

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 45, März / April 2016

Heute mit folgenden Themen:

- **Börsenturbulenzen: wenn sich Finanzmärkte wie psychisch Kranke verhalten**
- **Immobilieninvestments: riskanter, als viele Anleger denken**
- **Deep Value: Der jüngste Kurseinbruch hat zu starken Unterbewertungen geführt**

Benjamin Graham hat schon vor langer Zeit mit Mr. Market eine Denk-Figur geschaffen, die Finanzmärkte und ihr Verhalten personifizieren soll. Dieser Mr. Market verhält sich oft wie ein psychisch Gestörter, der an einer manisch-depressiven Erkrankung leidet: Er schwankt zwischen Euphorie und tiefer Depression hin und her. „**Klartext: Mr. Market und seine irren Launen**“ beschäftigt sich mit der Frage, warum gerade in den letzten Jahren die Stimmungsschwankungen schlimmer werden.

Eine Schlüsselrolle spielen Handelsprogramme, die auf der Basis von Algorithmen versuchen, von kurzfristigen Marktschwankungen zu profitieren. Sie wirken wie computergestützte Verstärker von Emotionen, weil bei ihren Datenauswertungen und -analysen Schnelligkeit vor Gründlichkeit geht. Fehler, Manipulationen und Falschinterpretationen bei der Informationsauswertung sind so vorprogrammiert. Scurril wird es oft, wenn „Experten“ nachträglich versuchen, der normalen ökonomischen Logik widersprechende Kursbewegungen durch abstruse Begründungen zu rechtfertigen.

„**Kein sicherer Hafen: Anlegertäuschung mit Immobilien**“ beschäftigt sich mit der Problematik, dass Immobilieninvestments oft als besonders sicher vermarktet werden. Tatsächlich sind spezielle Risiken aber oft gut versteckt; bzw. mangelnde Sachkenntnis wird für überhöhte Preisgestaltungen missbraucht. Im Beitrag werden Geschäfte mit Schrottimmobilen, die mutmaßlichen Betrugsfälle der S&K-Gruppe, sowie die Werteinbußen bei offenen Immobilienfonds analysiert.

Anhand dieser 3 Fallbeispiele wird deutlich, dass Immobilienanlagen spezielle Liquiditäts- und Bewertungsprobleme haben. Die hieraus resultierenden Risiken werden von Investoren oft ignoriert bzw. von Anbietern und Beratern verschleiert. Weiterhin wird gezeigt, dass es i.d.R eine Vielzahl von Beteiligten gibt, die bei der Täuschung mitwirken, bzw. sie durch fahrlässiges Verhalten erleichtern bzw. sogar oft erst ermöglichen.

Der jüngste Einbruch an den Aktienmärkten hat einige Sektoren überdurchschnittlich stark betroffen: die Automobilindustrie, Energiewerte sowie Finanztitel. Unter den vom Markt abgestraften Aktien finden sich viele, die sehr stark gefallen sind, obwohl sie weniger gravierende Probleme haben als Konkurrenten, oder bei denen der Markt auf negative Nachrichten überreagiert hat.

In „**Deep Value: Es gibt wieder stark unterbewertete Aktien**“ werden drei Unternehmen vorgestellt, bei deren Aktien der Kurs-Einbruch als stark übertrieben erscheint: Der kanadische Automobilzulieferer Magna International, die spanische Bank BBVA sowie der US-amerikanische Pipeline-Betreiber Kinder Morgan. Hier bieten sich Value-Anlegern derzeit gute Einstiegschancen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Mr. Market und seine irren Launen

Liebe Langfristanleger,

ist der fallende Ölpreis nicht ein zuverlässiges Signal für eine kommende Weltwirtschaftskrise? Kann die Deutsche Bank ihre Anleihen noch bedienen? Gehen europäische Finanzinstitute vielleicht sogar reihenweise Pleite, weil Kreditausfälle bei Ölproduzenten drohen? Können Apple, LVMH oder BMW ihre teuren Premiumprodukte noch verkaufen, wenn China kollabiert? Und warum ist ein Fall der Arbeitslosenquote in den USA unter 5% ein sicheres Zeichen für die unvermeidbare Konjunkturabschwächung?



Inhalt:

*Seite 6: Kein sicherer Hafen:
Anlegertäuschung mit Immobilien*

*Seite 14: Deep Value: Es gibt
wieder stark unterbewertete
Aktien*

*Seite 20: Anhang: Quellen,
Impressum, rechtl. Hinweise*

Seite 24: Disclaimer

Kaum ein Gerücht war zu abstrus, um nicht in den vergangenen Wochen als nachgeschobene Begründung für die hohen Schwankungen an den Aktienmärkten von den Medien und Kapitalmarktexperten ernsthaft diskutiert zu werden.

Damit schafften sie es tatsächlich, viele professionelle Anleger stark zu verunsichern. Wie eine monatlich von Bank of America Merrill Lynch durchgeführte Umfrage bei den großen Fondsmanagern der Welt zeigte, stiegen die Cash-Quoten im Februar wieder auf ein Rekordniveau: Sie waren mit durchschnittlich 5,6% so hoch wie seit dem November 2001 nicht mehr; einer Zeit also, die durch extreme Verunsicherung nach den Anschlägen auf das World Trade Center geprägt war.¹

Weiterhin ergab die Umfrage, dass die Erwartungen der Investoren für Wachstum und Gewinnentwicklung so niedrig sind wie seit Juli 2012 nicht mehr. Tatsächlich ist die Nachrichtenlage gar nicht einmal so schlecht. Abgesehen von einigen Ausnahmen wie Deutsche Bank, Credit Suisse oder RWE verlief die Unternehmens-Berichtssaison für das 4. Quartal in Europa eigentlich recht gut. In den USA gab es einige schlechte Ergebnisse bei Exportwerten und Energietiteln, die allerdings im Wesentlichen von Analysten schon erwartet worden waren.

Ökonomische Wachstumsprognosen von führenden makroökonomischen Prognostikern wurden zurückgenommen, allerdings nur in begrenztem Umfang. So revidierte z. B. die OECD ihre Wachstumserwartung für das Weltsozialprodukt in 2016 von 3,3% auf 3% p.a.² Diese Zahl liegt damit zwar etwas unter dem Potenzialwachstum von 3,75%, begründet aber auch kein Katastrophenszenario. Zudem sind solche Revisionen nicht ungewöhnlich, da in fast jedem Jahr die Ökonomen mit ihren Prognosen erst mal falsch liegen und sich dann an einen realistischeren Wert herantasten.

Warren Buffett: Finanzmärkte verhalten sich wie „betrunzene Psychopathen“

Betrachtet man die Art und Weise, wie Finanzmärkte und ihre Akteure agieren, so ist dies dem Krankheitsbild einer bestimmten psychischen Erkrankung nicht unähnlich: der „bipolaren Störung“³, die ebenfalls unter der Bezeichnung „manisch-depressive Erkrankung“ bekannt ist. Sie zeigt sich bei

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

den Betroffenen durch episodische, willentlich nicht kontrollierbare und extreme Schwankungen ihrer Aktivitäten und Stimmungen. Zwei verschiedene Haupt-Phasen wechseln einander ab:

- **Depressionen** zeichnen sich durch stark gedrückte Stimmung und Antriebslosigkeit aus. Die Fähigkeit zur Prüfung der Realität ist eingeschränkt, Risiken werden stark überschätzt. Bei heftigen Depressionen kann es zu Verzweiflungstaten kommen.
- Eine **manische Episode** ist durch hohe Aktivität gekennzeichnet, was oft mit inadäquat euphorischer oder gereizter Stimmung einhergeht. Hierbei ist die Fähigkeit zur Prüfung der Realität ebenfalls mitunter stark eingeschränkt, insbesondere diejenige zur Wahrnehmung von Risiken. Die Betroffenen können sich durch leichtsinniges Handeln in große Schwierigkeiten bringen.

Mit „Mr. Market“ hat Benjamin Graham eine Kunstfigur geschaffen⁴, um die bipolar gestörten Sentimentschwankungen an Finanzmärkten in einem personifizierten Denkmodell darzustellen. Warren Buffett hat diesen Mr. Market sogar einmal als „eine Art betrunkenen Psychopathen“⁵ bezeichnet, weil er so handelt, als ob die psychischen Störungen durch Alkohol noch verstärkt werden.

Mr. Market bietet dem Anleger ständig an, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen. Preise und Qualitäten schwanken stark, das Angebot ist von kurzfristigen Notwendigkeiten oder Emotionen getrieben. Er kommt jeden Tag wieder, manchmal völlig berauscht, gelegentlich verkatert oder dann und wann auch nüchtern. Jedes Mal hat er andere Preise, Argumente, Stimmungen. Gelegentlich hat Mr. Market sogar recht, sehr oft aber nicht. Für den Investor kommt es dann darauf an, sich nicht von ihm irritieren zu lassen, sondern sich auf die realen Werte der Anlagen zu konzentrieren. In Depressionsphasen bieten sich viele Kauf-Chancen; meistens ist es jedoch besser, Mr. Market zu ignorieren.

Handelsprogramme: computergestützte Verstärker von Emotionen

In den vergangenen Jahren sind die heftigen Schwankungen stärker geworden. Mr. Market wankt immer wilder hin und her zwischen grauenhaften Depressionen und überoptimistischen Phasen. Vor genau einem Jahr herrschte Euphorie, der DAX sollte demnächst nach Meinung mancher „Experten“ 15.000 erreichen.⁶ Stattdessen sind wir 30% gefallen und Mr. Market in tiefe Depressionen verfallen.

In der aktuellen Marktphase ist auffällig, dass die Kurse am Aktienmarkt den Ausschlägen am Erdöl-Markt folgen. Dieser ist derzeit ungewöhnlich volatil, was sich aber gut mit dem Preiskrieg erklären lässt, den Saudi Arabien angezettelt hat. Weniger offensichtlich ist, warum sich Ölpreisschwankungen so unmittelbar und einseitig auf die Aktien auswirken müssen. Insbesondere widerspricht es der konventionellen ökonomischen Logik, dass die Titel konjunktursensitiver Firmen mit dem Ölpreis fallen, obwohl sie eigentlich profitieren müssten, weil sie und ihre Kunden entlastet werden.

Forscht man nach, wer denn für diese heftigen Kursbewegungen hauptverantwortlich sei, bekommt man immer wieder eine Antwort: Handelsprogramme, die auf der Basis von Algorithmen versuchen, von kurzfristigen Marktschwankungen zu profitieren. Dabei ist das von ihnen bewegte Volumen inzwischen so groß geworden, dass sie selbst die Volatilität erzeugen, aus der sie ihre Gewinne ziehen wollen. Um zu verstehen, was diese Algorithmen zu ihren Orders bewegt, muss man sich vergegenwärtigen, dass diese auf Prognosen basieren, die mit Methoden der Big Data Analyse ermittelt werden. Hierbei spielen vor allem zwei Vorgehensweisen eine Rolle: die automatisierte Analyse von Informationen sowie die Konzentration auf Korrelationen unter Vernachlässigung von Kausalitäten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fehlinterpretationen durch automatisierte Newsflow-Analyse sind vorprogrammiert

Die Betreiber von Handelsalgorithmen haben spezielle Programme, die geschriebene Informationen maschinenlesbar machen und ihre automatisierte Analyse ermöglichen. Unternehmensmeldungen und sonstige Nachrichten können so blitzschnell interpretiert und in Orders umgesetzt werden. Fatal hierbei ist aber, dass diese Programme a) alle Informationen erstmal ungeprüft als „wahr“ nehmen und so verarbeiten; sowie, dass sie b) nicht in der Lage sind, sprachliche Nuancen richtig zu erfassen.

Die Priorisierung der schnellen Datenverarbeitung vor einer gründlichen Auswertung macht die Algorithmen zum einen leicht manipulierbar, andererseits auch anfällig für Fehlinterpretationen und Missverständnisse. Wenn ein Unternehmen z. B. nach guten Zahlen keinen überoptimistischen Ausblick gibt, interpretieren dies die Computer schon mal gelegentlich als Gewinnwarnung. Umgekehrt können Firmen bei einer Ertragsenttäuschung durch aggressive Formulierung ihrer Geschäftsprognose eine positive Kursreaktion auslösen, weil die Rechner antizipieren, dass jetzt alles besser wird.

Korrelation ersetzt Kausalität: wenn aus Big Data sich selbst bestätigender Schwachsinn wird

Viel problematischer als die automatisierte Analyse ist jedoch das Motto „Korrelation ersetzt Kausalität“ der Big Data-Bewegung. Als ich es das erste Mal las, hielt ich es zu Unrecht für eine Art Aprilscherz. Denn ich hatte in meinem Statistik-Grundkurs gelernt, dass es sogenannte „Scheinkorrelationen“ gibt: statistische Zusammenhänge, die nur auf dem Zufall beruhen und keine inhaltliche Verbindung besitzen. Ein Beispiel für eine solche Scheinkorrelation war der sog. „Super Bowl Indikator“. Er besagte, dass wenn ein Team aus der National Football Conference (NFC) im Finale „Super-Bowl“ siegt, die US-Aktien in diesem Jahr steigen. Wenn hingegen ein Team der American Football Conference (AFC) gewinnt, sollten die Kurse fallen. Zwischen 1967 und 1997 sagte dieser Indikator tatsächlich mit über 90% Trefferquote die zukünftigen Börsenentwicklungen voraus. Aber natürlich gab es keine logische Verknüpfung zwischen Börsenkursen und Football-Ergebnissen. Insofern ist seit 1998 kein Zusammenhang mehr feststellbar, die zwischenzeitliche Korrelation war reiner Zufall.⁷

Wer nur auf Korrelationen vertraut, ohne sich über die zugrunde liegenden Kausalitäten Gedanken zu machen, fällt zwangsläufig auf Scheinkorrelationen herein. So dachte man zumindest vor Big Data. Inzwischen glauben jedoch viele Statistiker, dass die Überprüfung der Kausalitäten den Nutzwert der Analyse von großen Datenmengen einschränkt.⁸ Denn es kommt nicht nur darauf an, zu aussagekräftigen Ergebnissen zu kommen, sondern auch, einen Erkenntnisvorsprung schnell zu nutzen.

Datenanalyse wird zunehmend als Entdeckungsprozess verstanden: Innerhalb einer Vielzahl von Daten wird mittels unzähliger einzelner Tests nach statistischen Zusammenhängen gesucht, bis sich einige als signifikant erweisen. Dann kommt es darauf an, diese möglichst schnell zu nutzen; eine gründliche Analyse der Kausalitäten würde nur wertvolle Zeit verschwenden. Und so passiert es, dass wenn die Algorithmen z. B. einen statistischen Zusammenhang zwischen europäischen Banktiteln, der Apple-Aktie und dem Ölpreis etabliert haben, alle im Einklang schwanken, selbst wenn sie logisch nur sehr wenig miteinander zu tun haben.

Die Big Data Analyse hat uns viele interessante Erkenntnisse beschert; z. B. wenn aus Google-Suchanfragen auf die Ausbreitungsgebiete von Krankheiten zurückgeschlossen werden konnte. An

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

der Börse besteht aber das Problem, dass die Algorithmen die Daten, die sie auswerten, gleichzeitig stark beeinflussen. Ihre Orders lösen Kauf- oder Verkaufsdruck aus, der dann die Kursbewegungen erzeugt, die dann wiederum die Programme bestätigen. Die Prognosen von Algorithmen erfüllen sich dann selbst, auch wenn sie im kompletten Widerspruch zur normalen ökonomischen Logik stehen.

Nachträgliche Erklärungen sollen verrückte Kursbewegungen vernünftig erscheinen lassen

Besonders skurril werden die depressiven bzw. manischen Phasen von Mr. Market, wenn „Finanzexperten“ versuchen, erratische und durch Algorithmen verursachte Kursbewegungen zu rationalisieren, indem sie nachträglich an den Haaren herbeigezogene Erklärungen veröffentlichen. So war in den vergangenen Wochen vielfach das Gerücht über ein angeblich hohes Exposure europäischer Banken zu kurz vor dem Konkurs stehenden Rohstoffkonzernen zu lesen, das die starken Kursverluste in diesem Sektor rechtfertigen sollte.⁹ Der europäische Bankensektor hat viele Schwächen und Probleme – in großem Umfang notleidende Rohstoffkredite gehören aber definitiv nicht dazu.

Wenn über blanken Unsinn – wie das angeblich desaströse Rohstoffexposure europäischer Banken – selbst in der serösen Presse ernsthaft diskutiert wird, ist dies ein guter Indikator dafür, dass ein Depressionsschub von Mr. Market wieder den Höhepunkt erreicht hat. Ein anderes relativ untrügliches Anzeichen sind viele Berichte über die massenweise Flucht von verschreckten Investoren in „sichere Häfen“ wie Gold oder Bundesanleihen; oder auch die ungewöhnlich hohe Liquiditätsquote von 5,6% bei Institutionen, wie sie in der Umfrage von Bank of America Merrill Lynch festgestellt wurde. In der Vergangenheit war es ein relativ sicheres Signal für eine bevorstehende Kurserholung, wenn die Cash-Quoten im Durchschnitt über 4,5% stiegen.¹⁰

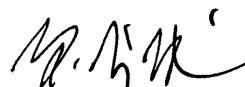
Die Weltwirtschaft ist viel stabiler als ihre Wahrnehmung durch die Finanzmärkte

Vor einem Jahr sah unsere Welt mit ihren Problemen nicht viel anders aus. Nur die Wahrnehmung war unterschiedlich: Angesichts der guten Aussichten der meisten Firmen auf langfristig profitables Wachstum schienen die politische Instabilität im Nahen Osten, die Abschwächung in China und andere Schwierigkeiten vernachlässigbar. Die Aktien-Kurse waren deutlich höher; und vielfach bestand die Erwartung, dass weitere Kursgewinne zum Greifen nahe sind.

Damals war Mr. Market fast genauso wenig begründet euphorisch, wie er heutzutage schwer depressiv ist. Die Fokussierung der aktuellen Wahrnehmung auf Probleme überdeckt den Blick darauf, dass die meisten börsennotierten Firmen immer noch finanziell solide sind und sich gut aufgestellt haben, um ihre Chancen zu nutzen. Wenn wir – wie die OECD erwartet – 2016 global mit nur 3% (oder auch nur mit 2%) wachsen und damit unter dem Potenzial bleiben, so ist dies keine Tragödie, sondern Ausdruck einer zyklischen Abschwächung, die irgendwann wieder einmal vorübergeht.

Mr. Market war Mitte Februar ganz auf den depressiven Moment fixiert und offerierte uns Aktien im Super-Sonderangebot. Trotz der jüngsten Erholung sind viele immer noch günstig, Anleger sollten das nutzen. Bei Mr. Market kann die Stimmung schnell drehen; dann treibt er in einer Euphoriephase die Kurse rapide wieder in die Höhe. Bis der nächste Schub in die andere Richtung wieder kommt ...

Viel Freude beim Lesen und guten Erfolg
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Kein sicherer Hafen: Anlegertäuschung mit Immobilien

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Immobilien bilden neben Aktien und Anleihen einen wichtigen Bestandteil einer ausgewogenen Vermögensstruktur nicht nur für institutionelle Investoren, sondern auch für Privatanleger. Sie weisen eine Reihe von Eigenschaften auf, die sie von anderen Anlageklassen unterscheiden und damit zu einem wichtigen Baustein in einem diversifizierten Portfolio machen. Wesentliche Charakteristika sind eine lange Lebensdauer, die Standortgebundenheit und die hohe Individualität der Investitionsobjekte. Die vermietete Immobilie als Anlageobjekt soll natürlich ebenfalls Rendite bringen. Wie bei Aktienanlagen gibt es bei Immobilien zwei Ertragskomponenten: zum einem der Mietzins als laufende Ertragsquelle, zum anderen die Wertentwicklung. Dazu kommen noch zwei weitere Beeinflussungsmöglichkeiten der Rendite: der Finanzierungshebel mit Verschuldung und steuerliche Vorteile in Form von Abschreibungsmöglichkeiten.

Immobilien haben nicht die für Wertpapiere typischen Risiken: Sie sind keinen kurzfristigen Wertschwankungen ausgesetzt wie Aktien und sollten als Realkapital im Gegensatz zu Anleihen gut gegen Inflation geschützt sein. Gerade in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen wird dies genutzt, um Immobilien als besonders sichere Anlage zu vermarkten. Sie sind allerdings schwer zu bewerten und haben spezielle Risiken, die für Investoren oftmals nicht so ohne Weiteres zu erkennen sind.

Die Möglichkeit zur Bewertungsmanipulation und eine oft nebulöse Risikosituation machen sich Anlagebetrüger und unseriöse Finanzvertriebe gerne zunutze, um Investoren zu täuschen. In dieser Analyse soll anhand von drei Beispielen gezeigt werden, dass Immobilienanlagen spezielle Risiken bergen, die vielen Investoren unbekannt sind. Zudem werden diese von Anbietern und Beratern oftmals bewusst verschleiert, was zum Teil erhebliche Vermögensverluste bescheren kann.

1. Geschäfte mit Schrottimmobilien

Der Begriff „Schrottimmobilie“ wurde im Zusammenhang mit dem Erwerb von Immobilien und/oder Beteiligungen an Immobilienfonds im Zuge des steuerlich subventionierten Baubooms in Ost- und West-Deutschland nach der Wiedervereinigung geprägt.

Hinter dem Betrug mit Schrottimmobilien steckte die gezielte Vermarktung minderwertiger Immobilien zu überhöhten Preisen als Steuersparmodelle an unbedarfte Anleger. Hinter dem Begriff verbergen sich aber auch jene Objekte, deren mangelhafter Zustand mit bloßem Auge nicht immer zu erkennen ist. Hier lassen sich nämlich ganz allgemein alle Immobilien oder Immobilienfonds einordnen, die dem Wert, zu dem sie auf dem Markt angeboten werden, in keiner Weise entsprechen.

Daneben werden unbedarfte Anleger oft ebenfalls mit scheinbar günstigen Finanzierungsmodellen geködert. Beim Verkauf der Schrottimmobilien wirken meist betrügerische Verkäufer und Vermittler und sogar Notare und Mitarbeiter von Privat- und Direktbanken gemeinsam zulasten der zu schädigenden Anleger. Bedauerlicherweise wurden und werden Schrottimmobilien mit großem Erfolg vertrieben. Die bundesweiten Schätzungen reichen bis zu 1.000.000 geschädigter Anleger.¹

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wenngleich die Öffentlichkeit dieses Thema nach dem Auslaufen der Sonder-Afa im Jahr 1998 nicht mehr so stark wahrnimmt, werden heute noch viele Fälle abgehandelt, die bis zum Jahr 2010 zurückreichen. Aktuell spielt der gegenwärtige Boom bei Immobilien den Betrügern wieder in die Hände. Bedingt durch das tiefe Zinsniveau und die Überhitzungserscheinungen in den Metropolen können z. B. Geschosswohnungen kaum noch über die Rendite verkauft werden. Dann werden Investoren mit unterbewerteten Immobilienanlagen, dem so genannten klassischen Aufteilergeschäft geködert. Dabei werden Immobilien oft aus Sondersituationen in Ballungsgebieten aufgekauft, insbesondere von wohnwirtschaftlich genutzten Mehrfamilienhäusern und Wohnungen.

Beim Aufteilergeschäft, das den Initiatoren hohe Renditen beschern kann, werden Mietshäuser gekauft, in Eigentumswohnungen aufgeteilt und dann an Kapitalanleger oder Eigennutzer (bestehende Mieter) weiterverkauft. Der Trick hierbei ist, dass Investoren über den Wert der Anlage betrogen werden können, indem ihnen zugesagt wird, dass die Wohnungen auf dem neuesten Stand bzw. renoviert oder saniert seien. Vielerorts wird dabei unterschlagen, dass die Wohnungen „alte Hütten“ sind. Getäuscht werden Investoren auch bei Wohnungen aus Zwangsversteigerungen. Hier werden Objekte sehr preiswert erworben und mit Aufschlägen von bis zu 50% weiterverkauft.

Anlagebetrug mit NATO-Wohnungen

Abgezockt wurden viele Anleger gleichfalls bei den sogenannten NATO-Wohnungen. Einigen Käufern wurden diese Objekte als sichere Altersanlage angepriesen. In einem Fall hatte eine Personengesellschaft Wohnungen in NATO-Anlagen zu einem Preis von um 40.000 Euro gekauft und nur wenige Wochen bis Monate später zum mehr als Dreifachen des Einstandspreises weiterverkauft, ohne werterhöhende Investitionen vorgenommen zu haben. Stets erfolgte die Kaufpreiszahlung über ein Notaranderkonto. Auf Weisung des Verkäufers zahlte dieser Notar in allen Fällen aus dem hinterlegten Kaufpreis jeweils mehr als 50 % an Innenprovisionen und Handelsgewinnen für die Verkäufergesellschaft aus. Allerdings entsprach der tatsächliche Wert der Wohnungen seinerzeit in etwa dem Preis, zu dem der Verkäufer die Wohnung erworben hatte. Als sich die Pläne der britischen Regierung zum Abzug ihrer Truppen aus Deutschland konkretisierten, wurden Wohnungen in den betroffenen Anlagen Preisen unter 10.000 Euro gehandelt, zum Teil sogar unter 5.000 Euro.²

Wie lassen sich Schrottimmobilien erkennen?

Bei Transaktionen in Schrottimmobilien finden sich zumeist drei spezifische Vorgehensweisen, die sie von „normalen“ Immobiliengeschäften unterscheiden:

- 1) Dem Erwerber wird mit den unterschiedlichsten Begründungen verwehrt, die Immobilie vorher (von innen) zu besichtigen.
- 2) Immobilie, Verkäufer, Vermittler, Notar und Erwerber sind räumlich voneinander entfernt.
- 3) Der Verkauf wird in zwei getrennte Beurkundungsvorgänge aufgespalten, nämlich in Angebot und Annahme. Bei Schrottimmobilienfällen beurkundet häufig zunächst der Erwerber das Kaufangebot und setzt dem Verkäufer eine Frist, innerhalb derer er das Angebot annehmen kann. Listige Angebote sind zu erkennen, wenn zwischen Ankauf der Immobilie durch den Verkäufer und dem Weiterverkauf an den Erwerber nur ein kurzer Zeitraum liegt. Besonders hellhörig sollte der Er-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

werber werden, wenn sein Verkäufer noch nicht einmal im Grundbuch als Eigentümer eingetragen ist; indem vereinbart wird, dass die Abwicklung der Kaufpreiszahlung über ein Notaranderkonto erfolgen soll oder der Verkäufer oder andere von ihm eingeschaltete Beteiligte dem Erwerber auch die Finanzierung des Kaufpreises besorgen. Dabei wird typischerweise die Tatsache, dass die Bank grundsätzlich bereit sei, das Objekt zu finanzieren, ebenfalls dazu verwendet, dem Erwerber vorzuspiegeln, dass damit die Angemessenheit des Kaufpreises „bankgeprüft“ sei.³

Schrottimmobiliensbetrüger werden durch unzureichende Bankprüfungen begünstigt

Durch den Erwerb überalterter Mehrfamilienhäuser, deren Aufteilung in Eigentumswohnungen und ihren anschließenden Verkauf zu durchschnittlichen Marktpreisen lassen sich exorbitante Gewinne generieren. Diese Profiterzielung wird dadurch erleichtert oder erst möglich, dass es Banken gibt, die Immobilienfinanzierungen bis zu bestimmten Größenordnungen (zum Beispiel 150.000 Euro) ohne Objektprüfung und mit zumindest verminderten Prüfungsaufwand hinsichtlich der Bonität direkt oder über Finanzierungsvermittler am Markt absetzen. Letztlich bezahlen diese Banken dafür, dass sie bei der Kreditgewährung von bewährten Kreditstandards abweichen. Der eigentlich Leidtragende ist der Fiskus, der die Kreditausfälle über Steuermindereinnahmen mitfinanziert, sowie die Anleger, die sich aufgrund ihrer Unerfahrenheit in der Regel darauf verlassen, dass die Bank die Angemessenheit des Kaufpreises geprüft hat.

2. Die mutmaßlichen Betrugsfälle der S&K-Gruppe

Die Gründer der S&K-Gruppe haben mutmaßlich ein Schneeballsystem mit überbewerteten Immobilien aufgebaut. Laut der Staatsanwaltschaft Frankfurt/M werden den Firmengründern 49 Straftaten vorgeworfen, und zwar schwerer banden- und gewerbsmäßiger Betrug, schwere banden- und gewerbsmäßige Untreue sowie ein Fall der Anstiftung im Zeitraum von Oktober 2008 bis Februar 2013.⁴ Die Angeklagten Stephan Schäfer und Jonas Köller waren zunächst auf dem Gebiet des Handels mit so genannten „Schrottimmobiliens“ tätig, was indes nicht Gegenstand des Verfahrens beim Landgericht Frankfurt ist. Dabei wurden nach Einschätzung des Gerichts minderwertige Immobilien aus Zwangsversteigerungen erworben und sodann zu überhöhten Preisen an Dritte weiterverkauft, welche die Immobilien über Banken fremdfinanziert hatten, ohne in der Lage zu sein, die Kredite zu bedienen. Die Differenz zwischen dem ursprünglichen niedrigen Ankaufpreis und der ausbezahlten Darlehenssumme teilten sich die Beteiligten.

Zur Holding von S&K gehörten u.a. die S&K Real Estate Value GmbH, der S&K Sachwert AG, der S&K Asset Management GmbH, der S&K Assets GmbH und der Deutsche S&K Sachwert AG.⁴ Im August 2014 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gegenüber der S&K Immobilienhandels GmbH, Frankfurt am Main, der S&K Real Estate Value GmbH, ebenfalls Frankfurt am Main, die Abwicklung des unerlaubt betriebenen Einlagengeschäfts angeordnet und hierfür einen Abwickler bestellt. In den Medien wurde moniert, dass die BaFin die Töchter der S&K-Gruppe lange Zeit unbehelligt ließen. Erst im März 2014 wurde den entsprechenden S&K-Gesellschaften, bei denen noch kein Insolvenzverfahren anhängig ist, die Geschäftstätigkeit untersagt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Mit zunehmender Etablierung der S&K-Firmen erweiterten die Eigentümer ihr Modell, indem sie mit dem Ziel der Liquiditätsschöpfung Fonds gründeten. Deren offizieller Geschäftszweck war das Einsammeln von Anlegergeldern für den An- und Verkauf von Immobilien. Weil Schäfer und Köller über keine Erfahrungen im Fondsgeschäft verfügten, gewannen sie zwei Hamburger Unternehmer für ihre Pläne. Diese hatten in Hamburg bereits früher über die United Investors Unternehmensgruppe großvolumige Fondsgeschäfte getätigt, ohne dass Renditen für die dortigen Anleger erwirtschaftet worden waren. Ihnen war daher an der neuen Geldquelle gelegen, deren fehlende Seriosität ihnen mutmaßlich von Anfang an bewusst war.

Die Anleger sollten über den Vertrieb der United Investors Unternehmensgruppe geworben werden, welche die eingeworbenen Gelder an die S&K-Gruppe als Darlehen insbesondere für die vorgebliche Finanzierung von Immobiliengeschäften weiterreichen sollten. Der vermeintlich wertvolle Immobilienbestand wurde in Hochglanzprospekten und Telefonaten bei den Anlegern mit Renditeversprechen von bis zu 12 % p. a. beworben. Statt hochwertiger Immobilien wurden jedoch eher minderwertige – von gesondert verfolgten Gutachtern überhöht bewertete – Objekte zu überhöhten Preisen zulasten der Fondsanleger in die Fonds hineinverkauft bzw. innerhalb der Fonds weiterverkauft, um diese Gelder dem Fondsvermögen zu entziehen⁴.

Kauf von Fondsgesellschaften, um über Anlegergelder zu bestimmen

Die eingenommenen Gelder aus diesen drei Geschäftsmodellen verbrauchten die S&K-Gründer mutmaßlich – wie anscheinend von Anfang an geplant – zum größten Teil für ihren aufwendigen Lebensstil; zur Aufrechterhaltung des von ihnen etablierten Schneeballsystems sowie für Werbemaßnahmen, Vertrieb und sonstige Betriebskosten. Die in diesen Zeitraum angefallenen Teilausschüttungen von zusammen maximal ca. 20 Mio. Euro an die Anleger wurden fortlaufend aus neu eingeworbenen Anlegergeldern vorgenommen⁴.

Da jedoch bei dem mutmaßlichen Schneeballsystem der Geldbedarf mit der wachsenden Zahl der Anleger noch weiter stieg, sollen die Angeschuldigten zu einem neuen Modus Operandi übergegangen sein, der Gegenstand von Untreuevorwürfen ist. Sie kauften von Dritten errichtete Fondsverwaltungsgesellschaften über die von ihnen kontrollierten S&K-Gesellschaften, um mutmaßlich über die in diesen Fremdfonds längst eingesammelten Anlegergelder bestimmen zu können und diese letztlich so an sich zu bringen. Dies geschah unter anderem in der Form, dass den beherrschten Fondsgesellschaften minderwertige und zum Teil wertlose Immobilien und Objektgesellschaften der S&K-Gruppe zu exorbitant erhöhten Preisen verkauft wurden. Zum anderen entzogen die Angeklagten die Anlegergelder diesem Fremdfonds dadurch, dass sie Darlehen zugunsten der S&K-Gruppe initiierten und sich die Gelder überweisen ließen. Bei diesen „gekaperten“ Fonds handelte es sich u.a. um solche der MIDAS-Gruppe, der DCM-Gruppe und der SHB-Gruppe. Insgesamt konnte die S&K-Gruppe so Fremdfonds mit einem Anlagevolumen von mehreren Hundert Millionen Euro nach ihrem Belieben steuern, wobei Teilbeträge von zusammen ca. 50 Mio. Euro diesem Fonds tatsächlich entzogen wurden⁴.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Im Dezember 2014 hat die Kanzlei Steinhübel Rechtsanwälte darauf hingewiesen⁵, dass das Anlagemodell der Deutsche S&K Sachwerte Nr. 2 GmbH & Co. KG wirtschaftlich nie tragfähig und somit von Anfang an zum Scheitern verurteilt war. In der Folge wurde die mangelnde Plausibilität des Fondskonzepts mit Urteil des Landgerichts Landshut aus Mai 2015 bestätigt. Der vom Gericht beauftragte Gutachter gelangt zu dem eindeutigen Ergebnis, dass die dem Fondskonzept zugrunde liegenden Renditeerwartungen durch den Handel mit Immobilien nicht zu erzielen sind. Allein die hohe Rendite hätte die Anleger bei S&K stutzig machen müssen. Doch die Unbedarftheit vieler Anleger führte dazu, dass sie Finanzrisiken falsch einschätzten und überzogene Renditen erwarteten.

Vermögensschaden von mindestens 240 Mio. Euro erwartet

Die umfangreichen Ermittlungen des Landgericht Frankfurt im Gesamtkomplex richteten sich mittlerweile gegen ca. 140 Personen, darunter Gutachter, Rechtsanwälte, Notare, Steuerberater, weitere S&K-Mitarbeiter und sonstige Personen. Sie sind diesbezüglich noch nicht abgeschlossen. Zur S&K-Gruppe gehörten 150 verbundene Unternehmen, des Weiteren waren ca. 2.200 Bankkonten auszuwerten⁴. Das Gericht rechnet mit einem Vermögensschaden in Höhe von mindestens 240 Mio. Euro. Es ist davon auszugehen, dass mehr als 11.000 Anleger, wenn überhaupt, nur einen Bruchteil ihrer einbezahlten Gelder zurückbekommen.

Die Unsicherheit rührt auch daher, dass derzeit kein Überblick über den Wert der Immobilien möglich ist. Die Investoren der S&K-Fonds von United Investors dürften zu den Hauptgeschädigten zählen, wenn sich der Betrugsvorwurf gegen S&K bestätigen sollte. Gleichwohl besteht die Chance, außerhalb des Insolvenzverfahrens das eingezahlte Kapital wieder zu realisieren. So konnte die Kanzlei Engelhard, Busch & Partner für einige Mandanten investierte Gelder zurückholen. Eine hohe dreistellige Zahl der Anleger werden über die Kanzleiplattform PIA der Kanzleien Nieding + Barth sowie Tilp vertreten.

Der enorme Umfang der 1.760 Seiten umfassenden Anklageschrift⁴ zeigt, dass der Fall verzwickelt ist und zurecht von einem der größten Wirtschaftsprozesse Deutschlands gesprochen werden kann.

3. Offene Immobilienfonds: Werteinbußen bis hin zur Abwicklung anstatt sicherer Anlage

Innerhalb der Assetklasse Immobilien gibt es unterschiedliche Anlageformen, die sich jedoch nicht in gleichem Maße für Privatanleger eignen. Grundsätzlich lassen sich direkte und indirekte Immobilienanlagen unterscheiden, wobei offene und geschlossene Immobilienfonds sowie Immobilienaktien die wichtigsten Formen der indirekten Immobilienanlage sind.

In Zeiten der Finanzkrise haben Privatinvestoren mit offenen Immobilienfonds viel Geld verloren. Anlegern wurde von den Bankberatern sehr oft suggeriert, dass die breit diversifizierten Fonds aus dieser Kategorie eine sichere Anlage seien, bei der man jederzeit über sein Geld verfügen könne. Darüber, dass sie schließen können und die Einlage dabei teilweise oder im Extremfall sogar komplett verloren gehen kann, wurden viele Anleger nicht aufgeklärt. Insofern sind diese unzureichend beraten worden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nachdem bei offenen Immobilienfonds jahrzehntelang die tägliche Rückgabe der Anteilsscheine möglich war, mussten 2008 mehrere offene Immobilienfonds die Anteilsrücknahme aussetzen. Diese Maßnahme wurde aufgrund hoher Mittelabflüsse im Zuge der sich zuspitzenden globalen Finanzkrise erforderlich. Schon 2005/2006 war es bei einzelnen Fonds in der Erwartung größerer Abwertungen zu erheblichen Mittelabflüssen gekommen, die eine – allerdings nur vorübergehende – Schließung zur Folge hatten. Im Jahr 2008 waren es zunächst nicht Befürchtungen hinsichtlich einer schlechten Performance, die zur Schließung von Fonds führten. Vielmehr sahen sich durch die Finanzkrise vor allem institutionelle Investoren gezwungen, Liquidität zu beschaffen.

Da die extreme Marktsituation den Verkauf anderer Investments erschwerte, wurde das Kapital aus den offenen Immobilienfonds abgezogen. Als Folge hiervon gerieten viele Fonds unter die Mindestliquidität. In diesem Kontext ist zu erwähnen, dass vor dem Hintergrund der damaligen Regelungen diese Anlageklasse eher auf Großanleger und institutionelle Investoren ausgerichtet war, die offene Immobilienfonds über einige Jahre als attraktive Alternative zu Geldmarktanlagen betrachteten. Es war darum nicht verwunderlich, dass Teile dieser Investorengruppen in den Hochzeiten der Finanzkrise bei kurzfristigem Mittelbedarf Anteile unmittelbar und in großem Stil zurückgaben.

Gerade Fonds, die in den Boomjahren vor der Finanzkrise zahlreiche Immobilien zu hohen Preisen eingekauft hatten, mussten in Folge der anhaltenden Finanz- und Wirtschaftskrise die Immobilienwerte in ihren Portfolios deutlich abwerten. Bei einzelnen Fonds führte dies wiederum zu weiteren merklichen Mittelabflüssen, zu teils prozentual zweistelligen Rückgängen der Anteilswerte und letztlich zur Schließung.

Risiken der offenen Immobilienfonds wurden vielfach unterschätzt

Nicht nur vor Ausbruch der Finanzkrise, sondern auch heute werden offene Immobilienfonds wieder als besonders sicher angepriesen. Anleger wussten in der Regel jedoch nicht, dass die meisten offenen Immobilienfonds Fremdkapital aufgenommen hatten, um ihre Renditen zu hebeln. Solche Darlehen und Kredite innerhalb offener Immobilienfonds machen dieses Anlageprodukt an sich schon hoch riskant, da sie bei Wertberichtigungen sehr anfällig werden.

Ein weiteres Problem ist, dass die erworbenen Immobilien nicht regelmäßig zu aktuellen Marktwerten bewertet werden. Vielmehr stellen Gutachter, die von den Fondsgesellschaften bezahlt werden, an Stichtagen den Wert fest. Dieser wird aufgrund von Annahmen über Mieten etc. berechnet, aber nicht anhand aktueller Marktpreise entsprechender Anlageobjekte, die als Vergleichswerte dienen können. Wenn die Immobilienmärkte stagnierten oder Verkaufspreise sogar ins Minus rutschten, kam es durchaus vor, dass die Immobilien der Fonds wertvoller als vorher ausgewiesen wurden. Auf diese Weise öffnete sich die Schere zwischen den (relativ hoch) begutachteten Werten der Fondsimmobilien und denjenigen Werten, die man tatsächlich am Markt bekommen könnte, immer weiter. Für Neu-Anleger ergibt sich dann die Gefahr, überteuerte Immobilien zu kaufen, nämlich zu den begutachteten Werten, die nicht mit der Realität übereinstimmen.

Schwierigkeiten kann darüber hinaus verursachen, wenn zu viele Neukundengelder in einen Fonds strömen. Dann muss das Management unter Druck neue Investitionsobjekte finden. Sehr oft werden in einer solchen Situation Immobilien zu teuer eingekauft, weil eben das Geld angelegt werden muss.

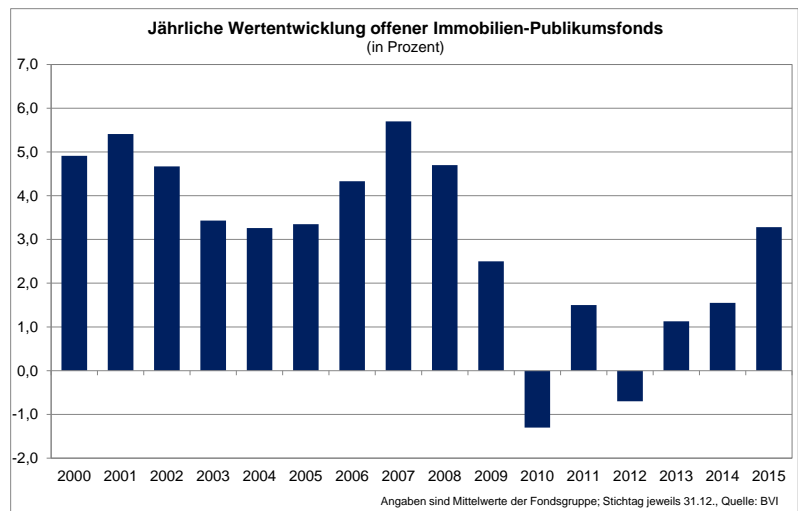
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Diese Gefahr besteht mit Blick auf die derzeitige Euphorie an den Immobilienmärkten erneut. Einer Mitteilung des Bundesverbands Investment und Asset Management (BVI) im Februar war zu entnehmen, dass die offenen Immobilien-Publikumsfonds ihr Neugeschäft laut BVI-Statistik im Jahr 2015 auf rund 3,3 Mrd. Euro gesteigert haben (Vorjahr: 2,2 Mrd. Euro).

Schwache Renditeentwicklung vor allem in den letzten Jahren

Während OIFs in der längerfristigen Betrachtung (1980-2015) ansehnliche Renditen abwarfen, wiesen die in der Statistik des BVI abgebildeten Fonds in den Jahren 2010 und 2012 erstmals negative Werte auf. Nach den Erhebungen des Verbands liegt der 10-Jahres-Durchschnitt bei 3,5 %, der 20-Jahres-Durchschnitt bei 4,5 %. Damit erreichten offene Immobilienfonds auf lange Sicht eine geringere Performance als Aktien und Staatsanleihen (zum Vergleich: 20-Jahres-Rendite DAX 7 % p.a., deutsche Staatsanleihen 6,4 % p.a.).



Im November 2013 waren 11 Fonds in Abwicklung; insgesamt wurden seit Bekanntgabe der Auflösung 126 Objekte veräußert. Im Durchschnitt lag der Verkaufspreis 12,5% unterhalb des Verkehrswertes zum Zeitpunkt der Auflösungsbekanntgabe. Während sich der durchschnittliche Unterschied

Offene Immobilienfonds in Abwicklung		
Vermögen in		
Gesellschaft	Mio. Euro	Auflösung bis...
SEB Immoinvest	3.401	30. Apr 17
CS Euroreal A	2.662	30. Apr 17
KanAm grundinvest	2.261	31. Dez 16
SEB ImmoPortfolio Target Ret Fd	400	31. Mai 17
KanAm Spezial grundinvest	302	16. Dez 16
CS Property Dynamic	232	31. Dez 16
SEB Global Property Fund	141	05. Dez 16
Fonds in Abwicklung durch Verwahrstellen		
...8 sonstige Immobilienfonds	979	
Gesamtsumme	10.378	

Quelle: BVI

zwischen Verkaufspreis und gutachterlichem Verkehrswert im ersten Jahr nach Auflösungsbekanntgabe noch in Grenzen hielt (-7,0%), lag er im zweiten und dritten Jahr bereits bei -18,5% bzw. -22,2%⁶. Per 31.12. 2015 waren nach Angaben des BVI in Deutschland 72,2 Mrd. Euro in OIF investiert, von denen 12 % auf Fonds in Abwicklung entfallen. Bei einem Fonds, den UBS Euroinvest, steht die Entscheidung über eine Auflösung noch aus. Die zur Abwicklung vorgesehenen OIF sind der nebenstehenden Tabelle zu entnehmen.

Offene Immobilienfonds im neuen Regulierungsumfeld

Auf die Probleme der OIF hat der Gesetzgeber relativ zeitnah reagiert. Ziel der Neuregelungen war vor allem, die grundsätzliche Konstruktionsschwäche – den Widerspruch zwischen täglicher Rückgabemöglichkeit und langfristiger Anlageform, die kurzfristig nicht liquidierbar ist – abzumildern. Zunächst kam es Anfang 2013 durch das „Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz“ (AnsFuG) zu Änderungen im Investmentgesetz. Hier wurden für Neuanleger eine einjährige Kündigungsfrist und eine Mindesthaltedauer von zwei Jahren eingeführt. Mit der Umsetzung der europäischen Richt-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

linie für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) in nationales Recht durch das Kapitalanlagegesetz (KAGB) wurden die Rückgabemöglichkeiten weiter eingeschränkt. Das KAGB ersetzte das bisherige Investmentgesetz und trat am 22. Juli 2013 in Kraft. Für nach diesem Stichtag erworbene Anteile an OIF gelten nun grundsätzlich eine Mindesthaltedauer von 24 Monaten und eine Kündigungsfrist von 12 Monaten. Zudem hat die Umsetzung der europäischen AIFM-Richtlinie zu vergleichbaren Standards für geschlossene und offene Produkte geführt. Es ist zu erwarten, dass sich im Laufe der kommenden Jahre die bislang scharfe Trennlinie zwischen Anbietern offener und geschlossener Fonds weiter aufweichen wird.

Fallbeispiel: laufendes Verfahren Nieding & Barth gegen Morgan Stanley P2 Value

In diesem Fall geht es um Schadenersatz aus Prospekthaftung wegen unterlassener und unrichtiger Kapitalmarktinformation. Der Vorwurf lautet insbesondere auf Verharmlosung der mit der Beteiligung an dem offenen Immobilienfonds verbundenen Risiken und Nichtaufklärung über „weiche Kosten“. Im Vergleich mit vielen anderen Immobilienfonds wies auch der P2 eine hohe Kreditquote auf.

Der P2 Value wurde im Jahr 2005 aufgelegt und erwarb sein Immobilienportfolio überwiegend in den Jahren 2006 und 2007. Wegen der Auswirkungen der globalen Finanzkrise zogen sich immer mehr Investoren aus dem Fonds zurück und mussten ausbezahlt werden. In der Folge ermittelten die Gutachter einen hohen Abwertungsbedarf. Vor allem in Japan und Deutschland wurden die Büroimmobilien infolge von sinkenden Marktmieten und steigenden Liegenschaftszinsen deutlich abgewertet.

Die Morgan Stanley Real Estate Investment GmbH hat im Oktober 2008 die Anteilsrücknahme ihres offenen Immobilienfonds Morgan Stanley P2 Value ausgesetzt. Der Anteilswert des Fonds ist kontinuierlich gesunken, der Rücknahmepreis wurde zuletzt (Stand 24.02.2016) auf 2,49 Euro gestellt⁷. Da die Anteilsrücknahme ausgesetzt ist, steht dieser Preis lediglich „auf dem Papier“⁸. Die aktuelle Sekundärmarkt-Indikation beträgt 1,98 Euro.⁹

Nunmehr steht fest, dass die Emittentin die Rücknahme der Fondsanteile nicht wieder aufnehmen werde und der Fonds liquidiert werde. Weiterhin hat Morgan Stanley Real Estate Investment den Verwaltervertrag zum 30.09.2013 gekündigt. Es drohen den Anlegern daher weitere Verluste. Zudem steht laut der Kanzlei fest, dass die geschädigten Anleger noch lange auf die Rückzahlung ihres Geldes warten müssen. Seitens der Fondsgesellschaft ist geplant, halbjährliche Teilrückzahlungen vorzunehmen.

Wie Morgan Stanley am 4. Dezember 2015 bekannt gab, hat der Fonds am 17. Dezember 2015 die elfte Auszahlung seit Bekanntgabe der Auflösungsentscheidung an seine Anteilhaber durchgeführt. Pro Anteilschein wurden 0,73 Euro ausgezahlt, was in Summe rund 22,6 Mio. Euro entspricht. Dieser Erlös basiert auf einem Verkauf einer Büroimmobilie. Laut der Mitteilung von Morgan Stanley ist der Immobiliengesellschaft am 30. November 2015 voraussichtlich 20,1 Mio. Euro an Liquidität zugeflossen. Inklusiv der zehn vorausgegangenen Ausschüttungen im Turnus von sechs Monaten seien den Anteilhabern im Rahmen der Auflösung bisher rund 640 Mio. Euro ausgezahlt worden.

Deep Value: Es gibt wieder stark unterbewertete Aktien

Von Karl-Heinz Thielmann

Der jüngste Einbruch an den Aktienmärkten hat einige Sektoren überdurchschnittlich stark betroffen: die Automobilindustrie, Energiewerte sowie Finanztitel. Bei einigen Unternehmen wie den deutschen Energieversorgern, reinen Ölförderungsfirmen oder durch umfangreiche Altlasten bedrohten Finanzwerten (wie Credit Suisse und Deutsche Bank) erschienen die heftigen Kurskorrekturen durchaus berechtigt, stellen sie doch eine Realisierung von falsch erwarteten Marktentwicklungen oder Managementfehlern aus der Vergangenheit dar.

Unter den vom Markt abgestraften Aktien finden sich aber auch viele, die sehr stark gefallen sind, obwohl sie keine oder weniger schwerwiegende Probleme haben als Konkurrenten. Oder es gab ungünstige Nachrichten, die vom Markt in Panikstimmung viel negativer aufgefasst wurden, als sie eigentlich sind. Im Folgenden wird eine Auswahl von drei Titeln vorgestellt, die nach ihrem Einbruch in den vergangenen Monaten als übertrieben stark abgestraft erscheinen: Der kanadische Automobilzulieferer Magna International, die spanische Bank BBVA sowie der US-amerikanische Pipeline-Betreiber Kinder Morgan.

Magna International			
Website:	http://www.magna.com/investors	Kurs 4.3.2016: \$41,07	Börsenwert (Mrd.€): 15,4
Hauptbörse:	NYSE	Land: Kanada	WKN: 868610
			ISIN: CA5592224011

Magna International aus Kanada ist ein weltweit tätiger Automobilzulieferer und gehört mit einem Umsatz von 32,1 Mrd. US\$ (2015) zu den größten Unternehmen der Branche. Im Vergleich mit dem Wettbewerb hat sich Magna sehr breit aufgestellt: Die Firma entwickelt, konstruiert und fertigt Systeme, Baugruppen, Module und Bauteile. Weiterhin werden komplette Fahrzeuge entwickelt und montiert. Das Tochterunternehmen Magna Steyr hat sich als führender Outsourcing-Partner für die Automobilindustrie bei der Produktion von Sonderserien etabliert: So werden z. B. Mini Paceman & Countryman und die Mercedes G-Klasse gefertigt. Die Hälfte des Geschäfts entfällt auf Nordamerika; ein weiteres Drittel auf Europa. In den Wachstumsmärkten Asiens ist Magna bisher unterrepräsentiert. Hauptkunden sind: General Motors, Fiat-Chrysler, Ford, BMW, Daimler und Volkswagen.

In den vergangenen Jahren hat sich die Tendenz ergeben, dass es für das Produkt „Auto“ eine Verschiebung der Prioritäten vom reinen Fortbewegungsmittel zum Markenartikel und zur komplexen Technologieplattform gab.¹ Dies wiederum hat Technologiefirmen wie Alphabet oder Apple inspiriert, den Einstieg in den Fahrzeugmarkt ernsthaft zu erwägen. Für einen innovativen Zulieferer ergeben sich hieraus hohe Marktchancen, weil Sie bei einer breiten Kundenbasis Größenvorteile in der Forschung und Produktion nutzen können. Sie werden so bevorzugte Partner:

- von Nicht-Autofirmen für die Produktion beim Einstieg in den Markt.
- von Softwarefirmen beim Entwickeln von autospezifischen Anwendungen.
- von etablierten Automobilherstellern beim Outsourcing von Produktion.
- von etablierten Automobilherstellern beim Outsourcing von Entwicklung oder für die Vorproduktion von komplexen Komponenten.

Mit ruhiger Hand

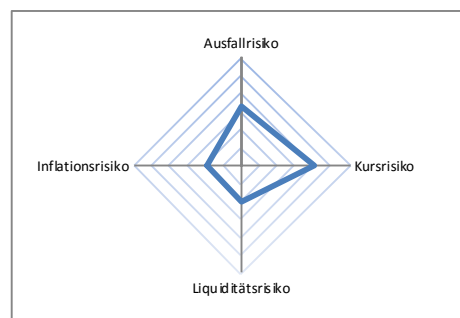
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Magna hat sich hierauf schon relativ frühzeitig eingestellt und Fertigung und Technologie als Kernkompetenzen definiert. Die Firma verkauft nicht mehr nur Teile an die Autohersteller, sondern immer mehr Know-how. Dies drückt sich in einer steigenden Zahl von Forschungs- und Entwicklungsaufträgen für Autoproduzenten sowie der zunehmenden Vorproduktion von komplexen Komponenten (wie z. B. Interieurs) aus. Beim Outsourcing von Produktion ist Magna weltweit Marktführer.

Trotz großer Investitionen hat Magna International freien Cashflow in erheblichen Umfang generieren können. Er lag 2015 bei ca. 1 Mrd. US\$ (2014: 1,2 Mrd. US\$; 2013: 1,4 Mrd. US\$). Dies ist in Relation zur Marktkapitalisierung von 15 Mrd. US\$ ein sehr hoher Wert. Die finanzielle Situation ist zudem mit einer nur mäßigen Nettoverschuldung – sie ist mit 8,2 Mrd. US\$ niedriger als das Eigenkapital) – sowie nur sehr wenig Goodwill in der Bilanz als grundsolide einzuschätzen.

Gewinnänd. bis 2018e Ø p.a. 10%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2016e	2017e	aktuell
8,0	6,9	1,9
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2016e	2017e	zu Umsatz
2,4%	2,7%	0,7

Langfristige Kursentwicklung (US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	2,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,0	2,0

Anmerkungen: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

In den letzten Monaten ist die Aktie von Magna gemeinsam mit dem Sektor stark unter Druck geraten. Im Gegensatz zu vielen anderen Firmen gab es jedoch nur relativ geringe Downgrades bei den Gewinnschätzungen. Die Jahresergebnisse für 2015 haben mit einem Gewinn je Aktie von US\$ 4,72 und einer Dividendenanhebung um 14% auf US\$1,00 die Konsensus-Analystenerwartungen deutlich übertroffen. Das historische KGV für 2015 beträgt 8,7; die prospektiven KGVs sind 8,0 für 2016 sowie 6,9 für 2017. Die Aktie erscheint aber nicht nur in Hinblick auf die Gewinne sehr billig: Auf Basis vom Unternehmenswert zu Umsatz – einer Kennzahl, die von zyklischen Schwankungen wenig betroffen ist – ist Magna mit 0,7 für ein profitables Unternehmen ausserordentlich niedrig bewertet.

Magna International hat eine solide finanzielle Lage sowie eine zukunftssträchtige Ausrichtung; ist aber aufgrund eines negativen Sektor-Bias im Markt wie ein Unternehmen im strukturellen Niedergang bewertet. Damit besteht eine klassische Value-Situation mit einem sehr deutlichen Aufwer-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

tungspotenzial. Der Fair-Value der Aktie beträgt gemäß unserer Einschätzung 75 US\$. Hieraus ergibt sich ein Aufwärtspotenzial von ca. 83% für den Aktienkurs.

Die Aktie ist derzeit unserer Einschätzung nach für chancenorientierte Investoren als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) und für risikobewusste Anleger als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht) geeignet.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

BBVA		
Website: www.bbva.com/	Kurs 4.3.2016: 6,23 €	Börsenwert (Mrd.€): 39,7
Hauptbörse: Madrid	Land: Spanien	WKN: 875773
		ISIN: ES0113211835

BBVA (Banco Bilbao Viscaya Argentaria) ist die zweitgrößte Finanzgruppe Spaniens. Nachdem der Aktienkurs 2011 und 2012 sehr stark unter den Auswirkungen der Eurokrise zu leiden hatte, konnte sich der Wert bis Mitte 2015 gut erholen. Seitdem hat sich der Aktienkurs wieder fast halbiert, wofür neben einer allgemeinen Stimmungsverschlechterung für Finanztitel auch ein relativ hohe Exposure zu Schwellenländern verantwortlich war, das vielfach kritisch betrachtet wird.

Im Gegensatz zur Rückgang des Marktsentiments verlief die Unternehmensentwicklung 2015 aber sehr positiv. Der um Sondereffekte bereinigte Netto-Gewinn stieg (allerdings nach einem schwachen Jahr 2014) um 43,3% an, wozu Einnahmesteigerungen in allen Märkten, Kostensenkungen sowie verminderte Risikoaufwendungen beitrugen. 57% der Erträge kamen aus Mexiko; weitere 25% aus Südamerika, was zeigt, dass der Heimatmarkt Spanien nach wie vor stark unter den Nachwirkungen von geplatzter Immobilienblase und Eurokrise leidet.

Mit dem Fokus auf Mexiko ist BBVA in einem Land schwerpunktmäßig aktiv, das aufgrund der starken wirtschaftlichen Anbindung an die USA relativ gering von den Schwierigkeiten anderer Schwellenländer betroffen ist. Hingegen profitiert das Land derzeit sehr stark von der wirtschaftlichen Dynamik Nordamerikas. Hieran kann BBVA mit seiner führenden Position in Mexiko sowie dem Fokus auf spanischsprachige Kunden in den USA besonders partizipieren.

Die Eigenkapitalausstattung ist inzwischen im Vergleich mit anderen europäischen Banken in der Spitzengruppe. Per 31.12.15 hatte BBVA eine „harte“ Eigenkapitalquote nach Basel III von 10,33% (CET1). 40 Basispunkte des Kapitalzuwachses wurden organisch geschaffen. Bei der von vielen Risikoanalysten inzwischen bevorzugten „Leverage Ratio“ hat BBVA mit 6% den höchsten Wert aller vergleichbarer europäischer Großbanken (Ø 4,5%).

Der Präsident Francisco González und Vorstandschef Carlos Torres Vila haben einen beruflichen Hintergrund im Technologiebereich, was das Management im Gegensatz zu Konkurrenten sehr sensibel hinsichtlich IT-Fragen und Innovationen gemacht hat. Bei der Einführung neuer Technologien hat sich die Bank inzwischen als führend etabliert, sowohl was die Digitalisierung des eigenen Geschäfts wie auch den Aufbau eines umfangreichen Beteiligungsportfolios bei aussichtsreichen Start-ups (Fin-Techs) angeht. In den USA wird derzeit eine integrierte einheitliche IT-Plattform zur Gesamtbanksteuerung getestet. Bei Erfolg dürfte deren Einführung im globalen Konzern BBVA einen deutlichen Wettbewerbsvorsprung gegenüber anderen global agierenden Banken verschaffen.

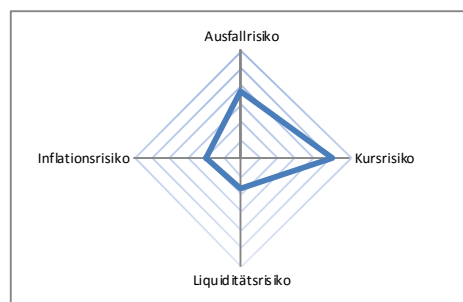
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

BBVA liegt (gemessen am „Net Promotor Score“ NPS) bei Kundenzufriedenheitsumfragen in allen Märkten (mit Ausnahme der USA) im Vergleich mit den Wettbewerbern immer auf Platz 1 oder nur knapp dahinter. In Spanien – wo der Ruf von Banken inzwischen generell sehr schlecht ist – ist BBVA die einzige Großbank, die überhaupt noch auf einen positiven Wert kommt.

Mit Blick auf die hervorragende Eigenkapitalausstattung, der attraktiven Positionierung in Mexiko sowie der für den Sektor bemerkenswerten Technologieaffinität erscheint die Aktie von BBVA gerade im Vergleich mit anderen europäischen Banken als besonders interessant. Hauptbelastung für BBVA ist nach wie vor der Heimatmarkt Spanien, der aufgrund eines nach wie vor hohen Anteils fauler Kredite eine unbefriedigende Rentabilität aufweist. Hier wird es aber in absehbarer Zeit zu einer zyklischen Erholung kommen.

Gewinnänd. bis 2018e Ø p.a.		25%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2016e	2017e	aktuell
9,6	8,1	0,8
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2016e	2017e	zu Umsatz
5,1%	4,8%	n.a. *)



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	1,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
5,0	2,0

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkungen: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

*) Kennzahl bei Banken nicht aussagekräftig

Der Buchwert der Aktie betrug zum Jahresende 7,47 €. Der aktuelle Börsenkurs von 6,23 € impliziert gegenwärtig mit einem Abschlag von ca. 16,6 % zum Buchwert unrealistischerweise, dass sich BBVA im strukturellen Niedergang befindet. Angesichts der guten Marktposition erscheint aber eher ein Aufschlag auf den Buchwert von mindestens 25% gerechtfertigt, ein Fair-Value Zielkurs läge damit bei €9,68. Hieraus ergibt sich ein Steigerungspotenzial von ca. 55% auf den aktuellen Aktienkurs.

Die Aktie ist daher derzeit unserer Einschätzung nach für chancenorientierte Investoren als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) und für risikobewusste Anleger als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht) geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von BBVA wurde in Nummer 9 vom 7.1.2013 für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) empfohlen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Kinder Morgan			
Website: http://ir.kindermorgan.com/	Kurs 4.3.2016: \$18,52	Börsenwert (Mrd.€): 37,6	
Hauptbörse: NYSE	Land: USA	WKN: A1H6GK	ISIN: US49456B1017

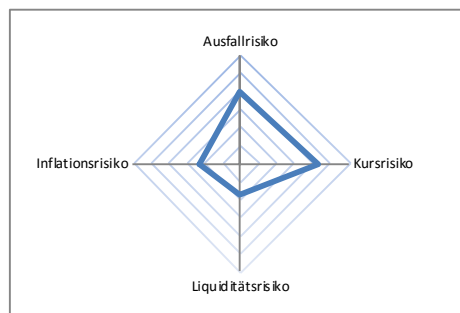
Kinder Morgan, Inc. ist das größte Unternehmen für Energie-Infrastruktur in Nord-Amerika. Die Gesellschaft hat ein Netzwerk, das in den USA, Kanada und Mexiko ca. 135.000 Kilometer an Rohrleitungen (hiervon ca. 111.000 Kilometer für Erdgas) und etwa 180 Terminals umfasst. Umsätze erzielt das Unternehmen überwiegend, indem es für die Lagerung und den Transport von Energierohstoffen wie Erdöl oder Erdgas Gebühren erhebt. Diese Einnahmen sind relativ stabil und nur in sehr geringem Umfang von Energiepreisen abhängig. Insofern hat der jüngste Einbruch beim Ölpreis das Unternehmen operativ kaum betroffen, der Cashflow konnte 2015 sogar leicht gesteigert werden.

Mit 57% Ertragsanteil wichtigster Geschäftszeit sind die Erdgaspipelines, welche Förderstellen und Einfuhr-Häfen mit den Verbrauchsorten verbinden. Ca. 38% des Erdgases in den USA wird von Kinder Morgan transportiert. Da die US-amerikanische Energiepolitik einen klaren Fokus auf die Förderung von Erdgas zulasten anderer fossiler Brennstoffe hat, ist hier in den nächsten Jahren mit weiterem Wachstum zu rechnen. Wenn die USA in den Export von Erdgas einsteigen, dürfte ein Großteil davon über Terminals bzw. Verflüssigungsanlagen von Kinder Morgan abgewickelt werden.

Trotz einer relativ hohen Kapitalintensität ist das Geschäft sehr Cash-generativ. 2015 wurde ein ausschüttungsfähiger Cashflow von ca. 4,7 Mrd. US\$ erwirtschaftet, für 2016 erwartet das Management einen Betrag in ähnliche Größenordnung. Dennoch wurde im Dezember 2015 die Dividende um 75% gekürzt, worauf sich der Kurs, der vorher schon im Zuge des Ölpreiserückgangs um ca. 50% zurückgegangen war, noch ein weiteres Mal halbierte.

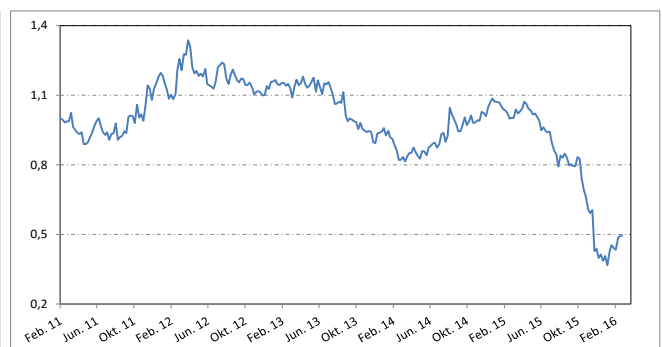
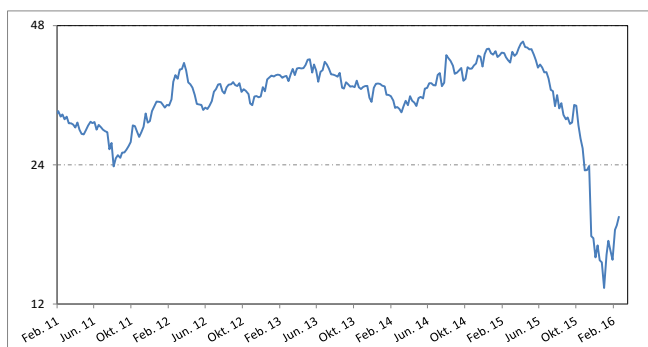
Gewinnänd. bis 2018e Ø p.a. 8%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2016e	2017e	aktuell
25,7	22,9	1,2
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2016e	2017e	zu Umsatz
2,7%	2,7%	5,5

Langfristige Kursentwicklung (US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:

Nachhaltigkeit: sehr umstritten	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,0	1,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,3	2,3



Anmerkungen: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hintergrund der Dividendenkürzung ist weniger eine Verschlechterung des operativen Umfelds als vielmehr eine Veränderung der Kapitalmarktbedingungen für die Unternehmensfinanzierung. Kinder Morgan hat in den vergangenen Jahren die Expansion im Wesentlichen mit Fremdkapital finanziert, was es erlaubte, die erwirtschafteten Cash-Erträge für Dividendenzahlungen zu verwenden. Diese Vorgehensweise hatte steuerliche Vorteile, führte aber dazu, dass neue Projekte fast ausschließlich durch Verschuldung finanziert wurden. Inzwischen hat die Nettoverschuldung einen Wert von 41,2 Mrd. US\$ erreicht. Angesichts steigender Zinsen am US-Kapitalmarkt muss dem Management klar geworden sein, dass eine weitere Aufblähung der Verschuldung zur Finanzierung neuer Projekte langfristig die Existenz des Unternehmens gefährden kann. Insofern blieb nur, entweder die Dividende zu kürzen oder die Expansion einzustellen – und damit Wachstumschancen ungenutzt zu lassen.

1,1 Mrd. US\$ p.a. stehen allerdings nach wie vor für die Dividendenzahlung zur Verfügung, die übrigen Mittel sollen weitgehend für Akquisitionen und Erweiterungsinvestitionen aufgewendet werden, sofern sich ausreichend rentable Projekte finden. Das Management hat angekündigt, die Projektanforderungen zu erhöhen, da sich in den vergangenen Jahren die Rentabilitätskennziffern etwas verschlechtert haben. Wenn sich nicht genügend rentable Projekte finden, haben der Schuldenabbau und Aktienrückkäufe Priorität vor weiterer Expansion.

Von 2016 an ist Kinder Morgan nicht mehr auf Fremdkapital zur Finanzierung neuer Projekte angewiesen. Insofern muss davon ausgegangen werden, dass die Verschuldung ihren Höhepunkt erreicht hat, die verbleibende Dividende relativ sicher ist und die Weichen für profitables Wachstum gestellt sind. Dennoch ist die Bewertung relativ niedrig, was stark damit zusammenhängt, dass viele Marktteilnehmer inzwischen Gründer und Executive Chairman Richard Kinder stark misstrauen.

Er hat nicht nur bei Umweltschützern einen zweifelhaften Ruf. 2011 brachte er das Unternehmen an die Börse und propagierte die Aktien als zuverlässige Dividendenquelle. Von diesem Ruf ist nach der Kürzung zunächst einmal nicht mehr viel übrig. Auch wenn der abrupte Wechsel der Ausschüttungspolitik angesichts der veränderten Kapitalmarktbedingungen betriebswirtschaftlich nachvollziehbar ist, so hat deren mangelhafte Kommunikation zu Investoren zunächst einmal das Vertrauen zerstört.

Bei Kinder Morgan besteht die absurde Situation, dass der Markt bis voriges Jahr ein langfristig nicht tragfähiges Geschäftsmodell mit hohen Bewertungen honorierte, weil die Anleger ganz auf die hohe Ausschüttung fixiert waren. Inzwischen ist das Geschäftsmodell wieder dauerhaft tragfähig, das Unternehmen aber viel niedriger bewertet. Dies eröffnet Value-Investoren eine Einstiegschance, die beispielsweise Berkshire Hathaway bereits zum Aufbau einer Position genutzt hat.²

Das Aufwärtspotenzial ist mit einem geschätzten Fair Value von 27 US\$ je Aktie angesichts der schon teilweise erfolgten Kurserholung mit +46% etwas geringer als bei den beiden anderen vorgestellten Value-Aktien. Weiterhin besteht angesichts des umstrittenen Managementstils das Risiko, dass dem Unternehmen weiter misstraut wird. Insofern ist der Titel derzeit unserer Einschätzung nach für chancenorientierte Investoren nur als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) und für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von Kinder Morgan wurde bisher noch nicht empfohlen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu „**Klartext: Mr. Market und seine irren Launen**“:

- 1 Vgl. Cox, Jeff (2016): **“This trend is an `unambiguous buy signal’: BOFA**“, CNBC vom 16.02.2016
<http://www.cnbc.com/2016/02/16/this-trend-is-an-unambiguous-buy-signal-bofa.html> (zuletzt abgerufen 30.02.2016)
- 2 Vgl. Barnato, Katy (2016): **“‘Urgent’ action needed to kickstart slow growth: OECD**“; CNBC vom 18.02.2016
<http://www.cnbc.com/2016/02/18/urgent-action-needed-to-kickstart-slow-growth-oecd.html> (zuletzt abgerufen 30.02.2016)
- 3 Vgl. Dobmeier, Julia (2014): „**Bipolare Störung**“, netdoktor, <http://www.netdoktor.de/krankheiten/bipolare-stoerung/> (zuletzt abgerufen 03.03.2016)
- 4 Vgl. Graham, Benjamin (1949): **“The investor and stock market fluctuations**“; Kapitel 8 aus: Graham, Benjamin [1949]: **“The Intelligent Investor**“; .hier verwendet wurde die 4. Überarbeitete Auflage (1973), HarperCollins. mit einem Vorwort von Warren E. Buffett
- 5 Shubnell, Jason (2015): **“EXCLUSIVE: Warren Buffett Says Mr. Market Is A 'Drunken Psycho’**“; 6.1.2015, Yahoo Finance <http://finance.yahoo.com/news/exclusive-warren-buffett-says-mr-125010039.html> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 6 Vgl. z. B. Bauer, Stephan (2015): „**Jens Ehrhardt: DAX läuft auf 15000 Punkte**“; Börse online vom 24.3.2015, <http://www.boerse-online.de/nachrichten/aktien/Jens-Ehrhardt-DAX-laeuft-auf-15000-Punkte-1000548965> (zuletzt abgerufen 03.03.2016)
- 7 Vgl. Thielmann, Karl-Heinz (2014): „**Ökonomische Prognosen: Voodoo oder Wissenschaft?**“; Mit ruhiger Hand Nr. 21 vom 6.1.2014; S. 8
- 8 Vgl. Mayer-Schönberger, Viktor und Cukier, Kenneth (2013): **“Big Data: A Revolution That Will Transform How We Live, Work and Think**“; Houghton Mifflin Harcourt, New York
- 9 Vgl. z. B. Marino, Jon und Mody, Seema (2016): **“European banks face major cash crunch**“; CNBC vom 8.2.2016; <http://www.cnbc.com/2016/02/08/european-banks-face-major-cash-crunch.html> (zuletzt abgerufen 30.02.2016)
- 10 Vgl. Cox, Jeff (2016): **“This trend is an `unambiguous buy signal’: BOFA**“, CNBC vom 16.02.2016
<http://www.cnbc.com/2016/02/16/this-trend-is-an-unambiguous-buy-signal-bofa.html> (zuletzt abgerufen 30.02.2016)

Quellen zu **“Kein sicherer Hafen: Anlegertäuschung mit Immobilien** “

- 1 <http://www.schrottimmobiliennet.net/>
- 2 <http://www.schrottimmobiliennet.de/praxisfaelle/>
- 3 <http://www.schrottimmobiliennet.de/betrug.de/>
- 4 Ermittlungen der Staatsanwaltschaft Frankfurt/M
- 5 <http://www.kapitalmarktrecht.de/faelle/uebersicht/sk-gruppe.html>
- 6 Ratingagentur Scope
- 7 www.morganstanley-p2-value.de

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

8 www.onvista.de

9 Kanzlei Nieding & Barth

Quellen zu “ **Deep Value: Es gibt wieder stark unterbewertete Aktien** ”

1 Thielmann, Karl-Heinz (2015): „**Die schwierige Zukunft der Automobilindustrie**“; in: Mit ruhiger Hand Nummer 40, 7. September 2015; S. 201-21

2 Ogg Jon C.(2016): “**Warren Buffett Comes Clean on Kinder Morgan Purchase — It Was Not Me!**” 24/7 Wall St. vom 29.2.2016 <http://247wallst.com/energy-business/2016/02/29/warren-buffett-comes-clean-on-kinder-morgan-purchase-it-was-not-me/> (zuletzt abgerufen 03.03.2016)

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2; Karl-Heinz Thielmann.

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

- 1) Wesentliche Informationsquellen: siehe Seite 20.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 23.
- 4) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 7.3.2016.
- 5) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitraum vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten. Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: **BBVA**
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: **BBVA**
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Systematik der Anlageempfehlungen:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse:** Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:

Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.