	0,00	0,0%

\*) in Mio. EUR; \*\*) für 2016 bezahlt in 2017; alle Angaben in EUR

Quelle: OnVista

Die bislang vorsichtige Planung von Müller-Elschner geht für das laufende Geschäftsjahr von einem Konzernumsatz von rund 62 Mio. EUR und mindestens 3 Mio. EUR beim EBIT aus. Damit wäre die in Aussicht gestellte Rückkehr zu den „guten Gewinnmargen der Vorjahre“ aber noch nicht ganz erreicht.

Wichtiger als der Umsatz ist für IVU ohnehin die Entwicklung beim Rohergebnis, aus dem die hinzugekaufte Hardware bereits herausgerechnet ist. Hier sind bislang rund 45 Mio. EUR (2016: 42,8 Mio. EUR) avisiert. Bei Anlegern muss der Vorstand nun vor allem an der Rückgewinnung von verspieltem Vertrauen arbeiten. Dass IVU auch gut zu anderen Verkehrstelematik-Anbietern wie Init passen würde, ist überdies ein offenes Geheimnis.

#### Unter Druck

Mit der Verlagerung vom klassischen Printprodukt hin zum E-Paper und Online-Angebot kamen nicht nur auf die Verlage und Medienunternehmen gewaltige Herausforderungen zu. Unmittelbar von diesem Wandel betroffen war auch die Druckindustrie. Als einer der weltweit führenden Hersteller von Druckmaschinen litt **Heidelberger Druck** schon seit der Finanzkrise 2008/09 unter sinkenden Umsätzen, wachsenden Finanzschulden und einer zunehmend gefährdeten Wettbewerbsfähigkeit. Inzwischen mehren sich die Anzeichen, dass es dem Unternehmen gelungen ist, gleich mehrere dieser Negativtrends zu stoppen respektive umzukehren.

So begann der Vorstand mit dem Umbau des Konzerns, wobei ein Schwerpunkt auf einem Ausbau des planbaren und somit

recht stabilen Servicegeschäfts lag. Auch die Umsätze mit Verbrauchsmaterialien sollen gesteigert werden. Daneben standen Investitionen in Wachstumssegmenten wie den Verpackungsdruck und das Digitalgeschäft im Mittelpunkt der neuen Agenda. Heidelberger Druck sieht sich heute als Partner der Druckereien, denen man mit einer Automatisierung ihrer Wertschöpfungskette helfen möchte, im harten Wettbewerb zu bestehen.

In den Zahlen zum Geschäftsjahr 2016/17 schlugen sich diese Anstrengungen allmählich nieder. Demnach kam der Überschuss bei nahezu stabilen Umsätzen um knapp 30% auf 36 Mio. EUR voran. Möglich wurde dieser Gewinnsprung auch durch Fortschritte beim Finanzergebnis. Dennoch weist die Bilanz weiterhin nur eine magere Eigenkapitalquote von 13% aus (Stand 31.12.2016). Damit stellt sich die Frage nach einer Kapitalerhöhung, zumal die bislang lediglich angekündigten

Zukäufe im Digitalsegment laut Aussagen von Vorstandschef Rainer Hundsdörfer im neuen Geschäftsjahr 2017/18 nachgeholt werden sollen. Auf der Bilanz-PK Anfang Juni will sich Hundsdörfer näher zur künftigen Strategie und Ausrichtung äußern. Anleger sollten gleichwohl auf ein traditionell schwaches erstes Quartal vorbereitet sein. Wie tiefgreifend der Konzernumbau bei Heidelberger Druck wirklich war, zeigt die Zahl der Beschäftigten. Von ehemals 20.000 Mitarbeitern waren zuletzt noch 11.500 für den Konzern tätig.

#### Fazit

Die meisten Turnaroundstories erfordern Geduld und Wachsamkeit. Anleger werden im Erfolgsfall aber auch mit deutlichen Kursgewinnen belohnt. Eine Stabilisierung auf niedrigen Kursniveaus oder eine sich abzeichnende Trendumkehr liefern aus technischer Sicht wichtige Hinweise auf eine operative Wende.

Marcus Wessel

Anzeige

### Immobilien zum 1/2 Preis\*! Bei Kauf mit \*Nießbrauch



Sie erwerben bspw. eine DHH mit ca. 418m<sup>2</sup> Grund in Randlage München mit einem Marktwert von ca. € 720.000 nach Abzug des Nießbrauchs für lediglich ca. € 355.000. Kapitalschutz mit Grundbuchsicherung.

**SACHWERTPARK München**  
TEL. 089 / 55 26 42 90  
Geschäftsführer: Robert Riedl



## Moneytalk

# „Wir machen genau das Gegenteil eines Konzerns“

Smart Investor sprach mit dem CEO der INDUS Holding AG, Jürgen Abromeit, über die Beliebtheit deutscher Mittelständler, seine Grundsätze und den Wachstumskurs der Beteiligungsgesellschaft.

**Smart Investor: Herr Abromeit, Warren Buffett sagt, seine liebste Haltefrist sei „für immer“. Bei Indus ist dies ja fast schon ein fest verankertes Geschäftsprinzip...**

*Abromeit:* Ich habe überhaupt nichts gegen den Vergleich mit Warren Buffett [lacht]. Sowohl was den Menschen als auch die langfristige Denke beim Investieren und das nachhaltige Agieren betrifft. Auch wenn wir um Welten kleiner sind. Aber wir verfolgen unser Geschäftsprinzip jetzt in Deutschland seit 30 Jahren und können damit durchaus schon auf eine gewisse Historie zurückblicken.

Nach wie vor liegt unser Schwerpunkt auf erfolgreichen deutschen Hidden Champions mit einer internationalen Aufstellung, die Nischenprodukte in Deutschland konzipieren und bauen und über die nächsten Jahre eine gute Wachstumsperspektive haben. Im Gegensatz zu unseren Anfangsjahren sind wir heute in diesem Segment allerdings nicht mehr allein unterwegs, denn auch diverse Private-Equity-Fonds und Family Offices haben den deutschen Mittelstand für sich entdeckt.

**Smart Investor: Ist es angesichts der vermehrten Konkurrenz schwieriger geworden, attraktive Unternehmen zu akquirieren?**



Jürgen Abromeit  
CEO INDUS Holding AG

*Abromeit:* Die Preise sind spürbar angezogen. Ich kann mich in meiner 30-jährigen Berufslaufbahn eigentlich an keine Phase erinnern, in der so viel für Unternehmen bezahlt wurde. Es ist einfach viel zu viel Geld am Markt und es gibt viel zu wenige Anlageobjekte. Allein in den letzten anderthalb Jahren haben die Preise um ca. 25% zugelegt. Auch zweit- und drittklassige Anlageobjekte gehen für sehr viel Geld über den Tisch. Alles, was über die offizielle „Ladentheke“ geht – sprich, über die üblichen Bieterverfahren –, wird überbeuert verkauft.

Ich kann dazu nur sagen: herzliches Beileid. Die Käufer in diesen Bieterverfahren sind nach meiner Auffassung nicht die Gewinner, sondern die Verlierer. Wenn die Zinsen wieder steigen oder die Konjunktur einknickt, wird es da jede Menge Abschreibungsbedarf geben. Wir machen dabei nicht mit. Wir holen unsere Targets ausschließlich über persönliche Kontakte und über exklusive Gespräche mit dem abgebenden Unternehmer.

**Smart Investor: Kommen Sie angesichts dieser Preise nicht in Versuchung, das eine oder andere Unternehmen zu verkaufen?**

*Abromeit:* Das ist eine berechtigte Frage. Klar, wenn man diesen Exit-Gedanken hat, sind das

tatsächlich gute Zeiten, um einmal Kasse zu machen. Aber Sie wissen, dass wir seit Jahren intern und extern betonen, dass wir ein langfristiger Investor sind und Exit-Erlöse in unserem Modell überhaupt keine Rolle spielen. Manchmal stößt das auf Unverständnis. Aber wir bleiben diesem Grundsatz treu, da wir sonst unsere Klientel verunsichern würden. Wenn wir uns zu einem Verkauf „verlocken“ lassen würden, ginge unsere Glaubwürdigkeit verloren. Wir leben daher von den laufenden Erträgen, die unsere Unternehmen erwirtschaften. Punkt.

**Smart Investor: Letztendlich sind Sie als Vorstand der Holding ja lediglich für die Kapitalallokation und das Controlling Ihrer Beteiligungen notwendig. Wie viel Freiheit lassen Sie den Tochterunternehmen, und anhand von welchen Kennzahlen steuern Sie diese?**

*Abromeit:* Was wir definitiv nicht nutzen, sind die typischen Steuerungselemente eines Konzerns. Dort gibt man den Geschäftsführern nach Top-down-Ansatz eine Kapitalrendite und bestimmte Ziele vor. Wir machen genau das Gegenteil. Die Geschäftsführer unserer Beteiligungen erstellen eine eigene Planung und präsentieren uns diese. Natürlich haben wir gewisse Vorstellungen, was Wachstum und Kapitalrenditen betrifft, das besprechen wir gemeinsam.

Aber all unsere Töchter wurden zuvor selbständig geführt und haben sich dabei sehr erfolgreich geschlagen. Wenn wir diese Unternehmen nun wie eine Konzern-



Budde Fördertechnik GmbH, eine Tochter der Indus Holding AG



Firmensitz der Indus Holding AG in Bergisch Gladbach

sparte behandeln würden, dann wäre unser Geschäftsmodell einer Mittelstandsholding tot.

**Smart Investor: 2016 haben Sie sowohl Ihre eigene Prognose als auch die der Analysten übertroffen. Für 2017 ist Ihre Prognose erneut konservativ. Darf man erneut davon ausgehen, dass Sie das Potenzial zur Überraschung haben?**

*Abromeit:* Das vergangene Jahr war das beste der Unternehmensgeschichte. Unsere eigenen Ziele haben wir erreicht. Traditionell budgetieren und kommunizieren wir relativ konservativ, das wird auch 2017 so bleiben. Die Analysten erwarten immer einen Tick mehr. Dazu sage ich nur: Das sind kluge Leute, keine Frage. Mit den guten Zahlen zum ersten Quartal haben wir unterstrichen, dass wir uns auch im laufenden Jahr auf dem besten Weg befinden, unsere Ziele zu erreichen.

**Smart Investor: Ihre Beteiligungen stellen in der Zusammensetzung der unterschiedlichen Branchen einen Querschnitt durch die deutsche Wirtschaft dar. Wie schätzen Sie die Konjunktorentwicklung basierend auf Ihrem hauseigenen „Indus-Indikator“ ein?**

*Abromeit:* Trotz der schwierigen Rahmenbedingungen – ich sage nur: Brexit, Trump, Flüchtlinge, Türkei, Russland-Sanktionen – läuft das Geschäft wie geschnitten Brot, um es flapsig zu sagen. Die Auftragslage und die wirtschaftliche Situation in den Töchtern sind gut. Ich habe Ihnen vorher unseren Planungsprozess geschildert.

Was mir aktuell die Geschäftsführer unserer Unternehmen berichten, stimmt mich äußerst optimistisch, zumindest aus heutiger Sicht. Natürlich kann uns jederzeit – wie die Römer sagten – der Himmel auf den Kopf fallen. Aber das hoffen wir nicht und wir können es auch nicht vorhersagen.

**Smart Investor: Statt auf Quartalszahlen zu achten, haben Sie sich immer auf die langfristige Entwicklung der Gruppe konzentriert. Was haben Sie darüber hinaus in den Jahren seit 2008 besser gemacht als Ihre Konkurrenten unter den börsennotierten Beteiligungsgesellschaften?**

*Abromeit:* Das ist nicht allein mein Verdienst, selbst wenn es zeitlich in meine Amtszeit fällt. Wir haben allerdings die Krise 2008 und 2009 dazu genutzt, das Portfolio aufzuräumen und zu konsolidieren. Ich bin meinem Vorgänger, Herrn Ruwisch, sehr dankbar dafür, dass er dies damals mitgetragen hat. Später haben wir das Wachstumsprogramm „Kompass 2020“ gestartet und in den letzten vier, fünf Jahren konsequent umgesetzt. Das trägt nun Früchte.

**Smart Investor: Herr Abromeit, vielen Dank für das interessante Gespräch.**

*Interview: Ralf Flierl, Christoph Karl*

## Über Indus Holding

Die INDUS Holding AG war die erste Mittelstandsholding in Deutschland. Der SDAX-Konzern mit einem Börsenwert von aktuell rund 1,6 Mrd. EUR akquiriert klassische deutsche Hidden Champions aus den Branchen Bau/Infrastruktur, Fahrzeugtechnik, Maschinen- und Anlagenbau, Medizin- und Gesundheitstechnik sowie Metalltechnik. Mit 44 Beteiligungen erzielte der Konzern 2016 rund 1,44 Mrd. EUR Umsatz und ein operatives Ergebnis (EBIT) von 145 Mio. EUR. Seit Jahresanfang konnte Indus bereits zwei weitere Unternehmen zu kaufen. Für 2017 plant CEO Jürgen Abromeit nun mit einem Umsatz von mehr als 1,5 Mrd. EUR und einem operativen Ergebnis (EBIT) zwischen 145 und 150 Mio. EUR.



Musterdepot

# Abgehängt

Unsere Nebenwerte haben in den letzten Wochen nicht mit den deutschen Standardwerten mithalten können. Allerdings sind wir auch nur zu 70% investiert gewesen.

Mit einigen Käufen haben wir im April und im Mai die hohe Cash-Position im Depot wieder reduziert. Die geringe Investitionsquote und (mal wieder) die Edelmetallaktien haben uns im Vergleich zum DAX Performancebeiträge gekostet. Dieses Jahr liegen wir 8,1% im Plus, der DAX dagegen bei einem Gewinn von 10,1%. Spätestens seit der ersten Runde der Präsidentschaftswahl in Frankreich spülte der Optimismus an den Börsen ziemlich wahllos alles nach oben. Zumin-

dest haben wir in den letzten Wochen satte Dividendenzahlungen eingefahren. Vor allem die Ausschüttung von bet-at-home.com (7,50 EUR), aber auch die Zahlungen von Hochdorf (3,80 CHF) und Grenke (1,75 EUR) haben uns in Summe knapp 1.900 EUR eingebracht.

### Medien, Afrika und weniger Aktien als gedacht...

Mit der französischen Beteiligungsgesellschaft Bolloré haben wir eine neue Posi-

tion gekauft. Wir hatten bereits in der Vergangenheit mehrmals über die Aktie berichtet, zuletzt sieht jedoch auch der Chart recht konstruktiv aus. Das Unternehmen des Milliardärs Vincent Bolloré ist im Logistiksektor in Afrika (Hafenterminals), in der Energielogistik in Frankreich (Öl) sowie im Mediengeschäft (Vivendi) aktiv. Insbesondere bei Vivendi zeigt sich Bolloré zuletzt umtriebiger. So hat die Holding ihren Anteil an dem französischen Medienkonglomerat zuletzt

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 Euro)													Stichtag: 19.05.2017 (DAX: 12.639)	
Performance: +8,1% seit Jahresanfang (DAX: +10,1%); +3,1% gg. Vormonat (DAX: +4,9%); +231,8% seit Depotstart (DAX: +394,1%)														
Unternehmen/Land	WKN	Branche	SIP <sup>1</sup>	C/R <sup>2</sup>	Stück	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs akt.	Wert akt.	Depot-Anteil	Performance Vormo.	Performance seit Kauf	Stopp-Loss	
bet-at-home.com [DE/AT]	A0DNAY	Online-Sportwetten	B	7/5	200	17.03.16	58,22	133,50	26.700	8,0%	+13,9%	+129,3%	122,00	
Solutions 30 [LU]	A2APOH	IT-Services	B	7/5	1.300	17.03.16	9,75	21,37	27.781	8,4%	+29,4%	+119,2%	19,20	
Visa [US]	A0NC7B	Kreditkarten	C	6/5	100	19.12.13	39,63	82,34	8.234	2,5%	-3,8%	+107,8%	81,00	
Hochdorf [CH]	A0MYT7	Michprodukte	B	7/4	45	17.12.15	152,00	291,00	13.095	3,9%	+5,9%	+91,4%		
Anthem [US] <sup>3</sup>	A12FMV	Krankenversicherer	C	6/5	150	27.03.14	92,86	158,17	23.726	7,2%	+1,4%	+70,3%		
Stada [DE]	725180	Pharma	C	5/3	200	26.05.16	47,20	66,35	13.270	4,0%	+2,9%	+40,6%		
Grenke [DE] <sup>3</sup>	A161N3	Leasing	A	6/4	130	08.12.16	152,45	187,95	24.434	7,4%	+9,1%	+23,3%	175,00	
Bolloré [FR]	875558	Holding	A	8/4	5.000	27.04.17	3,70	3,96	19.800	6,0%		+7,0%		
Reckitt Benckiser [UK] <sup>3</sup>	A0M1W6	Konsumgüter	A	7/4	200	20.10.16	84,61	90,00	18.000	5,4%	+4,5%	+6,4%	86,80	
BB Biotech [CH]	A0NFN3	Biotech-Holding	A	7/5	180	01.12.16	50,55	50,12	9.022	2,7%	-3,4%	-0,9%	47,80	
Tahoe Resources [CA]	A1CORA	Silberproduzent	A	9/6	1.000	18.05.17	8,56	8,46	8.460	2,5%		-1,2%	77,00	
Berkshire Hath. B [US] <sup>3</sup> (IK)	A0YJQ2	Holding	A	7/3	150	26.01.17	153,64	145,89	21.884	6,6%	-4,5%	-5,0%		
Silvercorp [CA]	A0EAS0	Silberproduzent	B	8/7	5.000	16.02.17	3,71	2,78	13.900	4,2%	-12,0%	-25,1%		
Endeavour Silver [CA]	A0DJON	Goldproduzent	B	7/6	4.000	22.04.16	3,95	2,81	11.240	3,4%	-6,6%	-28,9%		
IK Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 65!									Aktienbestand		239.544	72,2%		
									Liquidität		92.233	27,8%		
									Gesamtwert		331.777	100,0%		

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

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

Veränd. beim C/R oder SIP ggü. dem Vormonat werden farblich hervorgehoben. Verbesserungen sind grün und Verschlechterungen rot markiert. Änderungen bei den Stopps sind blau markiert.

3) Durchschnittskurs



deutlich auf knapp über 20% erhöht. Vivendi wiederum kauft nun Bolloré deren 60%-Anteil an der Werbeagentur Havas für ca. 2,6 Mrd. EUR ab. Der Preis beinhaltet eine Prämie von ca. 9% auf den Kurs von Havas. Im Anschluss sollen die beiden Unternehmen miteinander verschmolzen werden.

Die „neue Vivendi“ wird im Musikgeschäft (Universal), Pay-TV (Canal+) und der Werbung (Havas) tätig sein. Daneben gibt es Beteiligungen an Telecom Italia und Mediaset, dem Konzern des ehemaligen italienischen Premiers Silvio Berlusconi. Mit seinen Aktivitäten in Afrika bietet Bolloré Anlegern darüber hinaus eine attraktive Möglichkeit, in die dortigen Schwellenmärkte zu investieren.

Die Aktie ist jedoch auch noch aus einem anderen Grund interessant: Statt 2,9 Mrd. Aktien stehen nach Berechnungen des Shortsellers Carson Block von Muddy Waters wegen diverser Überkreuzbeteiligungen nur rund 1,1 Mrd. Aktien aus. Der Konzern würde es damit lediglich auf eine „tatsächliche“ Marktkapitalisierung von 4,4 Mrd. EUR bringen. Selbst ohne operative Verbesserungen sollte die Aktie damit mindestens das Potenzial zu einem „Verdoppler“ haben. Eine Aktie mit eingebauter „Margin of Safety“...

#### Low-Risk-Holding

Daneben haben wir unsere Position bei Berkshire Hathaway (IK) ausgebaut. Die Aktie notiert derzeit deutlich unter dem „intrinsic Wert“, wie Warren Buffett den NAV seiner Holding bezeichnet. Gleichzeitig bieten mögliche Rückkäufe eine Absicherung. Wir haben weiterhin ein offenes Limit für 50

Durchgeführte Käufe / Verkäufe					
Käufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Kaufwert	Datum
Bolloré	875558	3,70	5.000	18.500	27.04.17
Grenke	A161N3	178,88	40	7.155	27.04.17
Berkshire Hathaway B (IK)	A0YJQ2	154,21	40	6.168	27.04.17
Tahoe Resources	A1CORA	8,56	1.000	8.560	18.05.17

Verkäufe	WKN	Kurs	Stückzahl	Verk.wert	Perfor.	Datum
Dr. Pepper	A0MV07	80,30	200	16.060	30,5%	18.05.17

Stück der B-Aktie zu 141,00 EUR. Sollten wir zu diesem Kurs zum Zug kommen, könnten wir die Aktien der Holding lediglich wenige Euro über den möglichen Rückkaufkursen einsammeln (siehe Tabelle auf S. 21).

Sollte Buffett in den nächsten Monaten die Schwelle für mögliche Rückkäufe sogar auf das 1,3-Fache des Buchwertes erhöhen, könnte sich die Aktie mittelfristig als enormes Schnäppchen erweisen. Lesen Sie auf S. 20/21 unseren Bericht von der diesjährigen Hauptversammlung von Berkshire Hathaway in Omaha.

#### Fazit

An der einen oder anderen Stelle könnten wir uns vorstellen, noch einmal Positionen aufzustocken oder neue Titel ins Depot zu kaufen. Zu Absicherungszwecken haben wir gleichzeitig einige Stopps nachgezogen und an die höheren Kurse angepasst. Sollte der Mai seinem Ruf treu bleiben („Sell in May and go away“), hätten wir damit für eine gewisse Absicherung gesorgt.

*Christoph Karl*

Anzeige



# SO SCHÜTZEN SIE IHR KAPITAL RICHTIG!

Im exklusiven **Kapitalschutz-Workshop** erfahren Sie wie, wo und in was Sie Ihr Geld sicher und richtig investieren können!

**>> JETZT INFORMIEREN UND ANMELDEN!**

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

**kurs<sup>+</sup>**  
www.kursplus.de

#### Ihr Referent:

Investment-Profi  
Markus Miller



**21. Juli 2017**  
in Hamburg

**KAPITALSCHUTZ**  
WORKSHOP

## Anleihen

# Updates von der Pleitefront

## MS Deutschland, Golden Gate, S.A.G. Solarstrom und Windreich: Ein langer Atem kann sich lohnen

Vor gut zwei Jahren (Smart Investor 4/2015, S. 74) haben wir an dieser Stelle die Schuldverschreibungen dreier insolventer Unternehmen vorgestellt. Eine Spekulation ist inzwischen mehr als aufgegangen, die anderen Pleitebonds bieten nach wie vor Potenzial. Da zumindest bei der Golden Gate (IK) in den kommenden Wochen einiges passieren wird, ist es Zeit für ein zweites Update (ein erstes Update gab es in Smart Investor 7/2016, S. 72).

### Hohe Gewinne mit dem Traumschiff

Die havarierte Anleihe der **MS Deutschland** (IK), dem ehemaligen „ZDF-Traumschiff“, war bei unserer Erstvorstellung für 15% (Briefkurs) zu haben. Seither hat der Insolvenzverwalter zwei Ausschüttungen in Höhe von 10% (13.1.2016) und 5% (13.1.2017) vorgenommen, die sich jeweils auf den Nominalwert und die ebenfalls ausgefallenen Stückzinsen in Höhe von 7,157% bezogen haben. Den Gläubigern sind damit insgesamt 16,1% zugeflossen. Aktuell können über die Börse Verkäufe zu 5,65% (Geldkurs) getätigt werden. Allerdings hat sich der

Nominalwert durch die Ausschüttungen auf 85% reduziert. Umgerechnet lassen sich somit nur  $85\% \cdot 5,65 = 4,80\%$  des ursprünglichen Nominalwertes erzielen. Gleichwohl würde sich für das Investment damit aus heutiger Sicht ein interner Zinsfuß von 28% p.a. ergeben. Laut Aussagen des Insolvenzverwalters haben die Gläubiger nach derzeitigem Stand des Verfahrens „Aussicht auf eine weitere Quote in Höhe von ca. 5%“.

Dies allein rechtfertigt sicherlich kein weiteres Engagement in der Anleihe. Eine eindeutige Verkaufsempfehlung kann dennoch nicht ausgesprochen werden, da der Insolvenzverwalter eine Klage gegen die ehemalige Konzernmutter (Aurelius) erhoben und dabei einen Darlehensauszahlungsanspruch in Höhe von 5,8 Mio. EUR geltend gemacht hat (von Aurelius zurückgewiesen). Im Falle eines Obsiegens könnte sich daraus für die Anleihegläubiger eine zusätzliche Auszahlung von bis zu 9% (bei gerichtlicher Einigung entsprechend weniger) ergeben. Im Falle eines positiven Verfahrensausgangs nach allen Instanzen

wird der Insolvenzverwalter wohl zudem noch Schadensersatzansprüche in Höhe von weiteren 10 Mio. EUR geltend machen.

### Schwierigkeiten bei der Verwertung der Sicherheiten

Deutlich schleppender verläuft die Abwicklung bei **Golden Gate** (IK). Große Schwierigkeit bereitet insbesondere die Verwertung eines ehemaligen Bundeswehrkrankenhauses in Leipzig, das den Anleihebesitzern als Sicherheit dient. Auf der Gläubigerversammlung Anfang 2015 war dem Insolvenzverwalter Axel W. Bierbach für den freihändigen Verkauf bis zum 31.12.2016 Zeit gegeben worden. Trotz zwischenzeitlich guter Aussichten (z.B. Sachstandsbericht vom 14.12.2016) ist bisher keine Veräußerung erfolgt. Der Sicherheitenretreuhänder der Anleihe hat deshalb einen Antrag auf Zwangsversteigerung gestellt, dem das Amtsgericht Leipzig Mitte März auch stattgegeben hat.

Für die Anleihegläubiger ist diese Entwicklung negativ zu bewerten und die Anleihekurse sind entsprechend unter Druck geraten. Zwar müsse die Zwangsversteigerung „nicht zwingend die Verwertung zu einem katastrophal niedrigen Kaufpreis bedeuten“, grundsätzlich sieht Bierbach in der weiteren Entwicklung der Immobilie und dem anschließenden Verkauf aber die bessere Variante. Um ein Meinungsbild der Anleihebesitzer hierzu abzufragen, hat der Insolvenzverwalter die Einberufung einer weiteren Gläubigerversammlung angekündigt.

### Abschlagszahlung von 21% angekündigt

Positiv stimmt jedenfalls, dass Bierbach für die Anleihebesitzer immer noch mit einer Quote von 48-70% rechnet. Dabei

### Indikation des Insolvenzverwalters als Untergrenze

Einen guten Anhaltspunkt für die zu erwartende Befriedigungsquote ausgefallener Anleihen liefert naturgemäß die Einschätzung des Insolvenzverwalters. Dabei kann der Liquidator praktisch nur verlieren, weshalb entsprechende Schätzungen und Hochrechnungen nur selten abgegeben werden. Eine ambitionierte Prognose bringt ihm keinerlei Vorteile. Liegt der letztendlich erzielte Wert aber nur geringfügig unter der Vorhersage, muss der Verwalter mit

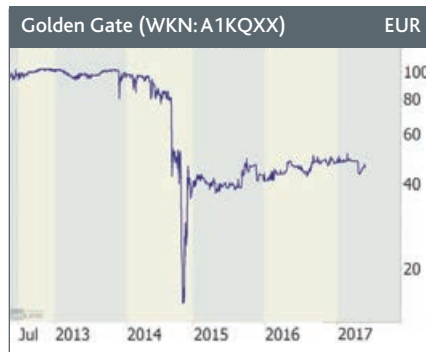
erheblicher Kritik rechnen und sich entsprechend rechtfertigen. Etwaige Einschätzungen dürften zum Zeitpunkt ihrer Abgabe deshalb in aller Regel mit einem erheblichen Sicherheitsabschlag bedacht sein und können damit fast schon als Worst-Case-Szenario betrachtet werden. Insofern scheint es nicht übertrieben, bei einer Quotenprognose von 48-70% (Golden Gate) einen Mindestwert von wenigstens 55-60% zu unterstellen.

dürfte zumindest die Untergrenze eine sehr konservative Schätzung darstellen (siehe Kasten), sodass wir mit wenigstens 55-60% rechnen. Da die Schuldverschreibung neben der Hauptforderung zudem den ausgefallenen Zinskupon in Höhe von 6,5% verbrieft, erhöhen sich unsere Mindestbewertungen noch einmal um den Faktor 1,065 auf 58,6-63,9%. Beim aktuellen Briefkurs von 46,50% ergibt sich daraus eine sehr konservative Renditeschätzung von ca. 30%.

Aufgrund des erfolgreichen Verkaufs eines anderen Bundeswehrkrankenhauses in Amberg, dem vormals zweiten großen Asset der Golden Gate, hat Bierbach noch für diesen Sommer eine Abschlagszahlung in Höhe von 21% (inklusive Kuponforderung somit 22,4%) angekündigt. Knapp die Hälfte des eingesetzten Kapitals würden Anleihekäufer somit relativ schnell zurückerhalten. Weitere 15% könnten spätestens nach Ablauf der Gewährleistungsfrist für die besagte Immobilie Ende 2018 folgen. Bis zu einer Beendigung des Verfahrens und der damit verbundenen endgültigen Abrechnung wird es allerdings noch einige weitere Jahre dauern.

### S.A.G. Solarstrom (IK) und Windreich (IK)

Bei der **S.A.G. Solarstrom** (IK) sind seit unserem letzten Bericht (siehe Smart Investor 7/2016) keine wesentlichen Neuheiten veröffentlicht worden. Eine mögliche Quote (30,91%) wurde auch vom Insol-



venzverwalter bei **Windreich** (IK) genannt. Bei Durchsicht des jüngsten Insolvenzberichts entsteht allerdings der Eindruck, dass es sich hierbei keineswegs um eine Untergrenze handeln muss. Aufgrund diverser, kaum zu quantifizierender Variablen scheinen deutliche Abweichungen nach oben wie auch nach unten beim letztendlichen zu realisierenden Ergebnis sehr wahrscheinlich. ■

Dr. Martin Ahlers

### Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

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

Ausgewählte Pleitebonds mit Quotenprognose				
Schuldner	WKN	Prognose IV in %*	Stand	Briefkurs in %
Golden Gate (IK)	A1KQXX	51,1-74,6	Mai 2017	46,10
MS Deutschland (IK)	A1RE7V	5,4	März 2017	4,80**
S.A.G. Solarstrom (IK)	A1E84A	37,2	Mai 2016	31,00
S.A.G. Solarstrom (IK)	A1K0K5	35,9	Mai 2016	30,98
Windreich (IK)	A1CRMQ	31,7	Juli 2016	14,60
Windreich (IK)	A1H3V3	31,1	Juli 2016	13,76

\* ) Bezogen auf Anleihe unter Berücksichtigung von Zinsforderungen und bereits erfolgter Ausschüttungen

\*\* ) Um Nennwertreduzierung bereinigt (Briefkurs\*0,85). IV=Insolvenzverwalter Stand: 17.5.2017



## Schulkinder statt Straßenkinder.

Bildung ist der Grundstein für den Weg heraus aus der Armut und runter von der Straße. Deshalb vergibt die Familie Jäger Stiftung Stipendien an Waisenkinder in Lateinamerika, die sonst keine Möglichkeit haben eine Schule zu besuchen oder eine Ausbildung zu machen. So erhalten diese Waisenkinder durch Bildung eine Chance für die Zukunft.

Auch Sie können diesen Kindern helfen!

Ihre Spende kommt zu 100% bei den Kindern an, da die Kosten für Verwaltung und Werbung vollständig vom Stifter übernommen werden und alle Helfer im Ehrenamt arbeiten. Weitere Informationen erhalten Sie gerne direkt vom Stifter unter: [bernd.jaeger@mopani.org](mailto:bernd.jaeger@mopani.org)

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



Familie Jäger Stiftung zur Förderung von Waisenkindern in Lateinamerika

[www.mopani.org](http://www.mopani.org) | [bernd.jaeger@mopani.org](mailto:bernd.jaeger@mopani.org)  
 Telefon: 0176 2139 7224  
 Chemnitzer Str. 1 | 63110 Rodgau

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

Diese Spendenaktion wird unterstützt von

**Smart Investor**



## Interview

# „Wir wollen der Aktionär mit den tiefsten Einblicken in ein Unternehmen sein.“

Smart Investor sprach in New York mit **David Poppe**, CEO von Ruane, Cunniff & Goldfarb und Manager des legendären Sequoia Fund, den Warren Buffett 1970 seinen Anlegern empfahl



David Poppe ist CEO beim New Yorker Asset-Manager Ruane, Cunniff & Goldfarb und Portfoliomanager des Sequoia Fund. Das von Buffetts Wegbegleiter Bill Ruane gegründete Unternehmen verwaltet aktuell rund 18 Mrd. USD. Der Sequoia Fund hat seit seiner Auflegung im Jahr 1970 eine jährliche Performance von 13,6% erzielt und konnte damit den Markt massiv outperformen. Aus einem Anfangsinvestment von 10.000 USD wurde im Sequoia Fund bis heute rund 3,8 Mio. USD, im S&P 500 wären dagegen nur rund 1,2 Mio. USD daraus geworden.

**Smart Investor: Ihr Kollege Greg Steinmetz hat im vergangenen Jahr ein Buch über Jakob Fugger veröffentlicht. Dieser hatte ein „konzentriertes Portfolio“, agierte meist antizyklisch und hatte stets einen Informationsvorsprung vor seinen Konkurrenten – kurzum: ein Value-Investor. Was können Anleger heute von Jakob Fugger lernen?**

*Poppe:* Vor allem der letzte Punkt gilt für uns noch heute. Wir wollen stets der Aktionär mit den tiefsten Einblicken in ein Unternehmen sein. Dabei achten wir allerdings nicht auf kurzfristige Nachrichten, sondern versuchen das Geschäftsmodell, den „Burggraben“ und die Denke des Managements zu verstehen. Nur wenn Sie etwas wirklich gut verstehen, können Sie auch gute Entscheidungen treffen. Auch deswegen haben wir ein relativ konzentriertes Portfolio. Wir glauben, dass der US-Aktienmarkt relativ effizient in der Bepreisung von Aktien ist, wenn es um die Entwicklung der nächsten ein bis zwei Jahre geht. Wenn es aber um die Zeit danach geht, ist der Markt häufig hochgradig ineffizient.

**Smart Investor: Der von Ihnen gemanagte Sequoia Fund hat eine historische Verbindung zu Warren Buffett. Woher stammt diese?**

*Poppe:* Als Buffett Ende der Sechzigerjahre Berkshire Hathaway übernahm, löste er seinen bis dahin geführten Fonds Buf-

fett Partnership auf. Seine Anleger konnten entweder in Berkshire Hathaway-Aktien tauschen oder sich auszahlen lassen. Da einige Investoren nicht nur in dieser Aktie investiert sein wollten, wählten sie die letztere Option. Unser Unternehmensgründer Bill Ruane und Buffett kannten sich bereits seit den Fünfzigerjahren, als beide zusammen an der Columbia University studiert haben. Da Warren großes Vertrauen in Bills Fähigkeiten als Asset-Manager hatte, empfahl er seinen ehemaligen Investoren den Sequoia-Fund als Anlagealternative. Aus diesem Grund hatten wir auch bis 1989 keine Aktien von Berkshire Hathaway im Fonds, da viele unserer Anleger bereits stark bei Berkshire investiert waren. Heute ist diese Aktie dagegen unsere größte Position.

**Smart Investor: Bis letztes Jahr war allerdings auch die Aktie von Valeant eine Ihrer größten Positionen. Der Absturz des Titels hat den Sequoia Fund nicht nur Performance, sondern auch Renommee gekostet. Was für Lehren haben Sie aus diesem Debakel gezogen?**

*Poppe:* Wir haben das Geschäftsmodell von Valeant tatsächlich für sehr smart gehalten. Die Pharmaindustrie gibt große Summen für Forschung & Entwicklung aus, ohne damit vernünftige Renditen zu erzielen. Statt durch eigene Forschung wollte Valeant durch Akquisitionen ein werthaltiges Portfolio an Medikamenten

in bestimmten Segmenten aufbauen. Bei einigen dieser Übernahmen hat Valeant allerdings eindeutig zu hohe Preise bezahlt und danach versucht, über Preiserhöhungen die Erträge zu steigern. Unsere Position ist vor allem deshalb so groß geworden, da wir während des Anstiegs der Aktie keine Stücke verkauft haben. Aus der heutigen Perspektive betrachtet, haben wir das Geschäftsmodell und das Management falsch eingeschätzt. Wir werden zukünftig keine Position im Fonds größer als 20% werden lassen, beim Einstieg werden wir keine Aktie größer als 6 oder 7% gewichten.

**Smart Investor: In Ihrem jüngsten Investorenbrief haben Sie über das hohe Bewertungsniveau der Aktienmärkte gesprochen. Sie vergleichen die aktuelle Situation mit 1992. Der Markt ist in den fünf Jahren danach jährlich um 20% angestiegen...**

*Poppe:* Wir wollten in unserem Brief vor allem zum Ausdruck bringen, dass es sehr

schwer ist, ein „Market Timer“ zu sein. Der Markt ist allerdings bereits so hoch bewertet, dass ich in den nächsten fünf Jahren keine außerordentlich hohen Erträge erwarte. Andererseits sind die Zinsen nach wie vor sehr niedrig und werden dies auf eine absehbare Zeit bleiben. Einige unserer Portfoliounternehmen haben im ersten Quartal sehr gesunde Wachstumszahlen gemeldet. Wir finden nach wie vor interessante Investments, allerdings wird es zunehmend schwieriger. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um zwei Kategorien: Unternehmen, die extrem schnell wachsen und strukturelle Wettbewerbsvorteile haben, und solche, die weniger dynamisch wachsen, aber im Vergleich zum S&P 500 deutlich unterbewertet sind.

**Smart Investor: Auf der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway haben Warren Buffett und Charlie Munger viel über technologische Disruption und über Aktien wie Amazon oder Alphabet gesprochen. Wird es für Value-**

**anleger zunehmend schwieriger, Geschäftsmodelle mit nachhaltigen Burggräben zu finden, die davon nicht tangiert werden?**

*Poppe:* Das ist eine sehr gute Frage. Ich denke die Antwort ist: Ja, es ist tatsächlich zunehmend schwieriger. Die Burggräben sind heute insgesamt nicht mehr so weit und so tief. Das Internet ermöglicht den direkten Kontakt zu den Konsumenten, viele Geschäftsmodelle werden dadurch überflüssig. Wir sehen eine sehr dynamische technologische Entwicklung, die zunehmend schwerer zu prognostizieren ist. Im Gegensatz zu Buffett haben wir allerdings auch Amazon und Alphabet in unserem Portfolio. Den alten Valuegrundsatz, sich von Technologieaktien komplett fernzuhalten, verfolgen wir nicht mehr. Natürlich kann ich persönlich die Algorithmen von Google nicht verstehen. Aber letztendlich ist das eine Werbeplattform. Und dieses Geschäftsmodell und den enormen Burggraben kann ich durchaus beurteilen. ▶

Anzeige

# BULLIONART

## Silberkunst



>> Maximilian Verhas | "Offener Rollkörper"  
Silbervollguss (999)  
2,4 kg | Durchmesser 17 cm | 25 Expl.



>> Maximilian Verhas | "Empty House"  
Silbervollguss (999)  
5,6 kg | Höhe 10 cm | 25 Expl.



>> Maximilian Verhas | "Twister"  
Silbervollguss (999)  
2,4 kg | Länge 18,5 cm | 25 Expl.

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

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

BullionArt | Silberkunst | Frauke Deutsch  
D- 80801 München | Telefon 089 33 55 01  
silber@bullion-art.de | www.bullion-art.de

**Smart Investor: Ihr ideales Investment ist ein „Compounder“, sprich ein Unternehmen, das über lange Zeiträume seine Erträge zu hohen Renditen reinvestieren kann. Dabei ist vor allem eine gute Kapitalallokation gefragt. Mit Hilfe welcher Kennzahlen bewerten Sie diese Fähigkeit?**

*Poppe:* Ein spannendes Thema. Das wichtigste Tool dafür ist natürlich der Blick in den Rückspiegel. Nehmen wir Constellation Software als Beispiel, die wir im Fonds haben. Mark Leonhard hat dort in der Vergangenheit einen großartigen Job gemacht und viele Akquisitionen getätigt. Zu einem gewissen Grad müssen Sie hier also dem Management vertrauen. Wir reden allerdings auch mit vielen Akteuren am Markt für Unternehmenssoftware, in dem Constellation aktiv ist. Was wir hören, ist, dass es dort noch viel zu akquirieren gibt. Gleichzeitig scheint Mark Leonhard extrem vorsichtig zu agieren. Aufgrund der Flut an Kapital in diesem Markt werden in Zukunft wohl die Kapitalrenditen sinken. Daher ist es unsere Aufgabe, dies zu diskontieren und entsprechend einzupreisen. Amazon ist in dieser Beziehung ein schwierigerer Fall. Denn aus den Zahlen ist nicht klar erkenntlich, wie viele Investitionen sich in Wahrheit hinter dem operativen Aufwand verbergen. Das Unternehmen hat allerdings einen geringen Bedarf an Working Capital und hat daher nie einen Dollar Fremdkapital aufnehmen müssen, um die Expansion zu finanzieren.

**Smart Investor: Uns fällt generell auf, dass Unternehmen in den USA primär an den Cashflow denken. Ein gutes Produkt ist lediglich ein Mittel zum Erfolg. In Deutschland ist man dagegen stark auf Qualität fokussiert. Das Verkaufen wird als notwendiges Übel begriffen. Sehen Sie dies auch so?**

*Poppe:* Wir haben uns in Deutschland vieles angesehen und ich gebe Ihnen recht. In Deutschland denken die Unternehmen sehr langfristig und planen für die nächsten zwanzig Jahre. Die Unternehmen sind sehr ingenieursgetrieben und streben nach technischer Perfektion. Hierzulande denkt man eher kurzfristig, versucht aber gleichzeitig, den Kundennutzen zu maximieren,

selbst wenn dies mit einem minderwertigen Produkt der Fall ist. Ich würde behaupten, dass die typischen deutschen Unternehmen weniger an den Return on Capital denken als ihre US-Pendants. In der exzeptionell guten Produktqualität steckt aber auch eine Form von Value.

**Smart Investor: Als Beispiel für die amerikanische Denke fällt mir Chipotle Mexican Grill ein, die Sie auch in Ihrem Fonds haben...**

*Poppe:* Interessant, dass Sie Chipotle erwähnen. Ich sehe es genauso. Das Unternehmen funktioniert unglaublich effizient, der Durchsatz bezogen auf die Sitzplätze je Restaurant ist unglaublich. Aufgrund der günstigen Kostenstruktur kann Chipotle hochqualitative Bioprodukte einsetzen und trotzdem eine hohe Marge erzielen. In den USA ist mexikanisches Essen extrem populär, und ich hoffe, dass dies auch für Deutschland und die ausländischen Märkte gilt, die Chipotle noch erschließen will.



In Deutschland denken die Unternehmen sehr langfristig und planen für die nächsten zwanzig Jahre.

**Smart Investor: Können Sie uns etwas über die anderen Positionen erzählen, die Sie in den letzten Monaten im Fonds aufgebaut haben?**

*Poppe:* Wir haben zuletzt den US-Autohändler CarMax gekauft, der sich auf Gebrauchtwagen fokussiert hat. Das Unternehmen bietet attraktive und sehr transparente Preise im An- und Verkauf sowie bei der Finanzierung von Autos an. Die Kunden fühlen sich damit deutlich wohler als bei dem üblichen Feilschen bei einem traditionellen Gebrauchtwagenhändler. Nahezu jeder Laden, den CarMax bisher eröffnet hat, ist profitabel – und sie haben bislang erst die Hälfte der USA besetzt. Im Finanzierungsgeschäft agiert CarMax gleichzeitig extrem vorsichtig. Eine weitere Aktie, die wir gekauft haben, ist die von Priceline. Das Unternehmen ist absoluter Marktführer bei Hotel- und Reisebuchungen mit Marken wie booking.com. Die Marktstellung rechtfertigt unserer Meinung nach die relativ hohe Bewertung. Global gesehen hat das Unternehmen jedoch noch immer einen vergleichsweise kleinen Marktanteil. Es gibt aus unserer Sicht kaum einen Grund, warum Priceline nicht auch den Markt in Asien und Südamerika aufrollen sollte. Es gibt also genug Raum für weiteres Wachstum.

**Smart Investor: Lassen Sie mich am Ende noch einmal auf Jakob Fugger zurückkommen. Sein Netz an Boten verschaffte ihm einen enormen Wissensvorsprung. Heute hat dagegen jeder eine unglaubliche Datenfülle zur Verfügung. Man hat jedoch das Gefühl, in Informationen zu ertrinken.**

*Poppe:* Es gibt heute ein enormes Grundrauschen. Ich glaube, dass die Fähigkeit, Informationen richtig einzuordnen, elementar wichtig ist. Es gibt sehr viele sehr clevere Investoren da draußen, die sich alle die besten Ideen ansehen. Je tiefer Sie aber die Unternehmen durchdringen, umso eher verschaffen Sie sich einen Vorteil. Nur durch Screenings auf einem Bloomberg-Terminal werden Sie dies langfristig nicht schaffen...

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

*Interview: Christoph Karl*



## Leserbriefe

# Fragen und Statements



## ? Fonds als Kriseninvestment?

Ich bin an Informationen interessiert, wie ich mein Geld während eines Crashes soweit als möglich retten kann. Leider kann ich die Tipps „Immobilien“ oder „Anlagen im Ausland“ etc. nicht umsetzen, da ich hierzu nicht über genügend Kapital verfüge. Deshalb habe ich es bisher angelegt in 20% physischem Gold/Silber, in 20% Cash (davon 8% physisch) und in 60% Aktien-ETFs und anderen Fonds (teils Dividenden-, Branchen- und Mischfonds), aber nicht in Rohstoff-ETFs. Die hohe Gewichtung in Aktien-ETFs/Fonds deshalb, da Aktien nach der letzten Hyperinflation am Ende als Gewinner hervorgegangen sind. Nun habe ich noch folgende Fragen:

1. Sind ETFs/Fonds in der Krise genauso sicher wie ein Investment direkt in Aktien (ich achte darauf, dass meine Fonds die Aktien physisch besitzen, keine synthetischen Nachbildungen und Aktienleihe betreiben)?
2. Können Fondsgesellschaften im Krisenfall die Anlagekriterien ihrer Fonds ändern und dann z.B. die erfolgreichen Aktien zum eigenen Vorteil gegen Low-Performer austauschen?
3. Können Sie mir weitere Sachanlagen nennen, welche ich als Normalbürger mit kleinerem Geldbeutel nutzen kann?

*Oliver Zeeb*

**SI** Immobilien oder Auslandsanlagen müssen unserer Ansicht gar nicht sein, denn: Erstere werden in einem Extrem-szenario in das Fadenkreuz des gierigen Staates geraten. Zweitere sind von Deutschland aus nur schwer zu verwalten. Ihre genannte Vermögensaufteilung finden wir gar nicht schlecht. Tendenziell würden wir Edelmetalle noch etwas höher gewichten, zulasten von Cash auf dem Konto (wegen einer möglichen Konfiszierung) und den Aktien. Zu Ihren drei speziellen Fragen:



Smart Investor 5/2017

Zu 1.: Nach derzeitiger Rechtslage sind Fonds/ETFs so „sicher“ wie Aktien.

Zu 2.: Das ist schwer zu beantworten. Inzwischen gilt ja: „Not kennt kein Gebot“, d.h., im Normalfall gelten die Anlagekriterien, aber im Extremfall, den Sie ja befürchten, wollen wir nichts ausschließen.

Zu 3.: Weitere Anlagemöglichkeiten für den kleineren Geldbeutel wären z.B. Bitcoins oder Diamanten. Natürlich wären auch Oldti-

mer, Wein oder Antiquitäten geeignet, aber nur, wenn entsprechendes fachliches Know-how vorhanden ist. Der normale Anleger sollte sich unserer Ansicht nach an Edelmetalle halten.

## ? Zu eigentümergeführten Unternehmen

Vielen Dank für die Ausführungen zu den eigentümergeführten Unternehmen in Heft 5/2017 ab S. 6, zu denen ich einige Anmerkungen habe: So glaube ich im Gegensatz zu Ihrem Autor, dass die Gotham-City-Studie maßgeblich für den Kursverfall bei Aurelius verantwortlich ist. Denn diese war plötzlich in aller Munde, nicht die Insider-Transaktionen. Bei Gerry Weber bin ich auch nicht ganz Ihrer Meinung. Sicher sind Insiderkäufe lobenswert, aber eben nicht mehr. Die unternehmerischen Fehler bei dieser Firma sind dramatisch. Egal, wann man an einer deren Filialen vorbeikommt, sie ist immer leer. Ob Gerry Weber den Turnaround schafft? Ich bezweifle es!

Bei CTS Eventim hat es übrigens auch jüngst einen mächtigen Insiderverkauf gegeben. Möglicherweise ist CTS ein künftiges Opfer von Short-Attacken. Es wird bereits darüber spekuliert. Was mich bei Fuchs Petrolub stört, ist, dass man es 2016 (und geplant auch für 2017) nicht schafft, das EBIT überproportional zu steigern. Ansonsten möchte ich Ihnen ein großes Lob für diesen Artikel aussprechen.

*Dr. Sophia Massepp*

**SI** Danke für Ihr fundiertes Feedback. Sie scheinen tief in der Materie drinnen zu sein. Natürlich war die Gotham-Studie ursächlich für den Kurseinbruch bei Aurelius. Es lag unserer Ansicht nach aber eben vorher schon eine Überbewertung vor. Die für uns überraschenden Aktienverkäufe kamen dann nur noch erschwerend hinzu. Ihre Anmerkungen zu Gerry Weber, CTS Eventim und Fuchs Petrolub können wir so stehen lassen. Es gibt immer Punkte bei einem Unternehmen, die hinterfragenswert sind. Es kommt dann auf die individuelle Gewichtung dieser Punkte an.

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

## Buchbesprechung

## „Wir hätten gewarnt sein können“

Wie tickt Donald Trump und auf was sollte die Welt sich politisch und wirtschaftlich einstellen? Die Autoren Brendan Simms und Charlie Laderman haben sich auf Spurensuche begeben und kommen zu einem klaren Schluss: Donald Trump ist kein Buch mit sieben Siegeln – wer sich dennoch überrascht zeigt, habe seine Hausaufgaben nicht gemacht. Zur Entschlüsselung von US-Präsident Trump analysieren die Autoren Auftritte, Gespräche, Interviews und Äußerungen Trumps der letzten 30 Jahre. Dabei sind sie auf feste, kontinuierlich wiederkehrende Muster im Weltbild des Präsidenten gestoßen. Trump ist davon überzeugt, dass die USA keine respektierte Nation mehr sei und von seinen Verbündeten ausgenutzt werde – dies sei erst möglich geworden durch jahrzehntelange unfähige Führung. Dementsprechend ist die Wiederherstellung der nationalen Größe der Vereinigten Staaten der Schlüssel zu Trumps Denken.

Neben der akribischen Sorgsamkeit, mit der Trumps Seelenleben der vergangenen drei Jahrzehnte durch-

leuchtet wird, ist auch die offenkundige Einstellung der beiden Autoren zum jetzigen Präsidenten der USA bemerkenswert. „Vom Verhalten her ist er [Trump] ein Silberrückengorilla, ein narzisstischer Pfau, ein Alphetier, ein Elefant im Porzellanladen.“

Besonders auf Europa sehen sie harte Zeiten zukommen, zumal die Männerfreundschaft zwischen Trump und Putin Russland auf falsche Gedanken bringen könnte. Und dies, obwohl die Autoren betonen, dass „natürlich“ die letzten drei US-Präsidenten versucht hätten, „das Verhältnis zu Russland zu verbessern, allerdings ohne Erfolg“ – man muss „natürlich“ nicht immer einer Meinung sein!

Fazit: Ein Buch mit vielen interessanten Aspekten. Vorhersagbarer dürfte Trump allerdings – auch nach der Lektüre – nur bedingt sein. Aber wen es beruhigt: Das waren frühere US-Präsidenten auch nicht.

Marc Moschettini



„Wir hätten gewarnt sein können – Donald Trumps Sicht auf die Welt“ von von Brendan Simms und Charlie Ladermann; Deutsche Verlags-Anstalt; 160 Seiten; 12,00 EUR

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.

## Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
Anthem	A12FMV	56	IVU	744850	52
Auden	A16144	8, 14	KAP-Beteiligungs-AG	620840	12
Aurelius	A0JK2A	8, 14	Latour Investment	901207	17
Bavaria Industries Group	260555	12	Liberty Formula One A	A2AHDZ	19
BB Biotech	A0NFN3	10, 56	Markel	885036	17
Berkshire Hathaway B	A0YJQ2	16, 56	MBB	AOETBQ	6
bet-at-home.com	A0DNAY	56	mic	AOKF6S	6
Blue Cap	A0JM2M	6	Pershing Square Holdings	A12C4S	18
Bolloré	875558	56	publity	697250	50
CenturyLink	866405	19	Reckitt Benckiser	A0M1W6	56
Core Laboratories	897269	19	Rocket Internet	A12UKK	10
Danaher	866197	16	Roper Technologies	883563	16
DBAG	A1TNUY	10	Sapac	878355	50
DEWB	804100	56	Schaltbau	717030	52
Dr. Pepper Snapple	A0MV07	56	Scherzer & Co.	694280	12
Elbstein	A1YDGT	12	Shareholder Value Beteiligungen	A16820	6
Endeavour Silver	A0DJ0N	56	Silvercorp	AOEAS0	56
Essilor	863195	48	Solutions 30	A14T2W	56
Fresenius	578560	48	Solvista	A12UKK	8, 14
Funkwerk	575314	51	Sparta	A0NK3W	12
General Dynamics	851143	49	Stada Arzneimittel	725180	56
Grenke	A161N3	56	Stryker	864952	49
GxP	A1YCNN	51	Tahoe Resources	A1CORA	56
Heidelberger Druck	731400	53	Tencent	A1138D	49
Heliad	A0L1NN	12	Tesla	A1CX3T	19
Hochdorf Holding	A0MYT7	56	U.C.A.	A12UK5	13
Howard Hughes	A1C7ML	19	Value-Holdings	760040	12
Inditex	A11873	49	Visa	A0NC7B	56
Indus	620010	10, 54	Xilinx	880135	19

Die in der Tabelle auf S. 8 vorgestellten Aktien werden aus Platzgründen nicht an dieser Stelle aufgeführt.

## Themenvorschau bis Smart Investor 9/2017

**Bargeldverbot:** Baldiger Freiheitsentzug?

**Börsenweisheiten:** Was stimmt, was nicht?

**Banken:** Eine Branche im Umbruch

**Nachhaltigkeit:** Wenn Geld grün wird

**Hedgefondsszene:** Die heißesten Tipps

**Chartsoftware:** SI stellt seine Chartlieferanten vor

**Value-Aktien:** Auf den Spuren Warren Buffetts

**Value-Fonds:** Ist immer drin, was draufsteht?

**Handelssysteme:** Computergenerierte Signale

**Strategiefonds:** Mit Plan zur Rendite

**Börsenstrategien:** Die besten Analyseansätze

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

**Richtige Anreize:** Warum etwas funktioniert oder nicht

## Smart Investor

15. Jahrgang 2017, 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, David Burns,  
Benjamin Eder, Fabian Grummes, Marcus Kreft,  
Rainer Kromarek, Marc Moschettini, Marcus Wessel

## Gast-Autoren:

Manfred Hübner, Dr. Werner Koch, Werner Krieger,  
Uwe Lang, Volker Schilling

## Interviewpartner:

Jürgen Abromeit, Klaus Blaabjerg, David Poppe,  
Julian Sandt

## Gestaltung:

David Burns  
Rudolf Schuppler (Cartoons)  
Titelbild: Rudolf Schuppler

## Bilder: stock.adobe.com

bzw. jeweiliger Bildnachweis

## 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 2017:

17.12.16 (1/17), 28.1.16 (2/17), 25.2. (3/17),  
25.3. (4/17), 29.4. (5/17), 27.5. (6/17), 24.6. (7/17),  
29.7. (8/17), 26.8. (9/17), 30.9. (10/17),  
28.10. (11/17), 25.11. (12/17), 23.12. (1/18)

## Redaktionsschluss:

19.5.2017

## 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:

© 2017 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 offenzulegen. Alle mit der Erstellung  
von Aktienanalysen und -empfehlungen betrauten  
Parteien haben sich verpflichtet, jeweils fünf Börsen-  
tage vor und fünf Börsentage nach dem Erscheinen  
dieser Publikation keine Transaktionen in der betref-  
fenden Aktie durchzuführen. Eine Glättstellung einer  
bisherigen Position ist nur in dem Ausnahmefall  
gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums von  
zehn Börsentagen sehr gravierende negative Ent-  
wicklungen im Aktienkurs, im Unternehmen oder im  
Gesamtmarkt ergeben, die in der zur Empfehlung  
führenden Analyse nicht berücksichtigt werden  
konnten. In dem Fall, dass zum Zeitpunkt der Ver-  
öffentlichung des Smart Investor in einer zum Kauf  
oder Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-  
Positionen gehalten werden, wird dies im entspre-  
chenden redaktionellen Artikel kenntlich gemacht.  
Auszuweisende Interessenkonflikte können nur bei  
Analysen zu Wertpapieren wie z.B. Aktien oder  
Anleihen auftreten, jedoch nicht bei Analysen zu  
Märkten wie z.B. DAX, Gold oder EUR/USD.



Zu guter Letzt

# Ex oriente: Kapitalismus!

Von Fabian Grummes, Guangzhou (China)



Die hundert Tage Schonfrist, die dem amtierenden US-Präsidenten ohnehin nur theoretisch gewährt wurden, sind nun schon etwas länger rum, und die Welt – Überraschung! – ist nicht untergegangen. Die Wahrscheinlichkeit steht weiterhin ziemlich gut, dass sie auch in Zukunft unbeeindruckt ihre Kreise um unser Zentralgestirn drehen wird, ungeachtet dessen, was Donald Trump gelingt – oder besser: nicht gelingt. Denn inzwischen dürfte eine ziemliche Ernüchterung im Weißen Haus einzogen sein. Die eigene Verwaltung behindert den Präsidenten, wo es nur geht, die vollmundigen Versprechungen werden sich so wohl nicht erfüllen lassen und auch das Austrocknen des Sumpfs am Potomac ist ebenfalls ein zähes Geschäft. Jedenfalls quaken die dortigen Frösche nun auch noch „Impeachment!“, ob der Tatsache, dass ein ebenso inkompetenter wie illoyaler Polizeibehördenchef gefeuert wurde, und die weltweite Presse quakt fröhlich mit. Voller Vorfreude wird bereits mit dem baldigen Ende der Präsidentschaft Donald Trumps gerechnet.

Zumindest im Westen; überraschenderweise sitzen Trumps größte Fans nämlich gar nicht in den Flyover States oder im Bible Belt, sondern im Ausland. Nein, nicht Russland. Dort zwar

möglicherweise auch, aber vor allem findet man sie in China. Ausgerechnet in jenem Staat also, der im Wahlkampf heftig von Trump attackiert wurde: Währungsmanipulationen, Marktzugangsbehinderungen und Cyberkriminalität lauteten die Vorwürfe. Trotzdem genießt Trump unter den Chinesen höchste Achtung. Das Ende von TPP nahm man ebenso wohlwollend zur Kenntnis wie die Rücknahme des „Pivot to Asia“. Vor allem aber wird Trump als Gegenpol zu dem wahrgenommen, was die Chinesen mit „bái zuǒ“ (白左) als „weiße Linke“ bezeichnen. Das sind jene gutmenschelnden Schneeflockchen, die Genderngerechtigkeit, ungezügelter Massenimmigration oder bedingungslose Grundeinkommen für Kernwerte einer freien Gesellschaft halten. Im offiziell sozialistischen China hingegen sind Fleiß und harte Arbeit die Werte und materieller Wohlstand das große Ziel.

Deutlich zutage tritt der Mentalitätsunterschied im Umgang mit ökonomisch und sozial rückständigen Gesellschaften. Während insbesondere die EU die dortigen Zustände durch unbegrenzten Import junger Männer in die heimischen Sozialsysteme bessern will, sucht China lediglich neue Absatzmärkte. Die neue Seidenstraße soll die Welt nicht retten, sondern sie für chinesische Produkte öffnen. Doch – oh Wunder des Kapitalismus! – der Auf- und Ausbau von Handelswegen lässt nicht nur die Umsätze chinesischer Unternehmen steigen, sondern führt auch dazu, dass sich die Zustände in den erschlossenen Ländern dank mehr Arbeit, besserer Infrastruktur sowie dem Austausch von Know-how bessern.

Angesichts der Unfähigkeit jener „bái zuǒ“, zu begreifen, wie Wohlstand und Freiheit zusammenhängen, wie sie entstehen und was sie bedingt, sowie ihrer offenkundigen Bereitschaft, im Namen eines völlig verdrehten Begriffs von Menschlichkeit soziale Spaltungen bis hin zum Bürgerkrieg zu riskieren, scheint klar, dass der tatsächliche Erfolg von Trumps Präsidentschaft weniger von der Heimholung ohnehin nicht zurückzubringender Arbeitsplätze abhängig ist, sondern viel mehr davon, ob ihm der Reimport des kapitalistischen Geistes aus dem Fernen Osten und dessen Wiederansiedlung in seinem ehemaligen Herzland gelingt.



Bild: © Rudolf Schimpler

# Forum

Financials & Real Estate 2017

*Discover Value & Growth*

## Forum Financials & Real Estate

Die große Investorenkonferenz für Investment Professionals  
mit Fokus auf dynamische Finanz- und Immobilienaktien  
am 7. September 2017, Hilton, Frankfurt am Main

9:00 – 18:15 Uhr: Unternehmenspräsentationen, Group Meetings, Einzelgespräche mit den Vorständen

13:00 Uhr: Lunch

ab 18:15 Uhr: Get-Together Cocktailparty

Kostenfreie Anmeldung und weitere Informationen unter [www.src-research.de/ffs](http://www.src-research.de/ffs) oder [www.kirchhoff.de](http://www.kirchhoff.de)

### Es präsentieren u. a.

- |                            |                        |                |               |
|----------------------------|------------------------|----------------|---------------|
| > AROUNDTOWN               | > EYEMAXX Real Estate  | > S IMMO       | > Warimpex    |
| > Deutsche Beteiligungs AG | > Peach Property Group | > UBM          | > Lloyd Fonds |
| > Deutsche Fachmarkt AG    | > PORR                 | > VIB Vermögen |               |

Börsen-Zeitung · Euro am Sonntag · Smart Investor · GoingPublic Magazin · Institutional Investment Real Estate Magazin ·  
Börse Online · Deutsches Anleger Fernsehen · Berlinboxx · BOND MAGAZINE · Immobilien & Finanzierung

Premium Sponsor



Gastgeber



▪ Der Spezialist für Finanzaktien ▪

Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien

Premium Partner



Die Nummer 1 in der Finanzkommunikation

Stefan Scharff – Gewinner des Thomson Reuter Award 2017







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