

Smart Investor

www.smartinvestor.de

Der alte Mann und das „Mehr“

Ist die Zeit der dicken Fische bei Berkshire Hathaway vorbei?



Inflation:
Gekommen,
um zu bleiben!

Beteiligungsgesellschaften:
Stock Picking bleibt
das Gebot der Stunde

Turnaround:
Drei Spezialisten
für die Wende

STABILITAS FONDS

Ein Partner der

 DZ PRIVATBANK

www.fonds-im-fokus.de



Investieren in Edelmetallaktien. Beständig – mit den Experten.

Schwerpunkte der Fonds

- ✦ Goldminen
- ✦ Silberminen
- ✦ Weißmetallaktien
- ✦ Basismetall-Minen

Hinweis: Bei dieser Anzeige handelt es sich um eine Marketingmitteilung zur Stabilitas GmbH und keine Produktmitteilung. Grundlage des Kaufs von Investmentfonds ist ausschließlich der VKP sowie das KID, das Verwaltungsreglement sowie die Berichte. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen marktbedingten Kurschwankungen, die zu Verlusten führen können. Eine Investition ist mit Risiken verbunden. Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt.

Setzen Sie auf stabile Erfolgsgrößen. Die Aktien der Edelmetalle Gold und Silber versprechen langfristig weiterhin hohes Potenzial und bilden somit das Kerninvestment der Stabilitas Fonds.

Ergänzt werden die Fonds durch Aktien aus den Sektoren Platin, Palladium, Basismetalle und Energie. Nutzen Sie das Expertenwissen und die langjährige Erfahrung von Martin Siegel und seinem Team in Deutschland. Kontaktieren Sie uns bei Fragen zur Strategie, Performance, Kosten und ESG.

Erfahren Sie mehr über die Stabilitas Fonds unter www.stabilitas-fonds.de

Vertriebsstelle CapSolutions GmbH

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

Stabilitas GmbH

Wittenbrede 1
32107 Bad Salzufen
Tel.: +49.52 22-79 53 14
Fax: +49.52 22-79 53 16
info@stabilitas-fonds.de

Alles in Butter? Eigentlich nicht!

Höchstkurse, wohin man blickt: DAX, NASDAQ, Bitcoin und auch Gold. Würde uns ein Außerirdischer besuchen und die Marktentwicklungen betrachten, würde er sicherlich vermuten, dass hier auf der Erde alles in Butter wäre.

Da wir mit den Ideen der Österreichischen Schule vertraut sind und glauben, das Fiat bzw. Scheingeld durchschaut zu haben, bewerten wir bei Smart Investor die Situation jedoch weitgehend anders als der Mainstream: Erstens sind die steigenden Kurse bei den Aktien aus unserer Sicht kein Zeichen von Wachstum – zumindest nicht von qualitativem, allenfalls von quantitativem Wachstum, vulgo Inflation.

Zweitens steht das Weltfinanzsystem relativ kurz vor seinem Ende. Warum? Weil auf die höchste Verschuldung aller Zeiten nun ein innerhalb von drei Jahren stark gestiegener Zins trifft, der viele Investitionen unrentabel macht. Die meisten Wirtschaftsteilnehmer können solche erhöhten Zinskosten zunächst abfedern, indem sie z.B. Gewinneinbußen hinnehmen oder aber von der Substanz zehren. Aber das geht nur eine Zeit lang; irgendwann ist Schluss – und dann werden schwache Investoren die Segel streichen. Die aktuelle stark steigende Insolvenzrate (z.B. Benko) deutet dies bereits an. Prognose: Wir werden noch weitaus mehr und vor allem noch bedeutend größere Pleiten erleben, als dies bisher der Fall war.

Deswegen zieht es einerseits die Aktieninvestoren genau in diejenigen Firmen, die groß und stark sind und relativ geringe Kapitalkosten haben, z.B. die „Magnificent Seven“. Andererseits suchen Anleger die Exit-tür aus dem aktuellen Finanzsystem und gehen vermehrt in Bitcoin und Gold.

Der legendäre Investor Warren Buffett hatte mit seiner Berkshire Hathaway jahrzehntelang eine phänomenal erfolgreiche „Gelddruckmaschine“ aufgebaut und weiterentwickelt – das steht außer Frage. Doch



Ralf Flierl,
Chefredakteur

zuletzt zeigte die Beteiligungsgesellschaft aus dem US-amerikanischen Bundesstaat Nebraska Anzeichen dafür, dass es nicht mehr gar so rund läuft. Hinzu kommt, dass man bei einem Berkshire-Investment pro Buchwertdollar inzwischen deutlich mehr als einen Dollar zu berappen hat. Die Aktie des bekanntesten Value-Investors ist also heute nicht mehr ein Value-Schnäppchen im klassischen Sinne. Unserer Titelseite dazu lesen Sie ab S. 6.

Weitere Artikel zum Thema Beteiligungsgesellschaften finden Sie für den deutschsprachigen Raum in den Artikeln ab S. 10 und S. 12 sowie für internationale Titel ab S. 52. Mit dem Portfoliomanager des einzigen auf solche Unternehmen spezialisierten und sehr erfolgreichen Fonds, Gunter Burgbacher, haben wir ein ausführliches Interview geführt, in welchem er grundlegende Kenntnisse zu Holdings sowie seine persönlichen konkreten Erfahrungen in diesem Sektor während der letzten fünf Jahre preisgibt – ab S. 58.

Zuletzt bat ich Sie um Ihre Meinung dazu, ob unsere beliebte Rubrik „Löcher in der Matrix“ von bisher einer auf zwei Seiten erweitert werden sollte. Die Auswertung Ihrer zahlreichen Antworten ergab in etwa ein Patt. Demzufolge werden wir den Umfang dieser Rubrik je nach zur Verfügung stehendem Platz und anfallenden Themen gestalten. Wir beginnen in dieser Ausgabe mit der goldenen Mitte, nämlich einhalb Seiten, ab S. 40.

Eine anregende und erkenntnisreiche Lektüre durch vielerlei interessante und mehrwertige Beiträge wünscht Ihnen

Ralf Flierl

AUSSERHALB DER EU IST IHR VERMÖGEN SICHERER

Die besorgniserregenden Entwicklungen in der EU, insbesondere in Deutschland, machen es erforderlich, Ihre – vom Totalverlust bedrohten Papiergeldanlagen – in Länder auszulagern, die nicht der EU-Bankenhaftung unterliegen, und größtenteils in Edelmetalle zu tauschen.

Seit über 25 Jahren bieten wir „länderübergreifenden Vermögensschutz“:

- 🔒 Konto / Depot in LI oder CH
- 🔒 Ihr „Fort Knox“ in der Schweiz
- 🔒 Unternehmensoptimierung
- 🔒 Firmenvermögen in steuerfreies Privatvermögen wandeln
- 🔒 Erbschaftssteuer vermeiden
- 🔒 Vermögensregister: Nein danke!
- 🔒 Edelmetallanlagen für Stiftungen
- 🔒 Edelmetalllager-Dienstleistungen

Kostenlose Erstberatung unter:
www.terminland.de/asconsulting

Active Synergie Consulting

Landstraße 123 | FL-9495 Triesen
Tel.: +41 585 105775 | Mobil: +49 177 2545848
info@asconsulting.li | www.asconsulting.li



Märkte

- 6 Berkshire Hathaway:
Der alte Mann und das „Mehr“
- 10 Beteiligungsgesellschaften:
Die Big Caps
- 12 Beteiligungsgesellschaften 2024:
Markante Entwicklungen
- 15 Healthcare: „Agiler,
wendiger und innovativer“;
Gespräch mit Dr. Daniel Koller
von der BB Biotech AG
- 18 Österreichische Schule:
Über den nächsten
Inflationsschub

Hintergrund

- 20 Politik & Gesellschaft:
Die WHO und ihr
Pandemievertrag
- 22 RKI-Protokolle und
Corona-Expertenrat
- 23 Lebensart & Kapital: Elsass
- 26 Phänomene des Marktes:
Über das Aufgeld bei
Beteiligungsgesellschaften
- 28 Kapitalschutz: Über die
CAC-Klauseln in Staatsanleihen

Fonds

- 30 Inside: Healthcare-Fonds/-ETFs
- 32 Analyse: HAC Quant
STIFTUNGSFONDS flexibel
global LAC; Gastanalyse von
Jürgen Dumschat
- 33 Kolumne: Unterschätzter
Standortfaktor Gesundheit;
von Carsten Mumm
- 34 Interview: „KI wird für
den Sektor sehr wichtig sein“;
Gespräch mit Rune Sand-Holm
- 35 News, Facts & Figures

S.10, 12, 26, 22

Beteiligungsgesellschaften:

Durchwachsen mit Luft nach oben – so könnte man den Status quo im Segment der Beteiligungsgesellschaften zusammenfassen. Den heimischen Markt haben wir auf S. 10 (Big Caps) und S. 12 (breiteres Segment) genauer unter die Lupe genommen. Dem spannenden Bewertungsthema „Auf- bzw. Abgeld“ und daraus resultierenden Implikationen gehen wir auf S. 26 auf den Grund. Zudem stellen wir ab S. 52 drei vielversprechende Beteiligungsunternehmen aus Schwellenländern vor.

S.18, 66

Inflation:

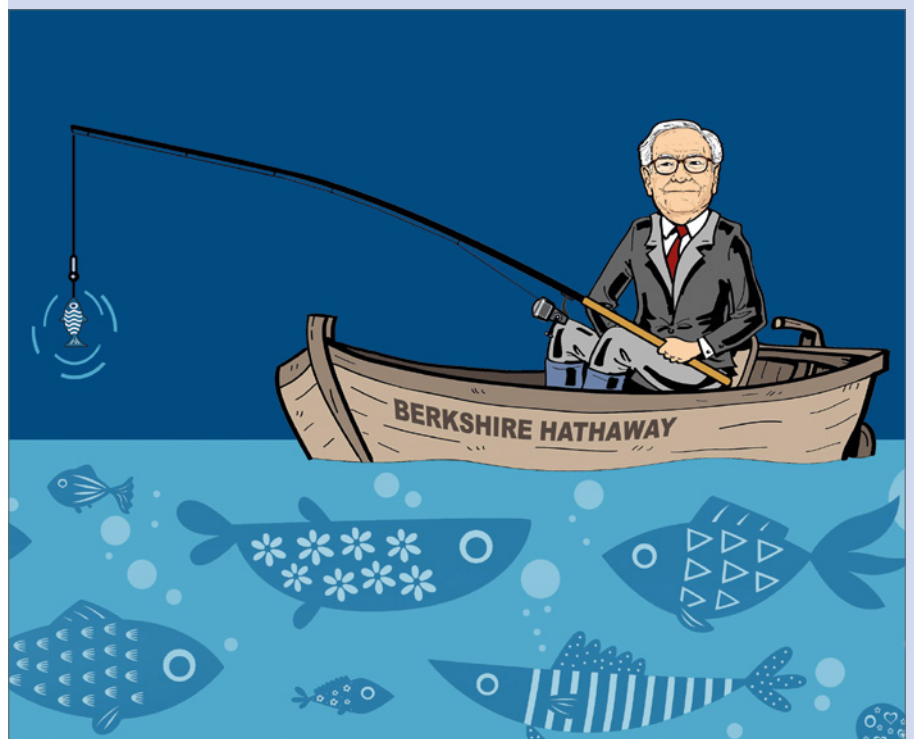
Mit Argusaugen werden jede Aussage und jede Aktion der Fed bzw. der EZB zur Inflation beobachtet und eingehend analysiert. Das gilt auch für mögliche Maßnahmen wie das Drehen an der Zinsschraube. Gleichwohl grenzt der Aktivismus an einen Blindflug. Geldmengenwachstum, exponentielle Staatsverschuldung, Zinsveränderungen und politische Wünsche vor wichtigen Wahlen haben eine unüberschaubare Gemengelage geschaffen. Auf S. 18 und S. 66 greifen wir die Vielzahl dieser Aspekte auf und versuchen eine Standortbestimmung.



Titelstory: Berkshire Hathaway

ab S. 6

Bei der bekanntesten Beteiligungsgesellschaft der Welt scheint es nicht mehr ganz so rund zu laufen wie in den letzten Jahren und Jahrzehnten. Allein dadurch, dass Überfigur Warren Buffett inzwischen 93 Jahre alt ist und sein kongenialer Partner Charlie Munger letztes Jahr verstarb, liegt nahe, dass die Planung und Herbeiführung eines Führungswechsels anstehen. Hinzu kommen einige „Dellen“ in der Investmenthistorie von Berkshire sowie die hohen Erwartungen der Anlegerschaft, die wohl nicht mehr so einfach zu toppen sein dürften.





S. 54

Turnaround:

Ab S. 54 stellen wir Ihnen drei heimische Werte vor, die es in den letzten Monaten nicht leicht gehabt haben: Denn schwache Konjunktur, misslungene Energiewende und politische Fehlentscheidungen haben sowohl Bau-, Chemie- als auch Industriebranche verstärkt unter Druck gesetzt. Doch zuletzt mehren sich die Anzeichen, dass das Tal der Tränen – zumindest für ausgewählte Titel – durchschritten sein könnte.



S. 15, 34, 45, 58

Interviews

Nach dem mRNA-Hype kamen die Abnehmspritzen – Dr. Daniel Koller, Investmentchef bei BB Biotech, wirft einen genauen Blick auf das Healthcare-Segment und nennt im Gespräch ab S. 15 auch konkrete Börsenfavoriten. DNB-Assetmanager Rune Sand-Holm gibt Ausführungen zu Auswahlkriterien seines Fonds DNB Health Care und zum Healthcare-Markt im Allgemeinen (S. 34). Mit Brien Lundin, Herausgeber des „Gold Newsletter“, haben wir im Rahmen der Deutschen Goldmesse in Frankfurt über die dynamische Entwicklung des gelben Metalls gesprochen – ab S. 45. Was sich international in der börsennotierten Beteiligungsszene getan hat und wo sich Chancen bieten, erläutert Portfoliomanager Gunter Burgbacher ab S. 58.

Research – Märkte

- 36 Das große Bild: Der Schlüssel liegt beim Zins
- 40 Löcher in der Matrix
- 42 Charttechnik
- 42 Intermarketanalyse
- 43 sentix Sentiment
- 43 Quantitative Analyse
- 44 Relative Stärke: Nach dem Gipfelsturm
- 45 Edelmetalle / Interview:
„Es spielt keine Rolle, ob die Fed die Zinsen senkt“; Gespräch mit Brien Lundin
- 47 Auf Stippvisite:
Endeavour Silver
- 48 Edelmetalle: Eindrücke von der Deutschen Goldmesse
- 50 Rohstoffe: Silber
- 51 Buy or Goodbye: KGHM Polska Miedź und Novo Nordisk
- 52 Branche im Blickpunkt:
Beteiligungsgesellschaften in Emerging Markets
- 54 Turnaround: Totgesagte leben länger
- 56 Anleihen: Nordic Bonds

Potpourri

- 58 Interview: Über das Investieren mit operativen Investmentprofis; Gespräch mit Gunter Burgbacher
- 61 Leserbrief: The Great Taking
- 64 Buchbesprechungen:
„Success Habits“ und „Erfolgreich investieren mit den besten Börsenstrategien“
- 66 Zu guter Letzt: Die größte Sorge der Jungen

- 65 Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 9/2024



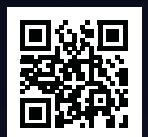
Solit
PREMIUM

DIE BESTEN EDELMETALL- KONZEPTE GEGEN INFLATION

Gold richtig entscheiden!
**Ihr Partner für die Beratung
und Durchführung.**

- ✓ Steueroptimierte Sachzuwendungen
- ✓ Gold im Betriebsvermögen
- ✓ Mehrwertsteuerfreies Silber
- ✓ Lagerung in der Schweiz und in Liechtenstein

Persönlichen
Beratungstermin
buchen:



info@solit-premium.com

SOLIT-PREMIUM.COM

Berkshire Hathaway

Der alte Mann und das „Mehr“



Bild: © Rudolf Schuppeler – stock.adobe.com

Börsenlegende Warren Buffett steht mit 93 Jahren weiterhin an der Spitze von Berkshire Hathaway. Er hat Fans und Bewunderer, doch hat die berühmte Aktie auch Zukunft? Die besten Zeiten könnten schon vorbei sein.

„Er war ein alter Mann und fischte allein in einem Boot im Golfstrom, und seit 84 Tagen hatte er keinen Fisch gefangen.“

Ist es der erste Satz aus Hemingways „Der alte Mann und das Meer“, der die Situation am besten charakterisiert, in welcher sich heute Warren Buffett befindet? Der große alte Mann, mittlerweile eine Legende in der Finanzbranche: Er ist das Gesicht von Berkshire Hathaway, der berühmtesten börsennotierten Beteiligungsgesellschaft der Welt. Noch immer trifft der mittlerweile 93-jährige Buffett bei Berkshire die meisten Entscheidungen. Aber sind es auch die besten?

Über Jahrzehnte fischte der legendäre Investor aus dem Marktmeer zuverlässig die größten Fische, auch und gerade bei Sturm. Man denke an die Finanzkrise 2007 bis 2009, da er die Nerven behielt und kaufte, als die Börsen krachten. Seine Kaltblütigkeit bescherte ihm Milliarden Gewinne.

Zur Jahrtausendwende, als die Dotcom-Blase platzte und Dollar-milliarden an Aktienkapital versenkt wurden, zeigte sich der Berkshire-CEO unbeeindruckt. Er war im Hafen geblieben. Weil er die Geschäftsberichte der frisch an die Börsen gebrachten Aktienfirmen, die von den Chancen dieses neuen Internets schwärmten, bis zum Ende gelesen hatte: Dort hinten waren die operativen Verlustzahlen in kleiner Schrift abgedruckt ...

Glorreiche Vergangenheit

Doch das sind Geschichten aus glorreicher Vergangenheit. Zuletzt waren es kleinere Fische, die dem alten Mann ins Netz gingen. Warren überhaupt noch nennenswerte Exemplare dabei oder zehrt der Starinvestor aus Omaha vor allem vom Ruhm vergangener Tage?

Darüber gibt normalerweise der Kurs einer Aktie dem Anleger Auskunft. Der liegt bei Berkshire-Hathaway-Aktien der Klasse A

(WKN: 854075) um die 560.000 EUR. Die Marktkapitalisierung beträgt 325 Mrd. EUR. Klasse-B-Aktien (WKN: A0YJQ2) notieren im Bereich 370 EUR, die Marktkapitalisierung beträgt 495 Mrd. EUR – insgesamt also ein Börsenwert von rund 820 Mrd. EUR. A-Aktien besitzen ein Stimmrecht, B-Aktien bleibt dieses Privileg verwehrt. Laut Daten aus Capital IQ vom März 2024 besitzt Buffett aktuell 216.637 A-Aktien und damit 38,5% der Stimmrechte – de facto hat er damit die Kontrolle über das Unternehmen. Für Anleger stellt das Stimmrecht der A-Aktie aufgrund der bestehenden Anteilsverhältnisse somit lediglich einen symbolischen Wert dar.

B-Aktien sind optisch günstiger als A-Aktien, ihr Kurswert ist geringer. Damit sind sie für (Privat-)Anleger besser handelbar. Genau dies hatte Buffett im Sinn, als er die B-Klasse 1996 einführte. Während die A-Aktien von Buffett selbst sowie einem Kreis von alten Weggefährten der Investorenlegende gehalten werden, sollten die B-Aktien Berkshire für Privatanleger öffnen. Durch die Stimmrechtskonstruktion und Buffetts Übergewicht bei den A-Aktien bleibt seine Entscheidungsmacht in der Holding unangefochten. Die Kursnotierungen beider Aktienklassen laufen über weite Strecken parallel.

Value Investing ist legendär

Zur Mitte des ersten Quartals 2024 erreichte die Notierung von Berkshire Hathaway einen Rekordstand. Höher notierte die 1955 gegründete US-Holdinggesellschaft nie. Genau das ist das Problem: Was soll noch kommen?

Der Ausnahmeinvestor aus Omaha und sein 2023 verstorbener Co-Chairman Charlie Munger führten Berkshire Hathaway mit Umsicht, Geschick und dem nötigen Quäntchen Glück in ungeahnte Höhen. Sie machten sich und ihre Aktionäre reich mit günstig erstandenen und lange gehaltenen Beteiligungen an Versicherungen, Banken, Energieversorgern und Logistikern.

Buffetts Anlagestil des Value Investing ist legendär. Doch jetzt kommt dem womöglich erfolgreichsten Anleger der Welt das Alter in die Quere. Er weiß das – und die Aktionäre wissen es. So richtig wahrhaben will es aber keiner. Außerdem hatte der Ausnahme-CEO doch längst eine mögliche Lösung präsentiert. Doppelspitze lautet sie, und die zwei Männer, die sich unter Aufsicht des Altmeisters als Nachfolger etablieren sollen, heißen Greg Abel und Ajit Jain. Sie sind 61 und 72 Jahre alt, erfahrene und erfolgreiche Manager, die seit vielen Jahren für Berkshire arbeiten. Abel ist CEO von

Berkshire Hathaway Energy, zusätzlich Vice-Chairman bei Berkshire Hathaway, dort zuständig für das operative Geschäft.

Das Personaltableau, auf welches im Fall des Falles zurückgegriffen werden könnte, ist sogar noch breiter. Beobachter bezeichnen den 62-jährigen Ted Weschler und den 53-jährigen Todd Combs als derzeit einflussreichste operativ tätige Investmentmanager der Holding aus Nebraska. Wobei „einflussreich“ relativ ist: Experten schätzen, dass das Duo derzeit lediglich 5% bis 10% des Berkshire-Portfolios steuern. Auf dem Rest hält der mächtige CEO weiterhin die Hand. Da fühlt sich mancher erinnert an eine inhabergeführte Kfz-Werkstatt, wo die Junioren mit den frischen Ideen sehnsüchtig darauf warten, dass der Alte endlich ins Austragshäuschen umzieht und sich den Enkeln widmet.

Frische Ideen gesucht

Dabei weiß niemand, ob Weschler und Combs tatsächlich frische und vor allem bessere Ideen als ihr Chef haben. Auf jeden Fall haben sie einen anderen Stil: Sie legen breiter gestreut an. Zurzeit werden ihrer Betreuung rund 24 Beteiligungspositionen im Berkshire-Portfolio zugeschrieben. Mit DaVita, einem Dialysespezialisten, sowie mit Investments bei Visa und Mastercard lieferte das Duo auch Beweise seines Könnens ab – um allerdings mit einer entschlossenen Beteiligung am Kursminderleister Paramount Global (siehe „Goodbye

Die zehn größten Positionen von Berkshire Hathaway

Name	WKN	Anteil an Portfolio	Aktienanzahl	Wert in Mrd. USD
Apple	865985	50%	905 Mio.	174
Bank of America	858388	10%	1.000 Mio..	34
American Express	850226	8%	151 Mio.	28
Coca-Cola	850663	6%	400 Mio.	23
Chevron	852552	5%	126 Mio.	18
Occidental Petroleum	851921	4%	248 Mio.	14
Kraft Heinz	A14TU4	3%	325 Mio.	12
Moody's	915246	2%	24 Mio.	9
DaVita	897914	1%	36 Mio.	4
Citigroup	A1H92V	0,8%	55 Mio.	2

Anzeige

Handverlesen investieren.



Scherzer & Co. AG

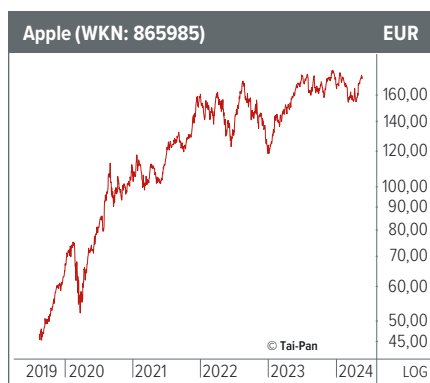
www.scherzer-ag.de

Berkshire Hathaway Inc			
Branche	Beteiligungsgesellschaften		
WKN*	A0YJQ2	Mitarbeiter**	ca. 360.000
GJ-Ende	31.12.	Kurs am 22.5.2024*	415,45 USD
Firmensitz	Omaha (USA)	MCap*** (in Mrd. USD)	885,6
	2023	2024e	2025e
Umsatz (Mrd. USD)	364,48	371,92	391,73
in % ggü. Vj.	20,6%	2,0%	5,3%
KGV	9,38	21,55	21,07
EPS (USD)	44,27	19,28	19,72
in % ggü. Vj.	527,5%	-56,4%	-
Eigenkapital (Mrd. USD)	473,42	561,27	-
Dividende	keine, da aus Sicht von W. Buffett Reinvestitionen und Akquisitionen langfristig vorteilhafter für Berkshire sind		

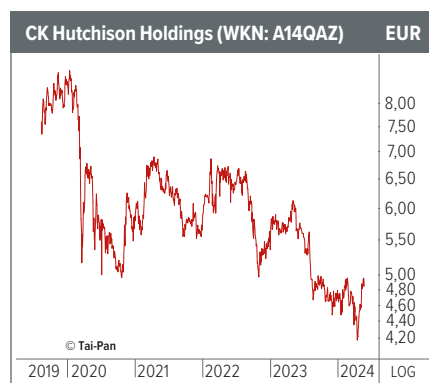
* B-Aktie ** Mitarbeiter aller Beteiligungen *** A- und B-Aktie zusammen Quellen: Finanzen.net

Paramount Global“ in Smart Investor 6/2023) wiederum Zweifel zu säen. Buffett griff ein, entschied gerade im Mai, sämtliche Paramount-Global-Class-B-Aktien zu veräußern: „Es war zu 100% meine Entscheidung und wir haben alles verkauft und dabei eine Menge Geld verloren.“ Autsch! Zumal, so Marktbeobachter der Financial Times, Weschler und Combs in den vergangenen Jahren bei der Rendite häufiger ins Hintertreffen gerieten, sowohl gegenüber dem amerikanischen Blue-Chip-Index S&P 500 als auch im Vergleich zum konzentrierten Portfolio ihres Chefs.

Dessen vorletzte große Investmenttat war die Beteiligung an Apple. Immerhin waren es wohl Weschler und Combs gewesen, die ihrem Boss 2016 geraten hatten, bei Apple einzusteigen. Er folgte dem Rat zögernd. Der Apple-Erfolg der nächsten Jahre zog die Berkshire-Performance hinauf. Noch immer hält Berkshire geschätzt 790 Mio. Apple-Aktien im Wert von rund 135 Mrd. USD. Das ist ein Rückgang um 22% gegenüber den 174 Mrd. USD, welche die Apple-Position Ende 2023 betrug und zu dem Zeitpunkt fast 50% des Holdingportfolios ausmachte. Mit dem Kurs von Apple geht es seit Sommer 2023 nicht mehr recht



voran. Bedenklicher noch: Wenn es bei Apple mal vorangeht wie jüngst Anfang Mai, da Apples Quartalszahlen von der Anlegergemeinde mit einem Seufzer der Erleichterung und einem Tageskursgewinn von 6% aufgenommen wurden, da profitiert Berkshire Hathaway kaum. Genau so – im harten Kursgeschehen – zeigt sich die Skepsis des Markts gegenüber dem traditionsreichen Investmentkonglomerat.



Lukrative Kaufgelegenheiten bleiben rar

Die letzte hervorstechende Anlageidee Buffetts war die Entdeckung des japanischen Aktienmarkts. Dort beteiligte er sich im vergangenen Jahr u.a. an mehreren Handelshäusern – weiterhin jedoch sitzt Berkshire auf viel Cash. Der US-Vermögensberater Charlie Bilello hat nachgezählt: Es seien zum Ende des letzten Jahres atemberaubende 168 Mrd. USD gewesen.

Lukrative Kaufgelegenheiten bleiben eben rar, meint Buffett. Immerhin bereiten neben den neuen Japaninvestments auch die US-Beteiligungen an Bank of America, American Express, Coca-Cola und Chevron derzeit Freude. Zieht man den S&P 500 als Maßstab heran, so schlug Berkshire diesen im ersten Quartal 2024 mit einem Wert-

zuwachs von 12%. Der S&P 500 erzielte beachtliche 8%, aber Berkshire war besser.

Seit dem Ende des Quartals jedoch laufen die Notierungen der Berkshire-Papiere seitwärts. Der Vermögensverwalter Felix Schleicher aus München versucht eine Erklärung. Die berühmte US-Holdinggesellschaft sei schlicht überbewertet. Der Markt merke das langsam, habe die Überbewertung aber noch lange nicht komplett eingepreist. Dazu kommt, so Schleicher: „Buffett ist ein Sturkopf. Er führt Berkshire als One-Man-Show.“ Der Ausnahmeinvestor hat ein Faible für die große Bühne entwickelt und registriert durchaus, dass er in Teilen der Finanzweltöffentlichkeit als „Orakel von Omaha“ den Status eines Gurus erreicht hat.

Ein neuer Nachfolgekandidat

Der verstorbene Charlie Munger, selbst eine Legende, ließ seinem Kompagnon bei öffentlichen Anlässen gern den Vortritt. Wie Buffetts ebenso ambitionierte wie in seinem Schatten stehende Manager Abel und Jain das sehen, ist unbekannt. Die beiden werden sich hüten, öffentlich Kritik zu üben.

Zumal Abel von Buffett einen frischen Gunstbeweis erhielt. Der Dauer-CEO bezeichnete Abel als seinen möglichen Nachfolger. Er tat das in denkbar offizieller Umgebung, nämlich während der jährlichen Zusammenkunft von Berkshire-Anteilseignern in Omaha, US-Bundesstaat Nebraska, im Mai dieses Jahres. Zudem platzierte er Abel auf dem Podium direkt an seiner linken Seite. Ansonsten war eigentlich alles wie immer: eine Buffett-Show mit einem glänzend aufgelegten CEO, der Anekdoten und Gewinnmeldungen aus dem Ärmel schüttelte. Genau so liebt es das wohl situierte Publikum.

Verkäufe zum ungünstigsten Zeitpunkt

Wenn nur, wie gesagt, das Alter nicht wäre. Vermögensprofi Schleicher: „In der Corona-Krise hat Buffett überraschenderweise überhaupt nichts gekauft, trotz fantastischer Gelegenheiten. Er war offenbar starr vor Schreck, und das mit über 100 Mrd. USD in Cash. Vor zehn Jahren wäre ihm das wohl nicht passiert.“

Zudem habe Buffett während der Corona-Krise, also zum ungünstigsten Zeitpunkt, alle seine Airline-Beteiligungen veräußert:

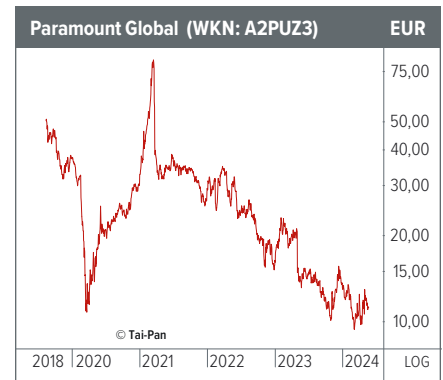
Delta Air Lines, American Airlines, Southwest Airlines, United Airlines ... „Teilweise mit Kursverlusten von 40%“, so Schleicher, der als Alternative zu Berkshire Hathaway auf die in Hongkong beheimatete CK Hutchison Holdings (WKN: A14QAZ) hinweist. Hutchison steht ähnlich wie Berkshire unter Einfluss des Eigentümers. Unternehmensgründer Li Ka-shing hält 30% der Aktien. Aber die kleinere Hutchison ist günstiger bewertet als Berkshire. Sie ist in der breiten Öffentlichkeit unbekannter, Li Ka-shing sucht nicht die große Bühne.

Wo die Schnäppchen sind

Wie auch immer man zu Hutchison stehen mag – als Maßstab ist die Holding ideal. Sie verfolgt ein ähnliches Geschäftsmodell wie Berkshire. Im Vergleich der Kennzahlen wird die Überbewertung von Buffetts Gesellschaft aber deutlich und die Seitwärtsbewegung des Kurses verständlich. So liegt das Verhältnis von Börsenwert zu Buchwert (KBV) für Berkshire Hathaway im Jahr 2023 bei 1,54, was für eine Beteiligungsgesellschaft ziemlich hoch ist. Entlastend muss dazu gesagt werden, dass die nicht börsennotierten Beteiligungen nur zu den Einkaufskursen bilanziert sind. Bei CK Hutchison liegt das Verhältnis nicht einmal bei einem Fünftel, nämlich bei 0,27, was für eine Beteiligungsgesellschaft ziemlich niedrig ist. So gesehen erscheint Hutchison als unterbewertet, Berkshire eher als überbewertet.

Investoren streben oft danach, gute Unternehmen mit möglichst niedrigen KBV ausfindig zu machen. Buffett sagte einmal, er halte Berkshire Hathaway für kaufenswert bei einem KBV von 1,2. Dass diese Marke für ihn heute noch Bedeutung hat, lässt sich jedoch bezweifeln: Immerhin kaufte er zuletzt auch zu deutlich höheren KBVs die eigene Aktie zurück, was darauf hindeutet, dass er selbst auf dem aktuellen Niveau eine Unterbewertung vermutet. Allerdings hat er das Volumen der Rückkäufe im Vergleich zu 2021 deutlich reduziert; ein Indiz dafür, dass er den Discount zum inneren Wert heute deutlich geringer eingeschätzt als noch vor drei Jahren. Das schmälert die Lebensleistung des Ausnahmeinvestors und Berkshire-Chefs in keiner Weise. Im Gegenteil – er hat die Holding von bescheidenen Anfängen heraus über Jahrzehnte auf fantastische Kurshöhen geführt.

Jetzt ist Berkshire Hathaway kein Schnäppchen mehr. Der Kauf einer solchen ambitioniert bewerteten Aktie mag zwar die Beteiligung an einem hervorragenden Unternehmen ermöglichen, jedoch ist das Kurspotenzial möglicherweise weitgehend ausgeschöpft, da die Aktie im Verhältnis zum Unternehmenswert als hochpreisig angesehen werden kann. Anders gesagt: Derzeit zahlt ein Käufer für die Weltmarke Buffett womöglich einen Aufschlag, der die erhoffte Rendite einschränken kann.



Fazit

Hinzu kommt das Schlüsselpersonenrisiko, welches bei großen Aktiengesellschaften ähnlich deutlich nur bei Tesla mit Ausnahmeunternehmer Elon Musk zu sein scheint. Sollte Berkshires CEO, der im August seinen 94. Geburtstag feiern möchte, versterben, könnte es seine Holding bis ins Mark erschüttern. Das angenommene Aufgeld, das Anleger Berkshire aufgrund des berühmten Mannes an der Spitze zu-billigen, verflüchtigte sich innerhalb von Sekunden.

Der Kurs als geldgewordener Ausdruck der Marktintelligenz scheint die geschilderten Probleme bei der Aktie zu ahnen – darum dümpelt er dahin. Die jungen, unternehmungslustigen Renditefischer sind weitergezogen, sie wollen mehr. Andernorts locken ertragreichere Fanggebiete.

Frank Sauerland

Anzeige

Na!?... Wie fühlt sich das an?

Staatliche Eingriffe bedrohen
das Kapital Ihrer Altersvorsorge!

Handeln bevor es zu spät ist!

Altersvorsorge kostenlos überprüfen und
an den Marktführer verkaufen!

Verfügen Sie innerhalb von nur 18 Tagen
wieder über Ihr Geld!



ProLife[®]
GmbH

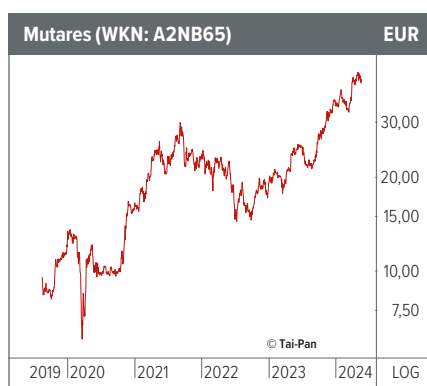
Beteiligungsgesellschaften Big Caps

Die Hausaufgaben sind gemacht

In einem herausfordernden Umfeld haben sich die großen hiesigen Beteiligungsgesellschaften wacker geschlagen. Beim Ausblick dominiert die Hoffnung auf bessere Zeiten. Als Kursstütze erwiesen sich auch umfangreiche Aktienrückkäufe.

Der Rekordperformer

Alle **Mutares**-Aktionäre dürften mit der Entwicklung ihres Investments mehr als zufrieden sein: Mit einem Kursplus von **über 65%** bleibt die Aktie der Münchner Private-Equity-Holding ein klarer Outperformer. Die Entwicklung erscheint fundamental unterlegt. So war der Spezialist für Umbruchsituationen und Restrukturierungen auch im Jahr 2023 äußerst aktiv: Neben insgesamt 16 Übernahmen vermeldete man sieben Verkäufe. Mit dem Verkauf des Spezialstahl- und Legierungsspezialisten Special Melted Products gelang der bislang erfolgreichste Exit der Firmenhistorie. Für die Holding war damit ein Liquiditätszufluss von ca. 150 Mio. EUR verbunden. Auch deshalb entschied der Vorstand, die Mindestdividende auf 2,00 EUR zu verdoppeln. Inklusive eines Bonus soll der Hauptversammlung die Ausschüttung von 2,25 EUR (Vj.: 1,75 EUR) vorgeschlagen werden. Der um 40% höhere Jahresüberschuss speist sich aber nicht nur aus Deals, sondern auch aus Beratungsleistungen der Sanierungsexperten. Zu Beginn des neuen Geschäftsjahres

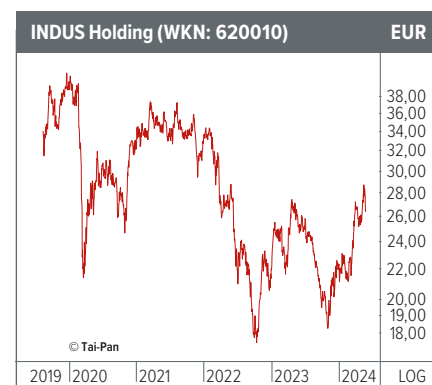


schloss man den Verkauf des Lebensmittellogistikers Frigoscandia an DACHSER ab. Die Transaktion wird einen erheblichen Beitrag zum geplanten Holdingergebnis (108 Mio. bis 132 Mio. EUR) in diesem Jahr leisten. Dass Mutares seit Dezember auch im Nebenwerteindex SDAX enthalten ist, dürfte der Aktie ebenfalls Auftrieb verliehen haben.

Comeback des Mittelstands

Im SDAX ist die **INDUS Holding** bereits seit vielen Jahren zu finden. 2022 entschloss sich der Vorstand, aus dem verlustreichen

Automotive-Geschäft auszusteigen. Die Beteiligungen der Fahrzeugtechnik wurden seitdem unter „aufgegebene Geschäftsbereiche“ geführt. Im vergangenen Geschäftsjahr erfolgte dann der Verkauf der restlichen Verlustbringer. Optimistisch blickt INDUS-Chef Dr. Johannes Schmidt auf die weitere Entwicklung. Trotz konjunktureller Risiken peilt die Industrieholding für 2024 leichte Zuwächse bei Umsatz (auf 1,85 Mrd. bis 1,95 Mrd. EUR) und EBIT (auf bis zu 165 Mio. EUR) an. Höhere Gewinne werden dabei auch für das zum Teil von der Bauindustrie abhängige Seg-



Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2023*	Umsatz 2024e*	EpS 2024e	EpS 2025e	Div. 2023	NAV/EK je Aktie**	(+) oder (-) zum NAV***	KGV 2024e	KGV 2025e	Div. Rendite	Perf. 1 J.
Aurelius	A0JK2A	13,88	384	k.A.	-	-	-	k.A.	k.A.	-	n.ber.	n.ber.	n.ber.	-17,7%
BB Biotech	A0NFN3	41,00	2.271	-	-	-	-	2,04	46,40	-11,6%	n.ber.	n.ber.	5,0%	-11,8%
Deutsche Bet. AG	A1TNUT	27,70	521	-	-	-	-	1,00	35,28	-21,5%	n.ber.	n.ber.	3,6%	-3,3%
INDUS HOLDING	620010	26,25	677	1.800	1.850	3,40	3,75	1,20	26,76	-1,9%	7,7	7,0	4,6%	+1,2%
MBB	A0ETBQ	108,40	620	955,0	1.000	4,00	4,85	1,01	133,55	-18,8%	27,1	22,4	0,9%	-35,3%
Mutares (IK)****	A2NB65	40,70	857	4.700	6.000	5,70	6,84	2,25	50,80	-19,9%	7,1	6,0	5,5%	+74,7%

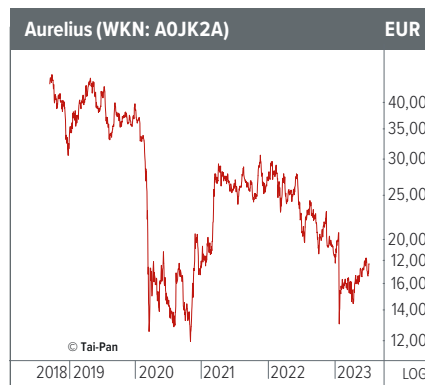
* in Mio. EUR; ** aktueller Net Asset Value oder Eigenkapitalwert; *** Premium (+) oder Discount (-) zum NAV; ****) EpS auf Holding-Ebene
Quellen: onvista, Unternehmensangaben, eigene Schätzungen

ment „Infrastructure“ in Aussicht gestellt. Bei Zukäufen, für die 70 Mio. EUR eingeplant sind, liegt der Fokus auf Wachstumsbranchen wie Infrastruktur und Automation. In diesen Bereich fällt auch die Übernahme des Berliner Tech-Unternehmens Gestalt Robotics, welches eine KI-basierte Automatisierungslösung für industrielle Anwendungen entwickelt hat. Da vergangenes Jahr gleichzeitig ein Free Cashflow in Höhe von fast 200 Mio. EUR erwirtschaftet wurde, soll auch die Dividende auf 1,20 EUR (Vj.: 0,80 EUR) kräftig steigen. In der Folge konnte sich die Indus-Aktie deutlich von ihren Tiefs aus dem letzten Herbst erholen.

Auch der Kurs der **MBB**-Aktie machte zuletzt Boden gut. Diese Entwicklung reflektiert den optimistischen Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr. Demnach erwartet der Vorstand eine Umsatzausweitung auf über 1 Mrd. EUR (Vj.: 955 Mio. EUR) sowie eine steigende EBITDA-Marge von 10% (Vj.: 8,4%). Der Fokus von MBB liegt auf mittelständischen Hidden Champions. So hält man Aktienpakete an Aumann und am Energieinfrastrukturdienstleister FRIEDRICH VORWERK. Die 2023 zum Teil recht niedrigen Kursniveaus bei beiden Unternehmen nutzte MBB, um weitere Anteile im zweistelligen Millionenbereich zuzukaufen. Zu Jahresbeginn folgte dann noch ein öffentliches Rückkaufangebot. Die eigenen Aktionäre konnten ihre MBB-Aktien zu einem Preis von 96,00 EUR andienen. Das auf 10% des Grundkapitals begrenzte Angebot wurde allerdings nicht ausgeschöpft. Angesichts einer Nettoliquidität von über 300 Mio. EUR kann sich MBB solche Programme weiterhin leisten, zumal man damit eine klare Unterbewertung gegenüber der Börse signalisiert. Wie der Vorstand bereits durchblicken ließ, möchte man 2024 endlich wieder Zukäufe tätigen und damit die gesunkenen Bewertungsniveaus nutzen.

Kleinaktionäre unerwünscht

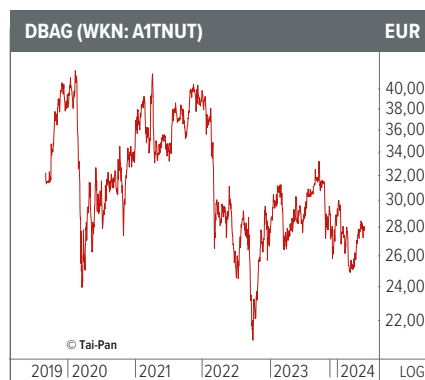
Bislang war **Aurelius** immer Teil unserer Beiträge über den Beteiligungssektor. Der Sanierer gehörte schließlich zu den einflussreichsten Playern in diesem Segment. Mit dem 29.12.2023 „verabschiedete“ sich Aurelius aber ganz offiziell von der Börse.



Seinerzeit endete die Notiz im Freiverkehr der Börse München. Wie bei so vielen delisteten Titeln findet aber noch an der Börse Hamburg ein durchaus reger Handel statt. Schon die Ankündigung, man wolle den m:access verlassen, löste einen Kurseinbruch aus. Aktionäre konnten den Eindruck gewinnen, nicht mehr wirklich willkommen zu sein. Dass die letzte Hauptversammlung beschloss, nur noch eine Mindestdividende von 0,05 EUR auszuschütten, dürfte viele ebenfalls verärgert haben. Im Januar unterbreitete Aurelius dem Streubesitz ein öffentliches Rückkaufangebot. Das Programm mit einem Volumen von 80 Mio. EUR wurde jedoch nur zu knapp einem Drittel überhaupt ausgeschöpft. Viele Kleinaktionäre dürften den Rückkaufpreis von 15,36 EUR als deutlich zu niedrig empfunden haben. Dass die Spekulation auf ein höheres Angebot aufgeht, scheint keinesfalls sicher.

Investments in Zukunftsbranchen

Eine feste Größe ist die **Deutsche Beteiligungs AG** (DBAG). Die Gesellschaft investiert in der DACH-Region sowie seit einigen Jahren auch in Italien in wachstumsstarke Unternehmen. Derzeit setzt sich



das Portfolio aus 37 Beteiligungen zusammen. Bis vor Kurzem gehörte auch die in-tech GmbH dazu. Durch den Verkauf, der den Zeitwert laut DBAG deutlich übersteige, fällt ein positiver Ergebnisbeitrag von rund 13 Mio. EUR an. Die einzelnen Quartalsergebnisse sind bei der DBAG traditionell hohen Schwankungen unterworfen. So fiel im ersten Quartal ein deutlicher Verlust an, der nicht aus der operativen Entwicklung der Beteiligungen, sondern aus niedrigeren Vergleichswerten der börsennotierten Peergroup resultierte. Deutlich wichtiger ist daher die längerfristige Entwicklung des Nettovermögenswerte. Dieser soll bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres 2023/24 auf 675 Mio. bis 790 Mio. EUR (Vj.: 669 Mio. EUR) ansteigen. Gleichzeitig hat sich der DBAG-Vorstand zur Ausschüttung einer Mindestdividende in Höhe von 1,00 EUR bekannt. Die SDAX-Aktie bleibt auch deshalb ein Basisinvestment. Gleiches ließe sich über das Papier der Schweizer **BB Biotech** sagen. In einem volatilen Umfeld verbuchte der Biotech-Sektor heuer bislang leichte Kurszuwächse, wobei die wieder aufkommenen Zins- und Inflationssorgen zuletzt als Bremsfaktoren wirkten. Innerhalb des BB-Biotech-Portfolios nahmen die Experten bei einigen langfristigen Engagements wie Vertex, Moderna und Ionis Gewinne mit, welche dann umgehend in kleinere Titel und neue Positionen reinvestiert wurden. Der Ausblick fällt angesichts der in den kommenden Monaten anstehenden Studienergebnisse wichtiger Medikamentenkandidaten verhalten optimistisch aus. Im Herbst könnte der US-Präsidentenwahlkampf und damit neue Vorschläge in der Gesundheitspolitik für Volatilität sorgen.

Fazit

Das Glas ist bei den meisten Gesellschaften halb voll, was sich in den verhalten positiven Prognosen widerspiegelt. Die Grundlagen für neue Wachstumsimpulse scheinen aufgrund bereits fixierter oder geplanter Zukäufe sowie der Trennung von Verlustbringern gelegt. Damit sollten auch die Aktien wieder stärker in das Blickfeld der Investoren rücken – ein freundliches Börsenumfeld vorausgesetzt.

Marcus Wessel

Beteiligungsgesellschaften 2024

Talsole durchschritten

Das Umfeld im Beteiligungssektor bleibt anspruchsvoll. So müssen die Gesellschaften eine Vielzahl an Herausforderungen managen. Aufräumarbeiten im Portfolio, selektive M&A-Deals und Aktienrückkäufe gehörten zu den kursrelevanten News.

Neues Personal, neue Zuversicht

Die Entwicklung bei den Industriebeteiligungsgesellschaften **GESCO** und **Blue Cap** wies 2023 einige Parallelen auf. Demnach bekamen die meisten Portfoliounternehmen den konjunkturellen Gegenwind deutlich zu spüren. Die Folge war in beiden Fällen eine Rücknahme der ursprünglichen Jahresziele. Außerdem tauschten beide Gesellschaften ihr Führungspersonal aus. Bei Blue Cap übernahm im Herbst der bisherige Aufsichtsrat Dr. Henning von Kottwitz den CEO-Posten von Tobias Hoffmann-Becking. Damit verbunden war auch ein Strategiewechsel, der u.a. ein höheres M&A-Tempo vorsieht. Darüber hinaus will sich Blue Cap aufgrund seiner erworbenen Kompetenzen bei Turnarounds zukünftig auch bei Restrukturierungsfällen engagieren. Geld für Übernahmen sollen neben dem Cashflow geplante Verkäufe liefern. Konkret habe man bereits zwei Portfoliogesellschaften identifiziert, die in diesem Jahr für einen Exit infrage kämen. Ziel des neuen CEOs ist es, den Net Asset Value (NAV) bis zum Jahr 2026 von ak-

tuell unter 30 auf über 60 EUR je Aktie in etwa zu verdoppeln. Mit Erlösen von 273 Mio. EUR (-6% YOY) und einem operativen Betriebsergebnis von 23,2 Mio. EUR (-16% YOY) schloss man das vergangene Geschäftsjahr im Rahmen der angepassten Planungen ab. Die im Laufe des Schlussquartals anziehende Dynamik wertet der Vorstand als positives Signal. 2024 dürfte sowohl der Umsatz als auch die operative Marge auf EBITDA-Basis leicht anziehen. Die Börse scheint von Kottwitz' Ankündigungen Glauben zu schenken: So legte der Blue-Cap-Kurs seit dem CEO-Wechsel um über 20% zu.

Deutlich gebremster verlief in diesem Jahr bislang die Entwicklung der Gesco-Aktie. Dabei unterstützte ein inzwischen abgeschlossenes Rückkaufangebot über bis zu 500.000 Anteile. Diese stammten offenbar von abgabewilligen Investoren, welche bereit waren, auch den recht niedrigen Rückkaufpreis von 17,80 EUR zu akzeptieren. Gesco investiert in klassische Mittelständler aus Deutschland. Die

schwache Wirtschaftslage hierzulande spiegelt sich im Zahlenwerk der Industriegruppe wider. Dass der Überschuss 2023 im Vergleich zum Vorjahr um fast 40% einbrach, liegt allerdings auch an nicht-liquiditätswirksamen Abschreibungen auf zwei Beteiligungen aus dem Bausektor. Immerhin lässt der veröffentlichte Ausblick auf bessere Geschäfte in diesem Jahr hoffen. Demnach werde mit einem Umsatzanstieg auf 570 Mio. bis 590 Mio. EUR (Vj.: 561 Mio. EUR) und mit einem Konzerngewinn zwischen 26 Mio. und 28 Mio. EUR (Vj.: 20,9 Mio. EUR) gerechnet. Der CEO-Posten konnte mit der Ernennung von Johannes Pfeffer neu besetzt werden. Er folgt auf Ralph Rumberg, der seit sechs Jahren Vorstandsmitglied war.

Ein Kursdesaster

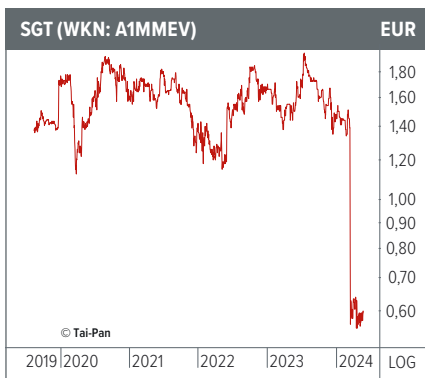
Wenn sich an einem Handelstag der Wert einer Gesellschaft mehr als halbiert, dann sind dafür meist gravierende Entwicklungen die Ursache. Im Fall von **SGT German Private Equity**, früher German Startups Group, löste die Meldung über eine weitrei-

Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2023*	Umsatz 2024e*	EpS 2024e	EpS 2025e	Div. 2023	NAV/EK je Aktie**	(+) oder (-) zum NAV***	KGV 2024e	KGV 2025e	Div. Rendite	Perf. 1 J.
Blue Cap	A0JM2M	18,50	83,1	273,3	280,0	1,20	1,80	0,65	25,00	-26,0%	15,4	10,3	3,5%	-16,7%
Bavaria Industries	260555	90,00	422,1	120,0	-	k.A.	k.A.	0,00	65,65	37,1%	n.ber.	n.ber.	0,0%	+8,4%
Brockhaus Techn.	A2GSU4	23,40	256,2	187,0	225,0	0,96	1,70	0,22	27,20	-14,0%	24,4	13,8	0,9%	-7,8%
Gesco	A1K020	17,75	192,4	561,0	575,0	2,40	2,78	0,40	25,61	-30,7%	7,4	6,4	2,3%	-29,8%
MAX Automation	A2DA58	6,08	249,9	397,0	420,0	0,19	0,22	0,00	3,00	102,7%	32,0	27,6	0,0%	+7,4%
MPH Health Care	A289V0	27,60	118,1	-	-	6,80	7,00	1,20	58,62	-52,9%	4,1	3,9	4,3%	+75,8%
Scherzer & Co.	694280	2,20	65,9	-	-	0,00	0,10	0,00	2,96	-25,7%	n.ber.	22,0	0,0%	-14,1%
SGT German Priv. Equ.	A1MMEV	0,56	25,9	-	-	k.A.	k.A.	0,00	1,95	-71,3%	n.ber.	n.ber.	0,0%	-61,9%
Shareholder Value Bet.	A16820	81,50	56,6	-	-	9,00	k.A.	0,00	125,24	-34,9%	9,1	n.ber.	0,0%	-26,6%

*) in Mio. EUR; **) letzter Net Asset Value oder Eigenkapitalwert ***) Premium (+) oder Discount (-) zum NAV

Quellen: Finanzen.net, Unternehmensangaben, eigene Schätzungen



chende Neuausrichtung geradezu panikartige Verkäufe aus. So wird das Geschäft der in Singapur ansässigen Private-Equity-Tochter komplett eingestellt und die Gesellschaft einmal mehr in „German AI Group“ umfirmiert. Gründer und Großaktionär Christoph Gerlinger, der in seiner Laufbahn als Venture-Capital-Investor bereits an Mister Spex und Scalable Capital beteiligt war, springt damit auf den KI-Trend auf. Dass man das zuvor als Ertragsperle angepriesene Private-Equity-Geschäft derart sang- und klanglos einstellt, wirft dennoch viele Fragen auf. Außerdem musste man bei seiner VC-Tochter erneut Abschreibungen vornehmen. Damit sind die Hoffnungen auf weitere Aktienrückkäufe oder Dividendenzahlungen vorerst geplatzt. Der Small Cap ist auf jeden Fall zu meiden.

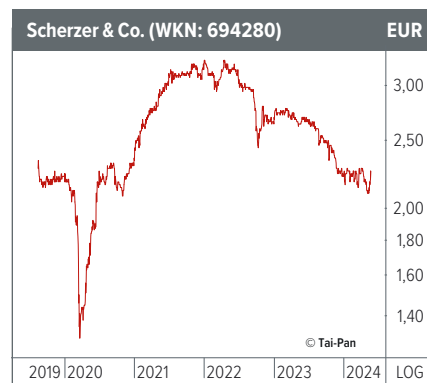
Comeback der Value-Strategien?

Für Value-Investoren verliefen die vergangenen Monate eher ernüchternd. Während

die großen Indizes neue Rekordstände erklommen, führten werthaltige Investments ein Schattendasein. Dies traf insbesondere auf Value-Titel im Nebenwertebereich zu. Genau in diesem Segment sind normalerweise sowohl die **Frankfurter Shareholder Value Beteiligungen (SVB)** als auch die **Kölner Scherzer & Co.** unterwegs. Immerhin gelang es der SVB, ihr schon lange zum Verkauf stehendes Aktienpaket an dem Bergbauausrüster SMT Scharf an einen chinesischen Interessenten zu veräußern. Die Yankuang Energy Group erklärte sich bereit, einen Preis von 11,10 EUR je SMT-Aktie zu bezahlen und somit einen deutlichen Aufschlag von über 70% zum vorausgegangenen Börsenkurs. Sollte der Deal die Freigabe durch die Behörden erhalten, so würde hieraus eine Steigerung des inneren Werts der SVB resultieren. Im Jahr 2023 ging dieser infolge der allgemeinen Nebenwerte- und Value-Baisse derweil auf

125,24 EUR (Vj.: 144,90 EUR) zurück. Da die SVB ihre Bilanz nach HGB aufstellt, fließen Wertzuwächse einzelner Beteiligungen erst nach deren Verkauf in die Berechnung des inneren Werts ein. Dagegen sind Abschreibungen sofort vorzunehmen.

Auch bei Scherzer ging der Portfoliowert in den vergangenen Monaten nochmals zurück. Auf Jahressicht (bis Ende April) betrug das Minus knapp 9% auf zuletzt 2,96 EUR je Aktie. Bei einigen Positionen wie dem Kochboxenlieferanten HelloFresh mussten die Kölner im vergangenen Jahr erhebliche Kursrückgänge hinnehmen. Dagegen konnten andere Depotwerte wie 1&1 und APONTIS PHARMA mit ihren Ergebnissen überzeugen. Scherzer unterteilt seine Investments in die Segmente „Chance“ und „Sicherheit“. Zu letzterem gehören neben klassischen Value-Investments auch Abfindungstitel und Sondersituationen, bei denen der Aktienkurs – z.B. aufgrund eines Übernahmeangebots – nach unten abgesichert erscheint. Eine solche Sondersituation ist LOTTO24. Dort möchte der Großaktionär ZEAL Network, an denen Scherzer ebenfalls eine Beteiligung hält, weitere Aktien erwerben und im Anschluss einen Squeeze-out durchführen. Bereits auf dem aktuellen Kursniveau der Lotto24-Aktie bei ca. 450 EUR beträgt der Wert der Scherzer-Position rund 8 Mio. EUR. Hinzu kommen stille



Anzeige

WWW.AFB-FONDS.DE


AFB
GLOBAL EQUITY SELECT

Morningstar-Rating:



© 2024 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert.



Fondsdaten bereitgestellt von MountainView Data GmbH

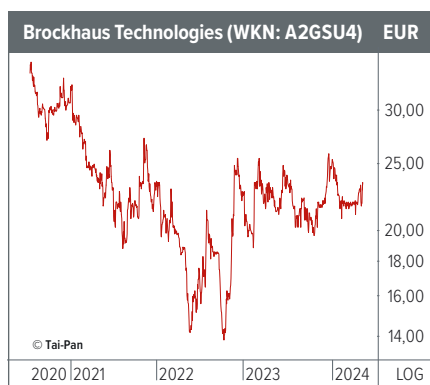
MSCI ESG Rating:

MSCI
ESG RATINGS



CCC B BB BBB A AA AAA

"MSCI ESG Research LLC's ("MSCI ESG") Fund Metrics products (the "Information") provide environmental, social and governance data with respect to underlying securities within more than 23,000 multi-asset class Mutual Funds and ETFs globally. MSCI ESG is a Registered Investment Adviser under the Investment Advisers Act of 1940. MSCI ESG materials have not been submitted to, nor received approval from, the US SEC or any other regulatory body. None of the Information constitutes an offer to buy or sell, or a promotion or recommendation of, any security, financial instrument or product or trading strategy, nor should it be taken as an indication or guarantee of any future performance, analysis, forecast or prediction. None of the Information can be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. The Information is provided "as is" and the user of the Information assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information."



Reserven von 4,8 Mio. EUR, die bei einem Squeeze-out realisiert werden dürften. Wer an ein Comeback der Nebenwerte glaubt, findet in beiden Beteiligungsgesellschaften eine spannende Depotbeimischung.

Wachstum mit Plattformtechnologien ...

In der Erfolgsspur bleibt die Frankfurter **Brockhaus Technologies AG**. Der von Marco Brockhaus geleitete B2B-Tech-Investor hält Anteile an der Plattform Bikeleasing und am IT-Komponentenhersteller IHSE. Beide Gesellschaften blicken auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr zurück. Vor allem Bikeleasing bleibt für Brockhaus das Zugpferd im Stall. Über die Plattform können Arbeitgeber neben Diensträdern auch anderen Mitarbeiter-Benefits buchen. Nach einem rund 30%igen Wachstum bei Umsatz und bereinigtem EBITDA 2023 sieht die Planung für das laufende Jahr weitere Zuwächse vor. Konkret sollen die Erlöse in der Technologiegruppe auf 220 Mio. bis 240 Mio. (Vj.: 186,6 Mio. EUR) und das EBITDA auf 80 Mio. bis 90 Mio. EUR (Vj.: 67 Mio. EUR) ansteigen. Einen kleinen Beitrag dürfte auch die Add-on-Akquisition Probonio leisten. Der Softwareanbieter entwickelte eine App und Plattform, über die Mitarbeiter-Benefit-Programme gebucht und verwaltet werden können. Damit passt man laut Brockhaus perfekt zu Bikeleasing. Überrascht hat der CEO mit der Ankündigung, schon für das letzte Jahr erstmals eine Dividende (in Höhe von 22 Cent) zahlen zu wollen, die nun stetig erhöht werden soll. Ein solcher Schritt war eigentlich erst in einigen Jahren vorgesehen.



... und Automation

Wacker geschlagen hat sich 2023 auch die **MAX-Automation-Gruppe**. Wie der Name vermuten lässt, sind die mittelständischen Beteiligungen – darunter der schwäbische Maschinen- und Anlagenbauer bdtronic und die auf das Recycling und die Zerkleinerung von Rohstoffen spezialisierte Vecoplan – im Umfeld der Automation und benachbarter Anwendungen zu finden. Dabei werden vor allem Nischenmärkte in Branchen wie der Holz-, Kunststoff-, Automobil- und Elektronikindustrie bedient. Während die allgemeine wirtschaftliche Zurückhaltung in einem um ein Fünftel rückläufigen Auftragsbestand zum Jahresende sichtbar wird, schloss man das Geschäftsjahr ergebnisseitig innerhalb der im Sommer erhöhten Prognose ab. Die Erlöse erreichten 443 Mio. EUR (Vj.: 409 Mio. EUR). Für die MA-micro-Gruppe fand man zuletzt mit der japanischen HITACHI einen namhaften Käufer, der für die MAX-Beteiligung bis zu 76,5 Mio. EUR zu zahlen bereit ist. Der Abschluss der Transaktion soll im zweiten Halbjahr erfolgen und der Kaufpreis vorrangig zur Reduzierung der Finanzschulden verwendet werden. Die Börse nahm den Deal positiv auf.

Abschied von der Börse

Zu den größeren Adressen unter den deutschen Beteiligungsgesellschaften gehörte bis zuletzt die **BAVARIA Industries Group**. Allerdings hatte die Gesellschaft, die einst als Spezialist für Turnaround- und Sanierungsfälle gegründet worden war, schon seit Längerem die Berichterstattung über das operative Geschäft auf ein Minimum zurückgefahren. Nachdem man noch im Januar seinen Aktionären ein Rückkaufangebot zu 87,00 EUR und damit zum

Durchschnittskurs der vorausgegangen sechs Monate unterbreitet hatte, gab man kürzlich die Ankündigung eines Delistings bekannt. Demnach endet am 31.7. die Notiz der Bavaria-Aktie im Freiverkehr der Börse Frankfurt. Es ist jedoch recht wahrscheinlich, dass der Titel auch nach diesem Datum zumindest noch in Hamburg gehandelt wird.

Geldregen voraus

Die Berliner **MPH Health Care AG** könnte ihre Mehrheit an der ebenfalls börsennotierten M1 Kliniken AG schon bald gewinnbringend versilbern. Der Betreiber von derzeit 60 medizinischen Fachzentren, die hauptsächlich Dienstleistungen aus dem Bereich der Schönheitsmedizin anbieten, berichtete zuletzt über das Interesse mehrerer Private-Equity-Adressen am lukrativen Beauty-Segment. Das Management von M1 Kliniken stehe den Gesprächen „ergebnisoffen gegenüber“. Da vergleichbare Unternehmen in Deals mit Private-Equity-Investoren mit dem bis zu 30-fachen EBITDA bewertet wurden, dürften im Fall eines erfolgreichen Abschlusses hohe stille Reserven in der Bilanz von MPH aufgedeckt werden. Das sollte auch dann gelten, wenn man an das Geschäft von M1 Kliniken ein niedriges Multiple anlegt bzw. einen gewissen Bewertungsabschlag berücksichtigt. Wofür MPH Health das Geld aus einem solchen Deal verwenden würde, ist ebenfalls noch ungewiss. Spekulationen über Sonderdividenden oder Aktienrückkäufe entbehren jedoch nicht einer gewissen Logik. Ganz regulär möchte man für das letzte Geschäftsjahr schon 1,20 EUR pro Anteil ausschütten. Für risikofreudige Anleger erscheint die MPH-Aktie vor diesem Hintergrund durchaus reizvoll.

Fazit

Die Schere zwischen Out- und Underperformern ging auch im vergangenen Jahr sehr weit auf. Stock Picking im Beteiligungssektor bleibt gerade angesichts des für Nebenwerte nach wie vor schwierigen Umfelds unerlässlich. Die Unterbewertung mancher Beteiligungsgesellschaften – abzulesen am historisch hohen Abschlag auf den inneren Wert – bietet für geduldige Anleger weitaus mehr Chancen als Risiken. ■

Marcus Wessel

Interview Healthcare

„Agiler, wendiger und innovativer“

Smart Investor im Gespräch mit **Dr. Daniel Koller**, Investmentchef bei der Schweizer BB Biotech, über Impfstoffaktien und Abnehmspritzen, Small Caps im Healthcare-Bereich und seine Börsenfavoriten

Smart Investor: Herr Dr. Koller, zu Beginn dieses Jahrzehnts waren es vor allem die Impfstoffunternehmen wie Pfizer, Moderna oder hierzulande BioNTech, welche die Pharmabranche in den Mittelpunkt des Interesses der Gesellschaft und damit auch der Investoren hievte. Deren Kurse bzw. Börsenwerte sind seither allerdings fast ausnahmslos in den Keller gegangen. Warum?

Koller: Die COVID-19-Pandemie hat diese Impfstoffhersteller natürlich in den Fokus gerückt. Aktuell und nachdem die Pandemie abgeklungen ist, haben Anleger ihr Interesse auf andere Sektoren wie Mega-Cap-Technologie oder Künstliche Intelligenz gelenkt. Zudem hat das schwierige Zinsumfeld der Branche nicht geholfen.

Die RNA-basierten Verfahren ziehen aber weiterhin große Aufmerksamkeit auf sich. Sie treten nun aus der Nische heraus und finden Anwendung in breiteren Krankheitsfeldern. Sie werden immer effektiver, sicherer und einfacher in der Anwendung. Momentan treibt vor allem Moderna seine vielversprechende Pipeline voran und könnte noch in diesem Jahr seinen RSV-Impfstoff einführen. Im

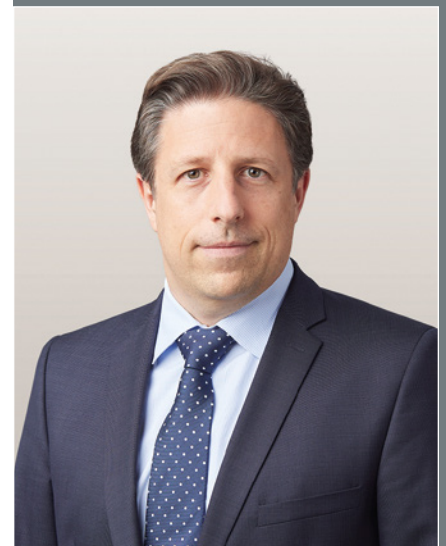
kommenden Jahr wird dann ein Kombinationsimpfstoff gegen COVID und Influenza erwartet. Darüber hinaus arbeitet das Unternehmen intensiv an einem personalisierten Krebsimpfstoff.

Smart Investor: Jüngst kamen zur größten Healthcare-Aktie der Welt, nämlich Novo Nordisk, schlechte Nachrichten – die Abnehmspritze Ozempic könnte sich als Flop herausstellen. Was bedeutet das für das Unternehmen?

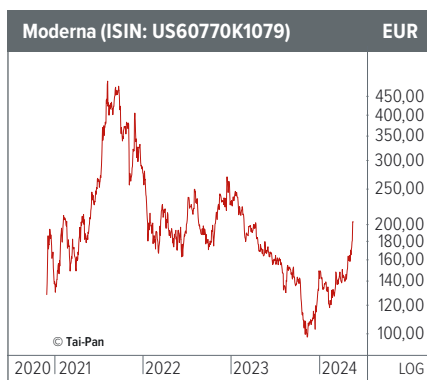
Koller: Ein starker Wettbewerb in diesem Bereich war eigentlich klar. Absehbar waren auch die Gesamtkosten für die Herstellung der Spritze, die nun im Fokus stehen. Es ist auch nicht überraschend, dass die negativen Aspekte wie der Verlust von Muskelmasse, die Verträglichkeit und die Notwendigkeit einer langfristigen Therapie deutlicher werden würden. Die Erwartungen haben sich also erheblich verschoben. Aktuell geht es darum, welcher Marktteilnehmer als erster eine sogenannte Abnehmpille auf den Markt bringen wird. Diese sind einfacher herzustellen und haben niedrigere Herstellungskosten. Amgen hat sein Projekt zurückgezogen, während unser Portfoliounternehmen Rivos noch im Rennen ist.

Smart Investor: In Ihrem Portfolio befinden sich eher kleinere Titel und auch vornehmlich aus dem Biotech-Bereich stammende. Welchen Ansatz verfolgen Sie damit genau?

Koller: Schlussendlich besteht das Erfolgsgeheimnis bei Biotech-Investments darin, die medizinisch und kommerziell erfolgreichen Therapien von morgen frühzeitig zu identifizieren. Kleinere Unternehmen – speziell aus der Biotech-Industrie – sind da häufig agiler, wendiger und inno-



Dr. Daniel Koller stieß 2004 zu Bellevue Asset Management und ist seit 2010 Head Investment Management Team von BB Biotech. Von 2001 bis 2004 war er als Investmentmanager bei equity4life Asset Management und von 2000 bis 2001 als Aktienanalyst bei UBS Warburg tätig. Er absolvierte ein Studium in Biochemie an der Eidgenössischen Technischen Hochschule (ETH) Zürich und promovierte in Biotechnologie an der ETH und bei der Firma Cytos Biotechnology, Zürich.





weiterhin beachtliches Aufwärtspotenzial. Ein gutes Beispiel hierfür ist unsere Position in Agios. Das Unternehmen plant, Ergebnisse aus der laufenden Phase-III-Studien mit dem Aktivator der Pyruvatkinase R (PKR) Enzyme, AG-348, bei transfusionsabhängiger Thalassämie in den kommenden Wochen zu veröffentlichen. Darüber hinaus gab es bedeutende Fortschritte bei Produktzulassungen und Indikationserweiterungen, wie die US-Zulassung von Casgevy (Vertex/Crispr) ebenfalls zur Behandlung transfusionsabhängiger Beta-Thalassämie und die Zulassung von Vyvgart in Japan zur Behandlung der primären Immunthrombozytopenie.

vativer. Sie verfügen über ein hohes Wachstumspotenzial, sind aber auch risikobehafteter. Darum haben wir ein Portfolio, das aus drei Komponenten besteht: Erstens sind die nachhaltig profitablen Unternehmen mit einer Gewichtung von rund 20% zu nennen. Zweitens besteht die Hälfte unseres Portfolios aus vielversprechenden Unternehmen, die bis zur Profitabilität finanziert sind. Den Rest machen drittens Unternehmen aus, die weitere Refinanzierungen benötigen, die jedoch eine klar kleinere Gewichtung einnehmen.

Daher setzen wir in unserer Investmentstrategie den Schwerpunkt bei kleineren bis mittleren Unternehmen. BB Biotech investiert ausschließlich im Biotech-Sektor.

Smart Investor: Wie ist bei Ihren Portfoliotiteln die Entwicklung während der

Monate des ersten Quartals verlaufen, auch im Vergleich zum Gesamtmarkt?

Koller: Die BB-Biotech-Aktie erzielte eine positive Quartalsrendite von 7,6% in Euro, einschließlich der Dividende von 2,00 CHF pro Aktie. Die Gesamtrendite des Portfolios (NAV) betrug 6,3% in Euro und 3,8% in US-Dollar und übertraf damit den NBI. Die Abwertung des Schweizer Frankens verlieh dem Portfolio im ersten Quartal 2024 einen kräftigen Schub.

Smart Investor: Können Sie einige weitere Depottitel nennen, bei denen herausragende Entwicklungen zu verzeichnen waren?

Koller: Eine Reihe von kleineren Beteiligungen hat sich in Erwartung bedeutender Meilensteine erholt. Unternehmen mit erheblichen Abschlägen bieten

Smart Investor: Welches waren eher schwächere Performer in Ihrem Depot und warum?

Koller: Im ersten Quartal 2024 blieben die Biotech-Märkte volatil. Wichtige Portfoliobeteiligungen wie Alnylam und Ionis wurden abgewertet, da die Bekanntgabe kritischer klinischer Versuchsergebnisse



Bild: © Ilinyakov – stock.adobe.com

Top Ten (nach Anteil) im Portfolio der BB Biotech (per 31.3.2024)

Unternehmen	ISIN	Portfoliogewichtung	Erkrankung	MCap*	Technologie
Ionis Pharmaceuticals	US4622221004	11,4%	Seltene Krankheiten	6,31	RNA
argenx SE	US04016X1019	9,7%	Entzündungen & Immunologie	23,43	Antikörper
Neurocrine Biosciences	US64125C1099	9,0%	Neurologische Krankheiten	13,72	Niedermolekulare Wirkstoffe
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	7,7%	Seltene Krankheiten	107,97	Niedermolekulare Wirkstoffe
Intra-Cellular Therapies	US46116X1019	6,2%	Neurologische Krankheiten	6,89	Niedermolekulare Wirkstoffe
Moderna	US60770K1079	5,8%	Ansteckende Krankheiten	40,80	RNA
Revolution Medicines	US76155X1000	5,2%	Onkologie	5,30	Niedermolekulare Wirkstoffe
MacroGenics	US5560991094	4,7%	Onkologie	0,91	Antikörper
Alnylam Pharmaceuticals	US02043Q1076	4,3%	Seltene Krankheiten	18,82	RNA
Incyte	US45337C1027	3,9%	Onkologie	12,79	Niedermolekulare Wirkstoffe

*) in Mrd. USD

verschoben wurde. Alnylam verschob die Veröffentlichung der HELIOS-B-Studie für Vutrisiran, was gemischte Reaktionen hervorrief. Ebenso fiel der Aktienkurs von Intra-Cellular Therapies, nachdem die Ergebnisse seiner Phase-III-Studie für CAPLYTA zur Behandlung schwerer depressiver Störungen auf April verschoben wurden. Das Unternehmen gab schließlich am 16.4. positive Phase-III-Topline-Ergebnisse bekannt, was zu einer Erholung der kurzzeitigen Kursverluste führte.

Smart Investor: Wie sehen Sie die weitere Entwicklung der Pharmabranche im Allgemeinen und der Biotech-Branche im Speziellen?

Koller: In den ersten drei Monaten dieses Jahres erreichten die Aktienmärkte neue Allzeithochs. Auch der breitere Gesundheitssektor schloss das Quartal im Plus, begünstigt durch solide Gewinnupdates und die anhaltende Dynamik unter den führenden Unternehmen bei der Eindämmung der Adipositas-epidemie. Der Biotechnologiesektor konnte jedoch nicht mithalten. Aufkommende Bedenken hinsichtlich des Zeitpunkts möglicher Zinssenkungen waren hier ausschlaggebend. Die Underperformance wurde jedoch geringfügig abgemildert durch einige kleinere M&A-Transaktionen sowie eine weitere Erholung der Small Caps von ihren Tiefständen im letzten Jahr.

Die Zinsentscheidungen der Zentralbanken bleiben für Investitionen im Biotech-Sektor kurzfristig weiterhin entscheidend. Wie sich im ersten Quartal gezeigt hat, beeinflusst jede Anpassung des Zeitpunkts und der Höhe möglicher Zinssenkungen die Bewertungen erheblich. Dies gilt insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen, die hohe Investitionen in die Arzneimittelentwicklung tätigen, aber erst in einigen Jahren mit Umsätzen und Gewinnen rechnen dürfen. Für Dynamik dürften auch weitere M&A-Aktivitäten sorgen. Nach einem verhaltenen Auftakt ins Jahr gehen wir davon aus, dass sich dies beschleunigen wird.

Smart Investor: Bei welchen Titeln bzw. in welchen Bereichen oder Indikationen sehen Sie die größten Potenziale?

Koller: Trotz der bestehenden Herausforderungen verzeichnen Portfoliounternehmen von BB Biotech weiterhin fundamentale Erfolge und weisen eine solide Qualität auf. Im Verlauf des Jahres stehen bedeutende Entwicklungen an: Alnylam erwartet Daten der Phase-III-Studie **HELIOS-B** für Vutrisiran bei Patienten mit TTR-Kardiomyopathie. Agios dürfte Ergebnisse der ENERGIZE-T-Studie zu PYRUKYND für die Behandlung transfusionsabhängiger Alpha- oder Beta-Thalassämie präsentieren. Revolution Medicines dürfte Daten für seinen Multi-KRAS-Inhibitor RMC-6236 vorlegen. Moderna Therapeutics erwartet im zweiten Quartal 2024 die Zulassung seines RSV-Vakzins mRNA-1345, rechtzeitig vor Beginn der Impfsaison im Herbst.

Smart Investor: Herr Dr. Koller, vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen.

Interview: Ralf Flierl

Outperformance Jahr für Jahr!



UMBRELLA

Richard Dobetsberger

31,8 %

Ø-Performance
pro Jahr

+2403,80%

seit 16.09.2012

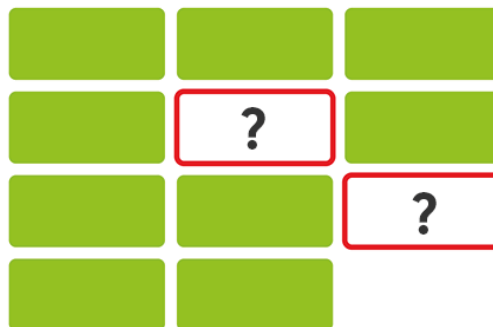
EUR 51.288.551

Investiertes Kapital

Aktien

Technische & Fundamentale

wikifolio vs MSCI World



■ Outperformance

□ Underperformance



Entdecke Trader

die konstant den
Index schlagen



wikifolio
Smarter handeln.

Über 9.000 Handelsstrategien | Faire und transparente Konditionen | Börsengehandelt und besichert

Österreichische Schule

Die Notenbanker und das Prinzip Hoffnung

Einfache Logik erzwingt den Schluss: Die Inflation ist noch nicht besiegt. Erfahrungen der 1970er-Jahre.



Anfang Juni berät die EZB über die Leitzinsen. Entscheidend für Änderungen soll die Entwicklung der Inflationsrate sein, deren Rückgang zuletzt langsamer verlaufen ist, als die Zentralbank gehofft hatte. Mit einer ersten Zinssenkung rechnen die Finanzmärkte dennoch, aber für die Zeit danach hat EZB-Direktorin Isabel Schnabel die Erwartungen gedämpft. „Jüngste Daten haben bestätigt, dass die letzte Meile des Inflationsrückgangs die schwierigste ist“, erklärte sie. Jetzt bestehe das Risiko, die Geldpolitik voreilig zu lockern. An den Finanzmärkten wurde diese Äußerung akribisch analysiert; weitgehend übersehen wurde nur die Frage, ob wir uns überhaupt schon auf dieser „letzten Meile“ befinden.

Tatsächlich gibt es klare Hinweise, dass die im Sommer 2021 aufgekommene Inflationswelle, die auch den US-Dollar, das britische Pfund und den Yen erfasst hat, noch länger dauern könnte. In den Stellungnahmen von EZB und Fed der letzten Monate werden diese Argumente merkwürdigerweise kaum erörtert – im Folgenden soll es geschehen.

Der Basiseffekt schönt das Bild

Die Inflationsrate im Euro ist von März auf April nicht weiter gesunken, sondern verharrt bei einer Jahresrate von 2,4%. Die wichtigere Kerninflationsrate ist zwar noch gesunken, sie liegt aber mit 2,8% deutlich über dem Ziel von 2%. Außerdem wirkt hier der Basiseffekt – die Energie-

preise an den Weltmärkten waren vor Jahresfrist höher. Dieser Effekt kann sich jederzeit umdrehen, was in den letzten Wochen offenbar bereits geschehen ist. Vielleicht waren es diese Faktoren, die Schnabel bei ihrer Wortmeldung im Hinterkopf hatte. Gewiss zu Recht – nur fehlt in den Stellungnahmen der EZB weiterhin jeder Bezug auf die erkennbar zentrale Ursache dafür, dass die Preise weiterhin schneller steigen als angestrebt: Die gigantische Geldmengenexpansion der Jahre 2015 bis 2020 hat eben erst zu einem kleinen Teil das Preisniveau in der von der klassischen Inflationstheorie vorhergesagten Weise erhöht. Immer noch gibt es riesige liquide Mittel, die nach dem kleinen Einmaleins der Ökonomen die Preise irgendwann steigen lassen müssten.

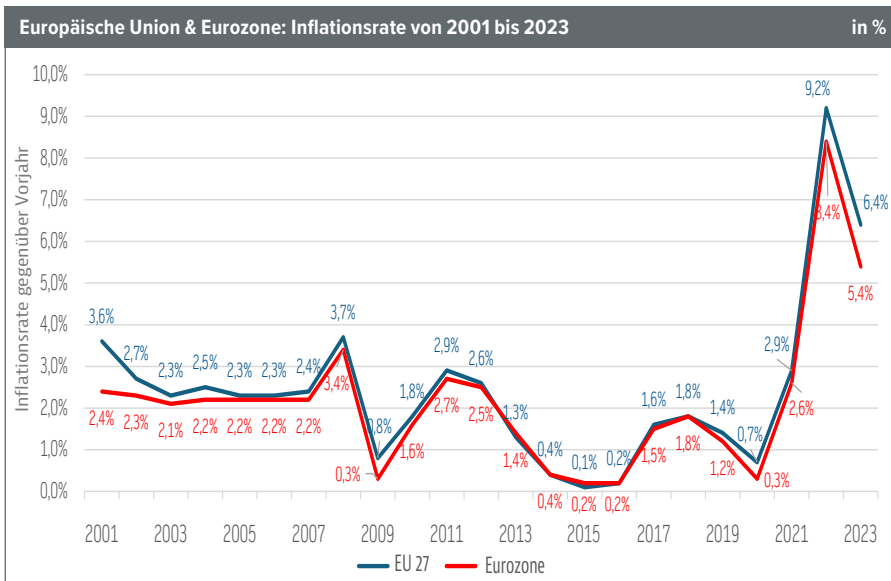
Ein halber Maulkorb für den eigenen Chefvolkswirt

Hier überrascht das Schweigen der Notenbanken durchaus. EZB und auch Fed

haben ja längst eingestanden, dass sie von der Inflationswelle der Jahre 2021/22 „kalt erwischt“ worden sind. Sie schieben nicht mehr alles auf den Ukrainekrieg und den dadurch ausgelösten Schub bei den Energie- und Lebensmittelpreisen, wie anfänglich geschehen. Eine Rückkehr zu dem, was die Ökonomen dieser Welt beim Thema Inflationsursache jahrzehntelang für richtig gehalten haben, findet sich in den Erklärungen der Notenbanken aber weiterhin nicht. Die Korrektur kommt vielmehr auf leisen Sohlen daher. Beispielsweise ließ die EZB im Mai 2023 Meldungen unwidersprochen, dass ihrem Chefvolkswirt Philip R. Lane auf den Sitzungen des EZB-Rates die Redezeit beschränkt wurde, um in den Beratungen ein ausgewogeneres Bild der Inflationsursachen zu bekommen. Das ist sehr bemerkenswert, denn der eloquente Ire galt davor schon fast als die Personifizierung der Nullzinspolitik der EZB. Dieser ungewöhnliche Schritt hätte eigentlich



Schild am Eingang des neuen Sitzes der Europäischen Zentralbank in Frankfurt



Quelle: Eurostat © Statista 2024

dazu führen können, dass man dem klassisch-neoklassischen Modell der Quantitätstheorie wieder mehr Aufmerksamkeit schenkt.

Das Geldmengenwachstum wurde gestoppt – aber reicht das?

Es lohnt sich, die hochexpansive Geldpolitik insbesondere seit dem Jahr 2015 einmal mit dieser Elle zu vermessen – mit allem Pro und Contra. Wahr ist: Die Politik der etwas höheren Zinsen seit Anfang 2022 hat nicht nur endlich das Wachstum der Geldmenge verlangsamt, sie hat einige Geldmengenaggregate vorübergehend sogar zurückgehen lassen. Die wichtige Geldmenge M3 schrumpfte Ende 2022 im Jahresvergleich um etwa 1%, jetzt liegt diese Rate wieder bei gut +1%. Ähnliche Daten gibt es aus den USA. Zu der von manchen Beobachtern befürchteten großen Krise hat dieses Bremsmanöver nicht geführt, es ist eben davor reichlich Geld buchstäblich aus dem Nichts geschaffen worden. Die große Frage bleibt vielmehr, ob diese Korrektur ausreicht.

Klare Argumente, wie sie etwa der frühere ifo-Präsident Prof. Dr. Hans-Werner Sinn schon 2021 in seinem Buch „Die wundersame Geldvermehrung“ benennt, aber auch die Erfahrung der 1970er-Jahre sprechen dagegen. In den USA erreichte die Geldentwertung 1974 mit 11,1% ein erstes Maximum. Bis 1976 sank diese Rate auf 5,7%, weil der Ölpreissprung der Jahre

1973/74 sozusagen durchgelaufen war – der Basiseffekt wirkte nun stabilisierend, genau wie heute auch. Die Fed lockerte daraufhin die Zügel, womit das „zähe Biest“ der Inflation erst richtig zum Sprung ansetzte: 1980 erreichte die Geldentwertung des Dollar mit 13,6% ihr historisches Maximum. Erst jetzt begann die Fed mit einer echten Sanierung, die endlich das Problem löste.

Der „Kater“ kam erst zehn Jahre nach dem „Besäufnis“

Man kann aufzeigen, dass diese Phase hoher Inflationsraten in den späten 1970er-Jahren in den USA zu einem großen Teil noch eine Folge des zu starken Geldmengenwachstums seit Mitte der 1960er-Jahre war – so verzögert kann dem geldpolitischen „Besäufnis“ der inflationäre „Kater“ folgen. Schlussfolgerungen für die Gegenwart aus dieser historischen Lektion drängen sich auf. Sie werden aber nicht gezogen und noch nicht einmal diskutiert.

Ja, es gibt auch Argumente, dass der insbesondere von Milton Friedman so eindrucksvoll belegte Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation heute nicht mehr so eng ist wie früher: Eine stärker wissensbasierte Ökonomie erfordert weniger Realkapital als die industriebasierten Ökonomien des 19. und 20. Jahrhunderts. Und der anhaltende demografische Wandel scheint die Sparbereitschaft bei niedrigen Zinsen auch in

der sehr langen Frist hoch zu halten. Aber können diese Faktoren wirklich auf Dauer den Zusammenhang von Geldmenge und Preisniveau außer Kraft setzen? Und es gibt ja auch gegenläufige Faktoren. Der weltweite Umbau der Energieversorgung erfordert gigantische Investitionen in Realkapital. Hier wäre zumindest ein genaues Abwägen notwendig, um den optimistischen Schluss der Notenbanken zu rechtfertigen, dass wir uns schon auf der letzten Meile der Inflationsbekämpfung befinden.

Die Politik schafft neue Inflationsrisiken

Unterdessen schafft die Politik heute sogar neue Inflationsrisiken. Der russische Krieg gegen die Ukraine, weitere geopolitische und dazu demografische Probleme haben die Staatsfinanzen vieler Länder unter massiven Druck gebracht: Weniger Steuereinnahmen bei dringend notwendigen höheren Rüstungsausgaben reißen Löcher in die Haushalte. In den USA wird aktuell ein Defizit in Höhe von 6,5% des BIP erwartet, im Vorjahr waren es sogar 8,6%. In Frankreich sollen es nun 5,1% werden nach 5,5% im Jahr 2023. Deutschland steht mit seiner Schuldenbremse vorerst besser da, aber hier wurden viele Schulden in sogenannte Sondervermögen ausgelagert. Außerdem haben wir mehr noch als Frankreich eine demografische Schieflage, die bei unserem Rentensystem ökonomisch nichts anderes ist als eine implizite Staatsschuld. Die aktuelle Rentenpolitik der Ampelregierung zulasten der Jüngeren verschärft das Problem noch.

Mit dem Thema Inflation hat eine solche Schuldenpolitik insofern viel zu tun, als der letzte Ausweg eines Landes vor dem Staatsbankrott allemal das Geld drucken ist. Schon der Wertverlust des Euro von etwa 18% seit Sommer 2021 hat die Schuldenquote mehrerer Länder deutlich gedrückt – sogar Griechenland konnte mit dieser Methode seine Schuldenquote spürbar senken. Eine wirklich unabhängige Notenbank würde bei dieser Art der Entschuldungspolitik allerdings nicht mitspielen. Nur sind bei der EZB nach den Erfahrungen der letzten Jahre Zweifel angebracht, ob dort der Wille und die Kraft zu dieser Eigenständigkeit vorhanden sind.

Konrad Badenheuer

Politik & Gesellschaft

Die WHO und ihr Pandemievertrag

Eine zunehmend dubiose Organisation ermächtigt sich selbst

Bild: © mapo – stock.adobe.com – stock.adobe.com

Marketing in eigener Sache

Die Weltgesundheitsorganisation (WHO) ist eine spezialisierte Agentur der Vereinten Nationen, die sich für die Förderung der globalen Gesundheit einsetzt: „We champion health and a better future for all“ („Wir setzen uns für Gesundheit und eine bessere Zukunft für alle ein“), lautet deren Leitsatz. Öffnet man die Website <https://who.int>, so findet sich dort viel Marketing für die eigene Organisation. Die Welt, so scheint es, ist voller Gesundheitsgefahren und allein das globale Netzwerk der WHO ist eine adäquate Antwort auf die immer weiter zunehmenden Herausforderungen. Auch fehlt es nicht an Warnungen vor Pandemien. Aktuell werden die Vogelgrippeviren (H5N1) und COVID-19 thematisiert. Das Motto der 77. Weltgesundheitsversammlung, „All for Health, Health for All“ („Alle(s) für Gesundheit, Gesundheit für alle“), die vom 27.5. bis 1.6. in Genf stattfindet, offenbart in ihrer totalitären Anmutung möglicherweise mehr von der dort vorherrschenden Denke, als beabsichtigt war.

Wes Brot ich ess ...

Sinnigerweise startet diese Veranstaltung am Vorabend mit einem neuen Format, der WHO Investment Round. Deren Ziel ist es, Ressourcen für die Kernarbeit der WHO in den Jahren 2025 bis 2028 zu mobilisieren (Fourteenth General Programme of Work; GPW 14). Diese Geberrunde soll

dann im vierten Quartal 2024 in einer „hochrangigen Finanzierungsveranstaltung“ gipfeln. Schon bislang war die Finanzierung der WHO ungewöhnlich: Denn neben den Pflichtbeiträgen der Mitgliedsstaaten spielen freiwillige Beiträge von Staaten und „anderen Partnern“ eine wesentliche Rolle. In den letzten Jahren haben diese freiwilligen Zahlungen zu mehr als 75% zur Finanzierung beigetragen. Dabei unterteilen sich diese Beiträge erstens in die freiwilligen Kernbeiträge („core voluntary contributions“), an die keinerlei Bedingungen geknüpft sind. Sie machen gerade einmal 4,1% (2022) aller freiwilligen Beiträge aus und stammen von Staaten. Die zweite Kategorie mit 7,9% sind die thematischen und strategischen Engagementsfonds. Diese sind durch die WHO nur „teilflexibel“ verwendbar und werden auch von nicht-staatlichen Organisationen geleistet. Obwohl erst an dritter Stelle aufgeführt, bilden die zweckgebundenen freiwilligen Beiträge mit 88% aller freiwilligen Zahlungen den Löwenanteil. Dabei behalten die Geber das Sagen über die Mittelverwendung. Deutschland ist hier größter Beitragszahler, gefolgt von der Bill & Melinda Gates Foundation, den USA und der Gavi Alliance („Gavi, die Impfallianz“).

Verschämtes Flaggschiffprojekt

Während sorgsam das Image der selbstlosen Hilfsorganisation im Bereich der Gesund-

heitsfürsorge gepflegt wird, wirft allein die Finanzierungsstruktur erhebliche Fragen hinsichtlich der Zielsetzungen der WHO auf – dies umso mehr, als das Flaggschiffprojekt „Pandemievertrag“ nahezu vollständig unterhalb des Radars medialer Aufmerksamkeit segelt. Wie schon bei der Aufarbeitung der COVID-19-Pandemie waren es einmal mehr die alternativen Medien, die das Bewusstsein für dieses Vertragswerk und dessen Folgen geschärft haben. An dieser Stelle kann auch die Arbeit von Beate Bahner, Fachanwältin für Medizinrecht, nicht hoch genug bewertet werden. Sie hat sich in ihrem Buch „WHO Pandemievertrag“ nicht nur mit dem Vertrag selbst, sondern auch mit der parallel vorangetriebenen, drastischen Verschärfung der Internationalen Gesundheitsvorschriften (IHR) auseinandergesetzt. Dort zeichnet sie den beklemmenden Weg nach, der aus einer einst rein beratenden Organisation den Dirigenten und buchstäblichen Diktator eines „Gesundheitlichen Notstands von internationaler Tragweite“ (PHEIC) machen soll – eines Notstands, den die WHO praktischerweise dann selbst ausrufen kann.

Im Spinnennetz

Bahner thematisiert nicht nur den erheblichen Einfluss privater Stiftungen auf die WHO, sondern hegt auch Zweifel an der Unabhängigkeit und Redlichkeit der



Organisation, wobei sie insbesondere die „dubiose Personalie des derzeitigen Generaldirektors“ Tedros Adhanom Ghebreyesus näher beleuchtet. Die Einflussnahme auf die WHO sei zudem wesentlich umfangreicher, als es einzelne Personen oder die Finanzierungsströme errahnen lassen. Im Dunstkreis habe sich im Rahmen des Framework for Engagement with Non-State Actors (FENSA) eine ganze Reihe von Einrichtungen wie Nichtregierungsorganisationen (NGOs), der Privatsektor, philanthropische Stiftungen und akademische Organisationen eingenistet. Die Gavi Alliance und die Epidemieallianz Coalition for Epidemic Preparedness Innovations (CEPI) sieht Bahner zudem als reine Lobbyorganisationen der Pharmaindustrie. Zu den „nicht staatlichen Akteuren“ der WHO gehören neben der Bill & Melinda Gates Foundation auch das World Economic Forum (WEF) und die Rockefeller-Stiftung.

Schöne neue Welt

Diese einflussreichen Spieler verfolgen eigene Ziele und bringen Themen voran, die auf den ersten – und auch auf den zweiten – Blick nur wenig mit Gesundheit, dafür aber umso mehr mit digitaler Überwachung und Kontrolle zu tun haben. Im Zusammenspiel mit der UNO und anderen internationalen Organisationen

entfaltet zudem das chinesische „Vorbild“ eine immer größere Wirkung. Leitthema ist hier der gläserne, zensierte und digital gegängelte Bürger, wobei die Datensammlung auch unter dem Vorwand der Gesundheit erfolgt. Stichworte sind hier Digitales Impfbzertifikat, ID2020, digitaler Reisepass und letztlich digitales Geld. Dabei werden die Narrative verschiedener Organisationen geschickt miteinander verschränkt. Die menschenfreundlich daherkommenden 17 Nachhaltigkeitsziele der UN-Nachhaltigkeitsagenda 2030 laufen in der Praxis auf eine umfassende und kleinteilige Regelung praktisch aller Lebensbereiche hinaus. Erzählungen von Zoonosen als Pandemieauslösern und von deren häufigerem Auftreten aufgrund des Klimawandels befördern wiederum den Maßnahmenkatalog der grünen Transformation. Dass die COVID-19-Pandemie nicht durch eine Fledermausausuppe vom Markt in Wuhan, sondern durch die Biowaffenforschung („gain of function“) im dortigen Labor in die Welt kam, ist ein lästiges Detail, das medial weitestgehend unterdrückt wurde. Eines, aber nur eines der Ziele – und das ist dann wohl eine echte Gefahr für die Gesundheit vieler – ist die weltweite Durchimpfung der Menschen im Rahmen der „Immunisierungsagenda 2030“, vorzugsweise mit der neuen mRNA-Technologie.

Warnung aus berufenem Mund

Da die COVID-19-Pandemie als wesentlicher Treiber für die Notwendigkeit einer weiteren Ermächtigung der WHO instrumentalisiert wird, ist die rückhaltlose Aufarbeitung dieser Zeit von eminenter Bedeutung für die Zukunft (vgl. Kasten auf S. 22) – und dürfte aus genau diesem Grund unterbleiben. Der Internist und Gesundheitspolitiker Dr. Wolfgang Wodarg, der frühzeitig die Machenschaften rund um die Schweinegrippe-„Pandemie“ des Jahres 2009 und die damalige Rolle der WHO geißelte, gehörte zu den profunden Kritikern der COVID-19-Maßnahmen. Dafür musste sich dieser integre Politiker – in einer Zeit der EU-Impfdeals geradezu ein Oxymoron – viele persönliche Angriffe gefallen lassen. Heute warnt Wodarg ausdrücklich vor der WHO: „Sie möchte unter dem Vorwand von Gesund-

heitsschutz legislative und exekutive Macht über Staaten bei sich konzentrieren. Das würde die Art der Beziehung zwischen Bürgern, Unternehmen und Regierungen überall auf der Welt verändern.“

Wachsende Kritik

Aktuell besteht die Chance, dass der Pandemievertrag auf der diesjährigen Weltgesundheitsversammlung noch (!) nicht in trockene Tücher gebracht werden kann. Der Coup hatte im Vorfeld doch mehr Aufmerksamkeit erregt, als den Akteuren lieb sein konnte. Zwar entschärften die erappten „Gesundheitsfreunde“ in hektischer Reaktion einige Passagen des Vertragswerks, die Substanz aber blieb weitgehend unangetastet. Ist das Grundwerk erst einmal verabschiedet, könnten spätere Anpassungen relativ geräuschlos erfolgen. Bahner sieht aufgrund der späten Änderungen allerdings die Fristen für eine wirksame Abstimmung Ende Mai 2024 bereits als verstrichen an. Ob das die WHO anfight, steht auf einem anderen Blatt. Inzwischen haben aber auch etliche Staaten den Braten gerochen. Eine Verweigerung der Zustimmung kündigten die republikanischen US-Senatoren, die scheidende britische Regierung, die neue niederländische Regierung und die slowakische Regierung unter Robert Fico an – auf Letzteren ist vor Kurzem ein Attentat verübt worden, welches er nur knapp überlebte. Auch die südafrikanische Regierung ging auf Distanz und forderte die Staaten der Afrikanischen Union zur Zurückhaltung auf. Dagegen verunglimpfen hierzulande die meinungsbildenden Großmedien jegliche Kritik an den Vertragswerken der WHO substanzlos als Schwurbelei – Sie werden wissen, warum.

Fazit

Gut möglich, dass die WHO und die sie umgebenden Netzwerke in Sachen Pandemievertrag diesmal eine Niederlage erleiden werden. Zu früh sollte man sich dennoch nicht freuen, denn die Interessengruppen, die für das globale Impfgeschäft, digitale Massenüberwachung, Zensur und klimafreundliche Gängelung der Bürger arbeiten, sitzen fest im Sattel. Was das Thema für die Impfkritik bedeutet, lesen Sie ab S. 36.

Ralph Malisch

RKI-Protokolle & Corona-Expertenrat

Ein Hauch von Aufarbeitung

Alternative Medien klagen frei,
was die Politik unter den Teppich kehrt

Hart erkämpfter Teilsieg

Die Veröffentlichung eines ersten Teils von Corona-Protokollen des Robert Koch-Instituts („RKI-Files“) hat für erheblichen Medienwirbel gesorgt, zumindest abseits des Mainstreams. Die Dokumente offenbaren die internen Entscheidungsprozesse und Bewertungen während der Corona-Pandemie. Dabei war die Herstellung dieses Quäntchens an Transparenz bereits ein echter Herkulesakt, der nur auf dem Klageweg im Rahmen des Informationsfreiheitsgesetzes erreicht werden konnte, während das RKI, eine dem Bundesgesundheitsministerium nachgeordnete Behörde, mauerte, so gut es eben ging.

„Black lines matter“

Letztlich war es dem unabhängigen Magazin Multipolar und dessen Machern Stefan Korinth und Paul Schreyer zu verdanken, dass rund 200 Dokumente des RKI-Krisenstabs aus dem Zeitraum Januar 2020 bis April 2021 mit mehr als 1.000 Seiten das Licht der Öffentlichkeit erblickten. Wobei das mit dem Licht nicht allzu wörtlich genommen werden sollte, denn weite Teile der Dokumente wurden vor Veröffentlichung geschwärzt. Nach der Argumentation von Regierung und RKI könnte eine unzensurierte Version „die öffentliche Sicherheit“ gefährden. Wenn die Herstellung von Transparenz über vergangenes Regierungshandeln mit der Heraufbeschwörung derart drastischer Konsequenzen verhindert werden soll, mag man erahnen, was da an politischem Sprengstoff in den Protokollen schlummert.

Null Interesse

Tatsächlich sieht es mit der überfälligen Aufarbeitung nicht sonderlich gut aus.

Zu viele haben mitgemacht: Politik, Großmedien und Promis ab Kategorie B abwärts hatten sich seinerzeit mit dummdreister Maßnahmen- und Impfpropaganda – „Ich schütze mich und andere“ – geradezu überboten. Dass die Mitläufer und vor allem die mutmaßlichen Täter heute am liebsten den Mantel des Schweigens über diese dunklen Jahre legen wollen, ist aus deren Sicht nur allzu verständlich. Dass aber der mit Milliardenbeträgen zwangsgemästete öffentlich-rechtliche Rundfunk sich auch hier bei der kritischen Begleitung des Regierungshandelns als Totalausfall erwies, ist unentschuldig. Formate wie der „ARD-faktenfinder“ scheinen sich mit Erklärstücken nach dem Muster „Die RKI-Files und der Skandal, der keiner ist“ sogar eher als Schutzschild der Politik zu verstehen.

Raum für begründete Spekulation

Zu den bedeutendsten Enthüllungen gehört die punktuell deutliche Diskrepanz zwischen den internen Bewertungen des RKI und den öffentlich kommunizierten, alarmistischen Aussagen. Der Journalist Norbert Häring betont: „Ein internes Protokoll des RKI vom März 2020 deutet darauf hin, dass die Risikoeinschätzung des RKI politischem Druck unterlag und nicht allein auf wissenschaftlichen Erkenntnissen basierte. Dies widerspricht den öffentlichen Aussagen, die stets betonten, dass alle Maßnahmen streng wissenschaftlich fundiert seien.“ Die Protokolle legen nahe, dass sich die Politik eine Wissenschaft zurechtgebogen hat – „Folgt der Wissenschaft!“ –, deren Ergebnisse weder eindeutig noch zwingend und schon gar nicht nebenwirkungsfrei waren.

Scharfmacher im Expertenrat

Die politische Reaktion auf die Veröffentlichungen, insbesondere die von Gesundheitsminister Prof. Dr. Karl Lauterbach, war von Ablehnung und Relativierung geprägt. Schließlich war er es, der stets betonte, dass die Entscheidungen des RKI auf wissenschaftlicher Basis getroffen wurden und politische Einflussnahme ausgeschlossen sei. Weitere Entschwärzungen, diesmal der Protokolle des Corona-Expertenrats, brachten Lauterbach zusätzlich unter Druck: So habe er in diesem Gremium Ende 2021 sogar eine 1G-Regel für den Zutritt zu Restaurants und Geschäften gefordert, wobei dieses „G“ für „geboostert“ stand. Selbst Genesene sollten – ganz im Sinne der Impfindustrie und gegen jegliche Evidenz – künftig draußen bleiben. Durchsetzen konnte sich der Minister mit seiner Scharfmacherei allerdings nicht. Auch wurde durch die Protokolle aufgedeckt, dass die Wirksamkeit bestimmter Maßnahmen wie der Lockdowns intern stark bezweifelt wurde, während sie öffentlich als alternativlos dargestellt wurden.

Weitere Enthüllungen

Dem Frankfurter Arzt Dr. Christian Haffner habe das Bundeskanzleramt laut einem Bericht des Nachrichtenportals Tichys Einblick zudem eine weitgehend entschwärzte Version angeboten, wenn er sich damit zufriedengebe. Offenbar hat das Kanzleramt noch mehr zu verbergen. Haffner wies das unmoralische Angebot empört zurück: „Ich bin nicht käuflich.“ Aktuell sind weitere Klagen auf eine vollständige Veröffentlichung der Dokumente anhängig. Mehrere Bürgerrechtsorganisationen und unabhängige Journalisten fordern mehr Transparenz sowie umfassende Aufklärung.

Ralph Malisch

Lebensart & Kapital

Elsass

Grenzland zwischen
Vogesen und Rhein

Riquewihr an der Elsässer Weinstraße gilt als eines der schönsten Dörfer Frankreichs

Das Elsass war in seiner Geschichte sowohl Brücke als auch Konfliktpunkt zwischen Frankreich und Deutschland. Im Mittelalter gehörte es zum Deutschen Reich. Allerdings übte der Deutsche Kaiser nur eine formale Oberherrschaft aus; bestimmend waren vielmehr die einzelnen regionalen Territorialherren. Zu den wichtigsten gehörten das Bistum Straßburg, das Haus Habsburg und das Herzogtum Württemberg, die alle territorialen Besitz im Elsass hatten. Die Stadt Straßburg war freie Reichsstadt.

Im 17. Jahrhundert übernahm das Königreich Frankreich immer mehr Gebiete, teils durch Eroberung, teils durch friedliche Eingliederung. Allerdings gehörten diese

Gebiete meist nur formal zu Frankreich. Erst mit der Französischen Revolution 1789 verloren die Elsässer ihre regionale Autonomie innerhalb Frankreichs. Die Revolutionäre hatten wenig Verständnis für traditionelle Rechte des elsässischen Adels oder Klerus.

Es war Napoleon der Dritte, der durch seine militärische Niederlage gegen Preußen und die mit ihm verbündeten deutschen Staaten 1870 für eine erneute Änderung der Machtverhältnisse sorgte. Das Elsass wurde von Frankreich an das neu gegründete Deutsche Kaiserreich abgetreten. Allerdings war es bis 1911 kein gleichberechtigter eigenständiger Bundesstaat, sondern es unterstand preußischer Aufsicht. Das Deutsche

Reich verfolgte eine Germanisierungspolitik. So wurde die Ansiedlung von Deutschen gefördert. 1910 waren etwa 15% der Bevölkerung des Elsass reichsdeutscher Herkunft, viele von ihnen Beamte. Deutsch wurde zur alleinigen Verwaltungs- und Unterrichtssprache. Allerdings sprachen die meisten Elsässer im Alltag eher den lokalen elsässischen Dialekt.

Mit der Niederlage Deutschlands im Ersten Weltkrieg erhielt Frankreich 1919 das Elsass zurück. Nun folgte auf die vorige Germanisierungspolitik eine französische Assimilationspolitik. Hatte 1919 ein nicht geringer Teil der Elsässer die Wiederangliederung an Frankreich begrüßt, so lehnten viele Elsässer die folgende Pariser Zentralisierungspolitik ab. Es bildete sich verstärkt das Bewusstsein einer eigenständigen Identität zwischen Frankreich und Deutschland. Daran konnte auch die Besetzung des Elsass durch das nationalsozialistische Deutschland 1940 nichts ändern. In den Jahren der Besetzung leistete ein Teil der Elsässer passiven Widerstand, andere schlossen sich sogar Widerstandsgruppen an. Allerdings gab es auch Unterstützer des NS-Regimes.

Europäische, französische und elsässische Identität

Mit dem Zusammenbruch Deutschlands 1945 gelangte das Elsass zurück an Frankreich. Zwar verschwand Deutsch nun erneut als Amts- und Unterrichtssprache, doch



Straßburg ist nicht nur Sitz des Europaparlaments, sondern gleichzeitig auch die einwohnerreichste Stadt des Elsass

Bild: © Leonid Andronov – stock.adobe.com



Eine der vielen kulinarischen Leckerbissen der Region – der Elssässer Flammkuchen

das regionale Elssässische wurde etwas mehr toleriert als in der Zwischenkriegszeit. Durch die Aussöhnung zwischen Deutschland und Frankreich profitiert gerade auch die Grenzregion. Straßburg wurde Sitz des Europaparlaments sowie des Europarats. Die politischen und wirtschaftlichen Kontakte nach Deutschland sind eng. Es bildete sich mehr als in anderen Regionen der EU eine europäische Identität heraus. Daneben wirkt die weiter bestehende elssässische Identität als eine Brücke zwischen Deutschland und Frankreich.

Nach wie vor genießt die Region einige Sonderrechte. So ist der Laizismus der Republik Frankreich im Elsass eingeschränkt: Die Verwaltung darf mit den Kirchen zusammenarbeiten und die Priester werden durch den Staat bezahlt. Doch insgesamt sind die Rechte durch den zentralistischen Staatsaufbau in Frankreich begrenzt.

Jean-Marie Woehrling, ehemaliger Präsident des Verwaltungsgerichts Straßburg und Europaratsexperte für Minderheitensprachen: „Diese Identität des Elsass, Frucht seiner Geografie und Geschichte, geprägt durch die gegenseitige Beeinflussung französischer und deutscher Traditionen, hat Mühe, im Rahmen der französischen Institutionen einen geeigneten Ausdruck zu finden.“ Doch seit 2015 erlebt die elssässische Identität ein Comeback. Grund dafür war die Auflösung der Verwaltungsregion Elsass und ihr Aufgehen in der Großregion Grand Est.

Die Schaffung von Grand Est wurde vielfach als ein Versuch gesehen, die spezifisch elssässische Identität zu unterdrücken. Aufgrund der starken Proteste wurde Anfang 2021 die Gebietskörperschaft Elsass gegründet. Sie untersteht zwar Grand Est, hat aber besondere Kompetenzen in den Bereichen Bildung, Tourismus und grenzüberschreitende Kooperation.

Wirtschaftliche Ausrichtung über den Rhein

Das Elsass ist nach dem Großraum Paris die wirtschaftlich zweitstärkste Region Frankreichs. Es verfügt über eine lange Industrietradition. Noch bis Ende des 20. Jahrhunderts waren Zehntausende Arbeiter im Bergbau beschäftigt. Daneben erlangten die Chemie- und Textil-

industrie sowie der Maschinenbau größere Bedeutung. Die Region profitierte immer von ihrer Lage zwischen Frankreich und Deutschland. Schon die französischen Könige des 17. und 18. Jahrhunderts hatten das erkannt. So besetzten sie zwar immer mehr Teile des Elsass, bewahrten jedoch die alte Zollgrenze in den Vogesen, sodass die Provinz zollrechtlich weiter zum Deutschen Reich gehörte.

Die Nähe zu Deutschland und die bei einem Teil der Fachkräfte vorhandene Zweisprachigkeit machen die Region für deutsche Investoren interessant. Auffällig ist, dass in Frankreich bei der Regelung der Unternehmensnachfolge eher an externe Investoren verkauft wird als in Deutschland. In Frankreich sind dies gut die Hälfte aller Unternehmensverkäufe; in Deutschland dagegen werden nur etwa 12% der Firmen an externe Investoren verkauft. Somit sind die Chancen für deutsche Investoren nicht schlecht.

Laut Business France haben 5.000 Betriebe in Frankreich eine deutsche Beteiligung. Die größten deutschen Arbeitgeber in Frankreich sind Lidl, ALDI, Allianz, Robert Bosch, und Siemens. Grand Est hat von allen französischen Regionen die meisten deutschen Beteiligungen. 25% der Tochterfirmen deutscher Unternehmen haben hier ihren Sitz. Dabei leben in Grand Est weniger als 10% der französischen Bevölkerung. Innerhalb von Grand Est ist die Region zwischen Vogesen und Rhein der bevorzugte Standort.



Auf Schritt und Tritt begegnen einem im Elsass pittoreske Fachwerkhäuser und verschlungene Gassen

In der Region herrscht eine besondere Offenheit gegenüber deutschen Investoren. Die Unterstützung durch die lokalen Administrationen gilt als ihren Pendants in anderen Teilen Frankreichs überlegen. Allerdings konnte sich auch das Elsass nicht ganz dem industriellen Niedergang entziehen, der Frankreich in den letzten zwei Jahrzehnten erfasst hat. Der Anteil der Industrieproduktion an der französischen Wirtschaft hat sich seit den 1970er-Jahren auf etwa 10% halbiert. In traditionellen Industrieregionen sind dadurch Hunderttausende Arbeitsplätze verloren gegangen.

Die Grenzregion zu Deutschland ist von dieser Entwicklung aber weniger betroffen als beispielsweise die Nachbarregion Lothringen, da sie immer noch über eine stärkere Industrie verfügt als die meisten anderen französischen Provinzen. Die französische Regierung will mit dem Programm „France 2030“ im Umfang von 54 Mrd. EUR die Reindustrialisierung befördern, wovon auch das Elsass profitieren könnte.

Steuern und Mieten

Das französische Steuersystem ist ein progressives, bei dem mit wachsendem Einkommen auch die Steuersätze steigen. Der höchste Einkommensteuersatz liegt bei 45%. Sozialversicherungsbeiträge werden sowohl von Arbeitgebern als auch von Arbeitnehmern geleistet; hier liegt der Satz bei 20%. Die Körperschaftsteuer liegt bei 33%. Allerdings gibt es hier für Unternehmen verschiedene Möglichkeiten, diese Quote zu senken, z.B. durch Gutschriften für Forschung und Entwicklung sowie Investitionen. Weiterhin gibt es in Frankreich eine Gemeindesteuer, die auf das Eigentum an Grundstücken und Gebäuden erhoben wird. Sie ist von Gemeinde zu Gemeinde sehr unterschiedlich, was auch für das Elsass gilt. Insgesamt zählt das französische Steuersystem zu den kompliziertesten in Europa.

Frankreich hat den Ruf eines nicht billigen Landes. Das gilt vor allem für Paris und sein Umland. Das Elsass ist im Vergleich zur Hauptstadt deutlich günstiger. Zwischen Vogesen und Rhein müssen die Mieter für eine Zweizimmerwohnung mit 50 bis 60 Quadratmetern zwischen 600 und 900 EUR im Monat zahlen. Für eine Drei- bis Vierzimmerwohnung ab 100 Quadratmetern muss man mit mindestens 1.200 EUR Kaltmiete rechnen, in Straßburg aber eher mit 1.500 EUR und mehr.

Der durchschnittliche Quadratmeterkaufpreis für eine Wohnung liegt im Elsass etwas unter 4.000 EUR, im französischen Durchschnitt dagegen bei knapp 4.500 EUR, wobei natürlich auch innerhalb der elsässischen Region die Unterschiede enorm sind. Dabei gibt es nicht nur das übliche Stadt-Land-Gefälle, sondern auch die Nähe zur deutschen Grenze wirkt sich preissteigernd aus.

Wer seinen Lebensmittelpunkt in das Elsass verlagern will, hat es verhältnismäßig leicht: Innerhalb der EU gilt die Freizügigkeit und freie Wohnortwahl. Manchmal verlangen französische Behörden und Arbeitgeber aber eine spezielle Aufenthaltserlaubnis, die vom Bürgeramt des Wohnorts ausgestellt wird.

Mathias von Hofen

IN CASE of EMERGENCY

149 Jahre Edelmetallerfahrung.
ROBBE & BERKING
 — SEIT 1874 —

www.wertanlagen.robbeberking.de

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

Phänomene des Marktes

Wehe, wenn ich das Aufgeld sehe ...

Die Bedeutung von Auf- und Abgeldern und ihre Implikationen für die Kursentwicklung

Bildung von Auf- und Abgeldern

Auf- und Abgelder sind ein interessantes Hilfsmittel zur Einschätzung von Beteiligungsgesellschaften und geschlossenen Fonds (Closed-End Funds; CEFs). Warum aber weicht der Aktienkurs überhaupt von seinem inneren Wert ab? Der NAV repräsentiert den Gesamtwert der Vermögenswerte, abzgl. der Verbindlichkeiten, geteilt durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile bzw. Aktien. Der Börsenkurs hingegen wird durch Angebot und Nachfrage auf dem Sekundärmarkt bestimmt.

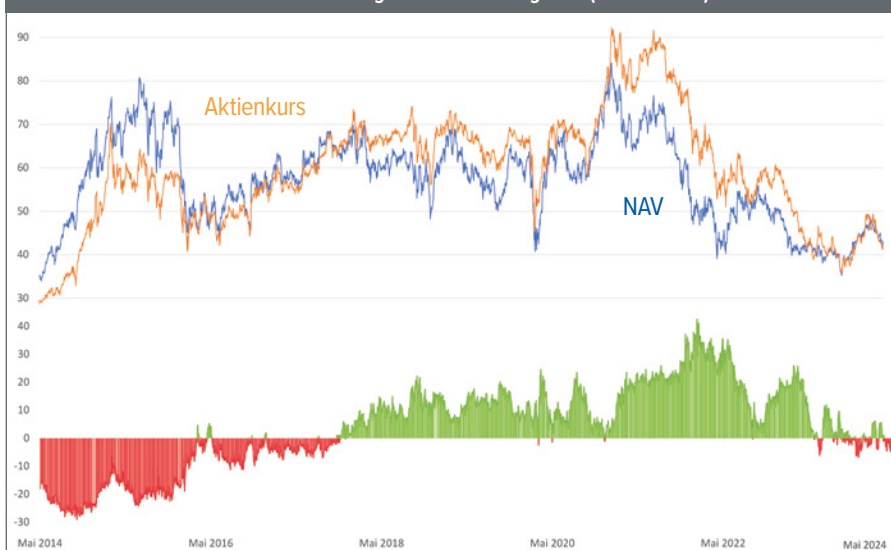
Wesentliche Einflussfaktoren

Ein Auseinanderfallen beider Werte wird insbesondere begünstigt durch: **Marktsentiment und Anlegerverhalten:** Anleger neigen gelegentlich zu Übertreibungen. Sie sind dann wesentlich optimistischer bzw. pessimistischer, als es den tatsächlichen Verhältnissen oder realistischen Aussichten entsprechen würde. So kann der Kurs deutlich über dem NAV liegen, wenn die Anleger positiv gestimmt sind. Entsprechend kommt es zu Kursabschlägen, wenn Pessimismus vorherrscht. Die Differenzen sind somit auch Ausdruck der Anlegerstimmung.

Liquidität und Handelbarkeit: Eine weitere Ursache für die Abweichung zwischen Kurs und NAV kann in der Marktgängigkeit der enthaltenen Assets liegen. Der Klassiker in dieser Hinsicht sind Immobilienaktien und REITs. Durch die höhere Liquidität der Papiere werden hier Veränderungen schneller eingepreist als bei den gehaltenen Assets. Manche Anlagen werden durch solche Vehikel für die breite Masse überhaupt erst investierbar, etwa exotische Länder, Altcoins oder hochpreisige Innenstadtanlagen.

Management und Performance: Das Vertrauen in das Managementteam und die historische Performance kann ebenfalls zu einem Aufgeld führen. Bei Berkshire Hathaway ist es die über Jahrzehnte erfolgreiche Anlagestrategie, die phasenweise mit einem ordentlichen Aufgeld vergütet wird. Bei BB Biotech (vgl. Abb.) ist es dagegen

Abb.: BB Biotech mit NAV und Entwicklung der Auf- bzw. Abgelder (2014 – 2024)



Quelle: BB Biotech

die Expertise des Managementteams im Biotech-Bereich, für die ein Aufgeld bezahlt wird, wenn der Sektor gefragt ist.

Dividendenpolitik: Schließlich kann eine herausragende Dividendenhistorie zu Aufgeldern führen, da Anleger, die regelmäßige Einkommensströme benötigen, diese Eigenschaft schätzen und tendenziell honorieren werden.

Häufigkeit von Auf- und Abgeldern

Empirische Studien zeigen, dass Beteiligungsgesellschaften und CEFs häufiger mit einem Discount als mit einem Premium gehandelt werden. Eine Ursache kann die mangelnde thematische Fokussierung sein, welche diese „Gemischtwarenläden“ für fokussierte Anleger weniger attraktiv macht als Einzelaktien. Auch bei Großkonzernen sind die Teile in der Regel wertvoller als das Ganze. Aufgelder entstehen vor allem in Haussephasen oder aufgrund spezifischer positiver Ereignisse.

Prognosekraft für die Kursentwicklung?

Auf- und Abgelder können wichtige Implikationen für die künftige Kursentwicklung haben. Eine weitverbreitete Annahme lautet,

dass der Kurs im Zeitablauf zum NAV tendiere, sich Auf- und Abgelder also abbauen. In der Praxis können sich solche Bewertungsdifferenzen jedoch erstaunlich lange halten und sogar weiter aufbauen (vgl. Abb.). Falls extreme Werte erreicht werden, eröffnet dies mitunter auch Arbitragemöglichkeiten. Ansonsten können die Differenzen als Stimmung Indikator im Sinne des Contrarian-Ansatzes interpretiert werden. Je höher das Aufgeld, desto mehr Optimismus und umgekehrt. Was allerdings ein extremer Wert ist, zeigt sich oft erst in der Rückschau. Bei exogenen Schocks könnte es zudem einen gegenläufigen Effekt geben. Der Kurs passt sich lediglich schneller an die neue Situation an als der NAV, weshalb eine spätere Wiedernäherung nicht über den Kurs, sondern über die Veränderung des NAV erfolgt.

Fazit

Abweichungen vom NAV stellen bei Beteiligungsgesellschaften und CEFs ein zusätzliches Analysekriterium dar. Sie dienen allerdings eher einer groben Standortbestimmung als dem konkreten Timing eines Ein- bzw. Ausstiegs.

Ralph Malisch

WORLD OF VALUE 2024

INVESTMENTKONFERENZ

📅 **Sa, 05. Oktober 2024**
10 bis 19 Uhr

📖 **FRANKFURT AM MAIN**
Scandic Hafenpark

Die Konferenz für innovative Investmentstrategien.



Dr. Markus Krall
Experte für Risikomanagement



Marc Friedrich
Finanzexperte



Thomas Bachheimer
Ökonom



Dr. Barbara Kolm
Wirtschaftswissenschaftlerin



Weitere Speaker
World of Value 2024



Steffen Krug
Moderator



alphaTrio
Podiumsdiskussion

6 Vorträge
1 Podiumsdiskussion
Networking-Slots



Früchbucher Ticket

Buchen Sie jetzt und sparen Sie 100€

~~299€~~

199€

Nur für kurze Zeit!
Nur die ersten Bestellungen.

www.worldofvalue.de/wov24



Special

Finaler Genickschuss für die Altersversorgung!

Über die Bedeutung der Collective Action Clauses (CAC) in Staatsanleihen im Extremfall

Gastbeitrag von Erich Hambach



Erich Hambach (Jahrgang 1963) war über lange Jahre erfolgreich als Trainer in der Finanz- und Versicherungsindustrie tätig. Als ihm zunehmend klar wurde, dass in unserem Finanzsystem einiges schief läuft, befasste er sich eingehend mit den Ursachen, wobei er sich auch mit vermeintlichen Randthemen beschäftigte, um einen gesamtgesellschaftlichen Blick auf die Problemlage zu erlangen. So lautet der Titel seines Buches „BARGELD ADE, SCHEIDEN TUT WEH!“. Heute ist er ein gefragter Vortragsredner auf Kongressen und Interviewpartner in sozialen Internetforen. Aktuelles von Hambach finden Sie auf dessen Website: <http://erich-hambach.de>

Alle drei Säulen in Gefahr!

Beim Thema Altersversorgung denken viele an ihre Rücklagen für den Ruhestand oder an die – möglichst schuldenfreie – eigengenutzte Immobilie. Beides ist der sogenannten dritten Säule der Altersversorgung zuzuordnen. Die Dreisäulentheorie der Altersversorgung bezieht sich auf die gesetzliche Rente (erste Säule), die Betriebsrente (zweite Säule) und die private Altersversorgung (dritte Säule)¹.

Alle drei Säulen sind in höchster Gefahr! Auf die erste, die gesetzliche Rente, sei an dieser Stelle nicht näher eingegangen, da für die große Mehrheit der (Pflicht-) Versicherten keine Möglichkeit besteht, daran etwas zu verändern. Zu befürchten ist hier, dass der deutsche Staat – kurz vor der nächsten Pleite – wohl sehr wahrscheinlich die Einheitsrente auf sehr niedrigem Niveau einführen wird.

Tickende Zeitbombe

Unser Augenmerk soll vielmehr der betrieblichen und privaten Altersvorsorge gelten: Denn in den dort eingesetzten Kapitalanlagen verbirgt sich neben den üblichen Kapitalanlagerisiken noch eine besonders laut tickende Zeitbombe, nämlich Staatsanleihen der Eurozone.

Die Rente sollte ja möglichst sicher sein. Deshalb machen die Staatsanleihen der Eurozone einen Großteil des investierten Kapitals im Bereich der entsprechenden Altersvorsorgeprodukte aus. Bei genauem Hinsehen stellen wir jedoch fest, dass gerade dieser so sicher geglaubten Anlageform der Totalverlust droht.

So titelte die WELT bereits im Jahre 2013: „Euro-Staaten beschließen Enteignungsklausel“²

Die Collective Action Clauses (CAC)

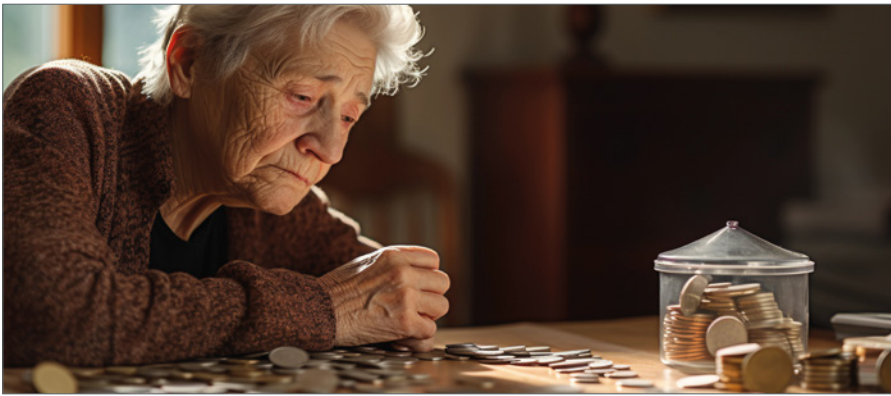
Die Rede ist hier von den sogenannten Collective Action Clauses (CAC)³. Eingeführt im Jahre 2014, sind diese Klauseln heute in allen Staatsanleihen der Eurozone mit einer Laufzeit von bis zu zehn Jahren integriert. Mittlerweile sind CAC in 190 Ländern weltweit Standard⁴.

„Wertlos“ werden die Staatsanleihen dadurch gemacht, dass durch Anwendung der CAC die Laufzeit der Staatsanleihen dann auf unendlich verlängert werden kann. Die Staatsanleihen gibt es dann zwar noch und sie müssen zum Nominalwert am Ende der Laufzeit auch ausbezahlt werden. Das Problem für die Anleger dabei ist nur, dass das Ende der Laufzeit wohl weder sie selbst noch irgendwelche künftigen Erben oder Rechtsnachfolger jemals erleben werden.

Gigantisches Ausmaß

Deutlich wird das Ausmaß der drohenden Katastrophe, wenn wir uns der Summe des investierten Kapitals in diesem Sektor zuwenden. Immerhin waren allein in Staatsanleihen der Euroländer per Ende 2022 mehr als 12 Bio. EUR⁵ – ausgeschrieben: 12.203.000.000.000 EUR – investiert!

Laut statista.com belief sich allein die Staatsverschuldung der USA per Ende 2023 auf über 33 Bio. USD. Weltweit soll sich die „offizielle“ Staatsverschuldung laut dem Global Debt Monitor 2023 des Internationalen Wäh-



Schwere Zeiten für Rentnerinnen und Rentner bahnen sich an

rungsfonds (IMF) sogar auf die unfassbare Summe von 91 Bio. USD belaufen. Die Summe, welche weltweit „im Feuer steht“, bewegt sich also in derart astronomischen Bereichen, dass es das Vorstellungsvermögen bei Weitem übersteigen dürfte.

Hier dürfte sich daher ein gewaltiger Tsunami aufgestaut haben, der wohl eines Tages alles überrollen und keinen (Finanz-) Stein mehr auf dem anderen lassen wird. Bei entsprechender Anwendung dieser Klauseln würde sich ein Großteil dieses unfassbar hohen Vermögenswerts für die Anleger quasi über Nacht in Luft auflösen. Die verheerenden Konsequenzen für die eigene Altersversorgung dürfte der geneigten Leserschaft des Smart Investor ziemlich klar sein.

In vielen Finanzprodukten versteckt

Der smarte Investor könnte sich sagen: „Staatsanleihen? Betrifft mich doch nicht – wer investiert denn heute noch in Staatsanleihen, als informierter Anleger?“

Aber weit mehr Menschen, als dies ahnen, sind über verschiedene Formen der Kapitalanlagen im Bereich ihrer Altersvorsorgeprodukte zum Teil doch ganz erheblich in Staatsanleihen der Eurozone engagiert. Es empfiehlt sich daher, genau zu betrachten,

in welchen Anlageformen bzw. Altersvorsorgeprodukten diese potenziell vom Ausfall bedrohten Staatsanleihen enthalten sein können. Hier eine Übersicht:

- Lebens- und Rentenversicherungen, auch in fondsgebundenen Tarifen
- Betriebliche Altersversorgung, von der Direktversicherung bis hin zur Rückdeckungsversicherung von Pensionszusagen, oder auch in Unterstützungskassen
- Riester- und Rürupverträge
- Versorgungswerke
- Pensionskassen, Pensionsfonds
- Rentenfonds
- Mischfonds (Aktien und Renten gemischt)
- Exchange-Traded Funds (ETFs)
- Tilgungsaussetzungsversicherungen bei Finanzierungsmodellen
- Modelle der sogenannten fremdfinanzierten Rente
- Stiftungs- und Genossenschaftsvermögen etc.
- Vermögensverwaltungsprodukte
- diverse Portfoliovarianten

Die entscheidende Frage

Für alle Anleger, welche nun bei näherer Betrachtung feststellen müssen, doch Staatsanleihen der Eurozone im Portfolio zu haben, stellen sich nun also wichtige Fragen: Wie wahrscheinlich ist es, dass die CAC zur Anwendung kommt? Und wann kann dies geschehen?

Die Zukunft mag ungewiss sein, aber dass wir vor gewaltigen Verwerfungen des Wirtschafts- und Finanzsystems stehen, wird wohl kaum jemand bestreiten. Ob es nun infolge einer massiven Staatshaushaltskrise in einzelnen Staaten „nur“ zu einem dortigen Währungsschnitt kommt oder zu zahlreichen parallel ablaufenden Staatspleiten inkl. Währungsreformen, oder ob womöglich das Weltwirtschaftssystem vollständig kollabiert, muss je nach Risikoeinschätzung jeder Anleger für sich selbst beantworten.

Unabsehbare Folgen

Klar ist nämlich: Welches der vorgenannten Ereignisse auch eintritt, Staatsanleihen der betroffenen Staaten sind dann alles andere als „sicher“, denn demzufolge könnten dann alle Arten von Anlageformen, welche diese Anleihen enthalten, über Nacht enorm an Wert verlieren – oder gar völlig wertlos werden.

Dementsprechend dürften viele Staaten wohl in naher Zukunft verzweifelt versuchen, sich mit allen möglichen lauterer und unlauteren Methoden aus ihren Zahlungsverpflichtungen zu stehlen – bevor es kurze Zeit später dann doch zu unvermeidbaren Staatspleiten kommen wird. Zu den Zahlungsverpflichtungen der Staaten gehört eben vor allem die Rückzahlung der fälligen Staatsanleihen an die Anleger. Und einer der „Kniffe“ wird dann vermutlich die aktive Anwendung der CAC sein.

Wie hoch ist mein Risiko?

Es sollte nun jeder Anleger sein CAC-Risiko selbst beurteilen, um sich ggf. noch rechtzeitig aus gefährdeten Anlageprodukten zu verabschieden bzw. in nicht betroffene Assets umzuschichten. Physisch gehaltene Edelmetalle dürften zu letzterer Kategorie gehören. Weitere Informationen zum Thema unter: <https://erichhambachcommunity.ch> ■

¹<https://www.deutsche-rentenversicherung.de/DRV/DE/Rente/Moeglichkeiten-der-Altersvorsorge/Drei-Saeulen-der-AV/DS-Die-drei-Saeulen-der-Altersvorsorge.html>

²<https://www.welt.de/finanzen/article112468144/Euro-Staaten-beschliessen-Enteignungsklausel.html>

³https://de.wikipedia.org/wiki/Collective_Action_Clause

⁴Die CAC, so im Working Paper: WP/20/162 „Do Enhanced Collective Action Clauses Affect Sovereign Borrowing Costs?“ des Internationalen Währungsfonds (IMF) nachzulesen, soll in allen 190 Ländern, welche dem IMF angehören, zur Anwendung kommen. Die rechtlichen Voraussetzungen dafür sind mittlerweile geschaffen worden. Für Staatsanleihen einiger Länder ist sogar die rückwirkende Einführung der CAC gesetzlich möglich.

⁵Laut statista.com betrug das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone per Ende 2022 13,41 Bio. EUR. Ebenfalls per Ende 2022 betrug laut destatis.de die Quote der Staatsverschuldung der Eurozone bezogen auf das BIP stolze 91%. Daraus errechnet sich das Anlagevolumen in Staatsanleihen der Eurozone. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/222901/umfrage/bruttoinlandsprodukt-bip-in-der-europaeischen-union-eu/> <https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Volkswirtschaftliche-Gesamtrechnungen-Inlandsprodukt/Tabellen/eu-stabilitaetspakt-defizit-schulden-eu.html>

Inside

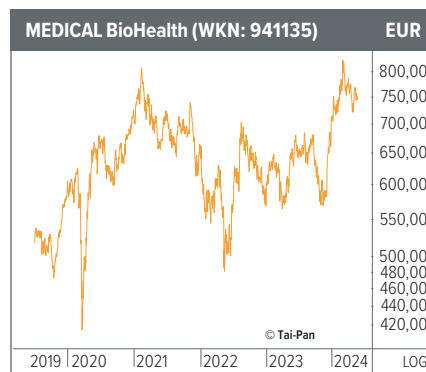
Healthcare-Fonds/-ETFs

Gesundheitstitel auf Herz und Nieren geprüft

Die Einstufung des Healthcare-Sektors als vergleichsweise defensiver Hort der Stabilität ist nicht falsch, aber auch nicht die ganze Wahrheit. So stehen beispielsweise im Biotechnologiesegment Chancen auf hohe Kursgewinne auch überdurchschnittlichen Risiken gegenüber. Positive Treiber für den Sektor liegen auf der Hand: eine alternde Gesellschaft in den Industrieländern, eine höhere Lebenserwartung, steigender Wohlstand und damit höhere Nachfrage nach medizinischer Versorgung in den Schwellenländern. In einigen Subsektoren der Healthcare-Branche erhoffen sich Experten einen Paradigmenwechsel durch Künstliche Intelligenz. BlackRock-Strategen haben vor allem Neurowissenschaften, Genomik und Biotechnologie als KI-Profitteure identifiziert. Laut Statista soll das KI-Segment der Gesundheitsbranche von 2022 bis 2030 mit jährlich 37% wachsen.

Gut untersuchte Nebenwerte

Der 2000 aufgelegte **MEDICAL BioHealth** (WKN: 941135; +12,9% in drei



Jahren und damit mehr als die Vergleichsgruppe) fokussiert sich erfolgreich auf innovative Nebenwerte mit großem Wertsteigerungspotenzial. Mit 84,9% liegt ein klarer Schwerpunkt auf Biotech. Pharma (7,9%) und Medtech (2,8%) spielen dagegen eine untergeordnete Rolle. Die ausgesuchten Firmen werden nicht selten Ziele von Übernahmen. So wurde kürzlich das Biopharmaunternehmen Deciphera, das in der Krebsbekämpfung tätig ist, von einem der größten Pharmaunternehmen Japans, Ono Pharmaceutical, mit einem satten Auf-

schlag von 74,7% zum Börsenkurs gekauft. Der Fonds eignet sich gut zur Diversifikation, da die Portfoliounternehmen nicht Bestandteil gängiger Branchenindizes sind. Zu den Top-Holdings mit Stand vom Dezember 2023 gehört das dänische Unternehmen Ascendis Pharma, das u.a. eine Technologieplattform zur Medikamentenentwicklung vermarktet. Die Portfoliotitel werden erst mit Verzögerung veröffentlicht.

Outperformer

Der **AB International Health Care Portfolio** (WKN: 974522; +37,2% in drei Jahren und damit deutlich mehr als die Peergroup) ist seit vielen Jahren ein zuverlässiger Outperformer. Der Fonds deckt unterschiedliche Subsektoren wie Pharmazeutik (36,7%), Biotechnologie (19,7%), medizinische Ausstattung und Zubehör (17,1%) sowie Anbieter von Gesundheitsdienstleistungen (16,9%) ab. Fondsmanager Vinay Thapar setzt aktuell bei den Top-Holdings u.a. auf Eli Lilly und Novo Nordisk, die zuletzt wegen ihrer Abnehmspritzen von den Anlegern

Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert mit Unterstützung von



www.commodity-capital.com



www.c-vm.com



www.dnb.no/lu



www.hac.de



www.ks-am.de



www.sgprevoir.com/de



www.schmitzundpartner.ch



www.solit-fonds.de

gefeiert wurden, sowie den US-Gesundheitsdienstleister und -Krankenversicherer UnitedHealth Group. Thapar mahnt allerdings auf lange Sicht eine vorsichtige Einschätzung bei den Abnehmpräparaten an. Aus seiner Sicht ist noch unklar, wie der Kosten-Nutzen-Effekt zu bewerten ist und welche Folgen etwaige unerwünschte Nebenwirkungen haben.

Im von Rune Sand-Holm gesteuerten **DNB Health Care** (WKN: A2DVRC; +32,9% in drei Jahren und damit mehr als die Wettbewerber) stehen AstraZeneca, Novo Nordisk sowie Johnson & Johnson an der Spitze der Top Ten. Relativ zur Benchmark MSCI World Health Care Index ist das Schweizer Chemie- und Pharmaunternehmen Lonza am stärksten übergewichtet. Auf S. 34 lesen Sie ein Interview mit dem Fondsmanager.

Neue Trends

Zwei Trendthemen im Gesundheitssektor, nämlich KI (engl.: Artificial Intelligence; AI) und die Bekämpfung von Übergewicht, adressieren der **Bellevue AI Health** (WKN: A3E1ZR; +12,9% seit Auflegung am 30.11.2023) und der **Bellevue Obesity Solutions** (WKN: A0RPSP; +10,9% seit Auflegung im November 2023).

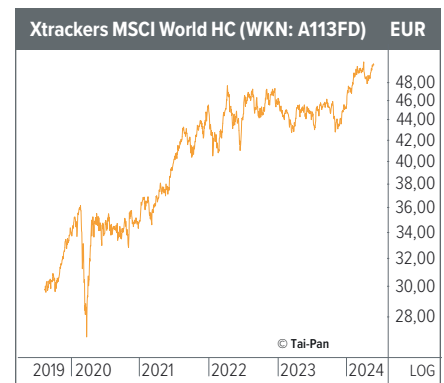
Der AI Health, der in 50 bis 70 Titel investiert, setzt schwerpunktmäßig auf finanzstarke Mega- und Large Caps wie Eli Lilly und UnitedHealth Group; Nebenwerte werden beigemischt. Zur Titelauswahl wird neben klassischen fundamentalen Krite-

rien das hauseigene Bewertungssystem „Bellevue AI Affinity Score“ genutzt.

Der Bellevue Obesity Solutions berücksichtigt im Kampf gegen Fettleibigkeit die gesamte Wertschöpfungskette von Diagnostik über Behandlungen bis hin zu Prävention über Firmen aus den Segmenten Lebensmittel und Sport. Aktuell bestimmen Eli Lilly und Novo Nordisk, die auch im Fonds am stärksten gewichtet sind, bei der Adipositasbehandlung den Markt. Laut JPMorgan dürfte der Markt mit Abnehmpräparaten 2030 ein globales Umsatzvolumen von 100 Mrd. USD erreichen, von 2020 bis 2023 gab es bereits eine Verzehnfachung. Wenig verwunderlich, dass auch andere Unternehmen ein Stück vom Kuchen des Abnehmgeschäfts möchten: So plant Roche eine Verbesserung von Präparaten der Konkurrenz, die neben dem positiven Effekt des Gewichtsverlusts auch teils zu Muskelschwund führen.

Gesundheitstitel in der ETF-Packung

Der **Xtrackers MSCI World Health Care** (WKN: A113FD; +33,8% und damit mehr als die Peergroup) investiert ausschließlich in Unternehmen aus den Industrieländern. Emerging Markets bleiben außen vor. Regionaler Platzhirsch sind unbestritten die Vereinigten Staaten mit 77,8% gefolgt von Dänemark (6,1%) und der Schweiz (4,5%). Mit knapp 140 Titeln ist die Benchmark stark diversifiziert, die Gewichtungsgroße reicht aktuell von 8,1% bei Eli Lilly bis 0,03% bei Diasorin, einem



italienischen Biotechnologieunternehmen mit Schwerpunkt In-vitro-Diagnostik.

Underperformance in Schwellenländern

Eine unbefriedigende Performance zeigten in den vergangenen Jahren Gesundheitsaktien aus den Schwellenländern, in die beispielsweise der **apo Emerging Health** (WKN: A2PPZD; -27,6% in drei Jahren und damit deutlich weniger als die Vergleichsgruppe) investiert. Unter den Ländern ist China mit 22,4% am stärksten gewichtet, gefolgt von Brasilien mit 17,2% und Südafrika mit 12,4%. Wachstumspotenzial im Gesundheitssektor besteht in den Schwellenländern vor allem mit Blick auf ein steigendes BIP der Volkswirtschaften sowie einen steigenden prozentualen Anteil der Gesundheitsausgaben bezogen auf das BIP. Zu den Top-Ten-Positionen zählt u.a. Establishment Labs Holdings, ein Hersteller von silikongefüllten Brustimplantaten aus Costa Rica.

Christian Bayer

Healthcare-Fonds/-ETFs							
	WKN	Performance in %		Perf. Peergroup* in %		Max. Drawdown	Volumen
		1 Jahr	3 Jahre	1 Jahr	3 Jahre	(3 Jahre) in %	in Mio. EUR
AB International Health Care Portfolio**	974522	+14,2	+37,2	+2,0	-1,9	-21,9	3.897,8
apo Emerging Health	A2PPZD	-2,4	-27,6	+2,0	-1,9	-39,1	23,1
Bellevue AI Health**	A3E1ZR	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	9,6
Bellevue Obesity Solutions**	A0RPSP	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	37,0
BGF World Healthscience Fund**	A0BL36	+9,7	+27,0	+2,0	-1,9	-12,3	13.811,4
DNB Health Care	A2DVRC	+5,9	+32,9	+2,0	-1,9	-13,9	7,0
JPM Thematics - Genetic Therapies**	A2PR3U	-8,1	-37,2	+2,0	-1,9	-54,2	621,4
MEDICAL BioHealth	941135	+16,5	+12,9	+4,3	+3,8	-34,9	697,2
MIV Global Medtech Fund***	A0NETR	+5,0	+8,1	+2,0	-1,9	-29,8	2.136,9
Polar Capital Biotechnology Fund**	A1W70H	+12,7	+23,4	+4,3	+3,8	-25,3	1.653,7
Schroder ISF Healthcare Innovation**	A2PNKP	+8,6	+9,2	+2,0	-1,9	-27,3	189,4
SPDR MSCI Europe Health Care ETF	A1191S	+8,6	+36,5	+2,0	-1,9	-19,1	676,8
Xtrackers MSCI World Health Care ETF**	A113FD	+10,0	+33,8	+2,0	-1,9	-17,5	2.617,4

* Falls nicht anders angegeben, handelt es sich um die FWW-Vergleichsgruppe; ** in Mio. USD; *** in Mio. CHF

Quellen: Fondsgesellschaften, FWW, onvista

Analyse

HAC Quant STIFTUNGSFONDS flexibel global LAC

Gastbeitrag von Jürgen Dumschat, AECON Fondsmarketing GmbH

FONDS-SNAPSHOT

WKN: A143AL
Fondsmanager: HAC Vermögens-
Management AG
Volumen: 109,7 Mio. EUR
Auflegungsdatum: 30.12.2015
Typ: Mischfonds



Jürgen Dumschat ist gelernter Bankkaufmann und Marketing-Fachwirt. Seit 1988 ist die Investmentbranche sein Betätigungsfeld. Von Anfang an hat er sich auf vermögensverwaltende Fonds spezialisiert. Mit seinem Pool, der AECON Fondsmarketing GmbH, betreut er Finanzdienstleister auf hohem Niveau. Als Organisator der alljährlichen Hidden Champions Tour und weiterer Veranstaltungsreihen hat er sich als Protagonist des Segments „vermögensverwaltende Fonds“ bundesweit einen Namen gemacht. Er ist Mitinitiator und Jurymitglied der Boutiquen Awards, berät einen „aktivistischen Dachfonds“ und hat in seinem VV-Basis-Newsletter Kennzahlen und Betrachtungsweisen entwickelt, die eine verständlichere Beurteilung der Leistungsfähigkeit von Fonds begünstigen.

Einleitend soll klargestellt sein, dass die bei Morningstar und anderen Portalen erfolgte Klassifizierung als „flexibler Mischfonds“ oder gar „aggressiver Mischfonds“ diesem Produkt absolut nicht gerecht wird. Kam es zu Kursrückschlägen, so waren diese bislang meist nur einstellig. Selbst der maximale Rückgang von 13,9% war binnen zwei Jahren wieder aufgeholt. Gerade hat der Fonds ein neues Allzeithoch markiert. Die Volatilität seit Auflegung liegt bei 8,7%. All das sind nicht die typischen Parameter flexibler oder gar aggressiver Mischfonds, weshalb der Fonds eher als moderat defensiv einzustufen ist.

Regelbasierte Analyse

Hintergrund der falschen Klassifizierung dürfte die oft hohe physische Aktienquote sein, die jedoch über Derivate teilweise oder gar komplett abgesenkt werden kann, wenn Ungemach droht. Die Signale für „Vollgas oder Absicherung“ werden durch regelbasierte Analyse der Märkte hinsichtlich ihrer kurz- und mittelfristigen Risiken generiert. Für die Erstellung präziser und robuster Systematiken forschen Mathematiker nach belastbaren Zusammenhängen und wiederkehrenden Marktmustern. Dafür werden jährlich für einen sechsstelligen Betrag Daten eingekauft. Nur mithilfe von

„Data Mining“ durch ausgebildete Mathematiker lassen sich statistische Zusammenhänge von reinen Zufällen unterscheiden. So entsteht im Laufe der Zeit ein immer komplexeres automatisiertes Regelwerk, welches die Transaktionen des Fonds lenkt, und nur so ist es zu erklären, dass der Fonds zeitweise sogar positiv performen konnte, wenn die Börsen schwächelten. So wurden etwa im vierten Quartal 2018 die Verluste deutlich minimiert. Im Corona-Crash verlor der Fonds in der Spitze nur 11,2%, die jedoch schon nach sechs Wochen wieder aufgeholt waren.

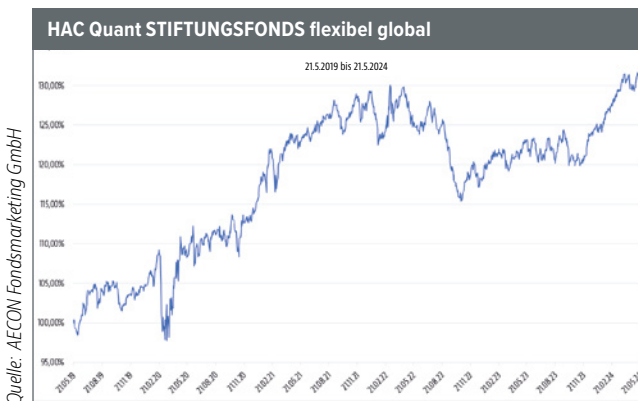
Track Record

Seit Auflegung beläuft sich die jährliche Wertentwicklung im Mittel auf 4,4%. Beachten sollte man allerdings eher die letzten fünf Jahre, in denen mit den ständig verbesserten IT-Möglichkeiten im Schnitt 5,5% p.a. erzielt wurden. Im Rahmen des etablierten Researchprozesses wird bevorzugt in Value-Titel aus dem Mid- und Small-Cap-Segment investiert. Im Fokus stehen Titel, die ein starkes Momentum vorweisen, jedoch eine möglichst niedrige Volatilität haben. Dabei wird auf eine breite Streuung gesetzt. Ende März des Jahres 2024 waren sage und schreibe 396 Unternehmen aus 28 Ländern allokiert, wobei die Gewichtung im Portfolio auf niedrige Portfolio-Drawdowns optimiert wird.

Die großen und bekannten Unternehmen sucht man in diesem Fondsportfolio vergebens. Anleihen oder auch Edelmetalle (vorzugsweise Gold) können beigemischt werden.

Fazit

Eine gute und oft nur gering korrelierte Ergänzung zu „normalen“ Anlegerportfolios



Kolumne

Unterschätzter Standortfaktor Gesundheit

Gastbeitrag von Carsten Mumm, DONNER & REUSCHEL

In der Theorie sind Boden, Arbeit und Kapital die wesentlichen Produktionsfaktoren. Je gesünder die Bevölkerung, desto höher die Produktivität der Volkswirtschaft. Der Erhalt der Erwerbsfähigkeit ist zudem eine wichtige Voraussetzung, damit Menschen aus eigener Kraft für ihren Lebensunterhalt sorgen können. Demgegenüber erzeugen alle Formen von Krankheiten ökonomisch betrachtet erhebliche Kosten.

Zunahme der Zivilisationskrankheiten

Allerdings geht ein steigender volkswirtschaftlicher Wohlstand nicht zwangsläufig mit einer besseren Gesundheit einher. Zwar haben wohlhabende Staaten in der Regel eine bessere Gesundheitsversorgung, doch nehmen auch Zivilisationskrankheiten – wie Krebs, Herz-Kreislaufkrankungen, Diabetes oder Demenz – immer stärker zu. Hinzu kommt die schnellere Verbreitung von Infektionen oder Viren in der auch physisch eng vernetzten Weltgemeinschaft. Gerade dieser Aspekt unterstreicht, dass das Streben nach Gesundheit auch eine global zu lösende Herausforderung darstellt. Nicht nur wegen des Zusammenhangs zwischen Gesundheit und Produktivität investieren Unternehmen immer mehr in das Wohlbefinden ihrer Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen. Angesichts des weiter zunehmenden Arbeitskräftemangels kommt der „guten Pflege“ des Produktionsfaktors Arbeit künftig eine wachsende Bedeutung zu.

Personalintensive Branche

Die Gesundheitswirtschaft selbst leistet einen wichtigen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung, insbesondere in den Industrienationen. So lag die Brutto-

wertschöpfung des Bereichs in Deutschland im Jahr 2022 bei 440 Mrd. EUR oder knapp 11,5% des BIP. Aufgrund der immer älter werdenden Gesellschaft, des medizinisch-technischen Fortschritts und des wachsenden Gesundheitsbewusstseins dürfte die Bedeutung weiter zunehmen. Daher investiert die Gesundheitsbranche überdurchschnittliche Summen in Forschung und Entwicklung. Als personalintensive Branche spielt sie zudem eine wichtige Rolle am Arbeitsmarkt. Im Jahr 2022 haben gut sechs Millionen Menschen oder etwa jeder achte Erwerbstätige hierzulande in diesem Sektor gearbeitet. Mehr als drei Viertel der hierin Beschäftigten sind weiblich.

Ungleichverteilung

In vielen Schwellenländern ist die Gesundheitsversorgung allerdings weitaus kritischer. So verweist die WHO darauf, dass weltweit 30% der Menschen keinen Zugang zu grundlegenden Gesundheitsdienstleistungen haben, wobei die Ungleichverteilung im Zuge der Corona-Pandemie noch deutlich zugenommen hat. Die Welt steht derzeit vor einer Reihe großer Herausforderungen. Um diese erfolgreich zu gestalten, sind gesunde Menschen eine Grundvoraussetzung, denn nur sie haben die Bereitschaft und die Möglichkeiten, sich auf die notwendigen Transformationsprozesse einzulassen und diese aktiv mitzugestalten. Der Megatrend Gesundheit wird daher künftig noch wichtiger werden, weshalb sowohl der Staat als auch Unternehmen es sich langfristig nicht leisten können, das Thema Gesundheit zu vernachlässigen. Im eigenen Interesse werden vermögende Volkswirtschaften auch die Gesundheitssysteme in ärmeren Regionen unterstützen, um einerseits ihrer humani-

tären Verantwortung gerecht zu werden, aber andererseits auch, um internationalen Einfluss zu behalten und ggf. Flüchtlingsbewegungen abzumildern. ■



Carsten Mumm, CFA, ist Chefvolkswirt bei der Privatbank DONNER & REUSCHEL. Der 49-Jährige verantwortet die Erstellung der hauseigenen Kapitalmarktmeinung und -publikationen sowie deren Präsentation in Veranstaltungen, Öffentlichkeit und Medien. Seit 2021 ist Mumm Mitglied im Ausschuss für Wirtschafts- und Währungspolitik des Bundesverbands deutscher Banken. Seit 2017 ist er Lehrbeauftragter an der International School of Management (ISM).

Interview

„KI wird für den Sektor sehr wichtig sein“

Smart Investor im Gespräch mit **Rune Sand-Holm**, DNB Asset Management, über die Auswahlkriterien des DNB Health Care (WKN: A2DVRC) und überzogene Bewertungen bei den Herstellern von Abnehmspritzen



Rune Sand-Holm ist Portfoliomanager des DNB Fund Health Care (WKN: A2DVRC), der kürzlich von Morningstar mit fünf Sternen ausgezeichnet wurde. Er kam im April 2020 zunächst als Analyst und dann als Portfoliomanager im Bereich Global Healthcare zu DNB Asset Management. Zuvor war er als Sell-Side Equity Analyst für den Schiffahrtsektor bei Carnegie (2012 bis 2014) und für die Sektoren Schiffahrt, Immobilien und Bauwesen bei Nordea (2014 bis 2020) tätig. Sand-Holm hat einen Master of Science in Finanzen von der BI Norwegian School of Management.

Smart Investor: Herr Sand-Holm, während der MSCI World USD im vergangenen Jahr um 24,4% gestiegen ist, legte der MSCI World Health Care USD nur um 4,3% zu. Was war der Grund dafür?

Sand-Holm: 2023 war ein herausforderndes Jahr für den Kapitalmarkt. Abgesehen vom Technologiesektor mit den „Magnificent Seven“, die hervorragend abgeschnitten haben, taten sich die meisten Sektoren recht schwer. Das Gesundheitswesen bildete da keine Ausnahme und verzeichnete eine absolute Rendite von lediglich rund 7%. Dies ist eines der schwächsten Jahre seit Langem und seit 1999 sogar die schwächste Rendite. Unser Healthcare-Fonds erzielte in etwa dieselbe Rendite wie der Vergleichsindex, was angesichts des schwierigen Umfelds durchaus zufriedenstellend war. In diesem Jahr hat der Healthcare-Sektor bisher generell besser abgeschnitten als der Technologiesektor.

Smart Investor: Was sind die wichtigsten Auswahlkriterien für die Aktien des DNB Health Care?

Sand-Holm: Wir befassen uns mit verschiedenen Kennzahlen wie etwa der Finanzierung der Biotech-Unternehmen. Die Zulassung neuer Medikamente ist das Herzstück für einen großen Teil des Sektors. Heutzutage beginnt dies oft mit der Finanzierung kleinerer Biotech-Unternehmen. Als Indikator für das Finanzierungsumfeld beobachten wir das Kapitalgesamtvolumen, das Biotech-Unternehmen an öffentlichen

Märkten aufnehmen. Die Investitionen in Forschung und Entwicklung sind für die Branche insgesamt ebenfalls ein gutes Maß für die Aktivität in der gesamten Wertschöpfungskette. Wir verfolgen sowohl die historischen als auch die erwarteten F&E-Ausgaben, um die Stimmung in der Branche zu beobachten. Wenn es um klinische Studienpipelines geht, ist eine umfangreiche Pipeline mit mehreren kurzfristigen Phase-III-Ergebnissen ideal, aber wir betrachten auch die Entwicklung der Pipeline und die Erfolgsraten im Laufe der Zeit. Zudem beobachten wir die FDA-Zulassungen: Mehr oder weniger Zulassungen in einem bestimmten Zeitraum könnten auch ein Hinweis auf ein mehr oder weniger entgegenkommendes regulatorisches Umfeld sein.

Smart Investor: Eli Lilly und Novo Nordisk haben stark von Medikamenten gegen Fettleibigkeit profitiert. Welches weitere Potenzial bietet dieses Marktsegment? Sind die hohen Bewertungen der beiden Unternehmen gerechtfertigt?

Sand-Holm: Wir glauben, dass die Nachfrage das Angebot von Eli Lilly und Novo Nordisk in den nächsten Jahren weiterhin übersteigen wird, doch sind die Bewertungen überzogen, sodass es wichtig ist, diesen Bereich genau zu beobachten. Produktionsengpässe sind für die Unternehmen nach wie vor eine große Herausforderung dabei, die Nachfrage zu befriedigen. Es gibt eine Reihe von Unternehmen, die in dieses lukrative

Geschäft einsteigen wollen, aber bisher haben nur die beiden Pharmariesen Eli Lilly und Novo Nordisk Medikamente gegen Fettleibigkeit auf dem Markt. Das US-Unternehmen Viking Therapeutics und das dänische Unternehmen Zealand Pharma, das ein Kooperationsabkommen mit Boehringer Ingelheim geschlossen hat, sind beides interessante Kandidaten, die sich derzeit in der klinischen Testphase befinden. Auch Amgen ist ein wichtiger Akteur bei der Aufholjagd. Wie es aussieht, wird aber keines der Unternehmen vor Ende 2027 ein Mittel gegen Fettleibigkeit auf den Markt bringen können.

Smart Investor: Politische Aktienmärkte haben bekanntlich kurze Beine. Dennoch bleibt die Frage nach den potenziellen Auswirkungen auf den Gesundheitssektor durch die Präsidentenwahl in den USA.

Sand-Holm: US-Wahlen waren in der Vergangenheit immer besonders volatil für den Gesundheitssektor. Allerdings

scheint das Gesundheitswesen in diesem Jahr nicht ganz oben auf der Agenda der Kandidaten zu stehen, sodass wir nicht davon ausgehen, dass der Sektor dieses Mal stark unter den Wahlen leiden wird.

Smart Investor: Mit Stand vom 30.4. steht AstraZeneca an der Spitze der Top Ten im DNB Health Care. Welches Potenzial sehen Sie in der Aktie?

Sand-Holm: Aus unserer Sicht verfügt AstraZeneca über ein interessantes Portfolio, insbesondere in der Krebsbehandlung. Das Unternehmen wird zu einer vergleichsweise normalen Bewertung gehandelt (das 18,5-Fache der für dieses Jahr erwarteten Gewinne), wobei jedoch in den kommenden Jahren ein bereinigtes Gewinnwachstum von über 10% erwartet wird. Wir glauben, dass der Markt besorgt ist, dass das Unternehmen nicht genügend Wachstumstreiber in seinem Portfolio hat. Unserer Meinung nach verfügt das Unternehmen über ein sehr vielfältiges Portfolio mit

einer der interessantesten Pipelines der Branche, insbesondere im Bereich Lungen- und Brustkrebs. Das Unternehmen hat eine Reihe von Produkten in der Entwicklung, die zu großen Gewinnern werden könnten.

Smart Investor: Welche Rolle wird KI im Gesundheitssektor spielen?

Sand-Holm: KI wird für den Sektor sehr wichtig sein, z.B. im Hinblick auf die Arzneimittelforschung, robotergestützte Chirurgie, verschiedene medizintechnische Produkte mit einer wesentlichen Softwarekomponente usw. Aber wir sind der Meinung, dass sich die Veränderungen über viele Jahre erstrecken werden. Die Gewinner werden diejenigen sein, die bereits jetzt investieren und die Technologie einsetzen.

Smart Investor: Herr Sand-Holm, vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen.

Interview: Christian Bayer

News, Facts & Figures

Rückenwind für Rohstoff

Im Vergleich zum Vormonat hat das Musterdepot um +4,7% zugelegt, der MSCI World EUR ist auf ein Plus von 4,8% gekommen. Die Kursgewinne unserer Fonds, bei denen es im Berichtszeitraum ausschließlich Gewinner gab, waren in erster Linie der starken Performance der (Edel-)Metallminen zu verdanken. Vor allem Silberminen kannten kein Halten, nachdem das Edelmetall, das auch für Elektroautos und Solarzellen benötigt wird, nach oben geschossen war und die Marke von 30 USD hinter sich gelassen hatte. Zuletzt markierte das Silber ein Elfjahreshoch.

Starke Silberminen

Der von Martin Siegel gelenkte **STABILITAS Silber+Weissmetalle** (WKN: A0KFA1) erzielte auf Monatssicht ein Plus von 11,9%. Damit setzt sich die hohe re-

lative Stärke dieses Minensegments fort. Im letzten Smart Investor konnten wir bereits über einen Gewinn von 23,8% auf Monatssicht berichten. Während der Fonds in der Maiausgabe mit dieser Performance auf dem Siegestreppchen gelandet war, reichte es dieses Mal für den zweiten Platz, also passenderweise die Silbermedaille. Siegel investiert aktuell u.a. in MAG Silver, Pan American Silver und Silvercrest Metals. Der Monatssieger mit einem Wertzuwachs von 12% ist der **Bakersteel Electrum Fund** (WKN: A0F6BP), der seit Übernahme des Fondsmanagementmandats durch die Vermögensverwalter mit Sitz in London und Sydney im Jahr 2019 die Vergleichsindizes outperforms. Der Fonds investiert sowohl in Edelmetall (35%) als auch in Industriemetallminen (40%). Silbertitel wie Pan American Silver gaben dem von Mark Burridge gesteuerten

Portfolio in den letzten Wochen besonders Auftrieb.

Positive Perspektiven

Der Rohstoffexperte sieht für den Minensektor in den kommenden Jahren eine glänzende Zukunft. Als wesentliche Gründe führt er u.a. innovative Technologien vor dem Hintergrund der politisch vorgegebenen Energietransformation an, für die eine Vielzahl von Metallen benötigt wird. Hinzu kommt das anstehende Ende der Zinserhöhungen, eine historisch attraktive Bewertung und die gute finanzielle Lage der Mininggesellschaften. Da wir uns in einem Crack-up-Boom sehen, passt aus unserer Sicht die hohe Gewichtung von Minen- und Natural-Resources-Unternehmen mit insgesamt etwa 33% im Fondsmusterdepot recht gut. An der Liquiditätsquote von 5,6% wollen wir aktuell nichts ändern.

Christian Bayer

Das große Bild

Der Schlüssel liegt beim Zins

Über Allzeithochs, Wirtschaftskrise und den Krieg



Ratio und Gerüchte

Für die Marktteilnehmer ist es eine der großen Fragen: Warum steigen die Aktienkurse? Der rationale Erklärungsversuch: Sie steigen immer dann, wenn positive Veränderungen der Erwartungen noch nicht vollständig eingepreist sind. In der Praxis genügen allerdings auch bloße Stimmungen, Vermutungen und Gerüchte, um die Kurse anzutreiben. Dies veranlasst einige Börsianer sogar zu dem Schluss, dass die Preisbildung generell irrational sei – eine Erkenntnis, die vorzugsweise dann dämmert, wenn die Kursentwicklung nicht zur eigenen Theorie passt. Allerdings sollten solche Übertreibungsphasen – wiederum rational gesprochen – nicht von allzu langer Dauer sein, denn forsch nach vorne preschende Trendfolger treiben die Märkte oft in stark überkaufte bzw. überverkaufte Zustände hinein, was dann die Spekulationen auf eine Rückkehr zum Mittelwert aktiv werden lässt.

Positiver Basistrend

Wenn ein Trend jedoch trotz solcher Überlegungen ungerührt weiterläuft, dann muss sich dahinter eine starke Kraft verbergen. Richtig ist, dass die Aktienmärkte über Jahrzehnte einen positiven Basistrend aufweisen. Das liegt schon daran, dass die großen Indizes im Wesentlichen als Marketinginstrumente konstruiert sind, die vorzugsweise die größten und besten Unternehmen enthalten. Als fundamentale Triebfedern hinter dem langjährigen Aufschwung werden zudem das allgemeine Wirtschaftswachstum, Produktivitätssteigerungen sowie Innovationen genannt. Zwar zeigt insbesondere der US-Technologiesektor weiter einen atemberaubenden Aufschwung, hierzulande ist das allgemeine Wirtschaftswachstum aber zunehmend mau. Zwei weitere Positivfaktoren für die Aktienmärkte sind ebenfalls unter Druck geraten: Die Globalisierung erlitt mit der Corona-Lockdown-Politik einen deutlichen Dämpfer und die Friedensdividende löste sich mit dem Ukrainekrieg in Luft auf. Eine genauere Betrachtung zeigt zudem, dass es selbst innerhalb der Blue-Chip-Indizes nur noch eine gute Handvoll von Titeln ist („Magnificent Seven“), welche die Märkte antreibt. Klassischerweise würde man von mangelnder Marktbreite sprechen.

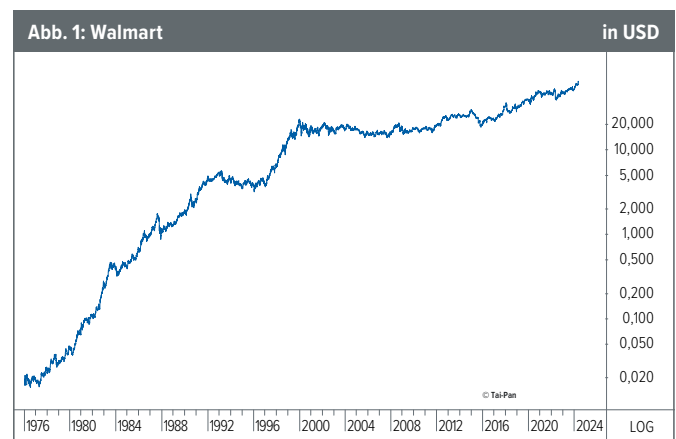
Hoffnung auf die Zinssenkung

Eine erklärungsbedürftige Kraft hinter dem positiven Basistrend der meisten Sachwerte ist die Inflation. Unternehmen mit Preis-

überwälzungsspielraum, oder ganz allgemein Inflationsprofiteure, werden von der stetigen Geldentwertung auf lange Sicht profitieren. Allerdings ruft eine aus dem Ruder laufende Inflation die Notenbanken auf den Plan, die durch Zinserhöhungen und Geldmengenverknappungen gegensteuern. Nur nebenbei sei bemerkt, dass es in aller Regel die Notenbanken selbst sind, die durch eine allzu laxen Geldpolitik überhaupt erst die Voraussetzungen für die Inflation schaffen (vgl. „Die Notenbanker und das Prinzip Hoffnung“ ab S. 18). Eine erste Inflationsspitze im Jahr 2022 konnte durch beherztes (Fed) bzw. zögerliches (EZB) Eingreifen der Notenbanken wieder halbwegs eingefangen werden. Die drastischen Zinserhöhungen ließen auch die Märkte theorierecht stolpern – allerdings nur kurzzeitig, denn insgesamt wurden die Zinserhöhungen erstaunlich gut verdaut. Die Aktien stürmten in der Hoffnung auf einen baldigen Rückgang von Inflation und Zins erneut auf Allzeithochs. An diesen Hoffnungen hängeln sich die Märkte nun bereits seit Monaten entlang, ohne dass sich in Sachen Zinssenkung schon etwas konkretisiert hätte.

Zinserhöhungen nicht ausgeschlossen

Im Gegenteil: Die Fed betonte jüngst sogar, dass es ohne weitere Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung – angepeilt wird eine nachhaltige Entwicklung in Richtung einer Jahresrate von +2% – keine Zinssenkung geben werde. Sogar Zinserhöhungen wurden



Der US-Discounter prosperiert seit Jahrzehnten und wurde zum umsatzstärksten Unternehmen der Welt

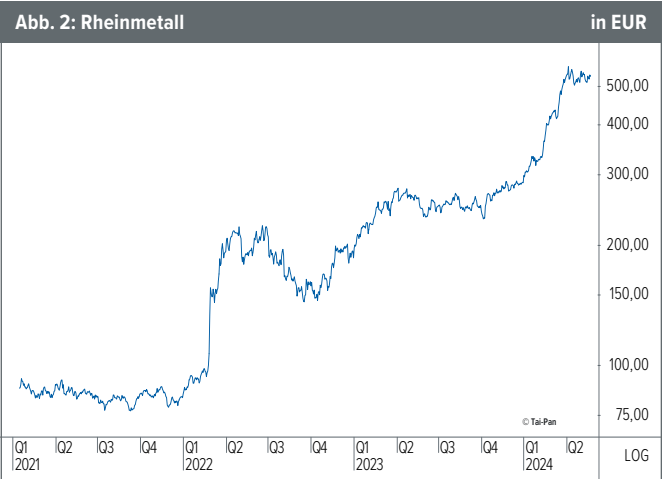
von einzelnen Fed-Mitgliedern wieder ins Spiel gebracht. Die Dynamik der US-Wirtschaft sei ungebrochen, wobei neben dem Tech-Sektor insbesondere die Rüstungsindustrie und der Energiesektor profitieren. Natürlich reagierte der Aktienmarkt kurzfristig negativ auf eine straffere Geldpolitik, auf lange Sicht hat diese Anlageklasse jedoch regelmäßig von einer schleichenden Geldentwertung profitiert. Die in den Indizes enthaltenen Titel sind nicht nur die besten, sondern auch diejenigen, die mit der moderaten Inflation am ehesten zurechtkommen. Es dürfte daher kein Zufall sein, dass das umsatzstärkste Unternehmen der Welt der US-Discounter Walmart (Abb. 1) ist.

Ungebrochener Kriegszyklus

Wenn wir von einer ersten Inflationsspitze sprechen, dann impliziert dies, dass weitere Spitzen folgen können. In diesem Zusammenhang ist das Thema Krieg zu berücksichtigen. Krieg ist inflationstreibend, da er Unsummen frisch gedruckten Geldes verschlingt – Geld, mit dem nicht etwa neue Kapazitäten aufgebaut, sondern vorhandene zerstört werden. Derzeit gibt es mit Russland/Ukraine und Gaza/Israel bereits zwei heiße Kriegsgebiete. Daneben besteht mit China/Taiwan ein Konflikt, der weiter eskalieren könnte. Gegenwärtig ist nicht erkennbar, dass eine der Kriegs-/Konfliktparteien zurückstecken würde. Im Gegenteil: Die Abfolge gegenseitiger Provokationen ist ein höchst gefährliches Spiel, das sich zum Flächen- und Weltenbrand ausweiten könnte – besonders dann, wenn mit China eine weitere atomare Supermacht direkt in einen heißen Krieg eintreten sollte. Der US-Analyst Martin Armstrong, der den Höhepunkt des aktuellen Kriegszyklus erst im Jahr 2027/28 sieht, hat die Situation bereits im Interview mit dem Smart Investor (4/2024) auf den Punkt gebracht: „Es scheint, als wolle jeder Krieg.“

Kommt der Krieg ...

Hierbei sollte man sich auch noch einmal den engen Zusammenhang zwischen Wirtschaftskrisen und Kriegen in Erinnerung rufen.



Der Krieg kennt nicht nur Verlierer

Die letzten großen Kriege (Zweiter Weltkrieg, Vietnamkrieg) zogen zudem dauerhafte Geldwertverschlechterungen nach sich. Diesmal dürfte der Übergang in eine Welt der digitalen Vollkontrolle mit Central Bank Digital Currencies (CBDCs) als zentralem Baustein vollzogen werden. Im Krieg wird ein Einhegen der Inflation nämlich nur scheinbar gelingen – durch Preiskontrollen und Rationierungen! Ein unwahrscheinliches Schreckensszenario? Vielleicht, aber während der Krieg für die Normalbürger unsagbares Leid bedeutet, führt er für die jeweiligen Machthaber in die bequemste Art des Regierens überhaupt: den Ausnahmezustand. Bürgerliche und wirtschaftliche Freiheitsrechte werden beschnitten, die Opposition wird mundtot gemacht, Wahlen werden ausgesetzt und für ein Kriegskabinett genügt der Hinweis auf den gemeinsamen Feind, um jede noch so absurde und kostspielige Maßnahme zu rechtfertigen. Nebenbei wird auch noch die eine oder andere goldene Nase verdient, ganz patriotisch, versteht sich (vgl. Abb. 2). Wo Klima und Viren als gemeinsamer Feind den Schrecken verloren haben, holt der Krieg ihn zurück. „Du wirst nichts besitzen, Käfer

Anzeige

NORDIC INVESTMENT LUNCH MÜNCHEN



KONTOR STÖWER
ASSET MANAGEMENT GMBH

www.ks-am.de

Bei dieser exklusiven Gelegenheit lernen Sie eine aufstrebende Investmentboutique und deren Gründer kennen, die ihre Strategien und Visionen für die Zukunft präsentieren. Tauchen Sie ein in die Welt der nordischen Investments und lassen Sie sich inspirieren. Wir werden einige der besonders vielversprechenden Unternehmen vorstellen, die der breiten Masse bislang noch unbekannt sind. Zudem geben wir einen Einblick in die wichtigen Steuerungsgrößen

zweier 5-Sterne Multi-Asset-Fondslösungen, die beide ihre Vergleichsgruppe deutlich hinter sich lassen.

Genießen Sie während des Lunchs auf der Dachterrasse eine Auswahl skandinavischer Meeresspezialitäten und den traumhaften Blick über München. Dazu servieren wir einen ausgewählten Crémant und Spitzenweine von der Mosel, die perfekt mit den kulinarischen Genüssen harmonieren.

📅 11.06.2024 ⌚ 10.15 Uhr - 13.30 Uhr 📍 Bankhaus Donner & Reuschel | Friedrichstraße 18 | 80801 München

Nur für professionelle Investoren und Berater - Anmeldung kostenfrei bis zum 04.06.2024 unter info@ks-am.de



Vom Zwischentief schon wieder mehr als verdoppelt – winken neue Milliardengewinne im „Pandemie-Business“?

fressen und glücklich sein“ könnte tatsächlich das Motto derer werden, die mit dem Leben davonkommen.

... oder doch noch eine Pandemie?

Apropos Viren: Eine Gruppe von Aktien, die mit den weltweiten Corona-Maßnahmen eine Sonderkonjunktur erlebte, dann aber in die Tiefe stürzte, sind die Hersteller der mRNA-Spritzen, BioNTech und Moderna (Abb. 3). Hier zeigte sich zuletzt allerdings wieder ein deutlicher Anstieg. Unklar ist, was diesmal der Hintergrund sein könnte. Der Pandemievertrag der WHO, der den Herstellern auch für die Zukunft glänzende Geschäfte gesichert hätte, ist zum Redaktionsschluss dieser Ausgabe vorläufig (!) gescheitert (vgl. Rubrik „Politik & Gesellschaft“ ab S. 20). Wie die Aktien bei Börseneröffnung am Montag, den 27.5. reagieren werden, ist beim Verfassen dieses Beitrags noch nicht bekannt. Ein weiterer Treiber könnten die Vogelgrippefälle (H5N1) sein, die derzeit in den USA medial gehypt werden und für welche die mRNA-Konzerne schon die passenden Spritzen bereithalten. Die WHO warnt jedenfalls bereits vor einer neuen Pandemie.

Ende des Superzyklus

Nicht gut bestellt ist es dagegen um den großen Inflations- und Nullzinsgewinner früherer Jahre – Wohnimmobilien. In Deutschland sorgte zudem der Zustrom in das Land für anhaltend hohe Nachfrage. Eigentlich ein interessanter Datenkranz, wäre Wohneigentum nicht zunehmend politisch vergiftet. Die Berliner Enteignungsfantasien gegen die Deutsche Wohnen (vgl. Abb. 4) waren da nur der Gipfel. Die Vorstufen sind Mietpreisbremse und Mietendeckel, mit denen politische Fehlleistungen auf Investoren abgewälzt werden. Gepaart mit den horrenden Kosten zur Umsetzung des „Klimaschutzes“ werden die Renditen mager bleiben. Zudem sind Immobilienbesitzer der Sprunghaftigkeit der Politik weitgehend schutzlos ausgeliefert, auch wenn Wirtschaftsminister Dr. Robert Habeck den „Heizhammer“ jüngst nur als „Test“ bezeichnete (vgl. Löcher in der Matrix, S. 40). Wenn das Grundbedürfnis auf Wohnen nicht, wie sonst gerne beklagt, Spielball ruchloser Spekulanten, sondern Spielwiese von Dilettanten ist, dann herrscht Schweigen im Blätterwald. Vertrauen verspielt man

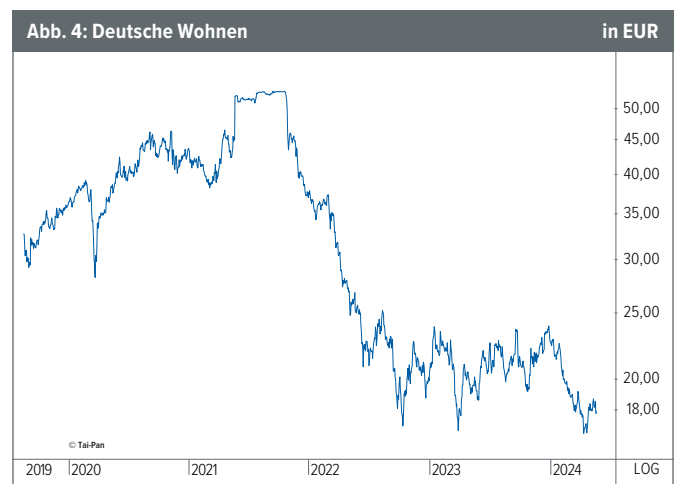
über Nacht. Der Doppelschlag aus Zins- und Heizungshammer brachte den Wohnungsbau nahezu zum Erliegen. Obwohl die Knappheit damit weiter zunehmen wird, dürfte aufgrund der Überregulierung in diesem Bereich der Superzyklus deutscher Wohnimmobilien sein Ende gefunden haben.

Gold – überwiegend glänzend

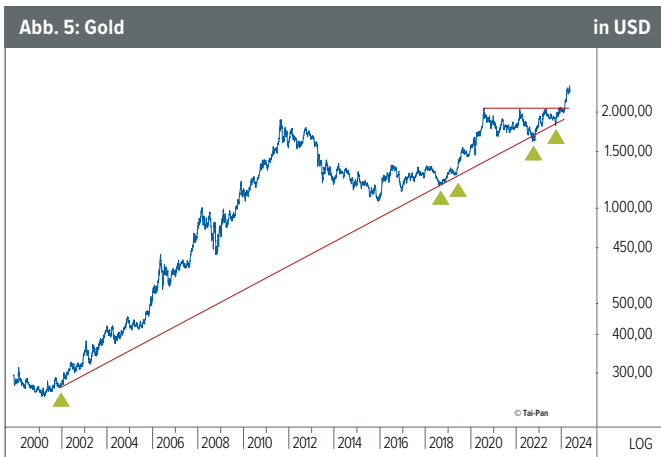
Eine Sachwertanlage, die gerne als die Krisenanlage schlechthin gesehen wird, ist dagegen Gold (Abb. 5). Wenn der Aktienboom auf halbwegs gesunden Füßen stünde, sollte diese Anlageklasse vernachlässigt bleiben. Tatsächlich ist aber auch das edle Metall auf ein neues Allzeithoch gestiegen. Aus dem Windschatten kam zudem Silber (vgl. Charttechnik auf S. 42). Zwar sehen wir hier noch kein neues Allzeithoch, die Aufwärtsbewegung – inkl. zwischenzeitlicher Rückschläge – läuft bei Silber jedoch wesentlich ausgeprägter ab. In noch stärkerem Maße gilt das für den Bitcoin, der zwar kein Edelmetall ist, von seinen Anhängern aber gerne – ob richtig oder falsch – als digitales Gold tituliert wird. Alle drei Alternativanlagen hatten zuletzt einen Lauf, der fehlenden Aussicht auf baldige Zinssenkungen zum Trotz.

Für den Notfall

Was könnte hinter diesen Bewegungen stecken? Offenbar wollen sich Anleger vor dem Hintergrund von Krise, Inflation und Krieg mit einem Teil ihres Vermögens bewusst absichern. Edelmetalle haben den Lackmustest als „sichere Häfen“ durch die Zeiten schon oft bestanden. Der Bitcoin ist immerhin in den Krisenökonomien dieser Tage sehr gefragt. Die Gemeinsamkeit zwischen Aktien- und Edelmetallboom ist die Flucht aus dem Geld. Diese letzte Phase eines Fiatgeldsystems nennen die Austrians Crack-up-Boom; ein Thema, dessen wir uns immer wieder prominent angenommen haben und an dessen Popularisierung im deutschen Sprachraum wir einen gewissen Anteil haben dürften. Ein typisches Kennzeichen einer solchen Katastrophenhaushalte ist die fehlende Marktbreite (siehe oben) bzw. die Zentralisierung der Wirtschaft auf eine immer geringere Zahl von Unternehmen, denen eine hohe Überlebenswahrscheinlichkeit zugebilligt wird. Warum müssen wir die Mög-



Sprunghafte Politik und Hochzinsphase machen deutsche Wohnimmobilien unattraktiv



Nach dem Bilderbuchausbruch gibt es auch immer wieder Rückschläge, die im großen Bild aber noch nicht einmal wahrnehmbar sind

lichkeit in Betracht ziehen, dass wir hier keinen normalen Zyklus, sondern ein Endspiel sehen? Angesichts der immensen weltweiten Verschuldung ist der Zins die Schlüsselgröße. Würde er, entgegen der aktuell vorherrschenden Erwartung, nicht fallen, sondern sogar ansteigen (siehe oben), könnte sich dies als jener Schwarzer Schwan entpuppen, gegen den dann buchstäblich alle Register gezogen würden. In der Maiausgabe hatten wir über das Szenario des „Great Taking“ berichtet, in Smart Investor 9/2022 über „Ice Nine“. Auch die Einführung von CBDCs als ein System totaler Geldkontrolle könnte dadurch beschleunigt werden, denn tragbar ist das aktuelle Zinsniveau beim erreichten Schuldenstand auf Dauer nicht.

Fazit

Nachdem unsere Gastanalysten in der Ausgabe 5/2024, nachdem der DAX kurz vorher um etwa über 5% zurückgefallen war, noch ziemlich verhalten für die Börse gestimmt waren, hat sich das Bild inzwischen wieder geändert. Das deutsche Akti-

enbarometer ist seither wieder deutlich gestiegen und notiert inzwischen in unmittelbarer Nähe seines Allzeithochs bei rund 18.700 Punkten. Dementsprechend sind auch die Gastanalysten (S. 42/43) wieder positiver gestimmt.

Sollten die Zinsen fallen, wäre dies für die Aktien positiv zu werten. Sollten sie vom jetzigen Niveau aus aber steigen, was wir als die wahrscheinlichere Variante betrachten, so würden die Börsen vermutlich in den Krisenmodus übergehen und sich die Aktienindizes in die „finale Senkrechte“ begeben. Das würde dann in die Katastrophenhauser schlechthin führen. Die Entwicklung in Japan, wo sich gerade die Zinsen von ihrem langjährigen Tiefstbereich hinaufschrauben, gibt vermutlich einen Hinweis für das, was bald weltweit geschehen könnte.

Dass sich die deutsche Wirtschaft im Niedergang befindet und aufgrund ihrer Dominanz damit die europäische Konjunktur über kurz oder lang mit nach unten ziehen wird, steht für uns außer Frage. Insofern sehen wir bei Smart Investor den Anstieg der Indizes wie z.B. des DAX dementsprechend in erster Linie als Fluchtreaktion vom Geld- in den Sachwertebereich. Noch halten wir diesen Mechanismus für „intakt“. Aber selbstverständlich – und darauf haben wir immer wieder hingewiesen – sollte für den Moment Sorge getragen werden, dass das weltweite Finanzsystem einen Abriss erfährt. Lesen Sie hierzu z.B. auch den Beitrag von Erich Hambach zu den CAC-Klauseln in den Prospekten der weltweiten Staatsanleihen auf S. 28. Das Halten von physischen Edelmetallen und den Abzug von Geldwerten aus dem Euroraum können wir daher nur dringend empfehlen.

Verfolgen Sie unsere Einschätzungen zu Börse, Wirtschaft und Politik in unserem wöchentlichen Newsletter „Smart Investor Weekly“, der jeden Mittwochabend unter smartinvestor.de erscheint.

Ralf Flierl, Ralph Malisch

Anzeige

Die neuen SRC-Reports sind da!

► Uran Report 2024

Der Kernkraftsektor steht am Beginn einer gewaltigen Renaissance: Uran-Unternehmen werden davon in den kommenden Jahren am meisten profitieren!

► Edelmetall Report 2024

Gold und Silber brechen aus! – Platin und Palladium auf Erholung nach dem Einbruch



Wir, die Swiss Resource Capital, verstehen uns als Dienstleister, der Sie mit aktuellen Informationen rund um den Edelmetall- und Rohstoffsektor sowie zu Minengesellschaften in verständlicher Sprache versorgt.

Besuchen Sie uns auch auf:
www.Rohstoff-TV.com
www.Commodity-TV.com

SRC swiss resource capital ag

Swiss Resource Capital AG
Poststrasse 1 | 9100 Herisau | Schweiz
www.resource-capital.ch



Holen Sie sich die aktuellen Reports als kostenlosen Download:
www.resource-capital.ch/de/reports

Löcher in der Matrix

In eigener Sache

Zuletzt hatten wir Sie gefragt, ob diese Rubrik eine oder zwei Seiten umfassen sollte. Die Meinungen waren geteilt: eine Seite, zwei Seiten oder irgendetwas dazwischen. Es ist ein bisschen wie in der Politik. Ein unklares Meinungsbild der Auftraggeber erzeugt Freiräume bei den Beauftragten. Beginnen wir mit „irgendetwas dazwischen“.

Die Partei von Freiheit und Eigentum

Kriminelle tun Kriminelles. Weil man ihrer kaum noch Herr wird, braucht es neue Regeln, so heißt es – Geldwäschegesetze, Bargeldobergrenzen, Bargeldverbote, Waffenverbotszonen etc. Diese Regelungen funktionieren nach dem immer gleichen Muster: Sie schränken die Freiheitsrechte der Normalbürger ein, während echte Kriminelle darüber bestenfalls lächeln. Das Ganze ist so sehr zur gängigen Praxis geworden, dass Kritiker schon länger der Gedanke beschleicht, dass der ehemals mündige Bürger das eigentliche Ziel von Überwachung, Gängelung und Einhegung ist. Zum Glück gibt es die FDP, die sich sogar dann als Bollwerk der Freiheit und Verteidigerin des Eigentums inszeniert, wenn sie de facto mit grünen und roten Sozialisten im Koalitionsbett kuschelt. Wie dieser Spagat in der Regierungspraxis des Jahres 2024 konkret aussieht, demonstrierte nun Parteichef Christian Lindner in seiner Rolle als Bundesfinanzminister: Er legte den Entwurf für ein Vermögensverschleierungsbekämpfungsgesetz (VVBG) vor. Das ist wohlgerneht jener Christian Lindner, dem der Bundesrechnungshof Ende 2022 noch selbst vorwarf, die Finanzlage des Bundes mit „immer kreativerer Buchführung“ zu verschleiern und die Schuldenbremse zu unterlaufen. Im Kern geht es in dem Entwurf um neue Verfahren zur Einziehung „verdächtiger Vermögensgegenstände“ – und zwar ohne Strafverfahren! „Verdächtig“ können alle Vermögensgegenstände sein, deren Wert 100.000 EUR übersteigt und die auch nur eines der 30 aufgeführten Kriterien erfüllen. Kommt es hart auf hart, könnte dieses willkürliche „Gummiparagrafengesetz“ letztlich gegen jedes Vermögen angewendet werden.

Grüne Intelligenz

Künstliche Intelligenz (KI) ist der Hype dieser Tage. Otto Normalbürger verbindet mit dieser Begrifflichkeit jene Algorithmen, die auf Basis des Menschheitswissens mit der kalten Unbestechlichkeit von Maschinen logische Schlüsse ziehen und korrekte Urteile fällen – „Mr. Spock“ im Laptop für jedermann. Entsprechend überschlug sich der grün gewirkte Mainstream, als ChatGPT – das wohl bekannteste dieser Large Language Models (LLMs) – die Wahl-O-Mat-Fragen für den EU-Urnenengang am 9.6. überraschend eindeutig beantwortete: „ChatGPT würde Grün wählen.“ Den Nicht-Grünen-Wählern dürfte da unmittelbar die alte Informatikerweisheit „Garbage in, Garbage out“ („GIGO“) in den Sinn gekommen sein, denn die KI-Modelle werden lediglich an ausgewählten Datensätzen

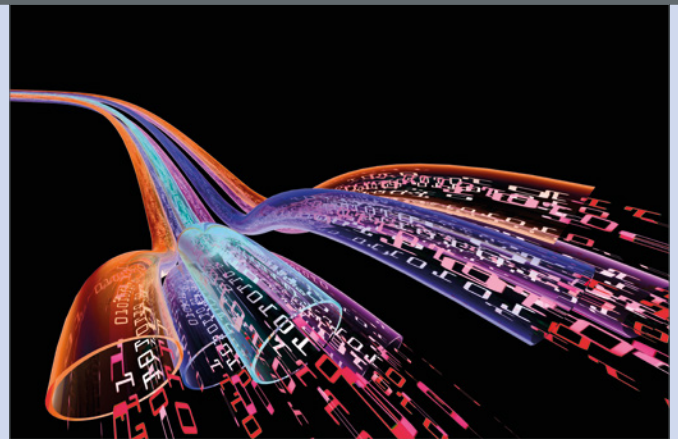


Bild: © XYZproject – stock.adobe.com

trainiert und zusätzlich in ein enges Korsett der Erwünschtheit bzw. Zulässigkeit gepresst. Die Spielwiese der KI ist also gerade einmal so groß, wie es die Tech-Giganten dahinter und deren Agenda-Setting zulassen. Weitere relevante Effekte wie Machine Bias, Model Decay und AI Alignment erläutert der Frankfurter Spieltheoretiker Prof. Dr. Christian Rieck in seinem Video „Die grünen Vorurteile der KI: Machine Bias“ auf YouTube.

Total Recall

Nicht jede Innovation ist Fortschritt. Als Edward Snowden im Jahr 2013 den Überwachungsskandal durch die National Security Agency (NSA) publik gemacht hatte, lautete ein Running Gag unter PC-Nutzern in etwa so: „Datensicherung brauche ich nicht. Nach einem Festplattencrash lasse ich mir ein Back-up von der NSA schicken.“ Damals war das, wie gesagt, ein Witz. Nun hat Microsoft mit „Recall“ eine neue Funktionalität angekündigt, die alle fünf Sekunden einen Screenshot des PCs aufnehmen und – derzeit noch – lokal speichern soll. Ganz schön praktisch, wenn man einfach zurückblättern kann und sofort weiß, was man vor einer Woche gemacht hat. Ganz schön beängstigend, dass praktisch alle digitalen Lebensäußerungen registriert werden sollen und jeder, der sich Zugriff auf den PC verschafft, diese auch sehen kann. Da die Funktion ein Rechenkraft- und Speicherfresser ist, dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, bis die Daten in der Cloud abgelegt werden. Sind sie erst einmal dort, dürfte die komplette Nutzungshistorie von Endgeräten der neuesten Generation nicht nur dem Konzern, sondern auch allen möglichen Diensten zur Verfügung stehen. Der Personal Computer ist dann nicht mehr persönlich, sondern ein Spionagewerkzeug für unbekannte Dritte.

Allgemeine Verwirrung – nicht nur der Begriffe

Dieser Tage feierten die Menschen im Lande 75 Jahre Grundgesetz. Wobei – wenn man sich die Bilder vom sogenannten Bürgerfest am Kanzleramt ansieht, feierte sich nur noch die politische Klasse selbst. Aber wofür feierte diese sich eigentlich? Im Jahr 2020, als es nicht um wohlfeile Festtagsreden und Selbstbeweihräucherung ging, sondern darum, das Grundgesetz in schwieriger Zeit mit Leben zu füllen, in dessen Geist zu wirken und es zu verteidigen, ließ man sogar jene Menschen durch die Staatsmacht schikanieren, die es auch nur wagten, das Grundgesetz offen zu zeigen. Selbst das Lesen des Grund-



„Freiheit“

von Angela Merkel
und Beate Baumann;
Kiepenheuer & Witsch;
736 Seiten; 42 EUR;
ab 26.11.2024

gesetzes auf einer Parkbank war verboten. Die Täter von damals, die evidenzlos Ungeimpfte diskriminierten, ausgrenzten und demütigten, heucheln heute in Feierstunden über die Errungenschaften genau jenes Grundgesetzes, das sie noch vor wenigen Jahren mit Füßen traten. Aufarbeitung? Fehlanzeige. Bei sogenannten Demokratiefesten erfährt der geneigte Bürger stattdessen, dass ihn auch der Wirtschaftsminister mit seinem abstrusen „Heizungshammer-Gesetz“ nur als Versuchskaninchen betrachtet hatte, wie weiland der Gesundheitsminister beim Verabreichen der mRNA-Spritzen. Und wenn die Bundestagspräsidentin überhaupt einmal wahrgenommen wird, dann stimmt sie in den Chor der Dreisten ein, indem sie die Höchststrafe für die betrunkenen Gröler von Sylt fordert – wohlgermerkt als Spitzenrepräsentantin der Legislative (!). Warum sollte es um die Gewaltenteilung im Lande besser bestellt sein als um die „Freiheit“?! Das

ist übrigens der Titel eines Buches, das für den Herbst angekündigt wurde. Autorin ist keine Geringere als Angela Merkel, die so frei war, eine Wahl rückgängig zu machen und die Landesgrenzen sperrangelweit zu öffnen, oder sich die Freiheit nahm, mit Lockdowns eine Art „Ausnahmestandard light“ zu verhängen. Mehr Freiheit geht eigentlich nicht.

Arroganz der Macht

Der FOCUS berichtet über einen Asyl-Brandbrief aus der Thüringer Provinz. Der Landkreis Schmalkalden-Meiningen sei mit rund 4.000 aufgenommenen Asylbewerbern und Ukraine-Flüchtlingen „an der absoluten Kapazitätsgrenze“ angelangt, schrieb die parteilose Landrätin Peggy Greiser bereits Mitte Februar an Bundesinnenministerin Nancy Faeser (SPD). Mit der Bestandsaufnahme verband sie elf Forderungen wie die „wirksame Bekämpfung der illegalen Migration“, „effektive und funktionierende Rückführungsstrategien“ sowie die „drastische Reduzierung von Leistungen für ausreisepflichtige Asylbewerber“. Dann war Warten angesagt. Knapp drei Monate gingen ins Land, bis das Schreiben eines Abteilungsleiters aus Faesers Ministerium die Thüringer erreichte. Dieses war mit vier Seiten zwar umfangreich, inhaltlich jedoch dünn. Selbst der Focus, der sich ansonsten nur geringe Abweichungen vom engen Meinungskorridor erlaubt, titelte „Die Antwort von Faeser macht sprachlos“ und zog ein wenig schmeichelhaftes Fazit: „In ihrem Duktus erinnert die Erwiderung aus Faesers Ministerium an propagandistische Lobhudeleien der Partei- und Staatsführung in der DDR, ganz nach dem Motto: Die Funktionäre unter Bundeskanzler Olaf Scholz (SPD) machen immer alles richtig und haben die Situation fest im Griff.“

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@martinvestor.de, Stichwort „Matrix“.

Hinweis in eigener Sache: Für die „Löcher in der Matrix“ sammeln wir Erstaunliches und Schröges aus der Welt der Medien. Das Beste gibt es weiterhin hier, alles andere auch laufend im Internet. Schauen Sie doch einfach mal vorbei: www.martinvestor.de/category/hintergrund/loecher-in-der-matrix

GERMANN
VIOLINS

Wertanlage mit Resonanz

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

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

500 Jahre Geigenbau-Tradition.
Ich berate Sie gerne.

Ihre Geigenbaumeisterin
Laura Germann.

STEINWEGPASSAGE 6
20355 HAMBURG

WWW.GERMANN-VIOLINS.DE

Charttechnik

Nach dem Ausbruch ...

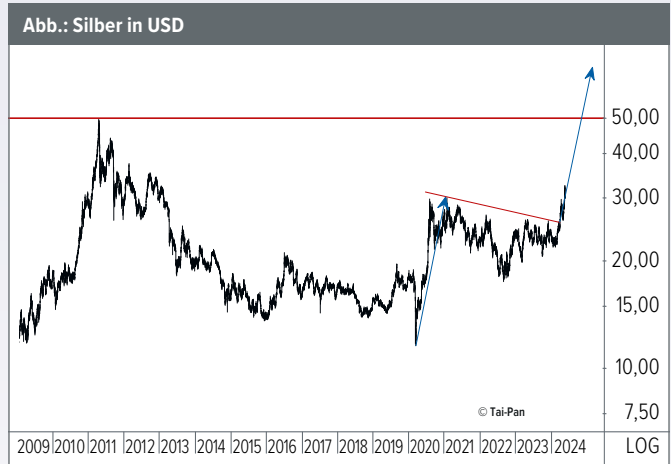
... ist vor der Aufholjagd

Starker Trend

Es ist gerade einmal zwei Ausgaben her (Smart Investor 4/2024), dass wir an dieser Stelle auf einen möglichen Ausbruch beim Silber aufmerksam gemacht hatten. In der Zwischenzeit ist nicht nur dieser Ausbruch erfolgt, das weiße Metall führt sogar den zweiten Monat in Folge unser Relative-Stärke-Universum (vgl. S. 44) an. Kurz vor Redaktionsschluss kam es jedoch zu einem ordentlichen Rücksetzer. Haben wir also wieder nur ein Strohfeder gesehen?

Kurs Allzeithoch

Der Blick auf den Langfristchart zeigt, wie bedeutsam der Ausbruch war. Dagegen ist die jüngste Korrektur bislang kaum zu erkennen. Nicht nur wurde die seit Ende 2020 währende Abwärtskorrektur gebrochen, der jüngste Aufschwung führte zudem auf ein neues Elfhjahreshoch. Nun kursieren an den Edelmetallmärkten immer wieder Gerüchte über gezielte Preisdrückungen. Immerhin sind Gold und Silber die sichtbarsten Gegenspieler der angeschlagenen Fiatgelder. Gegen die charttechnische Traumkonstellation müsste aber wohl massiv interveniert werden, um den Preis wieder einzu-



fangen. Ansonsten ist die Vorzugsrichtung jetzt erst einmal aufwärts. Wendet man die Technik des „Measured Move“ auf den letzten Aufwärtssimpuls (blauer Pfeil) an, so käme man auf Kurse jenseits von 60 USD/Feinunze. Auf dem Weg dorthin liegt das Allzeithoch im Bereich von 50 USD, das auch schon Ende der 1980er im Rahmen des versuchten Silber-Corners durch die Gebrüder Hunt erreicht wurde. Nachdem Gold bereits seit Wochen neue Allzeithochs erreicht, könnte Silber tatsächlich nachziehen.

Ralph Malisch

Intermarketanalyse

Gesamtsystem knapp im Plus dank fallendem Ölpreis!

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

Das GESAMTSYSTEM: Positiv 2:1!**1) Zinsstruktur: Negativ!**

Die Zinsstrukturkurve (langfristige abzgl. kurzfristiger Zinsen) bewegt sich weiterhin tief im Minusbereich und erholt sich nur langsam. Letzter Stand: -1,34.

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

In der ersten Maihälfte konnten sich die Aktienindizes von den Korrekturen im April vorläufig noch einmal erholen, mussten aber dann wieder Rückschläge hinnehmen. Dies stellt jedoch noch keine überzeugende Trendwende nach unten dar.

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

Die Anleihezinsen sind zwar zuletzt in eine Seitwärtsbewegung übergegangen, doch ist es noch zu früh, von einer Trendwende in Richtung „steigende Zinsen“ zu sprechen.

Ölpreis: Positiv!

Der Preis für Brentöl ist vier Wochen lang kräftig gefallen; bei Redaktionsschluss betrug er nur noch 81,6 USD. Das war der Auslöser für die positive Trendwende im Mai und hat auch das Gesamtsystem vorläufig wieder ins Plus geführt.

CRB-Index: Negativ!

Die Rohstoffpreise haben nach ihrem kräftigen Anstieg bei rund 290 Punkten des CRB-Index vorläufig Halt gemacht. Dabei hat der Preisanstieg durchaus für Inflationsbefürchtungen gesorgt.

US-Dollar in Euro: Positiv!

Der US-Dollar hatte vor vier Wochen wieder ein positives Signal gegeben, konnte anschließend aber seinen Anstieg nicht weiter fortsetzen (zuletzt: 0,9247 EUR). Eine Wende nach unten wäre aber erst vollzogen, wenn der Dollar unter 0,9140 EUR fällt.

Saisonfaktor: Negativ!

Im Sommerhalbjahr (Mai bis Oktober) laufen die Börsen im Durchschnitt wesentlich schwächer als im Winterhalbjahr (November bis April).

Fazit

Unser Gesamtsystem ist nun wieder knapp im Plus, dank des fallenen Ölpreises. Der Aktienmarkt ist also noch nicht auf Baissekurs. Das wäre auch erst wirklich vollzogen, wenn der S&P 500 unter 4.700 Punkte sinken würde. Davon ist er mit aktuell 5.300 Punkten noch weit entfernt. Vorsicht ist aber trotzdem geboten – offensichtlich konnten die Aktienindizes ihre bisherigen Höchststände nicht mehr überbieten. Eine Vollinvestition in Aktien dürfte weiterhin zu gefährlich sein.

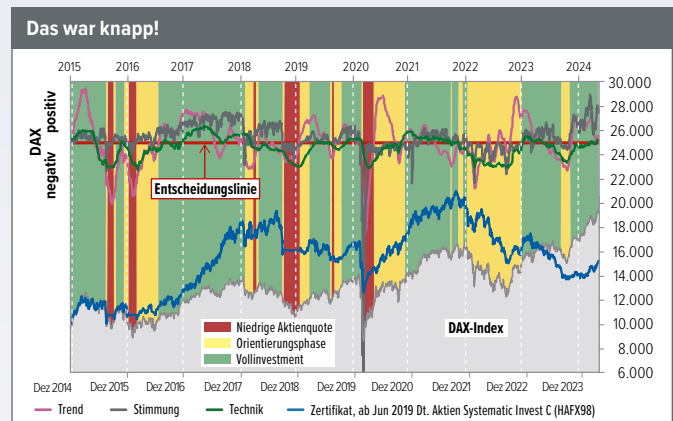
Quantitative Analyse

Nochmal gut gegangen!

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

Unsere Indikatoren sind im April eingebrochen und steuerten zunächst auf ein Verkaufssignal zu. Unmittelbar vor der Entscheidungslinie wurden sie gerade noch rechtzeitig aufgefangen, wie bei unserem Trendindikator zu sehen. Auch der Technikindikator befindet sich nun wieder oberhalb der Entscheidungslinie; der Stimmungsindikator ist sogar regelrecht nach oben gestürzt.

Ob die Aktienindizes nachhaltig neue Höhen erklimmen werden, ist jedoch fraglich, zumal die volatilen Sommermonate bevorstehen. Auch spricht der robusteste aller saisonalen Zyklen, der Präsidentschaftszyklus, im aktuellen Wahljahr zunächst für ein Luftholen, bevor es dann im zweiten Halbjahr zu soliden Zugewinnen kommen sollte. Fundamental betrachtet wird die Zentralbankpolitik das Zünglein an der Waage sein. Was die EZB anbetrifft, so rechnen wir im Juni mit einer Zinssenkung. Statistisch betrachtet sind die ersten Phasen von Zinssenkungen für die Aktienmärkte nicht ideal, da sie Zeichen einer sich abschwächenden Wirtschaft darstellen. Insgesamt würde also ein Abtauchen der Aktienindizes in den nächsten Wochen durchaus ins Gesamtbild passen.



Quelle: Eigene Berechnungen; Stand: 23.5.2024

Markttrend: Unser Trendindikator brach im April massiv ein, wurde aber rechtzeitig vor der Entscheidungslinie aufgefangen – der Abstand ist jedoch nicht allzu groß, sodass ein Ausstiegssignal bei wieder fallenden Märkten schnell erreicht wäre.

Marktstimmung: Der erneute Ausbruch unseres Stimmungsindikators im Mai war fast so beeindruckend wie der Einbruch zuvor. Solche Extremphasen gibt es selten, doch in den nächsten Wochen wird es durch den Sommer hindurch volatil bleiben.

Markttechnik: Nach einem vorübergehenden Unterschreiten der Entscheidungslinie konnte sie der Technikindikator Anfang Mai wieder überwinden. Der Abstand zu dieser Linie bleibt jedoch klein, sodass ein erneutes Ausstiegssignal sehr zeitnah erfolgen könnte. ■

sentix Sentiment

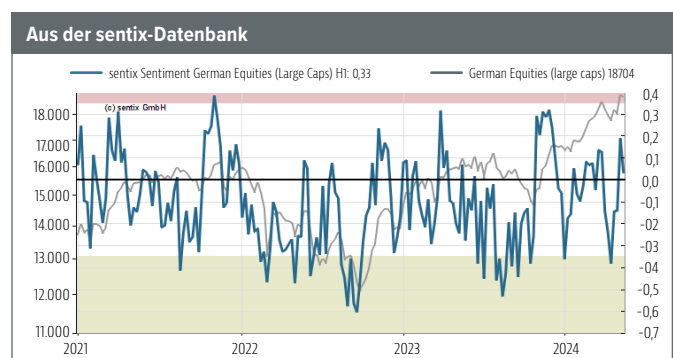
Neutrale Stimmungslage

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

„Sell in May and go away“? Diese Frage stellen sich die Anleger regelmäßig in dieser Zeit des Jahres. Das Saisonfenster für deutsche Aktien ist noch positiv und es sind August und September, welche typischerweise als schwächste Monate des Jahres gefürchtet sind.

Die Stimmung spricht ebenfalls noch nicht für ein jähes Ende der freundlichen Aktienphase – denn sie ist trotz neuer Hochs lediglich neutral. Auch die Anlegerpositionierung zeigt noch keine gefährliche Überinvestierung, sondern eine neutrale Ausrichtung der Anlegerportfolios.

Auch seitens des Strategischen Bias sind allenfalls erste Schwächeanzeichen, aber noch keine klare Verkaufsindikation auszumachen. Das Zeichen der Schwäche ist bei den professionellen Anlegern zu erkennen, die nach der jüngsten Aufschwungsphase wohl den Appetit auf weitere Käufe verloren haben. ■



sentix Sentiment Aktien Deutschland und DAX

Relative Stärke

Nach dem Gipfelsturm

Differenziertes Bild – nicht nur bei Edelmetallen

Silber bleibt top

In der letzten Ausgabe konnten wir über den Gipfelsturm der Edelmetalle berichten, die sich an die Spitze unseres Universums

gesetzt hatten. Inzwischen stellt sich die Situation etwas differenzierter dar, denn kurz vor Redaktionsschluss dieser Ausgabe erlitten Gold und Silber einen kleinen

Schwächeanfall. Dieser lässt sich wohl am ehesten als technische Reaktion auf die vorangegangene Hausse interpretieren. In der Relativbetrachtung verlor Gold

fünf Ränge auf Platz 7, während sich der Gold Bugs Index sogar um einen Rang auf Platz 2 verschieben konnte. Silber behält mit Platz 1 weiter die Führung, befindet sich mit einem Abstand von +21,4% gegenüber seinem gleitenden Halbjahresdurchschnitt aber noch immer im deutlich überkauften Bereich (Spalte „GD Halbjahr Abst. %“). Eine weitere Verschnaufpause ginge also in Ordnung. Das weiße Metall wird uns dieses Mal auch in unserer Rubrik „Chartanalyse“ auf S. 42 beschäftigen. Doch nicht alle Rohstoffe haben die Korrektur so gut verdaut. Periodenverlierer ist Rohöl mit einem Minus von 15 Rängen auf Platz 20. Dass die Edelmetallhausse dennoch mehr als eine Eintagsfliege sein könnte, legt die Entwicklung des REXP 10 nahe. Der Index der synthetischen zehnjährigen Bundesanleihen sank um weitere vier Ränge auf Platz 24 ab. Metalle bleiben in, Staatspapiere out.

Reformen greifen

Zurück im Kreis der Favoriten meldete sich der argentinische Merval mit einem gewaltigen Sprung um 20 Ränge auf Platz 5. Nicht nur gibt es erste Erfolge über das Reformprogramm von Präsident Milei zu vermelden, auch die schlagartige Abwertung des Peso im Dezember 2023 ist inzwischen verdaut. Trotz politischer Risiken entwickelten sich auch Chinaaktien sehr stark. Der Hang Seng legte um 17 Ränge auf Platz 4 zu, die H Shares machten elf Ränge auf Platz 3 gut. ■

Ralph Malisch

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors								Ausgewählte technische Indikatoren in Landeswährung				
Relative Stärke zum								Lage Kurs			GD Halbjahr	
Index	Land	24.5.	19.4.	15.3.	16.2.	19.1.	8.12.	4 Wo.	6 Mo.	3 Jhr.	Steig. %	Abst. %
Silber		1	1	8	16	17	20	62	78	83	+0,19	+21,4
Gold Bugs Ind.	USA	2	3	16	23	19	15	50	82	61	+0,18	+15,7
H Shares	China	3	14	20	22	24	23	51	78	25	+0,09	+13,6
Hang Seng	HK	4	21	22	20	23	24	51	74	26	+0,06	+10,4
Merval	Arg	5	25	25	25	25	1	81	91	95	+0,65	+37,0
PTX	Polen	6	4	1	1	3	2	46	81	92	+0,12	+7,5
Gold		7	2	9	15	12	11	28	74	85	+0,12	+8,7
IBEX 35	E	8	6	7	14	10	3	69	88	95	+0,12	+8,1
NASDAQ 100	USA	9	13	6	3	1	5	92	94	96	+0,13	+7,8
DAX	D	10	8	4	7	8	4	73	91	96	+0,13	+7,6
FTSE 100	GB	11	12	17	13	14	16	54	82	87	+0,08	+6,8
S&P 500	USA	12	9	5	4	5	9	87	94	93	+0,12	+6,8
Sensex	Indien	13	10	14	9	6	6	80	95	96	+0,10	+4,5
CAC 40	F	14	7	3	10	13	10	51	81	92	+0,09	+4,0
SMI	CH	15	17	12	12	11	13	84	90	94	+0,12	+7,7
TecDAX	D	16	22	11	6	7	8	83	83	58	+0,08	+3,2
All Ord.	Aus	17	15	13	8	9	14	48	83	88	+0,07	+2,4
MDAX	D	18	18	19	17	18	19	65	73	36	+0,03	+2,8
DJIA 30	USA	19	11	10	5	4	7	55	79	91	+0,08	+2,4
Rohöl		20	5	18	18	21	25	10	45	23	+0,01	+0,1
Nikkei 225	J	21	16	2	2	2	17	54	71	85	+0,13	+5,1
KOSPI	Korea	22	19	15	11	16	18	24	72	45	+0,06	+2,3
Shenzhen A	China	23	23	23	24	22	21	42	54	26	-0,08	-1,3
REXP 10 *	D	24	20	21	19	15	12	31	6	8	+0,00	-1,6
S.E.T.	Thai	25	24	24	21	20	22	20	30	8	-0,03	-1,5
RTX	Rus	26	26	26	26	26	26	0	0	0	-0,42	-54,6
verbessert verschlechtert unverändert								>=70			>0	<-15
* REXP 10: Index zehnjähriger Anleihen								<=30			<0	>+15

* REXP 10: Index zehnjähriger Anleihen

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

Lage Kurs: Lage innerh. des Intervalls (0 = Tief / 100 = Hoch der Periode)

Steig. %: Steigungswinkel GD130

Abst. %: Abstand Kurs zu GD130

Edelmetalle / Interview

„Es spielt keine Rolle, ob die Fed die Zinsen senkt“

Brien Lundin,
auf der Goldmesse 2024

Smart Investor im Gespräch mit **Brien Lundin**, Herausgeber von „Gold Newsletter“, über Edelmetalle und Politik

Brien Lundin, Herausgeber des Börsenbriefs „Gold Newsletter“ und Organisator der New Orleans Investment Conference, war der wohl prominenteste Redner bei der Deutschen Goldmesse Anfang Mai in Frankfurt. Der Titel seines Vortrags, „Gold: Wer braucht die Zinswende?“, dürfte aus Sicht des Mainstreams eine Provokation gewesen sein – ebenso sein Fazit. Wir sprachen mit ihm am Rande der Veranstaltung.

Smart Investor: Mr. Lundin, vorab eine etwas neugierige Frage: Sind Sie ein Mitglied der durch Ihre Rohstoffinvestments bekannt gewordenen schwedischen Unternehmerfamilie Lundin?

Lundin: Wir haben möglicherweise dieselben Vorfahren, aber ich bin tatsächlich kein Teil dieser Familie.

Smart Investor: Sie wurden Anfang März anlässlich der Minenkonferenz PDAC in Toronto interviewt. Sie sind einer der führenden Experten für Edelmetalle, lagen aber im Rückblick total daneben. Sie sahen den Goldpreis Ende dieses Jahres bei 2.300 USD, aber er ist nun schon Ende April bei über 2.400 USD. Sie sagten, dass die Anleger aus dem Westen den Goldpreis über den Widerstand bei 2080 USD schieben würden. Es waren aber aggressive Käufe aus China; der Westen stand netto auf der Verkäuferseite. Sie prognostizierten in-

folge des höheren Goldpreises eine breite Rally bei Minenaktien. Es ging zum Teil hinauf, aber es war ein von Stock Pickern bestimmter Markt. Kaum einer hatte vorhergesehen, was kam. Warum wurden Sie – und auch wir – in diesem Umfang überrascht?

Lundin: Auch ich arbeite noch an der Lösung dieser Rätsel. Schauen wir uns das der Reihe nach an. Die Nichtpartizipation des Westens an dieser Rally wird weitgehend daran festgemacht, dass es keine Käufe beim SPDR Gold Trust ETF gab. Es wurden sogar Anteile zurückgegeben. Es gab aber durchaus Kaufinteresse im Westen, bei den Futures und Options. Das Open Interest in der Kategorie Managed Money ist hier stark gestiegen, das sind die Hedgefonds. Das ist Hot Money, das schnell in den Markt hineingeht, ihn aber auch wieder schnell verlässt. Chinas Notenbank hat gekauft, aber auch Chinas Bevölkerung, und das ungewohnterweise zu immer höheren Preisen. Die großen Minenaktien haben Gold outperformt, aber nicht in dem Maße, wie ich das erwartet hatte. Bei den Junior Miners hat sich bisher kaum etwas getan.

Smart Investor: Genau! Und was war nun der Grund dafür?

Lundin: Dass das alles so kam, dürfte zwei Gründe haben: Der Goldpreisanstieg war so schnell und so stark, dass jeder davon überrascht wurde – und die Leute haben nicht verstanden, warum sich der Preis be-

Brien Lundin beschäftigt sich seit vier Jahrzehnten mit Finanzthemen. Er ist President und CEO von Jefferson Financial, einem angesehenen Organisator von investitororientierten Events und Herausgeber von Börsenbriefen. Der von James U. Blanchard III, Brien Lundins Mentor, im Jahr 1971 gegründete Gold Newsletter ist die weltweit älteste Publikation dieser Art. Blanchard startete ebenfalls die New Orleans Investment Conference, die heute von Lundin veranstaltet wird.

wegt hat. Gold hat im brutalsten Zinserhöhungszyklus um 700 USD bzw. rund 40% zugelegt. Es besteht keine akute Bankenkrise. Und die Fed hat nicht angekündigt, in den kommenden Monaten die Zinsen zu senken. Es gab nach westlichem Verständnis keinen der bekannten Gründe dafür, dass Gold steigen sollte.

Smart Investor: Wir sahen bei dieser Rally sogar etwas historisch Neues: Der Goldpreis wurde in Shanghai gemacht, nicht mehr in New York und London. China saugt wie ein Staubsauger physisches Gold vom Westen in den Osten. Und dann jüngst diese scharfe Korrektur, über die viele sagen, dass sie überfällig war. Es gab dafür zwei Auslöser: Die chinesischen Goldkäufe ebten ab, die Fed hat ganz offensichtlich über

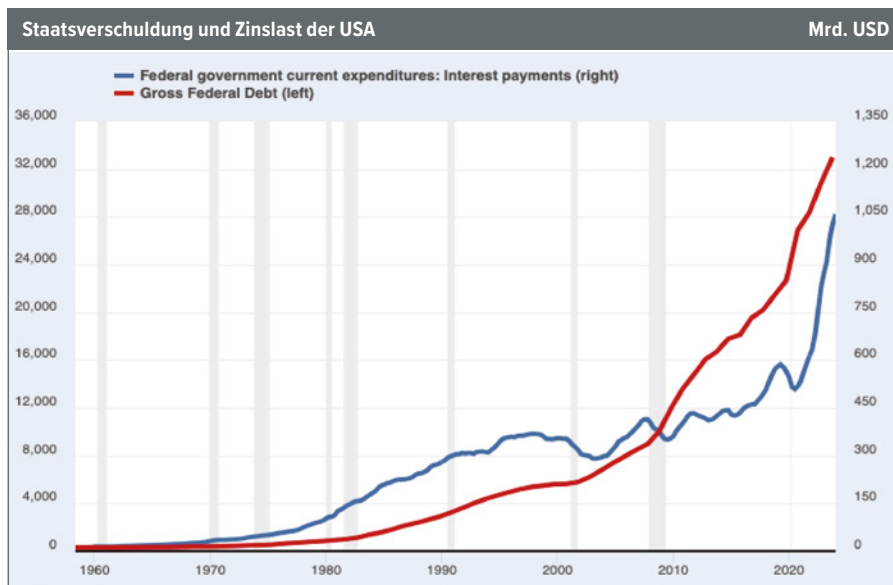
Leerverkäufe interveniert. Die politisch Verantwortlichen im Westen versuchen offenbar verzweifelt, den Preisanstieg von Gold zu bremsen, um das dollarzentrierte Finanzsystem am Leben zu halten. China im Gegenzug dürfte froh sein, weil es Gold jetzt wieder billiger kaufen kann. Spielt China ein Katz-und-Maus-Spiel mit uns?

Lundin: Ich denke, dass das gut beobachtet ist. Ich glaube nicht, dass der Goldpreis täglich aktiv manipuliert wird, um den Preis zu drücken – aber er wird an einigen zentralen Wendepunkten manipuliert. Wir waren gewöhnt, dass der preiseempfindliche Osten in Schwächephase hineingekauft hat; der Westen kaufte als spekulativer Trendfolger, wenn der Preis stieg. Das hat sich geändert. Es ist außerdem interessant, dass die Faktoren, die bearish für Gold waren – steigende Zinsen, ein starker Dollar, steigende Realzinsen –, Gold nicht gebremst haben. Im Gegenteil: Sie haben es gestärkt. Gold scheint vor allem auf die globale Schuldenlast zu reagieren.

Smart Investor: Die USA haben den Dollar zu einer politischen Waffe gemacht. Stimmen Sie der These zu, dass der Globale Süden, angeführt von China und Russland, nun dasselbe mit Gold macht? Sie arbeiten an einer goldgedeckten digitalen Währung, um im Handel den Greenback und das von den USA kontrollierte Informationssystem SWIFT zu vermeiden.

Lundin: Ich stimme im Wesentlichen zu. 2022 und 2023 sind die Goldkäufe östlicher Notenbanken stark gestiegen. Das begann exakt zu dem Zeitpunkt, als die USA die Sanktionen gegen Russland verhängten. Ich denke, dass jedes neue Währungsregime auf Gold basieren muss, weil die Akteure, die dahinterstehen, nicht die wirtschaftliche Stärke der USA haben. Ich denke aber nicht, dass der Dollar auf absehbare Zukunft als Weltleitwährung abgelöst wird.

Smart Investor: In Ihrem Vortrag zeigten Sie einen interessanten Chart über den parabolischen Anstieg der US-Staatsschulden und der US-Zinsausgaben. Die Frage ist: Wie lange können sich die USA das noch leisten? Wann wird diese Schuldenspirale kollabieren?



Quelle: BEA, CEA

Lundin: Technisch gesprochen ist die Definition einer Schuldenspirale erfüllt. Wir leihen uns Geld, um die Zinsen auf unsere Schulden zu bezahlen, und wir machen weiterhin neue Schulden. Jede Nation, die nicht die globale Weltleitwährung emittiert, würde unter diesem Anstieg von Schulden und Zinsausgaben kollabieren. Aber ab einem gewissen Punkt wird das auch für die USA Folgen haben. Der durchschnittliche Zins auf amerikanische Staatspapiere ist auf zuletzt 3,28% gestiegen. Das bedeutet 1,1 Bio. USD Zinsausgaben in diesem Jahr. Wenn die Fed den Leitzins sofort um 150 Basispunkte senken würde – das wären sechs Leitzinssenkungen zu einem Viertel Prozentpunkt –, würden die Zinsausga-

ben im nächsten Jahr dennoch auf 1,2 Bio. USD steigen. Wenn sie die Zinsen unverändert lässt, steigt diese Zahl auf 1,7 Bio. USD. Das ist ein zunehmend senkrechter Anstieg. Der Zeitpunkt ist nicht mehr fern, ab dem dieser Aspekt in die Anlageentscheidungen von Mainstreaminvestoren und Institutionen einfließt.

Smart Investor: Sie sagten noch vor zwei Monaten, dass die Fed dieses Jahr die Zinswende einläutet, ihr bleibe keine Wahl. Einige andere Beobachter wie Alasdair Macleod oder Matthew Piepenburg behaupten, dass die Fed längst die Kontrolle verloren hat, dass der Markt sogar noch höhere Zinsen

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios							
	Kurs				Veränderung seit		
	23.5.24	19.4.24	29.12.23	2.1.06	Vormonat	29.12.23	2.1.06
Gold in USD	2.330,00	2.390,60	2.062,75	516,88	-2,5%	+13,0%	+350,8%
Gold in EUR	2.154,78	2.240,23	1.871,25	437,30	-3,8%	+15,2%	+392,7%
Silber in USD	30,10	28,69	23,78	8,87	+4,9%	+26,6%	+239,3%
Silber in EUR	27,84	26,89	21,61	7,61	+3,5%	+28,8%	+265,8%
Platin in USD	1.021,50	934,50	992,00	966,50	+9,3%	+3,0%	+5,7%
Palladium in USD	972,00	1.030,50	1.101,50	254,00	-5,7%	-11,8%	+282,7%
HUI (Index)	272,35	262,73	243,31	298,77	+3,7%	+11,9%	-8,8%
Gold/Silber-Ratio	77,41	83,33	86,74	58,27	-7,1%	-10,8%	+32,8%
Dow Jones/Gold-Ratio	16,77	15,89	18,27	21,20	+5,5%	-8,2%	-20,9%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,0812	1,0656	1,1041	1,1819	+1,5%	-2,1%	-8,5%

erzwingen wird. Das wäre, entgegen konventioneller Einschätzung, das beste Argument für Gold, weil Anleihen ihren Status als sicheres Investment verlieren würden.

Lundin: Ja. Auch wir beschäftigen uns bei unseren Analysen viel mit der Politik der Fed, denn sie beeinflusst in großem Umfang alle Anlageentscheidungen. Die Welt hat sich mehr als vier Jahrzehnte an fallende Zinsen gewöhnt. Die Märkte sind abhängig von der Liquiditätsflut der Federal Reserve. Es wird bisher noch wenig darüber gesprochen, was passiert, wenn die Fed die Kontrolle verliert – wenn sie z.B. nicht mehr genug Anleihen kaufen kann, um die Zinsen auf dem Niveau zu halten, das sie anstrebt.

Ich denke, niemand kann akkurat vorhersagen, welche Konsequenzen es haben wird, wenn der Markt höhere Zinsen erzwingt. Aber man kann in der Tat zuversichtlich für Gold sein in diesem Szenario, das Sie angesprochen haben.

Smart Investor: Sie veranstalten jedes Jahr die New Orleans Investment Conference, dieses Jahr vom 20.11. bis 23.11. Es ist der traditionsreichste Event dieser Art in den USA. Wie viele Ihrer Gäste kommen aus Deutschland?

Lundin: Nicht genug! Uns gibt es schon so lange. Wir würden uns natürlich über mehr Gäste aus Deutschland freuen. Sie werden erstaunt sein über die Qualität unserer Redner.

Smart Investor: Ich weiß nicht, ob Sie meine letzte Frage beantworten möchten. Hier in Frankfurt präsentieren 20 Unternehmen – welche davon sind Ihre Favoriten?

Lundin: Ich bin erst vor ein paar Stunden in Frankfurt gelandet, hatte noch keine Chance, mir irgendeine Präsentation anzuhören. Aber ich kann Ihnen sagen, dass einige der Unternehmen, die im Programm aufgelistet sind, vom Gold Newsletter empfohlen werden. Es sind einige gute Unternehmen darunter – und ich habe einige auf meiner Watchlist.

Smart Investor: Vielen Dank für dieses interessante Interview.

Interview: Rainer Kromarek

Auf Stippvisite

Endeavour Silver

Dan Dickson (CEO) und Galina Meleger (VP Investor Relations) von Endeavour Silver (WKN: A0DJ0N) besuchten uns Ende April in der Redaktion. Sie zeigten sich hochzufrieden über die seinerzeitige Rally beim Silberpreis, welche auch die Perspektiven für den kanadischen Mid-Tier-Produzenten weiter aufhellte. Im Windschatten des Goldes konnte das weiße Metall in nur drei Wochen mehr als 30% zulegen. Derartige Preisschübe sind selbst im volatilen Silbermarkt nicht an der Tagesordnung, bilden für die Produzenten aber einen willkommenen zusätzlichen Windfall-Profit zur eigentlichen Geschäftsstrategie.

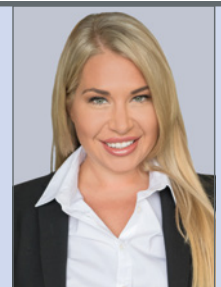
Endeavour Silver – nicht zu verwechseln mit Endeavour Mining, zu der keine Geschäftsbeziehungen bestehen – betreibt derzeit zwei Silber-/Gold-Minen in Mexiko. Diese befinden sich unter Tage und

sind damit von einem möglichen Verbot des Übertagebergbaus nicht betroffen. Die inflationsbedingte Kostenentwicklung und der ungünstige Wechselkurs ließen die Margen 2023 zwar schrumpfen; trotzdem konnte ein insgesamt positiver Cashflow generiert werden.

Der Fokus liegt aktuell auf dem Projekt Terronera, ebenfalls in Mexiko, im Bundesstaat Jalisco. Gerade erst konnte bekannt gegeben werden, dass der Baufortschritt 50% des Projektvolumens überschritten hat. Die Unternehmensleitung zeigte sich überzeugt, dass die Mine noch im vierten Quartal dieses Jahres in Betrieb gehen wird. Damit könnte die Jahresproduktion auf über 15 Mio. Feinunzen Silber fast verdoppelt werden. Gleichzeitig halbieren sich die Kosten pro Unze aufgrund von Effizienzsteigerungen in der Silbergewinnung. Letztendlich würde



Dan Dickson,
CEO



Galina Meleger,
VP Investor Relations

Endeavour Silver mit diesen Zahlen auch kostenseitig ganz vorne mitspielen.

Das Management um Dickson hat sich zum Ziel gesetzt, zu einem der führenden Silberproduzenten aufzusteigen – mit einer angepeilten Förderung von 20 Mio. bis 25 Mio. Unzen pro Jahr. Dies könnte bereits mittelfristig erreicht werden, falls sich die weiteren Explorationsprojekte in Mexiko (vor allem Pitarilla und Parral), Chile und den USA ähnlich positiv entwickeln wie Terronera. Beim Aktienkurs von Endeavour Silver scheint die Talsohle ebenfalls durchschritten zu sein, was auf weiteres Aufwärtspotenzial hindeutet.

Peter Seufert-Heyne

Edelmetalle

Aus dem Winterschlaf erwacht

Minenunternehmen bei der Deutschen Goldmesse in Frankfurt

Die Folgen der langjährigen Talfahrt der Minenaktien waren auch bei der Deutschen Goldmesse Anfang Mai in Frankfurt nicht zu übersehen: Es kamen nur 20 Unternehmen, statt der über 30 im Vorjahr. Auch das Publikumsinteresse war deutlich geringer. Das Fazit der Veranstaltung könnte lauten: Die Leidenszeit vieler Junior-Minenunternehmen ist trotz des jüngsten Goldpreisanstiegs noch nicht vorbei – aber die Talsohle ist durchschritten.

Equinox Gold erstmals in Frankfurt
Equinox Gold (WKN: A2PQPG), ein Edelmetallförderer mit sieben Minen und 1,6 Mrd. EUR Börsenwert, war der mit weitem Abstand größte Teilnehmer bei dieser Goldmesse. Aktueller Anlass: Das Unternehmen kauft dem Minenfinanzierer

Orion für 995 Mio. USD dessen 40%-Anteil an der Greenstone-Mine ab, die diesen Sommer den Betrieb aufnimmt (geplante Jahresförderung: 400.000 Unzen). Die Gesamtkosten für Erwerb und Bau von Greenstone liegen damit für Equinox Gold bei 1,85 Mrd. USD – das ist relativ preiswert für eine der größten und profitabelsten Goldminen Kanadas. Equinox hat danach etwa 1 Mrd. USD Schulden (dazu kommt eine Wandelanleihe über 451 Mio. USD, die in eigenen Aktien zurückgezahlt wird). Das ist hoch für ein Unternehmen dieser Größe, aber tragbar beim derzeitigen Goldpreis. Equinox dürfte 2025, wenn Greenstone vollständig in Betrieb ist, das von Chairman Ross Beaty ausgegebene Ziel von 1 Mio. Unzen Gold Jahresproduktion erreichen können. Das Unternehmen bleibt aber trotz der Inbetriebnahme von Greenstone ein Förderer mit relativ hohen Kosten. Das führt zu einem „irren Hebel“: Wenn der Goldpreis um 5% zulegt, steigt der operative Gewinn um 30%. Für den Anleger bietet Equinox Gold eine wenig riskante Möglichkeit, von einem weiter steigenden Goldpreis überproportional zu profitieren.

Explorer mit Finanzproblemen

Für Equinox Gold als etablierten Edelmetallförderer war es nicht allzu schwierig, die oben genannten 995 Mio. USD über eine Anleihe und die Ausgabe eigener Aktien zu finanzieren. Kleine Explorer wie **Defiance Silver** (WKN: A1JQW5) sind dagegen schon froh, wenn es gelingt,



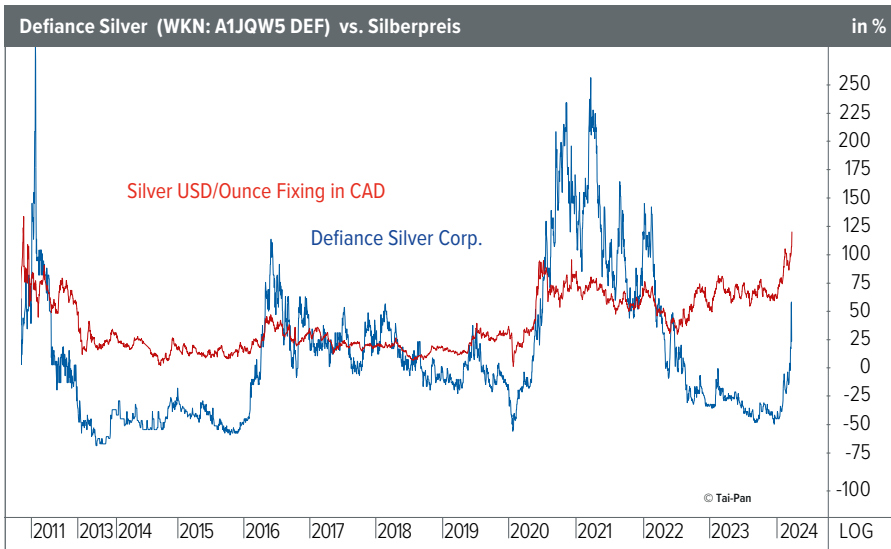
Joanna Ponicka, Partner Equivest, Teilnehmerin am bhp xplora Programm

ein paar Millionen frisches Kapital aufzunehmen.

Defiance Silver beendete im März ein Private Placement über 2,64 Mio. CAD (1,79 Mio. EUR), Preis je Anteil: 0,10 CAD. Mehr war nicht möglich – und bei dem niedrigen Aktienkurs wegen der Kapitalverwässerung auch nicht wünschenswert. Das Unternehmen kontrolliert die zweitgrößte Landposition im Zacatecas-Distrikt, in direkter Nachbarschaft liegen die größten Gold- und Silberminen Mexikos. Das Management macht seit Jahren kontinuierlich gute Arbeit – und kommt bedingt durch Kapitalmangel doch nicht schnell genug voran. Stattdessen wurde Defiance Silver zum Spielball der Spekulanten. Mit steigendem Silberpreis verzehnfachte



Douglas Cavey, Executive Vice President bei Defiance Silver



Der Aktienkurs von Defiance Silver zeigt eine deutlich höhere Volatilität als der Silberpreis.

sich der Aktienkurs, danach ging es um 90% bergab. Ähnliches war auch in der aktuellen Edelmetallhausse zu beobachten: Nach der Kapitalerhöhung hat sich die Notierung in nur einem Monat auf 25 kanadische Cent mehr als verdoppelt. Dumm gelaufen aus Sicht des Unternehmens, das bis 2025 eine vorläufige Wirtschaftlichkeitsberechnung (PEA) für das Projekt in Mexiko erstellen möchte. Ob das gelingt, ist ungewiss. Executive Chairman Chris Wright: „Bei diesem niedrigen Aktienkurs ist Kapital sehr teuer.“

Was hier am Beispiel von Defiance Silver dargestellt wurde, gilt auch für **GFG Resources** (WKN: A2DWM1) (zweitgrößter Landbesitzer im Timmins-Distrikt in

Ontario, Kanada), **QC Copper & Gold** (besitzt eine im globalen Maßstab kleine, aber hochgradige Kupferressource in Kanada) oder **Prismo Metals** (möchte eine frühere Kupfermine in Arizona wiederbeleben). Die zum Teil stark gestiegenen Metallpreise sprechen auf mittlere Sicht für solche Projekte. Dagegen spricht nicht nur der Mangel an Kapital: Die Zahl der Unternehmen, die in der Lage und willens sind, solche Minen zu bauen, ist begrenzt.

First Nordic Metals (WKN: A4081Q), erst im Februar 2024 aus der Fusion von Barsele Minerals und Gold Line Resources entstanden, war das jüngste Unternehmen auf dieser Messe – und eines der interessantesten. CEO ist Taj Singh, der Discovery Silver zu einer Erfolgsgeschichte gemacht hat. Das Unternehmen wurde durch die Fusion zum größten Minenentwickler in Schweden und kontrolliert nun den ganzen, über 100 Kilometer langen Gold Line Belt. Singh ist optimistisch, dass es ihm gelingt, Agnico Eagles 55%-Anteil am Barsele-Projekt zu übernehmen – woran Barsele Minerals einst wegen Geldmangels gescheitert ist. Der charismatische CEO sieht sich in einer guten Verhandlungsposition. „Agnico Eagle hat das Interesse daran verloren“, sagt er. „Agnico Eagle investiert nur noch in das Wachstum seiner bereits vorhandenen Minen.“

Rainer Kromarek

Bild: © Kai Hoffmann



Victoria Gold CEO John McConnell



3,2 kg Feinsilber

Werner Pfändler | Jana | 30 Exemplare

Reines Silber als Wertanlage –
gegossen in zeitlos schöne Kunst.

Mehr Skulpturen aus Feinsilber:
www.BullionArt.de
oder rufen Sie mich einfach an:
Frauke Deutsch 089 335501

Rohstoffe

Der Fokus liegt auf dem Metallsektor

Überblick

Rohöl von Raisis Tod unbeeindruckt, Metalle nehmen Fahrt auf

Nach vorangegangenen Rallys verschiedener Nischensektoren, wie Kakao oder Orangensaft, verbuchten nun auch zwei der meistgehandelten Metalle neue Rekorde. So stieg Kupfer auf den höchsten Stand aller Zeiten, überschritt die Marke von 11.000 USD pro Tonne und setzte damit eine monatelange Rally fort. Der Tod des irani-

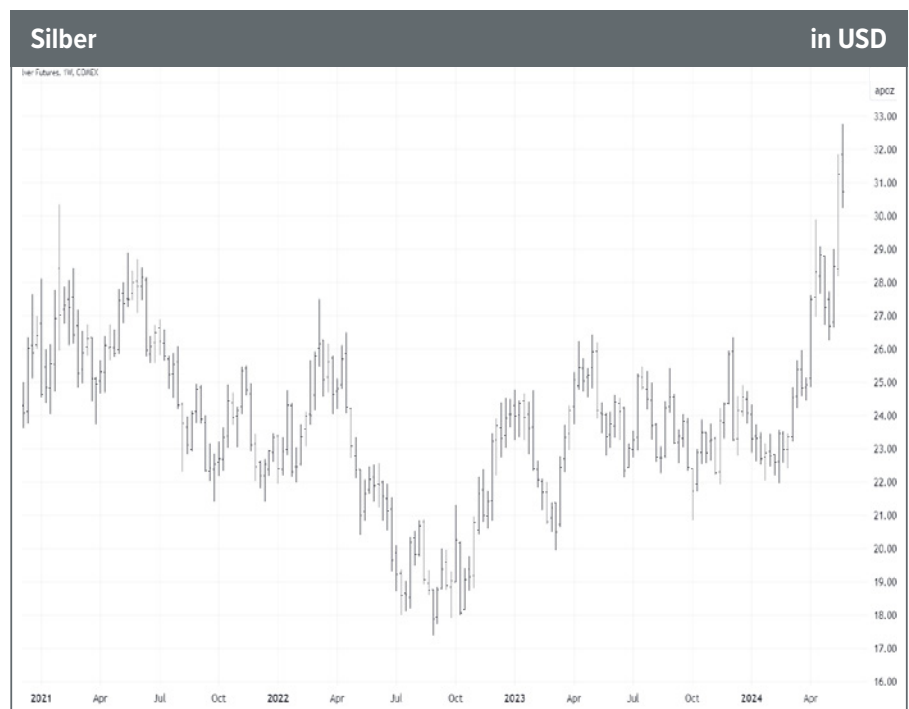
schen Präsidenten Ebrahim Raisi schürte die Sorge vor neuen Spannungen im Nahen Osten und trieb Gold am darauffolgenden Handelstag über sein bisheriges Allzeithoch bis auf 2.450 USD. Angesichts der dort nicht sicherer werdenden Lage bleibt der Erdölmarkt erstaunlich gelassen; hier wirken andere Kräfte einem Preisanstieg entgegen. Zum generell schwächer erwarteten Nachfragewachstum kommt hinzu,

dass sich derzeit viele chinesische Raffinerien in ihrem saisonalen Wartungszyklus befinden, was in der Regel zu einem geringeren Bedarf an Rohöl führt. Derweil hält die OPEC+-Gruppe etwa 2 Mio. Barrel pro Tag zurück, um einen Überschuss zu verhindern und die Preise zu stützen. Es wird erwartet, dass die Gruppe diese Kürzungen bei ihrem nächsten Treffen im Juni auf die zweite Jahreshälfte ausdehnen wird.

Silber

Weltweites Angebot kann die Nachfrage nicht decken

Angesichts des robusten Wachstums vor allem im Bereich der sauberen Energietechnologien dürfte der Silberverbrauch in diesem Jahr ein Rekordniveau erreichen. Dabei zeigte sich den aktuellen Daten des Silver Institute zufolge die weltweite Minenproduktion schon im vergangenen Jahr rückläufig und gab auf 830,5 Mio. Unzen nach. Die Gesamtnachfrage stieg auf 1.195 Mio. Unzen und erreichte den zweithöchsten Stand aller Zeiten. Prognosen zufolge dürfte die globale Silbernachfrage heuer um weitere 2% ansteigen. Damit steuert der Silbermarkt nun bereits das vierte Jahr in Folge auf ein Defizit zu. Angesichts des Bedarfs vor allem der Solar- und Automobilindustrie bleibt der langfristige Wachstumstrend sehr stark. Dem steht eine unelastische Angebotsseite gegenüber, die unter einem seit Jahren nur sehr verhalten wachsenden Minenangebot leidet. Einige der hochwertigsten Silberminen sind bereits nahezu vollständig abgebaut, mittlerweile stammen mehr als zwei Drittel der Produktion aus Basismetallagerstätten, wie Blei-, Zink- und Kupferminen – also Minen, die keine primären Silberproduzenten sind. Experten gehen nicht davon aus, dass sich daran viel ändern wird, da es immer schwieriger wird, neue große Silberminen zu finden, zu genehmigen und zu bauen. Hinzu kommt, dass Minenbetreiber zunehmend



Schwierigkeiten haben, profitabel zu produzieren. Unter Berücksichtigung aller Kosten benötigen viele Silberminen bereits 20 bis 25 USD pro Unze, um rentabel zu sein; im Vergleich zu 2018 ist dies ein Anstieg um mehr als 50%. Aktuell suchen industrielle Abnehmer händeringend nach Material und leeren die großen Lagerhäuser. Die von der London Bullion Market Association (LBMA) erfassten Lagerbestände fielen im April auf den zweittiefsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen, während

die Handelsvolumina an den Börsen in New York und Shanghai nahe ihrer saisonalen Tiefststände liegen. Angesichts der erwarteten Nachfrage drohen die LBMA-Lagerbestände in den nächsten zwei Jahren vollständig abgebaut zu werden. Dabei überschätzen die veröffentlichten Zahlen hinsichtlich des vorhandenen physischen Metalls sogar noch die verfügbare Menge, da diese auch die Bestände börsengehandelter Fonds berücksichtigen.

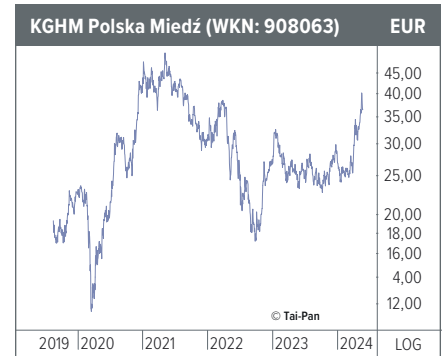
Markus Grüne

Buy or Goodbye

Buy: KGHM Polska Miedź

Kupfer und Silber steigen seit Jahresbeginn um je etwa 30% und sind damit die Metalle der Stunde. Aufgrund des Energiewendenarrativs und der erwarteten großflächigen Elektrifizierung der Schwellenländer wird den beiden hervorragenden Stromleitern schon seit Längerem eine verheißungsvolle Zukunft vorhergesagt. In jüngster Zeit sind noch zwei weitere Entwicklungen hinzugekommen, die dem Duo in die Karten spielen und dabei geholfen haben, aus einem längeren Seitwärtstrend auszubrechen: So wurden jüngst die Prognosen für den Stromverbrauch durch KI-Anwendungen erheblich nach oben korrigiert. Dies hat Sorgen über genügend Rohstoffe für den Ausbau der dafür erforderlichen Infrastruktur laut werden lassen. Darüber hinaus hat der weltweite Einkaufsmanagerindex zuletzt ein neues Zehnmonatshoch erreicht und die Konjunktursorgen erst einmal verjagt.

Zusammen mit Angebotsengpässen hat dies Kupfer zuletzt still und leise auf ein Allzeithoch klettern lassen. Auch wenn Silber davon noch etwas entfernt ist, holte es zuletzt im Windschatten von Gold deutlich auf. Ein Unternehmen mit einem Hebel auf beide Metalle ist die polnische KGHM Polska Miedź. Die Gesellschaft mit Sitz in Lubin ist der achtgrößte Kupfer- und der zweitgrößte Silberförderer weltweit. Über 40 Mio. Unzen des weißen Edelmetalls fallen beim Kupferabbau in Polen, Kanada, den USA und Chile pro Jahr als Beiprodukt an. Im ersten Quartal konnte KGHM bei einer Nettomarge von 5% einen Gewinn von 100 Mio. EUR erzielen. Die relativ hohen Kosten, zu denen KGHM produziert, führen zu einem beträchtlichen Hebel, der daraus bei den aktuellen Metallpreisen rein rechnerisch 500 Mio. EUR pro Quartal machen würde. Allein der Silberpreis, der derzeit



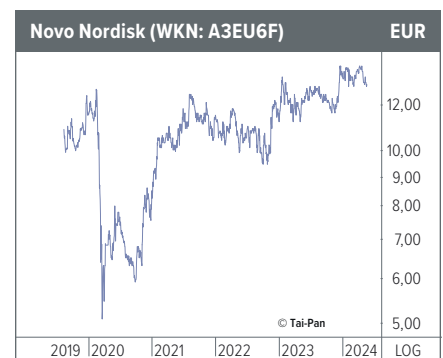
zeit 10 USD höher steht als im ersten Quartal, würde davon fast 100 Mio. EUR beisteuern. Bei einer Marktkapitalisierung von 7,5 Mrd. EUR könnte das derzeit optisch hohe KGV von 20 somit schnell auf unter vier fallen. Sollten die Metallpreise wie von uns erwartet weiter zulegen, ist entsprechend mehr möglich.

Thomas Steinhauser

Goodbye: Novo Nordisk

Langfristinvestoren und Fondsmanager geraten regelmäßig ins Schwärmen, wenn Novo Nordisk ins Gespräch kommt. Und in der Tat ist die Erfolgsbilanz des Diabetesspezialisten aus Dänemark beeindruckend: So hat sich das Papier in den letzten fünf Jahren verfünffacht und seit der Jahrtausendwende sogar verhundertfacht. Jedes Jahr konnten die Gewinne gesteigert und mit hohen Eigenkapitalrenditen reinvestiert werden. Inzwischen sind die Dänen mit einem Börsenwert von über 500 Mrd. EUR das wertvollste Unternehmen Europas. Doch dadurch wurde nun auch eine gewisse Fallhöhe erreicht. Bereits aus rein mathematischen Gründen müssen sich die Wachstumsraten in Zukunft verlangsamen. Auch der Gewinnmultiplikator von 45 lässt viel Spielraum für Enttäuschungen. Diese zeichnen sich bereits am Horizont ab: So häufen sich Meldungen über schwere Nebenwirkungen beim Abnehmpräparat Ozempic. Hollywoods Stars und Sternchen,

die einst dabei halfen, das Mittel zu bewerben, stehen nun im Bremserhäuschen und schwören dem vermeintlichen Wundermittel teilweise öffentlich ab. Galerien mit sogenannten Ozempic-Gesichtern, die unnatürlich eingefallene Gesichtszüge zeigen, machen im Internet die Runde. Das Problem dabei ist, dass der steile Anstieg der Aktie in den letzten zwei Jahren nahezu ausschließlich auf den Ozempic-Hype zurückzuführen war. Zum Risiko aus der Schlankheitsmittelsparte kommt noch ein weiteres prinzipielles Klumpenrisiko hinzu: So stammt ein Großteil der Gewinne aus dem US-Markt, wo für Diabetesspritzen teilweise das Zehnfache des in Europa und das Dreißigfache des in Schwellenländern gültigen Preises kassiert wird. Da die Gesundheitsausgaben in den USA inzwischen 18% des BIP (1960: 5%) erreicht haben, wird auch an dieser Front die Luft langsam dünn. Früher oder später werden Politik und Krankenkassen gezwungen sein, die



ausufernden Kosten regulatorisch zu begrenzen. Novo Nordisk mag ein hervorragend geführtes Unternehmen mit einer außergewöhnlichen Bilanz sein – auf dem derzeitigen Kursniveau sehen wir jedoch die zweifellos vorhandenen Risiken nicht ausreichend gewürdigt.

Thomas Steinhauser

Branche im Blickpunkt

Beteiligungs- gesellschaften in Emerging Markets

Spannende Investmentgelegenheiten
in der Türkei, Georgien und Indien

Die Emerging Markets erwirtschaften derzeit etwa 60% des Weltsozialprodukts, vereinen zusammen aber lediglich 12% der weltweiten Börsenkapitalisierung. Dieses Verhältnis, das im Verlauf der letzten Jahrzehnte immer wieder starken Schwankungen unterlag, ist inzwischen an einem zyklischen Extrempunkt angelangt. Ähnliche relative Unterbewertungen der aufstrebenden Märkte gab es Ende der 1960er-Jahre und zum Hochpunkt der Internetblase anno 2000. Beide Male folgte auf die Tiefpunkte eine jahrelange Outperformance der Emerging Markets gegenüber dem US-Markt.

Natürlich besteht keine Garantie, dass sich die Schere bald schließen wird – aber in der Investmentwelt arbeitet man stets mit Wahrscheinlichkeiten und nur ganz selten mit Gewissheiten. Beteiligungsgesellschaften in diesen aufstrebenden Märk-

ten sind besonders interessant, weil sie auf die ohnehin geringen Marktpreise ihrer Beteiligungen noch einmal mit einem Abschlag notieren und gleichzeitig eines der größten Probleme dieser Märkte lösen: schwerer Zugang zu und hohe Kosten von Kapital. Finanzstarke Muttergesellschaften, teilweise im Verbund mit Finanzinstituten, bieten den Tochterunternehmen unter dem Dach der Holding Zugang zu Kapital und verschaffen ihnen somit einen Wettbewerbsvorteil in den Nischenmärkten. Im Folgenden sollen drei günstige und gut aufgestellte Beteiligungsgesellschaften vorgestellt werden.

Koç Holding im Crack-up-Boom

Trotz – oder vielleicht sogar wegen – Hyperinflation und politischer Unruhen in der Türkei hat sich unser Musterdepotwert **Koç Holding** (IK) zuletzt sehr erfreulich entwickelt: Denn die dortige Inflationsrate

von zuletzt immer noch knapp 70% hat zu einer Flucht in Sachwerte geführt. Dazu zählten die Anleger offenbar auch die Koç Holding, das größte Unternehmen der Türkei. 1926 gegründet, wird die Firma inzwischen in vierter Generation vom Urenkel des Firmengründers Vehbi Koç geführt. Die Koç-Familie hält noch immer 70% des Unternehmens und navigiert dieses bisher hervorragend durch alle politischen Untiefen. Zur Cash Cow des Unternehmens wurde in den letzten Jahren vor allem die Raffiniersparte Tüpraş. Einerseits profitierte das Unternehmen von knappen Raffineriekapazitäten in der EU, andererseits konnte man teilweise russisches Öl mit deutlichen Abschlägen auf den Weltmarktpreis einkaufen und verarbeiten, was die Margen 2022 in astronomische Höhen katapultierte. Die erwartete Normalisierung der Tüpraş-Ergebnisse auf hohem Niveau konnte jedoch zuletzt von den anderen Geschäftsbereichen aufgefangen werden.

Freude bereitet vor allem die Autosparte, deren Verkäufe in der Türkei 2023 um 63% gewachsen sind und deren Margen erheblich ausgeweitet werden konnten. Ebenfalls auf Kurs ist auch die Haushaltsgerätesparte Arçelik, die sich auch in Westeuropa mit Marken wie Beko oder Grundig einen Namen gemacht hat. Das größere Potenzial sieht man bei Arçelik jedoch darin, neue Märkte wie Afrika und Südasien mit Kühlschränken, Waschmaschinen und sonstigen Haushaltsgeräten zu versorgen. Die Fantasie bei

Schwellenländer- vs. US-Aktien



Quelle: Emerging Markets befinden sich relativ zum US-Markt in der Nähe ihrer historischen Tiefs

Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz* 2023	EpS 2023	EpS 2024e	KGV 2023	KGV 2024e	Div. 2023	Div.-Ren. 2023
Koç Holding [TR] (IK)	A0X92U	37,60	19,6	46	4,10	4,50	9,2	8,4	3,00	8,0%
Georgia Capital Group [GB] (IK)	A2JH0G	11,30	0,5	0,2	4,43	4,80	2,6	2,4	6,15	54,4%
Fairfax India [CA]	A14NTF	12,80	1,7	0,5	4,83	5,50	2,7	2,3	1,55	12,1%

*) in Mrd. EUR; alle Angaben in EUR

Quellen: onvista, yahoofinance.com, boersen-zeitung.de, eigene Schätzungen

Koç besteht jedoch vor allem in den neuen Geschäftsbereichen, die noch defizitär sind. So wurde zuletzt in elektronische Zahlungssysteme, IT und Cloudlösungen sowie in eine Medizintechniksparte investiert. Obwohl sich der Kursabschlag auf den Wert der Beteiligungen zuletzt verringert hat, liegt er noch immer bei rund 13%. Noch im Jahr 2019, als das Sentiment für türkische Aktien deutlich negativer war, wurde ein kleiner Aufschlag gezahlt.

Wachstums- und Value-Perle mit EU-Beitrittsfantasie

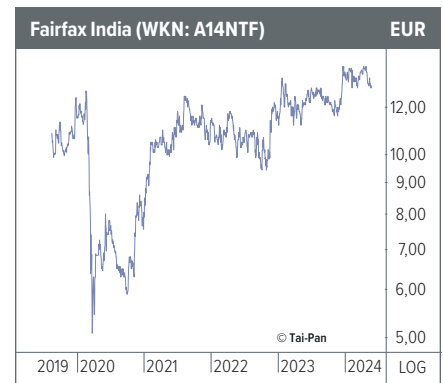
Am internationalen Flughafen von Kutaissi, wo noch 2019 grimmige Grenzsoldaten Sowjetcharme versprühten und ankommende Passagiere kritisch musterten, wird man heute in der modern gestalteten Empfangshalle von adretten jungen Damen herzlich begrüßt. Auf den Schaltern steht die georgische Fünfkreuzflagge einträchtig neben der EU-Flagge mit ihren zwölf Sternen. Die Aufbruchstimmung in Georgien, das seit Dezember 2023 offiziell EU-Beitrittskandidat ist, erkennt man aber auch an den Zahlen zum BIP, welches 2022 um 11% und 2023 immerhin noch um 7,5% zulegen konnte. Die **Georgia Capital Group** (IK) nutzte dieses positive makroökonomische Umfeld, um 2023 den Net Asset Value (NAV) ihres Beteiligungsportfolios um satte 27% zu steigern. Trotz der positiven Geschäftsentwicklung und eines Kursanstiegs notiert die Georgia Capital Group immer noch mit einem Abschlag von unglaublichen 55% (!) auf den Wert ihrer gesamten Beteiligungen. Allein die Beteiligung an der Bank of Georgia deckt die Marktkapitalisierung beinahe ab. Und dabei ist auch Georgiens größte Bank, die 2023 bei einer Marktkapitalisierung von etwa 2,5 Mrd. EUR knapp 500 Mio. EUR verdiente, alles andere als teuer. Im Februar sorgte die Nachricht über die Übernahme der größten armenischen Bank zu einem Kaufpreis, der

dem zweifachen Jahresgewinn entsprach, für steigende Kurse.

Das breit gefächerte Portfolio der übrigen Beteiligungen, bestehend aus einer Apothekenkette, Krankenhäusern, Versicherungen, privaten Bildungseinrichtungen und einer Erneuerbare-Energien-Sparte, bekommt vom Markt derzeit kaum einen Wert zugebilligt. Dass dies viel zu pessimistisch sein könnte, zeigen Verkäufe von Krankenhäusern mit einem 43%igen Aufschlag auf den bilanzierten Wert der Beteiligung. Dies deutet darauf hin, dass die Bilanzierung sogar noch zu konservativ sein könnte. Das Management reagiert auf die Unterbewertung mit Aktienrückkäufen und hat die Anzahl der ausstehenden Aktien im letzten Jahr um 5% verringert. Für Nervosität unter den Anlegern sorgen jedoch seit Anfang Mai Massenproteste gegen die Regierung Georgiens, der vorgeworfen wird, zu russlandfreundlich zu sein. Sollten sich diese legen und wieder EU-Beitrittsfantasie, Unternehmensbewertung und volkswirtschaftliche Rahmendaten in den Fokus rücken, wäre das Kurspotenzial erheblich.

Beteiligung am indischen Aufschwung

Wirtschaftsfreundliche Reformen und erheblich gesteigerte Ausgaben für die dringend nötige Modernisierung der maroden Infrastruktur haben zuletzt Indien wieder in den Fokus der Anleger gerückt. Der Aufstieg des seit 2022 bevölkerungsreichsten Landes der Erde könnte eines der ganz großen Themen für Investoren in den nächsten Jahrzehnten werden. Die schlechte Handelbarkeit vieler indischer Papiere sowie die teils absurden Bewertungen wirken auf Value-Anleger bisher nicht allzu verlockend. Eine günstige Möglichkeit, sich in Indien einzukaufen, bietet dagegen die Beteiligungsgesellschaft **Fairfax India**. Die Gesellschaft mit Sitz in Toronto konnte ihren NAV seit 2015 im Schnitt um 9,2% jährlich steigern und damit



die Benchmark Sensex auf Dollarbasis um zwei Prozentpunkte schlagen. Das ist umso bemerkenswerter, als die Kernbeteiligung Bangalore Airport aufgrund der Corona-Pandemie und langwieriger Ausbauarbeiten ihr Potenzial nicht ausschöpfen konnte. Für die nächsten Jahre rechnet Fairfax aber mit deutlichen Wachstumsraten beim Flughafen in Indiens Technologiehauptstadt. Neben der Beteiligung am Flughafen, die in etwa 50% des Portfolios ausmacht, hält Fairfax Anteile an schnell wachsenden Fintech-Unternehmen und an einem Onlinebroker. Aus den „alten Industrien“ komplettieren Öltanker, ein Produzent von Kunststoffen und eine Logistikfirma das Portfolio. Auch Fairfax notiert mit einem Abschlag von über 50% auf die Summe der Marktwerte der enthaltenen Unternehmen.

Fazit

Aufgrund guter Geschäfte konnten die vorgestellten Unternehmen ihren inneren Wert zuletzt stetig steigern, und der Markt hat begonnen, dies auch zu honorieren. Darüber hinaus besteht auch die Chance auf eine Neubewertung, wenn sich das Sentiment zugunsten der Emerging Markets aufhellen sollte. Auch wenn sich die vorgestellten Unternehmen bisher sehr gut auf die örtlichen Rahmenbedingungen einstellen konnten, besteht natürlich bei den genannten Titeln jeweils ein gewisses politisches Risiko.

Thomas Steinhauser

Turnaround

Totgesagte leben länger

Getriggert von negativen Branchenaussichten flogen Aktien aus den Sektoren Bau, Chemie und Industrie aus vielen Depots. Nun könnte es jedoch an der Zeit sein, dort wieder einzusteigen.

Aufgeschoben ist nicht aufgehoben

Beinahe täglich lieferte der Bausektor in den zurückliegenden Monaten neue Hiobsbotschaften. Insofern erscheint die Branche aus Turnaround-Sicht durchaus interessant. Im Nebenwertebereich stößt man dabei auf den Dämmstoffhersteller **Sto**. Der Konzern ist Weltmarktführer bei sogenannten Wärmedämmverbundsystemen. Hinzu kommt ein Portfolio an weiteren Baustoffen wie Farben, Lacken und Putzen. Obgleich der Konzern nicht ausschließlich am Neubaugeschäft hängt, sondern auch vom Megatrend der energetischen Wärmedämmung und Sanierung massiv profitiert, hinterließ die Krise der letzten Jahre zumindest kleine Kratzer in der Bilanz. Die Betonung liegt in diesem Fall auf „klein“, denn Sto ist es gelungen, auch im Jahr 2023 Umsatz und operatives Ergebnis in etwa stabil zu halten. Hierbei halfen eine spürbare Entspannung auf der Beschaffungsseite und ein striktes Kostenmanagement. Da man zudem auf einer hohen Nettoliquidität sitzt, wofür es inzwischen wieder ganz ordentliche Zinsen gibt, erreichte der Konzernüberschuss im vergangenen Jahr

mit 86 Mio. EUR (Vj.: 90,1 Mio. EUR) erneut ein sehr zufriedenstellendes Niveau. Das kerngesunde Geschäftsmodell erwies sich dabei einmal mehr als echte Cash Cow. Neben attraktiven Dividenden – für das vergangene Geschäftsjahr möchte man 5,00 EUR je Vorzugsaktie ausschütten – könnte sich Sto damit auch größere Zukäufe leisten. Angesichts des deutlich gesunkenen Bewertungsniveaus im Bausektor wäre ein solcher Deal aus antizyklischer Sicht durchaus klug.

Der kleinere Konkurrent STEICO wurde selbst zum Übernahmeziel. Für eine gewisse Enttäuschung sorgte zuletzt die Rücknahme der mittelfristigen Unternehmensziele. Demnach stellt der Vorstand angesichts des schwierigen Umfelds nun erst für das Jahr 2027 – und damit zwei Jahre später als geplant – Erlöse von 2,1 Mrd. EUR sowie eine EBT-Marge von 10% in Aussicht. Im laufenden Jahr sollen zunächst Umsätze von rund 1,7 Mrd. EUR und ein Ergebnis vor Steuern (EBT) zwischen 113 Mio. und 138 Mio. EUR (Vj.: 127,4 Mio. EUR) erzielt werden. Da Sto gewohnt konservativ prognostiziert,

sich die Beschaffungskosten weiter normalisieren und die EZB schon bald die Zinsen senken dürfte, bietet der SDAX-Titel derzeit ein attraktives Chance-Risiko-Profil.

Profitabel durch die Krise

Kaum weniger unter Druck steht die heimische Chemieindustrie. Konjunkturbedingte Umsatzeinbußen, steigende Energiekosten – die Liste der Belastungen ist hinlänglich bekannt. Dennoch schlägt sich manch Unternehmen in diesem Umfeld mehr als respektabel. Dazu gehört die **Nabaltec AG** (IK) aus Schwandorf. Das Geschäft des Spezialchemieherstellers unterteilt sich in die beiden Segmente „funktionale Füllstoffe“ und „Spezialoxide“. Die von Nabaltec in Deutschland und in den USA produzierten flammhemmenden Füllstoffe und Additive ersetzen zunehmend andere, umweltschädlichere Stoffe. Überall dort, wo Brand-/Flammschutz eine wichtige Rolle spielt, sind Nabaltecs Produkte gefragt. Beispiele sind Kabel in Tunneln und anderen Bauwerken sowie in elektronischen Geräten oder auch im Bereich des Thermomanagements für

Kennzahlen der vorgestellten Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2023*	Umsatz 2024e*	Umsatz 2025e*	EpS 2023	EpS 2024e	EpS 2025e	Div. 2023	KGV 2024e	KGV 2025e
Nabaltec (IK)	A0KPPR	15,65	138	200	210	226	1,30	1,32	1,70	0,28	11,9	9,2
Ringmetall	A3E5E5	3,51	102	181	186	205	0,20	0,28	0,34	0,10	12,5	10,3
Sto Vz.	727413	162,20	412	1.719	1.790	1.900	13,43	14,00	16,00	5,00	11,6	10,1

*) in Mio. EUR

Quellen: onvista, Unternehmensangaben, eigene Schätzungen

Lithium-Ionen-Batterien. In Europa gehört das Unternehmen darüber hinaus zu den größten Böhmitherstellern. Überkapazitäten und eine schwache Nachfrage insbesondere aus China haben die Wachstumsstory in diesem Bereich vorübergehend ausgebremst. So ging der Böhmitumsatz vergangenes Jahr nochmals um 9% auf 17,3 Mio. EUR zurück. Inzwischen ist der Abbau von Lagerbeständen jedoch weit fortgeschritten, während gleichzeitig die Nachfrage wieder anziehen dürfte. Nicht zuletzt deshalb äußerte sich der Vorstand bei Vorlage des Geschäftsberichts im April vorsichtig optimistisch. Konkret formulierte er die Erwartung, den Umsatz im laufenden Jahr leicht steigern zu können und dabei eine operative Marge zwischen 7% und 9% (Vj.: 9,2%) zu erwirtschaften. Die im ersten Quartal erzielte EBIT-Marge von 9,3% lag bereits oberhalb dieser Guidance. Da die Vergleichsbasis beim Umsatz in den nächsten Quartalen ebenfalls günstiger ausfällt, bietet die Prognose Stand heute positives Überraschungspotenzial. Dass man trotz des Gewinnrückgangs im letzten Jahr eine stabile Dividende von 0,28 EUR ausschütten möchte, ist nicht nur Ausdruck der hohen Bilanzqualität, sondern soll laut Vorstand auch die „unverändert positive Mittelfristperspektive“ widerspiegeln. Es könnte sich also auszahlen, die günstig bewertete Aktie (KGV von neun) einzusammeln.

Bereit für den Aufschwung

Als Nischenanbieter für Verpackungssysteme beliefert **Ringmetall** vor allem Unternehmen der chemischen, pharmazeutischen und lebensmittelverarbeitenden Industrie. Zum Sortiment gehören Verschlussysteme für Industriefässer wie Spannringe und Dichtungen sowie Fassinnenhüllen. Die konjunkturbedingte Nachfrageschwäche aufseiten vieler Kunden schlug sich dabei im letzten Geschäftsjahr auch im Zahlenwerk des Verpackungsspezialisten nieder. Hinzu kamen negative Sondereffekte aus dem Verkauf einer Tochter. Der Schritt war gleichbedeutend mit der Aufgabe des deutlich kleineren Geschäftsbereichs „Industrial Handling“. Fortan konzentriert sich der Konzern ausschließlich auf den Bereich „Industrieverpackungen“. Dieser wurde ganz im Sinne der seit Jahren konsequent verfolgten M&A-Strategie durch weitere Zukäufe gestärkt.

Nach der Übernahme des US-Unternehmens Protective Lining ist man nun auch auf dem nordamerikanischen Markt vertreten. Wie Ringmetall mitteilte, verläuft die Integration der im Jahr 2023 übernommenen Gesellschaften nach Plan. Teil der Strategie bleibt es, die hinzugekauften Firmen durch die Hebung von Synergien in der Produktion und im Vertrieb auf das Margenniveau der Gruppe zu bringen. Der stark fragmentierte Markt

bietet dafür noch zahlreiche Übernahmegelegenheiten.

Ganz bewusst hat sich der Vorstand entschieden, im vergangenen Jahr keine Einschnitte bei der Stammebelegschaft vorzunehmen. Das dürfte wohl etwas die Marge gedrückt haben, könnte sich aber in einer Markterholung bezahlt machen. Schon im Verlauf des Schlussquartals registrierte der Vorstand diesbezüglich positive Signale. Diese Entwicklung habe sich seit Jahresbeginn fortgesetzt, so Vorstandssprecher Christoph Petri bei Vorlage des Geschäftsberichts. Dennoch wurde die Prognose für das laufende Jahr bewusst breit gefasst. Bei Erlösen zwischen 170 Mio. und 195 Mio. EUR werde ein EBITDA zwischen 20 Mio. und 27 Mio. EUR (Vj.: 19,2 Mio. EUR) erwartet. Ringmetall plant, die Korridore im weiteren Jahresverlauf zu präzisieren. Der Aktienkurs des Small Cap kam daraufhin bereits in Schwung.

Fazit

Börsianer kennen diese Zyklen: Was gestern „out“ war, kann – wenn man es mit einem Modetrend vergleichen möchte – morgen schon wieder ein „Must-have“ sein. Gerade bei solchen Turnaround-Stories sind derweil Weitblick und Geduld gefragt.

Marcus Wessel

Anzeige

Bildung spenden = Chancen ermöglichen

Bildung ist das zentrale Element einer nachhaltigen Entwicklungshilfe. Seit 2007 hat die Familie Jäger Stiftung mit ihren Erträgen die Ausbildung von mehr als 330 Waisenkindern ermöglicht: Vom Besuch der Grundschule bis hin zu einem Hochschulabschluss oder dem Abschluss eines Lehrberufs innerhalb des Heimatlandes. Schließlich ist die Zukunft eines Landes an die Zukunft seiner Kinder geknüpft.

Fragen? bernd.jaeger@mopani.org | www.mopani.org

Ihre Spende kommt zu 100% bei den Kindern an, denn die Kosten für Verwaltung und Werbung werden vollständig vom Stifter übernommen.

Familie Jäger Stiftung
IBAN: DE89 7009 0500 0004 2586 81 | BIC: GENODEF1504 (Sparda-Bank München eG)

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



Diese Spendenaktion wird unterstützt von

Smart Investor

Anleihen

Nordic Bonds – hohe Renditen nicht nur aus dem hohen Norden

Attraktive Credit Spreads, standardisierte Bedingungen und eine niedrige Mindeststückelung: Bei Nordic Bonds hält sich die Diskriminierung von Privatanlegern gegenüber institutionellen Investoren in engen Grenzen. Eine gewisse Risikobereitschaft ist allerdings Voraussetzung.

Stockholm, Uferpromenade

Karlsberg Brauerei (IK), Katjes International, Mutares (IK) etc. – das Emissionsgeschäft für Corporate Bonds nimmt immer mehr an Fahrt auf und eine nennenswerte Anzahl kleiner und mittlerer Unternehmen wählt dabei das sogenannte Nordic-Bond-Format. Auch an den deutschen Börsen sind die in Skandinavien als High-Yield-ähnliche Anlageklasse seit vielen Jahren etablierten Schuldverschreibungen inzwischen anzutreffen. Die Emittenten kommen dabei seit Langem nicht mehr nur aus dem hohen Norden, sondern aus ganz Europa und eben auch aus Deutschland.

Zweistellige Renditen für risikobewusste Anleiheanleger

Bei Nordic Bonds handelt es sich um meist hochverzinsten besicherte Schuldverschreibungen, die in der Regel dem norwegischen oder schwedischen Recht und einer weitestgehend standardisierten Dokumentation unterliegen. Im Gegensatz zu klassischen High Yields enthalten ihre Coupons oft eine variable Kompo-

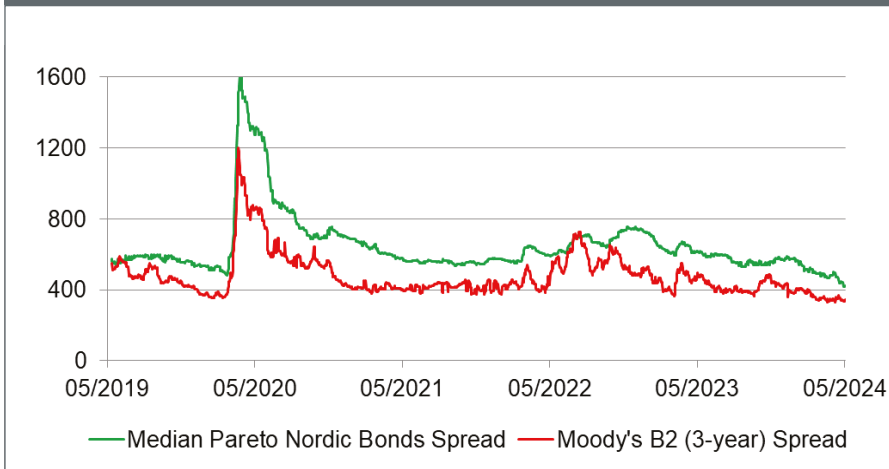
nente (geringere Zinssensibilität). Ein umfangreicher Anleiheprospekt sowie ein Rating sind zumindest in ihrer Ursprungsvariante in der Regel dagegen nicht vorhanden. Dies ist neben der Positionierung vieler Emittenten im High-Yield- und Cross-over-Bereich (Übergang von High Yield zu Investment Grade) sicherlich ein Grund für die verhältnismäßig hohen Renditen, die nicht selten im oberen einstelligen oder sogar im unteren zweistelligen Bereich und damit bis zu 200 Basispunkte über bonitätsmäßig vergleichbaren Bonds anderer Ausgestaltung liegen. Hinzu kommt das bisweilen mit 30 Mio. bis 300 Mio. EUR geringe Emissionsvolumen.

Breites Adressatenspektrum

Der Erstverkauf erfolgt dann auch oft als Privatplatzierung mit einer Mindeststückelung von 100.000 EUR ausschließlich an institutionelle Investoren oder professionelle Anleger im Sinne des § 67 WpHG. Nordic Bonds mit Wertpapierprospekt können auch Privatanlegern

zur Zeichnung angeboten werden. Nach dem anschließenden Listing im geregelten Markt oder Freiverkehrsegment der Börse Oslo oder der Nasdaq Nordic sowie vor allem im Falle deutscher Emittenten der Frankfurter Wertpapierbörse sind die Papiere in der Regel aber ab 1.000 EUR Nominalvolumen handelbar und unter diesem Aspekt somit auch für Privatanleger gut geeignet. Da viele Emissionen andererseits ein Volumen von mehreren 100 Mio. EUR aufweisen, wird das Marktsegment auch von internationalen institutionellen Investoren genutzt, so Christian Czaya, CEO Germany der Pareto Securities AS. „Das Nordic-HY-Format verschafft damit Unternehmen des deutschen Mittelstands eine deutlich erhöhte zusätzliche internationale Nachfrage, die über die klassische deutsche Mittelstandsanleihe verwehrt bleibt. Dabei lag die Ausfallquote in den vergangenen 16 Jahren (Q3/2007 bis Q3/2023) bei lediglich 2,7%. Ohne den Öl- und Gassektor war es sogar nur 1%.“

Nordic Bonds mit hohen Credit Spreads



Quelle: Pareto Securities AS

Treuhänder: Dokumentation, Monitoring, Krisenmanagement

Eine Besonderheit ist der Treuhänder, der bei vielen Anleihen vom ersten Emissionsschritt bis zur endgültigen Rückzahlung eingeschaltet ist. In der großen Mehrzahl der Fälle handelt es sich hierbei um den „Nordic Trustee“. Als führender Treuhänder in den nordischen Ländern hat die Gesellschaft in den vergangenen 20 Jahren über 2.000 Anleihen betreut. Sie ist sowohl für die treuhänderische Verwaltung der Sicherheiten zuständig als auch für das Monitoring der Covenants und die Überwachung der Einhaltung der Emittentenverpflichtungen aus dem Anleihevertrag. Bei Leistungsstörungen, wie ausbleibenden Zinszahlungen oder möglichen Änderungen der Anleihebedingungen, agiert der Treuhänder als lösungsorientierter Vermittler zwischen Emittent und Investoren. „Damit übernimmt er eine wichtige und effiziente Schutzfunktion, die private und institutionelle Anleihegläubiger zu schätzen wissen“, so Czaya.

Anleihebeispiele – vielfältige Branchenauswahl

Größte Emission im deutschen Nordic-Bond-Universum ist die Anfang des Jahres auf 250 Mio. EUR aufgestockte Mutaes-Anleihe (WKN: A30V9T; IK). Die bis März 2027 laufende Schuldverschreibung der Beteiligungsgesellschaft bringt es bei Coupons von Drei-Monats-EURIBOR zzgl. 850 Basispunkten aktuell auf eine Endfälligkeitsrendite von 9,7% p.a. Mit 9,1% jährlich nur etwas niedriger rentiert die bis Ende 2026 laufende Anleihe der ebenfalls börsennotierten **Gaming Innovation Group** (WKN: A3LQ87; IK). Das Geschäft mag einigen Anlegern zwar etwas anrühlich erscheinen, dafür weist der B2B-iGaming-Technologiekonzern aber eine starke Erfolgsbilanz bei margenstarken, wiederkehrenden Umsätzen auf. Einen hohen Relative Value sieht Philipp Bieber, Fondsmanager des FAM Credit Select (WKN: A3D1WU; IK), bei der besicherten 3/2028-Anleihe der **SGL Group** (WKN: A3LEM4). Das global aufgestellte und stark wachsende

Speditionsunternehmen mit Sitz in Kopenhagen wird seit letztem Jahr von CVC Capital Partners gehalten. Der Nettoverschuldungsgrad beträgt aktuell 3,9x und das EBITDA konnte 2023 trotz schwierigen wirtschaftlichen Umfelds sehr stabil gehalten werden. Bei einem Rating von B+/B verspricht das Papier bei unverändertem Zinscoupon eine Rendite von 9,5% p.a. Die bis Mitte 2027 laufenden Anleihen der **Fortaco Group** (WKN: A3K7GZ), eines finnischen Unternehmens mit marktführender Position in den globalen Stahlbau- und Kabinenmärkten für schweres Off-Highway-Equipment, gehören zu den größten Positionen im Lazard Nordic High Yield Bonds Fund. Für die Schuldverschreibung sprechen neben der Rendite von sogar 10,5% p.a. die äußerst flexible Kostenbasis, ein hohes belastungsfreies Sachanlagevermögen und ein sehr auskömmliches Nettoumlaufvermögen. Wer den Researchaufwand scheut, der mit der Auswahl attraktiver Nordic Bonds einhergeht, sich gleichzeitig aber vom Rendite-Risiko-Profil der Anleiheklasse angesprochen fühlt, kann statt auf Einzeltitel auf entsprechende Fonds zurückgreifen (siehe Tabelle).

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 siehe auch Impressum auf S. 65).

Ausgewählte börsennotierte Nordic-Bond-Fonds

Name	WKN	Kurs (EUR)	TER (%)	Perf. 1 J. (%)	Perf. 3 J. (%)	Per. 5 J. (%)	Max. Draw Down 3 J. in %
Danske Invest - Nordic Corporate Bond A	A12HPR	10,72	1,10	5,32	-1,24	1,65	-10,0
Evli Nordic Corporate Bond	A2N5ZZ	78,77	0,75	7,63	1,17	3,99	-11,6
Lazard Nordic High Yield Bonds Fund	A3DTD5	105,84	0,48	11,61	-	-	-
Pareto Nordic Corporate Bond Fonds	A116S2	103,56	1,10	4,80	-2,74	8,92	-14,9

Stand: 16.5.2024

Quellen: comdirect, onvista

Interview

Über das Investieren mit operativen Investmentprofis

Smart Investor im Gespräch mit **Gunter Burgbacher**, Portfoliomanager des AFB, über die internationale börsennotierte Beteiligungsszene



Gunter Burgbacher ist der Portfoliomanager und einer der Initiatoren des AFB Global Equity Select, kurz AFB (WKN: A2JQJC und A2PE00). Er ist seit 2003 Financial Consultant, zertifiziert nach: 34c, d, f, i GewO und verfügt zusätzlich über eine langjährige Expertise im Anlagensegment für börsennotierte Beteiligungsunternehmen. Seit Januar 2019 ist er neben der VVO Habegger AG auch für die Greiffcapital management AG tätig. Der AFB ist ein international anlegender Investmentfonds, der zum ersten Mal ausschließlich in Aktien von börsennotierten Beteiligungsgesellschaften, Holdings und Mischkonzernen investiert. Das Fondsmanagement selektiert die besten Investmentideen, gewichtet diese gleich, vermeidet Redundanzen, und hält eine Cashposition für chancenreiche Investments. Mit einer Kombination von 25 bis 40 Beteiligungsunternehmen hat der Aktienfonds unter dem Aspekt der Diversifizierung institutionellen Charakter.

Smart Investor: Herr Burgbacher, Sie schreiben regelmäßig für unsere Rubrik „Beteiligungsgesellschaften“. In unserer letzten Ausgabe haben Sie erläutert, was aus Ihrer Sicht börsennotierte Beteiligungsunternehmen so besonders macht. Seit Beginn des Jahres 2019 gibt es den global anlegenden Aktienfonds AFB Global Equity Select – was macht denn Ihren Fonds so besonders?

Burgbacher: Das sind vor allem zwei Dinge. Zum einen haben wir erstmalig den professionellen, konzentrierten Zugang zum kompletten Anlagensegment der börsennotierten Beteiligungsunternehmen geschaffen, einen Aktienfonds für börsennotierte Beteiligungsunternehmen. Wir investieren in „die Berkshire Hathaways“ der Welt, also mit operativen Investmentprofis, die folgender Satz von Warren Buffett bestens umschreibt: „Ich bin ein besserer Geschäftsmann, weil ich Investor bin, und ich bin ein besserer Investor, weil ich Geschäftsmann bin.“ Das Ergebnis sind börsennotierte Beteiligungsunternehmen, denn die Lehren aus beiden Erfahrungen verstärken sich.

Diese Art von Unternehmen sind die Architekten und durch deren Investments und/oder Akquisitionen zugleich die Baumeister von diversifizierten Unternehmensökosystemen, sie bieten dauerhafte Substanz und Wachstum („Dauerhaftigkeit“ im Gegensatz zu vorübergehenden Trends). Zum anderen ermöglichen wir dadurch Investoren Opportunitäten abseits der bekannten Pfade: Andere Aktien, andere Gewichtungen und ein aktives Management – das Portfolio wird von der Attraktivität der einzelnen Unternehmen bestimmt, nicht von Indexkonstruktionen, also Bottom-up Stock Picking statt Benchmarking!

Smart Investor: Diese Unternehmen haben ja eine Art Fondscharakter. Handelt es sich hierbei dann nicht quasi um einen Fund of Funds?

Burgbacher: Man kann sagen, dass börsennotierte Beteiligungsunternehmen komplexe Gebilde sind, diversifizierte Unternehmensökosysteme. Sie investieren in viele einzelne Gesellschaften. Damit ähneln sie von der Idee her schon Investmentfonds – sie sind aber selbst Firmen! Das ist der Hauptunterschied und der operative Charakter.

Wenn man alle Ebenen des Fonds berücksichtigt, dann bedeuten die 25 bis 40 Unternehmen im Fonds – aktuell sind es 40 – über 1.800 abgewinkelte Akquisitionen, wovon ein großer Teil autonom und dezentral verwaltet wird und ein Teil in die Unternehmen aufging, und indirekt für den Investor deutlich über 5.000 Investmentbeteiligungen, davon auch viele nicht börsennotierte Unternehmen. Insofern ist das vielleicht die „spannendste“ Variante eines Fund of Funds, auch wenn es formal keiner ist, denn über diese Unternehmen profitiert man von den gleichen Vorteilen wie z.B. bei einer doppelten Risikostreuung, aber ohne doppelte Kostenstruktur; die Holdingkosten sind meist vernachlässigbar. Zusätzlich hat man den operativen Charakter sowie Zugang zu exklusiven Investments, zum Teil auch über Venture-Tochtergesellschaften der Unternehmen.

Smart Investor: Trotz dieser breiten Streuung ist die Performance Ihres Fonds beachtlich. Wie hat er sich in den etwas mehr als fünf Jahren seines Bestehens geschlagen?

Burgbacher: Es war ja einiges los in der Welt und an den Börsen in den letzten

fünf Jahren. In diesem Umfeld konnten wir mit dem AFB rund 10% Wertsteigerung pro Jahr erzielen, konkret waren das +13,54% im Jahr 2019, +14,42% anno 2020, +31,86% im Jahr 2021, -22,80% dann 2022, +11,16% anno 2023 und über +12% bislang 2024.

Smart Investor: Wirklich beachtlich, die Entwicklung! Sie unterteilen ja die börsennotierten Beteiligungsunternehmen in drei Kategorien – welche sind das und wodurch unterscheiden sie sich?

Burgbacher: Das sind Investmentunternehmen, also Beteiligungs- und Investmentgesellschaften, Holdings, im Sinne von diversifizierten Beteiligungsgesellschaften, und Mischkonzerne. Die Grenzen sind miteinander nahezu fließend, aber wir stellen folgende Unterschiede fest: Die Investmentunternehmen machen in der Regel nur Investmentbeteiligungen, zumindest steht die Investmenttätigkeit deutlich im Vordergrund. Holdings sind oftmals vor allem akquisitionsgetrieben, es werden auch Tochtergesellschaften gebildet und zum Teil kommen auch Investments hinzu. Bei den Mischkonzernen handelt es sich tendenziell um eine Mischung der beiden ersten Sparten, aber mit einer deutlich breiteren Länder- und Branchenstruktur.

Smart Investor: Wie steht es um das Thema Discounts bzw. die Abschläge der Aktien auf den inneren Wert der Gesellschaften? Gibt es hier Unterschiede, was die Kategorien anbelangt?

Burgbacher: Wir können festhalten, dass die höchsten Discounts im Bereich der Investmentunternehmen beobachtbar sind, weniger bei den Holdings und Misch-

konzernen, die einen deutlich operativen Charakter haben. Bei den Investment- und Beteiligungsgesellschaften hängt es dann vor allem davon ab, wie hoch der Anteil an privaten, also an nicht börsennotierten Investmentbeteiligungen ist. Die Zins- und Zeitenwende hat die privaten Märkte 2022 und 2023 einbrechen lassen; hier sehen wir Erholungstendenzen. Degroof Petercam Asset Management (DPAM), eine führende unabhängige Assetmanagementgesellschaft aus Belgien, die u.a. Researchdienstleistungen erbringt und aktuell 22 Investment Companies im Research und insgesamt 36 unter Beobachtung hat, sieht ebenfalls Zeichen einer Erholung der privaten Märkte und weist auf einen IPO-Rückstand hin, der sich seit Anfang 2024 aufzulösen beginnt.

Das Gesamtvolumen an IPOs im ersten Quartal in den USA sprang von 2,6 Mrd. auf 8,5 Mrd. USD. Ähnlich positiv war die Entwicklung in Europa. Zwar lag die absolute Zahl mit 26 leicht unter dem Vorjahresquartal (28), aber das Volumen erreichte fast eine Verdreifachung mit 5,9 Mrd. USD.

Beide Entwicklungen dürften dazu führen, dass sich die extremen Discounts, die sich bei einer Vielzahl von Investmentunternehmen aufgebaut haben, langsam wieder abbauen.

Smart Investor: Sie differenzieren weiterhin in verschiedene Investmentstrategien. Welche sind aus Ihrer Sicht die aussichtsreichsten für die nächste Zeit und wie beurteilen Sie die Aktivitäten der Unternehmen, die diese Strategien verfolgen?

Burgbacher: Es sind in Summe zwölf verschiedene Investmentstrategien im Segment

der börsennotierten Beteiligungsunternehmen. Diese sind Buy and Hold, Buy and Build, Buy and Sell, Sondersituationen, Value Investing, wachstumsorientiert, Minderheitsbeteiligungen, Mehrheitsbeteiligungen, Listed Private Equity, Business Development Companies, Royalty and Streaming und REITs. In diesen zwölf Kategorien subsumieren wir auch alle „Unterstrategien“ wie z.B. Buy, Improve/Turnaround and Build.

Am aussichtsreichsten für die nächste Zeit sehen wir Buy and Build, dort z.B. den Bereich der sogenannten Serial Acquirers. Bei diesen akquisitionsgetriebenen Holdings geht es darum, kleinere Unternehmen mit positivem Cashflow zu erwerben, die den Endkunden bedienen. Wachstum und Innovation erfolgt heute mehr denn je durch Zukäufe. Kleinere Akquisitionen oder Ergänzungsakquisitionen (Bolt-on- oder Add-on-Akquisitionen) sind dabei leichter zu bewerkstelligen und bergen weniger Risiken. Weiterhin aussichtsreich sehen wir Royalty and Streaming aufgrund von Inflation und möglicher Stagflation sowie Megatrends wie der Verschärfung der Energie- und Ressourcenlage und auch REITs und Listed Private Equity im Hinblick auf mögliche Zinssenkungen.

Noch ein weiterer wichtiger Punkt: Über diese Gesellschaften kann man in Strategien von Dynastien investieren. Es ist auffällig, dass viele dieser Unternehmen über 100 Jahre Historie haben und in Verbindung zu Milliardenären stehen, die das Vermögen mehr oder weniger breit streuen. Börsennotierte Beteiligungsunternehmen sind manchmal auch unternehmerisch verwaltete, quasi

Tabelle mit Kennzahlen zu den Top-Ten-Titeln

Name	Land (Sitz)	WKN	Aktueller Kurs (EUR)	MCap (Mrd. EUR)	Div.-rend. aktuell	Sparte	Investmentstrategie
Chapters Group AG	Deutschland	661830	23,80	0,47	0,00%	Beteiligungsgesellschaft	Mehrheitsbeteiligungen
Alphabet A	USA	A14Y6F	156,56	1.827,53	0,19%	Holding	Mehrheitsbeteiligungen
Altius Minerals	Kanada	172912	14,98	0,71	1,47%	Beteiligungsgesellschaft	Royalty and Streaming
EXOR N.V.	Niederlande	A2DHZ4	102,50	21,69	0,45%	Beteiligungsgesellschaft	Minderheitsbeteiligungen
Schneider Electric SE	Frankreich	860180	234,00	130,65	1,75%	Mischkonzern	Mehrheitsbeteiligungen
3i Group PLC	Großbritannien	A0MU9Q	33,60	32,40	2,22%	Beteiligungsgesellschaft	Listed Private Equity
Waste Management	USA	893579	196,40	78,77	1,44%	Holding	Buy and Build
Dell Technologies	USA	A2N6WP	122,60	87,19	1,71%	Holding	Mehrheitsbeteiligungen
Wheaton Precious Metals	Kanada	A2DRBP	51,00	23,12	1,18%	Beteiligungsgesellschaft	Royalty and Streaming
Investor AB	Schweden	A3CMTG	24,40	72,99	1,90%	Beteiligungsgesellschaft	Buy and Hold

Kurse vom 10.5.2024

Quellen: comdirect, onvista, Finanzen.net, eigene Recherche

börsennotierte Family Offices – mit unterschiedlichen Strategien, die aber alle eines gemeinsam haben: Es geht nicht um schnellen Profit, sondern darum, Vermögen über Generationen zu entwickeln.

Smart Investor: Was waren die besten Investments dieser operativen Investmentprofis?

Burgbacher: Schauen wir gerne auf ein paar herausragende Beispiele und Entwicklungen, die diese Profis erst möglich gemacht haben, z.B. **SoftBank**, der größte Technologieinvestor der Welt, mit Alibaba und ARM Holdings; **Naspers**, aus der Prosus hervorgegangen ist, mit Tencent; **Berkshire Hathaway** mit GEICO; **Investor AB** mit Atlas Copco, ABB und AstraZeneca, die seit rund 100 Jahren begleitet und zu international führenden Unternehmen entwickelt wurden; **Latour**, welche TOMRA zu einem der Weltmarktführer bei Sammel- und Sortieranlagen entwickelt hat; **Reliance Industries** entwickelt Jio, die Digitalsparte von Reliance, zum möglichen IPO oder **Altius Minerals**, die Altius Renewable Royalties und Lithium Royalty Corporation auf dem Weg zu eigenständigen Unternehmen begleitet haben.

Smart Investor: Wenn man sich das in der Tiefe anschaut, und Sie haben ja bereits des Öfteren berichtet – sind das dann nicht im Grunde Investments im Quadrat?

Burgbacher: Wir vermeiden Redundanzen – insofern sind es keine Investments im Quadrat, aber dafür Synergie- und Netzwerkeffekte innerhalb der Unternehmensökosysteme, denn das Ganze ist mehr als die Summe seiner Teile. Ein Ökosystem von Portfoliounternehmen: Die Beteiligungsunternehmen unterstützen und verbinden Netzwerke innovativer, branchenprägender Unternehmen. Diese sind oft Marktführer in Nischen und tragen zum gegenseitigen Wachstum bei, indem sie zusammenarbeiten und ihr einzigartiges Fachwissen teilen.

Smart Investor: Welches war Ihr bislang erfolgreichstes Investment im Fonds und welches das schlechteste? Und welche Schlussfolgerungen ziehen Sie daraus?

Burgbacher: Das mit Abstand erfolgreichste Investment ist **Dell Technologies**, was bei vielen Lesern sicher zunächst Verwunderung auslöst, denn viele verbinden mit Dell

Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Der AFB ist in allen genannten Titeln investiert, ausgenommen Naspers, Berkshire Hathaway, AddLife, INDUS Holding, Sofina und Aker ASA.

immer noch das PC-Geschäft. Schauen wir kurz auf die Dell-Story und das Unternehmensökosystem des Michael Dell seit der Gründung 1984. Dell hat zunächst den Direktvertrieb revolutioniert und erst später mit 36 Akquisitionen und 29 Investments ein Ökosystem von Portfoliounternehmen auf- und ausgebaut. Die größte Akquisition war 2015 der Speicherspezialist EMC für 67 Mrd. USD. Wir sprechen hier mittlerweile von einer Unternehmensfamilie, die Unternehmen weltweit die notwendige Infrastruktur bietet, um ihre digitale Zukunft aufzubauen, die IT zu transformieren und ihre wichtigsten Assetinformationen zu schützen. Führende Marktpositionen und ein einzigartiges Betriebsmodell sorgen für stetiges Wachstum und erhebliche Wertschöpfung. In diesen Bereichen ist Dell Technologies überall die Nummer eins: kommerzielle PCs, Arbeitsplätze, PC-Monitore, High-End-Gaming, Server, externe Speicher, Speichersoftware, Datenschutz und hyperkonvergente Systeme. Und mit Dell Technologies Capital verfügt das Unternehmen über eine Venture-Tochtergesellschaft, die bereits über 1,6 Mrd. USD an Kapital in über 250 Investments in Unternehmen getätigt hat. Daraus sind bereits neun IPOs entstanden (Arista, JFrog, Xometry, Zscaler, DocuSign, MongoDB, otonomo, Equinix und Nutanix) und über 75 dieser Unternehmen wurden akquiriert.

Smart Investor: Und Ihr größter Flop?

Burgbacher: Das schlechteste Investment war für uns **AddLife AB** aus Schweden. Wir haben das Unternehmen gegen Ende 2021 zu teuer gekauft und sind schlussendlich trotz mehrfachen Nachkaufs und Verbilligung mit einer Halbierung wieder ausgestiegen; hier bleibt nach wie vor eine substanzielle Stabilisierung abzuwarten.

Meine Schlussfolgerungen sind: Genau hinschauen – erst der tiefe Einblick offenbart, ob ein Ökosystem von Portfoliounternehmen

vorliegt, wie wir es uns vorstellen. Dennoch lässt sich aktives Management nicht vermeiden; man muss auch mal ein- bzw. durchgreifen.

Smart Investor: Geben Sie uns doch ein paar Beispiele für Ihr aktives Management. Interessanterweise ist der AFB in der weltweit bekanntesten Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway nicht – mehr – investiert. Das finde ich interessant, zumal wir auf S. 6 einen eher kritischen Artikel dazu haben. Was war Ihr Motiv, Berkshire zu verkaufen?

Burgbacher: Grundsätzlich fällt schon einmal der große Korridor bei der Wertentwicklung auch bei börsennotierten Beteiligungsunternehmen auf, trotz der beschriebenen Vorteile und herausragenden Eigenschaften. Von z.B. einer INDUS Holding (-50%) bis zu einer Berkshire Hathaway (+100%) sind das in den letzten fünf Jahren 150 Prozentpunkte Unterschied. Das zeigt, wie wichtig aktives Management und eine strukturierte Vorgehensweise sind. Der AFB liegt in dieser Zeitspanne mit über 50% Plus im oberen Drittel aller infrage kommenden Unternehmen – das ist auch unser Anspruch bei der Abbildung des kompletten Anlagesegments.

Wir suchen nach Beteiligungsunternehmen mit dem nachhaltigsten Return on Invested Capital (ROIC) und höchsten Reinvestitionssatz und berücksichtigen dabei auch ESG-Kriterien. Das führte dann z.B. zu Verkäufen von **Indus Holding**, **Sofina**, **Fosun**, aber auch von Berkshire Hathaway (diese v.a. aufgrund von ESG-Kriterien) oder **Aker ASA**. Dafür haben wir über die Zeit mittels Käufen oder in direktem Tausch **Halma**, **3i Group**, **HITACHI**, **Pershing Square Holdings** und **Constellation Software** (letztere beiden für Berkshire) und **Iron Mountain** erworben. Wir kommen seit Fondsaufgabe mit rund 30% Turnover p.a. – also dem jährlichen Umschlag bezogen auf das Fondsvolumen – gut hin. Und so soll es auch bleiben: Wir streben ausschließlich langfristige Investments an und machen kein Kurzfristtrading.

Smart Investor: Herr Burgbacher, vielen Dank für diesen Überblick. Weiterhin viel Erfolg mit dem AFB!

Interview: Ralf Flierl

Leserbriefe

The Great Taking

? Was ist dran am Bitcoin?

Vielen Dank, dass Sie diese Thematik immer wieder aufgreifen und diskutieren, wie z.B. im kontroversen Interview mit Dr. Carsten Priebe im Heft 5/2024 unter dem Titel „Bitcoin wäre gern wie Gold, wird es aber nie sein“. Endgültig kann die Frage, was denn nun den Wert eines Bitcoins ausmacht, wohl nur im Fall des Kollapses des derzeitigen Fiatgeldsystems gelöst werden. Bis dahin bleibt es offen, ob der Bitcoin ebenso wie andere Kryptowährungen die moderne Version eines Ponzisystems ist. Solange die Bitcoins ebenso wie die legendären Tulpenzwiebeln gekauft und verkauft werden, funktioniert der Handel immer weiter – ganz gleich, welcher „intrinsische Wert“ darin steckt. Gewinne und Verluste sind ganz normal. Störungen wie das Ausscheren von Staaten in der Zulassung des Handels, Stromausfälle, mögliche Entschlüsselungen durch Quantencomputer, Verlust der persönlichen Codes usw. sind ebenfalls „normale Risiken“ wie bei anderen Vermögenswerten auch. Doch wo ist das Ende der Fahnenstange? Man vergleiche die Zahl der Kryptos mit der Kaufkraft auf der anderen Seite! Man kann auch anonym plitegehen. Was meinen Sie?

Hans-Jürgen Speichert

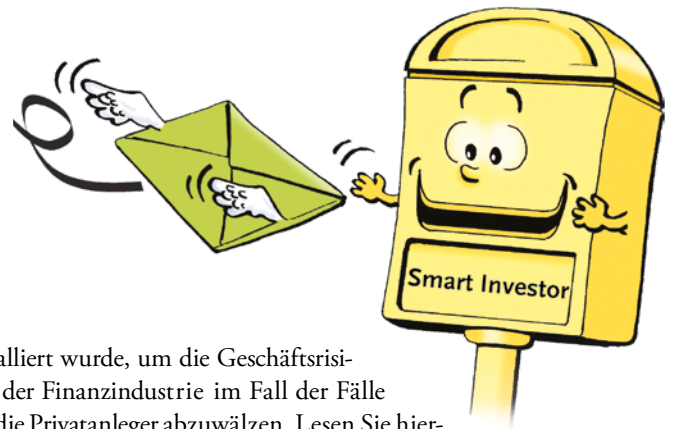
SI Das ist die 1-Mio.-Dollar-Frage, die der legendäre Investor Warren Buffett, über den wir auf S. 6 in diesem Heft schreiben, vermutlich so beantworten würde: „Finger weg von diesem wertlosen Zeug!“ Allerdings räumen wir bei Smart Investor dem Bitcoin bis zum Kollaps des Fiatgeldes noch gehöriges Aufwärtspotenzial ein. Daher sind wir in unserem Musterdepot auch in der Aktie von MicroStrategy (IK) investiert – diese Firma hält mehr als 200.000 Bitcoins! ■

? The Great Taking! Was tun?

Vielen Dank für die Zusammenfassung des Buches „The Great Taking“. Jetzt müssen Sie bitte am Ball bleiben und aufarbeiten, was dran ist. Wie sind eigentlich die Rechtsbeziehungen zwischen Depotinhaber, Depotbank und Clearingstelle und Lagerort? Welche Rolle spielt dabei ggf. die Wertpapierleihe? Ist man mit einer Schweizer oder Liechtensteiner WKN in einem Depot dort auf der sicheren Seite? Ohne hier Klarheit zu schaffen, kann man sich die weitere Analyse von Wertpapieren sparen.

A. Hube

SI Das Thema hat viele Facetten – eine umfassende Abhandlung würde den Rahmen eines Monatsmagazins sprengen. Insofern kann unser Beitrag nur Anregung sein, auch extremere Risiken im Hinterkopf zu behalten. Obwohl wir uns die Theorie von David Rogers Webb nicht zu eigen gemacht haben, lässt sich nicht übersehen, dass bereits ein ganzes Spinnennetz an Maßnahmen (Sanierungs- und Abwicklungsgesetz; SAG, Versicherungsaufsichtsgesetz; VAG, Lastenausgleichsgesetz (Neufassung), CAC etc.)



installiert wurde, um die Geschäftsrisiken der Finanzindustrie im Fall der Fälle auf die Privatanleger abzuwälzen. Lesen Sie hierzu bitte gerne noch einmal das Interview „Enteignung aller Vermögenswerte ist gesetzlich verankert“ (Smart Investor 11/2023) und den Kapitalschutzreport „An Ihren Taten sollt Ihr sie erkennen!“ (Smart Investor 11/2022). Was in Deutschland und der EU bereits an Vorratsgesetzen geschaffen wurde, ist im Ergebnis von Webbs Szenario gar nicht so weit entfernt, wenn auch die Wege andere sind. Welche der Optionen konkret gezogen werden könnte, ist eine politische Entscheidung – und die hängt von den dann handelnden Personen ab. Auch der Zeithorizont ist unbestimmt. Relativ sicher weiß man einzig, dass Fiatgeldsysteme sich am Ende beschleunigen (Crack-up-Boom), letztlich aber unter der Schuldenlast zusammenbrechen. Den Zeitpunkt erkennt man – wie bei jeder Finanzblase – erst in der Rückschau in aller Deutlichkeit.

Was soll man mit diesen Informationen praktisch anfangen? Es bleibt ein guter Rat, nicht alle Eier in einen Korb zu legen. Das betrifft sowohl Assetklassen als auch die regionale Aufteilung. Wer vom baldigen Eintritt eines Extremszenarios ausgeht, wird eine sehr hohe Gewichtung in physischen Edelmetallen anstreben, nach Möglichkeit im direkten Zugriff („unterm Kopfkissen“). Ein Ratschlag ist dies jedoch nicht. Über aktuelle Aspekte des Kapitalschutzes informieren wir monatlich in der entsprechenden Rubrik und ausführlich in der jeweiligen Novemberausgabe des Smart Investor. ■

? „Great Taker“ würden sich selbst schaden

Sie schreiben in Ihrer Titelgeschichte „The Great Taking“ durchgehend von „Sicherheiten“. Vermutlich benutzte Mister Webb aber das englische Wort „Securities“. Ich würde das für

deutsche Nicht-Insider eher als „Wertpapiere“ übersetzen, sodass jedem klar wird, dass alle Anleihen, Aktien, Fonds, Derivate und auch Papierwährungen vor dem großen Raubzug nicht sicher sind. Aber: Falls dieser Raubzug durchgeführt werden sollte, würde jedes Vertrauen verloren gehen und damit jeder Handel und die Wirtschaft zum Erliegen kommen – denn diese beruhen darauf, dass die Beteiligten ihre gegenseitigen



Smart Investor 5/2024

Verpflichtungen erfüllen, und damit würden die Vorteile durch Arbeitsteilung und Spezialisierung verloren gehen. Die „Great Taker“ würden sich damit selbst schaden, denn sie sind die größten Nutznießer. Daher hoffe ich darauf, dass „nur“ Teilenteignungen und Vermögensabgaben drohen und kein Totalzusammenbruch.

Archi.medes

SI Tatsächlich geht es in diesem Artikel um Wertpapiere, wie es auch im Abschnitt „Die Illusion des Eigentumsrechts an Wertpapieren“ zum Ausdruck kommen sollte. Diese Wertpapiere wurden dann aber auch als Sicherheiten für bestimmte Geschäftsarten verwendet. Diese Verwendung eröffnet überhaupt erst den Weg zu einer Befriedigung von Gläubigern aus diesen Sicherheiten (Abschnitt „Künstlich geschaffener Bedarf an Sicherheiten“). Wir hoffen, dass es damit klarer geworden ist. Ansonsten stimmen wir Ihnen zu: Ein solcher Raub lässt sich innerhalb einer Generation nur einmal durchführen, vielleicht sogar nur einmal in mehreren Generationen. In welchem Umfang solche Szenarien im Fall des Falles umgesetzt würden, lässt sich im Vorfeld kaum ermessen. Die historisch rekordhohe Verschuldung legt allerdings nahe, dass drastische Maßnahmen bis hin zu einem Systemwechsel bedacht werden sollten – zumindest theoretisch. ■

? Wuchergebühren für Penny Stocks!

Ich war etwas geschockt, als ich jüngst einen Brief meiner Schweizer Bank gelesen habe. Vor einigen Monaten habe ich Aktien von West Red Lake Gold Mines an der Börse in Kanada gekauft. Die Firma hat eine Marktkapitalisierung von 147 Mio. CAD. Der Höchst- und Tiefstkurs in den letzten 52 Wochen war 1,04 vs. 0,42 CAD. Meine Bank schreibt mit Datum von 13.5.2024, dass die Aktien als „Penny Stocks“ gelten. Wenn ich die Aktien behalten wolle, müsse ich in Zukunft jeden Monat 25 CHF zahlen (300 CHF jährlich). Bis zum 31.5.2024 muss ich die Aktien verkaufen oder ich kann eine dieser beiden Möglichkeiten auswählen:

1. Der Bank die Berechtigung erteilen, diese Position unwiderprüflich aus meinem Depot auszubuchen und nach eigenem Ermessen mit den physischen Zertifikaten zu verfahren, insbesondere um sie zu vernichten. Zur gleichen Zeit verzichte ich auf jegliche Forderung/Rechte, die aus diesem Titel resultieren könnten.
2. Ich halte an der Position in meinem Depot fest und zahle alle in Zukunft anfallenden Gebühren.

Die Junior-Gold- und -Explorationsaktien beginnen gerade, mit dem Goldpreis zu steigen – jetzt wird man als Kleinanleger geradezu gezwungen, die Aktien zu verkaufen.

Alfred G.

SI Das ist wirklich ein Hammer, was sich da Ihre Bank erlaubt! Rechtlich kann man da vermutlich nichts machen, da so etwas sicherlich konform mit den AGB Ihrer Bank ist – aber es erscheint uns unsinnig, da für Ihre Bank bei Penny Stocks eigentlich kein Mehraufwand entsteht. Fraglich auch, mit welchen Änderungen bzw. Gebühren Ihre Bank noch um die Ecke kommt, um Geld von ihren Anlegern rauszuholen. Es wird immer absurder! ■

? Uranaktien mit Nigerminen

Im Uranartikel der Ausgabe 4/2024 von Thomas Steinhäuser geht dieser auf die Aktie Global Atomics und deren Engagement im Niger ein. Im Herbst letzten Jahres hatte ich in die Aktie GoviEx Uranium investiert, welche in einem ähnlichen Artikel von Ihnen behandelt wurde und die ebenfalls einen Nigerbezug hatte. Allerdings wurde letztere Aktie im jüngsten Artikel von Herrn Steinhäuser nicht mehr behandelt. Meine Frage: Hat dies einen bestimmten Grund oder war einfach nur zu wenig Platz im Artikel, um über zwei Unternehmen mit Engagement in Zentralafrika zu berichten?

Jörg Otto

SI Dass wir GoviEx in der Aprilausgabe nicht behandelt haben, liegt tatsächlich nur am Platz. Wie besprochen hinken die beiden Nigeraktien GoviEx und Global Atomic stark zurück. Während bei Global Atomic operativ alles nach Plan verläuft und im ersten Quartal 2026 das erste Uran ausgeliefert werden soll, ist dies bei GoviEx nicht der Fall. Da GoviEx keine Fortschritte beim Bau der Mine macht, hat die Regierung im Niger zuletzt gedroht, die Konzession zu entziehen, was die Anleger etwas nervös werden ließ. Aufgrund der niedrigen Marktkapitalisierung halten wir GoviEx aber selbst dann für interessant, wenn die Nigerlizenz verloren gehen sollte: Denn allein der Net Present Value (Wert der Mine) der Sambia-Liegenschaft dürfte bei derzeitigen Uranpreisen das 20-Fache der aktuellen Marktkapitalisierung betragen. Darüber hinaus verfügt GoviEx noch über ein Projekt in Mali. Die Mine im Niger könnte im Worst-Case-Szenario ebenfalls noch Geld einbringen, wenn sie an ein anderes Unternehmen verkauft werden könnte. ■

? Das Stottern des Elektromotors

Vielen Dank für den Artikel in Smart Investor 5/2024 auf S. 22. Sie schreiben u.a.: „Seit Teile der Wissenschaft ebenso käuflich sind wie Teile der Presse und der Politik, ist auf diese Berechnungen nur noch wenig Verlass.“ Richtig – aber es ist noch schlimmer! Schon seit Jahrzehnten ist Wissenschaft politisiert und die schwachen, karrieristischen Typen dabei käuflich. Denn schon seit den 1980ern und 1990ern bekommen sogar die allerbesten Einser-Absolventen zumeist nur Zeitstellen und halbe oder Dreiviertelstellen und werden in einer schlimmeren Abhängigkeit gehalten als eine ALDI-Kassiererin. Reihenweise ist die Leistungselite auch in den harten MINT-Fächern der deutschen Naturwissenschaft entflohen; ins Ausland, in andere Branchen des Öffentlichen Dienstes, in die Wirtschaft und so weiter.

Wie Einstein gesichert im Patentamt hocken und schön forschen, das ginge heute nicht mehr. So sieht die Naturwissenschaft, z.B. die Klimaforschung, dann auch aus – „erfinderische Zwerge, die für alles gemietet werden können“ (Bert Brecht), überall.

*Siegfried Reiprich, Diplom-Geophysiker, CAU Kiel
(Inst. für Meeresforschung, Inst. f. Geophysik),
AWT-Bremerhaven, GfZ Potsdam*

SI Ja, wir hatten das auch befürchtet, dass man von außen nur die Spitze dieser Entwicklung sieht. Es ist bedrückend, wie die besten Köpfe verbogen werden, um sie ideologisch nutzbar zu machen. Was auch auffällig ist: Die Parole „Folge der Wissenschaft!“ wird zunehmend als ultimatives „Basta!“ hinter kontroverse Thematika gesetzt. Auch die KI scheint uns in diese Richtung getrimmt zu sein: Sie kommt mit der Autorität einer vorgeblich neutralen „Intelligenz“ ins Spiel, ist aber tatsächlich mit den gewünschten politischen Narrativen aufgeladen bzw. überfrachtet. ■

? Eine oder zwei Seiten?

Ihr Chefredakteur fragte in seinem Editorial nach der Meinung der Leser: Eine Erweiterung Ihrer Rubrik „Löcher in der Matrix“ von einer auf zwei Seiten fände ich sehr gut. Denn hierdurch werden einem immer mehr die Augen geöffnet, wenn man nicht selbst schon alles – über die Mainstreammedien Verbreitete – kritisch hinterfragt. Machen Sie so weiter!

Josef Haindl

SI Weitere Denkanregungen („food for thought“) zu liefern ist in diesen Zeiten tatsächlich unser Anspruch. Wenn uns das immer wieder oder immer häufiger gelingen sollte, freuen wir uns darüber. Bezüglich der Rubrik „Löcher in der Matrix“ haben wir verschiedene Lesereinschätzungen bekommen: Dabei halten sich die Stimmen für eine zukünftig zweiseitige Rubrik und dem Verbleiben bei der einseitigen Rubrik in etwa die Waage. Daher werden wir je nach Sachlage und zur Verfügung stehendem Platz zukünftig dieser Rubrik ein bis zwei Seiten widmen. ■

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

Musterdepot Aktien

Aus Platzgründen sind wir letztes Jahr dazu übergegangen, das Musterdepot hauptsächlich online für unsere Abonnenten zu besprechen (im Newsletter Smart Investor Weekly) und nur noch etwa einmal pro Quartal im Heft.

Die Vierwochen-Performance des Depots bis zum Stichtag 17.5.2024 betrug satte 9,6%, während der DAX nur 5,5% zulegen konnte. Noch drastischer ist die Outperformance, wenn man die Entwicklung seit Jahresanfang betrachtet. Hier liegt das Musterdepot mit fast 32% vorne, während der DAX nur knapp 12% schaffte. Woher diese extreme Überperformance rührt, das lesen Sie im Weekly vom 22.5.2024 nach.

Anzeige

Gelb ist das neue Schwarz

Börse und Märkte anders denken – mit Smart Investor

Smart Investor

www.smartinvestor.de

Buchbesprechung

„Success Habits“

Der 1970 verstorbene Bestsellerautor Napoleon Hill hat nicht nur mit seinen Werken für Furore und weltweites Aufsehen gesorgt, sondern war auch ein gefragter und umtriebiger Redner, sei es bei klassischen Vorträgen oder im Rahmen von Fernseh- und Radiosendungen. „Success Habits“ stellt ein erstmalig in Buchform veröffentlichtes Transkript einer wöchentlichen Radiosendung dar, die 1952 in Paris, Missouri, ausgestrahlt wurde. In dreizehn Kapiteln, die jeweils einem Radiobeitrag entsprechen, führte Hill die Hörer der Sendung – vornehmlich Bewohner der Kleinstadt Paris – in seine „Erfolgsprinzipien“ ein. Die zentralen Themen lesen sich dabei wenig spektakulär: die Bedeutung eines konkreten Ziels, akkurates Denken und wie man es erlernt, Ausdauer und Entschlossenheit, Selbstdisziplin oder die beiden esoterisch anmutenden Kapitel zur „kosmischen Macht der Gewohnheit“. Klingt nach heißer Luft und Motivationsgedöns? Dann geht es Ihnen wie vielen der Einwohner von Paris, die im Vorfeld der Radiosendungen mehr als skeptisch waren. Gleichwohl lautete das Urteil nach Ausstrahlung der Sendungen: „... Nichts in die-

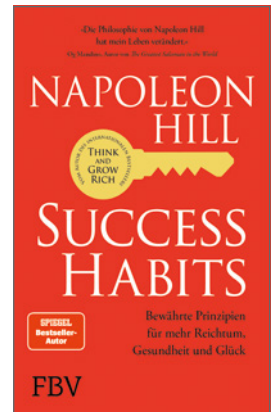
ser Gemeinde ist in den letzten 50 Jahren passiert, das einen so bleibenden Eindruck bei so vielen Menschen hinterlassen hat wie die Vorträge.“

Und in der Tat – auch beim Lesen der einzelnen Kapitel springt der Motivationsfunke über. Es ist die typisch Hillsche Mischung aus Frage, Suggestion und unaufgeregtem Erklären, ohne dabei belehrend zu sein. Spielerisch geht es durch die einzelnen Kapitel und man kann sich leicht vorstellen, wie gespannt die Hörer wöchentlich auf die Fortsetzung der Sendereihe warteten.

Fazit

Das Buch ist eine gute Ergänzung zu Hills Bestseller „Think and Grow Rich“, das natürlich Überschneidungen aufweist, aber eine ganz andere Herangehensweise an die grundlegenden Regeln und Prinzipien für „mehr Reichtum, Gesundheit und Glück“ aufweist. Wer philosophische, aber auch alltagstaugliche Erkenntnisse in portionsgerechten, nicht überfrachteten Einheiten zu schätzen weiß, sollte zu diesem Buch greifen.

Bastian Behle



„Success Habits: Bewährte Prinzipien für mehr Reichtum, Gesundheit und Glück“

von Napoleon Hill;
FinanzBuch Verlag; 224 Seiten;
18,00 EUR

Buchbesprechung

„Erfolgreich investieren mit den besten Börsenstrategien“

Börsenexpertin Jessica Schwarzer unternimmt mit ihrem neuesten Werk einen weiteren Versuch, die deutsche Aktienkultur zu fördern und einer breiteren Masse zugänglich zu machen. Dabei kommt alles auf die Tagesordnung, was den Börseneinstieg erleichtern soll – vier goldene Regeln, die einen ersten Orientierungsrahmen liefern, eine Einführung in allgemeine Aspekte der Börsenpsychologie, die verschiedenen Bausteine für den Vermögensaufbau wie Aktien, Anleihen, Fonds, ETFs und erste strategische Überlegungen, welche in das „individuell passende Depot“ münden sollen. Abschließend präsentiert sie rudimentär Hilfestellung bei der Brokerwahl und bei steuerlichen Aspekten.

Besonders auffallend ist die starke Bemühung, den doch eher trockenen und nüchternen Stoff spannend und lebensnah darzustellen. Dazu liefert die Autorin vielerlei Beispiele sowie Anekdoten aus ihren eigenen Börsenanfängen und spart dabei auch nicht mit Selbstkritik. Dadurch vermittelt sie zukünftigen Börsenneulingen schnell eine

grundlegende Denke: Fehler gehören dazu, die Börse ist keine Einbahnstraße und strategisches Denken fördert den Vermögensaufbau.

Fazit

Nach Coverangaben ist das Buch „... für Anfänger und Fortgeschrittene“ gedacht. Sicherlich eine Definitionsfrage und den „strategischen Überlegungen beim Börsenengagement“ geschuldet, aber richtig aufgehoben dürften sich tatsächlich die Anfänger fühlen – und das sollte auch schon genug wert sein. Dass es an der Börse genug Widersprüche gibt, belegt die Autorin auch gleich selbst. Zu Gold erklärt sie: „2023 war ein gutes Jahr für Gold-Fans. Es gilt nämlich als Inflationsschutz.“ Allerdings bringe das gelbe Edelmetall weder Dividenden noch Zinsen. „Ich persönlich bin und bleibe kein Fan von Gold-Investments, aber das ist Geschmackssache.“ Die Überschrift eines kurz darauf folgenden Kapitels lautet dann: „Das Inflations-Risiko – gekommen, um zu bleiben“. Prägnanter lässt sich Börse kaum beschreiben!

Marc Moschettini



„Erfolgreich investieren mit den besten Börsenstrategien: Clever kombiniert, einfach umgesetzt, für Anfänger und Fortgeschrittene“

von Jessica Schwarzer;
FinanzBuch Verlag; 304 Seiten;
18,00 EUR

Unternehmensindex

Unternehmen	WKN	Seite	Unternehmen	WKN	Seite
AstraZeneca	886455	35	INDUSHolding	620010	10
Aurelius (IK)	A0JK2A	10	KGHM Polska Miedz	908063	51
Bavaria Industries	260555	12	Koç Holding (IK)	A0X92U	52
BB Biotech	A0NFN3	10, 15	MacroGenics	A1W6ND	16
Berkshire Hathaway	A0YJQ2	6	MAX Automation	A2DA58	12
Blue Cap	A0JM2M	12	MBB	A0ETBQ	10
Brockhaus Technologies	A2GSU4	12	Moderna	A2N9D9	15
Defiance Silver	A1JQW5	48	MPH Health Care	A289V0	12
Deutsche Beteiligungs AG	A1TNUT	10	Mutares	A2NB65	10
Endeavour Silver	A0DJ0N	47	Nabaltec (IK)	A0KPPR	54
Equinox Gold	A2PQPG	48	Novo Nordisk	A3EU6F	15, 34, 51
Fairfax India	A14NTF	53	Ringmetall	A3E5E5	54
First Nordic Metals	A4081Q	49	Scherzer & Co.	694280	12
Georgia Capital Group (IK)	A2JH0G	53	SGT German Private Equity	A1MMEV	12
GESCO	A1K020	12	Shareholder Value Bet.	A16820	12
GFG Resources	A2DWM1	49	Sto Vz.	727413	54

Themenvorschau bis Smart Investor 9/2024

Japan: Implosion oder Supernova?**Value-Investments:** Den Euro für 50 Cent**Value-Fonds:** Eher Graham oder Buffett?**Lebensart:** Über Zigarren und Aficionados**ESG:** Alles nachhaltig oder was?**Länder & Regionen:** Sardinien, Ungarn**Infrastruktur:** Straßen, Häfen, Kommunikation**Skandinavien:** Nordic Champions**Megatrends:** Die Zukunft beherrschend**Mittelstand:** Wie steht es wirklich um ihn?**Tenbagger:** Gamechanger-Aktien**Banken:** Droht ein großer Crash?**Trading:** Über die Kunst des Verlierens**EU:** Die wahre Geschichte ihrer Entstehung**Anreize:** Warum etwas funktioniert oder nicht**Cannabisaktien:** Der Kater nach dem Rausch

Smart Investor

22. Jahrgang 2024, Nr. 6 (Juni)

Verlag:

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

Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),
Ralph Malisch (Stv. Chefredakteur),
Christian Bayer,
Peter Seufert-Heyne

Redaktionsanschrift:

siehe Verlag, E-Mail: info@smartinvestor.de

Freie Mitarbeiter:

Dr. Martin Ahlers, Konrad Badenheuer, Bastian Behle, Benjamin Eder, Markus Grüne, Mathias von Hofen, Rainer Kromarek, Marc Moschettini, Yvonne Neff, Frank Sauerland, Thomas Steinhauser, Marcus Wessel

Gastautoren:

Jürgen Dumschat, Erich Hambach, Manfred Hübner, Dr. Werner Koch, Werner Krieger, Uwe Lang, Carsten Mumm

Interviewpartner:

Gunter Burgbacher, Dr. Daniel Koller, Brien Lundin, Rune Sand-Holm

Gestaltung:

Yvonne Neff, 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: Ralf Flierl; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-84

Erscheinungstermine 2024:

17.12.2023 (1/2024), 27.12.2023 (2/2024), 24.2.2024 (3/2024), 23.3.2024 (4/2024), 27.4.2024 (5/2024), 31.5.2024 (6/2024), 29.6.2024 (7/2024), 27.7.2024 (8/2024), 31.8.2024 (9/2024), 28.9.2024 (10/2024), 26.10.2024 (11/2024), 30.11.2024 (12/2024), 20.12.2024 (1/2025)

Redaktionsschluss:

24.5.2024

Preise:

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

Abonnementverwaltung:

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

Charts:

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

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.

Datenschutz:

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

Nachdruck:

© 2024 Smart Investor Media GmbH, München. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf externen Datenträgern.

ZKZ 61978
ISSN 1612-5479

Interessenkonflikte:

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

Zu guter Letzt

Die größte Sorge der Jungen

Von Konrad Badenheuer

Bei Notenbankern muss man genau lesen, was sie sagen – und was nicht. Während das Gesagte immer genau analysiert wird, wird manchmal übersehen, was sie alles nicht sagen, obwohl man es erwarten müsste. Und hier überraschen EZB und Fed zurzeit gleichermaßen.

Beide Zentralbanken wurden zugegebenermaßen von der Inflationswelle seit Sommer 2021 kalt erwischt. Vor allem bei EZB-Präsidentin Christine Lagarde ist seitdem ein Umdenken zu beobachten: Die Zeiten, in denen sie mit den Mitteln der Geldpolitik auch noch den Klimawandel und die Folgen der Pandemie bekämpfen wollte, sind vorbei. Auch die mit dem Namen ihres Chefökonom Philip R. Lane verbundene maximale Sorglosigkeit hinsichtlich einer Nullzinspolitik ist nicht mehr Linie der Europäischen Zentralbank. Das kann man nur begrüßen, denn zu den fragwürdigen Blüten dieser „Denke“ hat gehört, dass das Geldmengenwachstum von heute und die Inflation von morgen angeblich fast nichts miteinander zu tun hätten.



Allerdings stellt die EZB nach wie vor keinen Zusammenhang her zwischen dem massiven Geldmengenwachstum der Jahre 2015 bis 2020 und der anschließenden Inflationswelle. Das ist nicht nur aus theoretischer Sicht ein Ärgernis, sondern einfach auch deswegen, weil es entscheidend ist für die sehr praktische Frage, wie es mit den Preisen weitergeht. Wenn für den Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau weiterhin das gilt, was die Ökonomen dieser Welt als „Quantitätstheorie“ an die 100 Jahre lang einmütig vertreten haben, dann ist die Inflationswelle seit 2021 eben leider noch lange nicht „durch“. Vereinfacht gesagt, wurde mit der Geldpolitik seit 2015 eine Geldentwertung von bis zu 70% programmiert, von der im Euro in den letzten drei Jahren aber erst 18% Realität geworden sind. Zwar gibt es Argumente, dass der Zusammenhang von Geldmenge und Preisniveau nicht mehr so starr und eng ist wie im 19. und 20. Jahrhundert. Und doch sind diese beiden Zahlen elementar wichtige Daten für jeden, der erfolgreich anlegen oder einfach gut für sein Alter vorsorgen will – und das sind große Teile der Bevölkerung.

Da verblüfft es schon, dass das „shock learning“ mehrerer Notenbanken nach 2021 nicht ausgereicht hat, um zur guten alten Quantitätstheorie zumindest als einer Möglichkeit von mehreren zurückzukehren – und um dann auf dieser Basis einmal auszubuchstabieren, was uns in Sachen Inflation künftig noch ins Haus stehen könnte. Weder die EZB noch die Fed haben das bisher getan. Fast noch mehr verblüfft, dass auch die Chefvolkswirte der großen Banken, die Wirtschaftsredakteure der führenden Medien und die Oppositionsparteien im Bundestag diese an sich einfache Rechnung nicht aufmachen. Will sich niemand exponieren? Werden diskrete Rücksichten genommen? In der öffentlichen Debatte wird jedenfalls die Möglichkeit, dass uns die Inflation noch jahrelang begleiten könnte, ziemlich laut beschwiegen.

Und doch hat die junge Generation hier ein klares Problembewusstsein. Bei der repräsentativ angelegten Studie „Jugend in Deutschland“ sagten kürzlich 65% der befragten 14- bis 29-Jährigen, dass ihnen die Inflation große Sorgen mache. Damit lag das Thema noch vor den Kriegen in der Ukraine und im Nahen Osten an erster Stelle – ein Realismus, der viel Respekt verdient und es den Verantwortlichen erleichtern sollte, eine langfristige Stabilitätspolitik zu betreiben. ■

Bild: © Rudolf Schuppler





Wir freuen uns, die

Ludwig von Mises Institut Deutschland Konferenz 2024

anzukündigen:

„Wohlstand für wenige. Die neo- sozialistische Agenda des Westens“

Wohin sie führt und wie man ihr entgegenwirkt

Samstag, 19. Oktober 2024, 10 Uhr bis 18 Uhr

im Hotel „Bayerischer Hof“, München

Mit Beiträgen von:

Prof. Dr. Stefan Homburg

**Krisenmodus: Corona,
Klima, Rezession**

Prof. Dr. Jörg Guido Hülsmann

Die Logik der Zwangsdemokratie

Ralf Schuler

**Generation Gleichschritt: Wie
Identitätspolitik, Wokeness und
linker Zeitgeist den Siegeszug
des Populismus vorantreiben**

Prof. Dr. Thorsten Polleit

**Hypernormalisierung der
Abnormalität: Wie Wohlstand
und Frieden in der westlichen
Welt zerstört werden**

Wir würden uns freuen, Sie zur 12. Konferenz des Ludwig von Mises Instituts Deutschland begrüßen zu können.



Thorsten Polleit
Präsident

Andreas Tiedtke
Vorstand

Ludwig von Mises Institut Deutschland e.V.

Infos und Anmeldungen:

www.misesde.org/2024/05/ludwig-von-mises-institut-deutschland-konferenz-2024/

Morgan Stanley

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



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

www.zertifikate.morganstanley.com

EINEN TRADE VORAUS

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

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