Jahresbericht 2015/2016

HELLERICH
VERMÖGENSMANAGEMENT

HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT

Unser Firmengründer Dr. Peter Hellerich feiert seinen 80. Geburtstag.

Aus diesem Anlass gratulieren wir,
das gesamte Team der DR. HELLERICH & CO,
auf das Herzlichste.

Lieber Peter,

achtzig Jahre sind ein stolzes Alter, das an sich schon den höchsten Respekt verdient. Aber als Außenstehender kann man kaum erahnen, was Du in diesen Jahren alles erlebt und geleistet hast. Deine Wege und Deine Arbeit führten Dich in die verschiedensten Teile der Welt. Du hast dabei Krieg, Reichtum und Armut gesehen und einen feinen Sinn für die Menschen entwickelt. Wir wünschen Dir, dass sich Dein erfülltes Leben auch in den kommenden Jahren so fortsetzt und Dir weiterhin viel Gutes beschert.

Das Interview, das wir zu diesem Anlass mit Herrn Dr. Hellerich geführt haben, finden Sie auf Seite 58.

Schlagzeilen 2015

Januar

Frankfurter Allgemeine Finanzen 16.01.2015
30 Dollar für Öl nicht unmöglich

Februar

05.02.2015 FINANZ und WIRTSCHAFT
Negativzinsen für Nestlé-Bonds und dänische Hausbesitzer

März

10.03.2015 n-tv
Wann kommt die Dollar-Parität?
Euro fällt auf tiefsten Stand seit 12 Jahren

April

30.04.2015 Handelsblatt
Euro erreicht höchsten Stand seit Februar

Mai

Handelsblatt
13.05.2015
Deutsche Wirtschaft plagt Frühjahrsmüdigkeit

Juni

SPIEGEL ONLINE
22.07.2015
Griechische Banken: EZB stockt Notkredite offenbar um 900 Millionen Euro auf

Juli

27.07.2015 n-tv „Schwarzer Montag"
China-Crash sorgt für Dax-Kursrutsch

August

21.08.2015 DIE WELT
Der Ölpreis-Absturz gefährdet die Weltwirtschaft

September

24.09.2015 Bild „Totalschaden bei VW"
Winterkorn verdieselt sich!

Oktober

Frankfurter Allgemeine Finanzen 05.10.2015
Behörden rechnen offenbar mit 1,5 Millionen Flüchtlingen

November

Süddeutsche Zeitung
29.11.2015
Chinas Yuan soll fünfte Leitwährung werden

Dezember

Frankfurter Allgemeine Finanzen
05.012.2015 Zerreißprobe für die Weltwirtschaft
Europas Zentralbank verstärkt die Geldflut, Amerikas Zentralbank dagegen strafft bald ihre Geedlpoloitik.

Inhalt

Rückblick auf die Märkte
6

Rückblick auf unsere Anlagestrategien
10

Konjunkturentwicklung
22

Journal- und Gastbeiträge

Ein hartes Jahr für Schwellenländer
34

BioPharma-Sektor:
Innovationsmaschine auf Hochtouren
38

Abgeschmiert: Rohöl wird immer billiger
42

Licht und Schatten der Austeritätspolitik
45

Die qualitative Fondsanalyse –
mehr als historische Zahlen und Rankings!
50

VIB Vermögen:
Ein Erfolgsmodell der besonderen Art
54

Interview mit Dr. Peter Hellerich
58

Rückblick auf die Märkte

Zinsen, Zinsen, Zinsen – das beherrschende Thema des Börsenjahres 2015

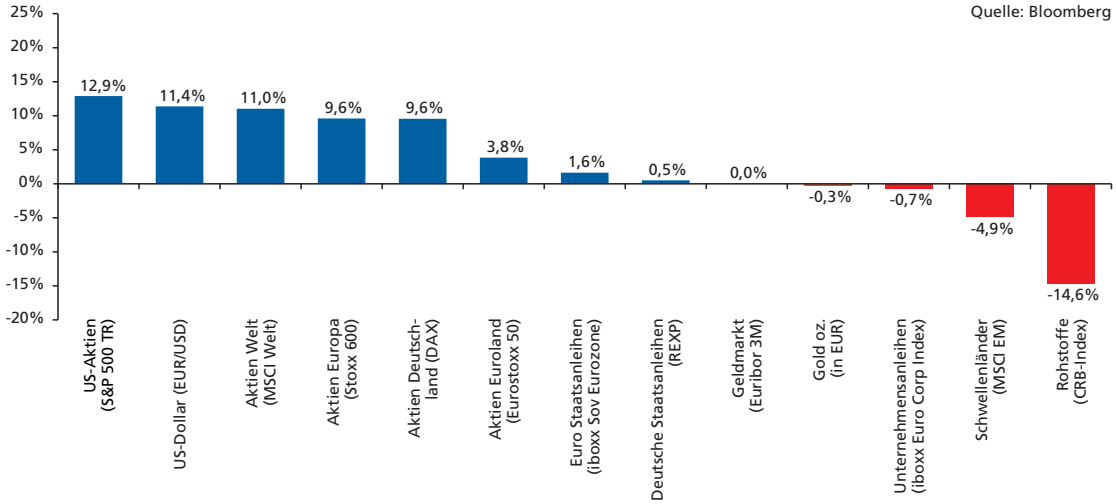
Kaum einem Ereignis wurde im letzten Jahr so viel Aufmerksamkeit geschenkt wie der seit Langem erwarteten Zinswende in den USA. Äußerungen von Mitgliedern der US-Notenbank ließen immer wieder die Märkte in die eine oder andere Richtung ausschlagen. Insbesondere die Schwellenländer hatten schon lange im Vorfeld dieser ersten US-Leitzinserhöhung, die im Dezember schließlich stattfand, unter Kapitalabflüssen und fallenden Währungen zu leiden.

Im Frühjahr erreichten die meisten Börsen ihr Jahreshoch

Die ersten Monate des Jahres waren noch rund um den Globus von steigenden Kursen geprägt. Selbst die Schwellenländer, die das Vorjahr negativ beendet hatten, konnten bis Ende April deutlich zulegen. Bei den US-Dollar-Anlagen und Märkten, die eine Währungsanbindung an den US-Dollar aufweisen, kamen sehr ordentliche Devisengewinne hinzu. Bis Mitte April konnten Euro-Anleger aufgrund der US-Dollar-Stärke ca. 15 Prozent Währungsgewinn einstreichen. Auf der Anleiheseite gaben die Renditen erneut nach und verhalfen den Bonds zu weiteren moderaten Kursgewinnen. Nicht zuletzt das massive Anleihekaufprogramm der EZB sorgte dafür, dass die Anleger in Kauflaune blieben und die Zinsen auf Rekordtiefs fielen.

Das zweite Quartal brachte dann jedoch eine deutliche Umkehr der Vorzeichen. Rote Zahlen an den Kurstafeln waren von nun an wieder an der Tagesordnung. Auslöser dieser Wende war einmal mehr ein weiterer Akt aus der „Griechischen Tragödie". Aufgrund einer unzureichenden Reformliste aus Griechenland standen die Verlängerung des Rettungspakets und damit verbundene wichtige Auszahlungsraten erneut auf der Kippe. In einem Referendum hatten die Griechen schließlich die Spar- und Reformpolitik der Troika abgelehnt. Wegen des massiven Kapitalabflusses, der inzwischen eingesetzt hatte, mussten im Juli alle griechischen Banken schließen. Die eigenen Bürger hatten das Vertrauen in eine Einigung mit der EU verloren und

Wertveränderung verschiedener Anlageklassen im Jahr 2015 in EUR (Stichtag 31.12.2015)



fürchteten eine Rückkehr zur Drachme.

Nur dank der Notfallhilfe der EZB konnten die Bürger über Geldautomaten noch beschränkt kleine Beträge abheben. Das Land stand erneut vor der Zahlungsunfähigkeit. Erst Mitte August einigte sich das griechische Parlament auf die neuen Bedingungen für ein drittes Rettungspaket und konnte somit die Auszahlung von neuen Hilfsgeldern sichern. Da Premierminister Tsipras aber seine Regierungsmehrheit verloren hatte, kündigte er am 20. August seinen Rücktritt an.

In das gleiche Zeitfenster fiel das nicht minder marktdominierende Thema der Wachstumsschwäche in China. Nachdem die chinesischen Inlandsaktienmärkte noch bis Mitte des Jahres zu den Top-Performern gehört hatten, drehten die Aktienkurse Mitte Juni abrupt nach unten. Zwei Abwertungen des chinesischen Renminbis führten zu einer weiteren (globalen) Verunsicherung. Innerhalb von nur vier Wochen brach der Aktienmarkt um über ein Drittel ein.

Entwicklung des Schanghai Aktienindex in Yuan

Mit verschiedenen Maßnahmen versuchte die Regierung, den beinahe freien Fall der Aktienkurse abzubremsen. So wurden z. B. die Leerverkaufsregeln verschärft und die maximale Schwankungsbreite für Einzeltitel auf zehn Prozent verringert. Auch das Handelsreglement wurde geändert: Demnach ist der Börsenhandel nun auszusetzen, wenn der Börsenindex CSI 300 um fünf Prozent vom Vortagesschluss abweicht. Sogar die Zentralbank trat in Aktion und senkte die Leitzinsen und die Mindestreserve, die Banken bei der Zentralbank vorhalten müssen. Doch die Talfahrt stoppte erst Wochen später. Bis dahin war ein beachtlicher Verlust von 45 Prozent eingetreten.

China wertet Renminbi ab – Börsen brechen ein

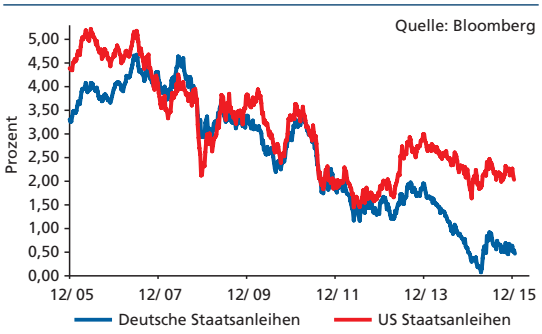
Der Höhepunkt dieser (globalen) Talfahrt und gleichzeitig der Tiefpunkt wurde am 24. August erreicht. An diesem Tag kam es erneut zu einem massiven Tagesverlust, der den Shanghai Composite Index um fast neun Prozent einbrechen ließ. Kaum besser erging es den deutschen Aktien. Der DAX-Index verlor an diesem Tag zwischenzeitlich beinahe acht Prozent. Insbesondere die Automobilaktien fuhren dabei große Verluste ein. Die starke Abhängigkeit der deutschen Autoindustrie vom inzwischen wichtigsten Exportland China wurde von den Analysten immer wieder hervorgehoben. Aufgrund der rückläufigen Wachstumsraten (ca. 6,7 Prozent für 2015) versucht die chinesische Regierung weiter, mit verschiedenen Maßnahmen eine Wende herbeizuführen. So wurden Anfang September Steuersenkungen für Kleinunternehmen und Infrastrukturprojekte für rund elf Milliarden US-Dollar beschlossen, um die Wirtschaft zu stimulieren.

DAX verliert 8% innerhalb eines Tages

Bei der US-Notenbank-Sitzung vom 17. September konnten sich die Fed-Mitglieder erneut nicht auf eine Zinserhöhung einigen. Als Grund wurde die schwierige Lage

Fed verschiebt Zinswende

Rendite 10-jährige deutsche Staatsanleihen gegenüber 10-jährige US-Staatsanleihen

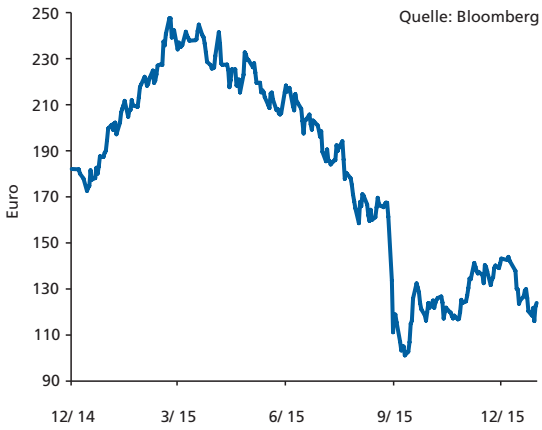


in den Schwellenländern, speziell in China, angeführt. Die eigentlich positive Nachricht einer „Nichtanhebung" der Zinsen wurde hier zu einer negativen Nachricht und die mehrwöchige Erholung mündete erneut in eine Abwärtsbewegung.

Volkswagen verstößt gegen den Clean Air Act; Aktien brechen ein

Tags darauf forderte die US-Umweltbehörde Volkswagen dazu auf, die Autos zurückzurufen, die gegen die Emissionsvorschriften des amerikanischen Clean Air Act verstoßen. Zu Beginn der neuen Woche brachen die VW-Aktien mehr als 20 Prozent ein und zogen auch die europäischen Aktienmärkte mit sich nach unten.

Entwicklung der Volkswagen-Aktie



Und als hätte diese Gemengelage nicht schon für eine schwache Börse genügt, kamen noch die Wahlen in Griechenland hinzu. Am 20. September ging hier erneut Tsipras' Partei mit deutlichem Vorsprung als Sieger hervor. Alles in allem war der September wieder einmal ein schlechter Börsenmonat, der in Europa nochmals die Jahrestiefpunkte auslotete.

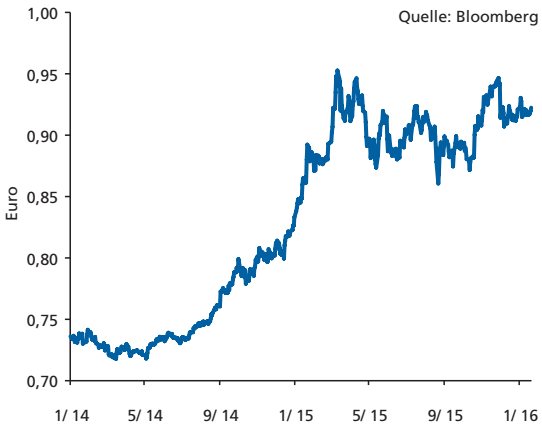
Marktwende im Oktober

Draghi stellt Ausweitung des Kaufprogramms in Aussicht

Im Oktober setzte dann allmählich eine Markterholung ein, die im weiteren Verlauf von einem Statement Mario Draghis regelrecht befeuert wurde. Draghi stellte dabei in Aussicht, dass die EZB ihr Anleihekaufprogramm noch einmal ausweiten könnte. Wieder einmal zeigte sich, wie stark die Marktteilnehmer an den Worten des Notenbankchefs hängen. Die folgende Erholung reichte bis weit in den November hinein, in Europa sogar bis Ende November. Die grauenhaften Attentate von Paris hatten dagegen nur einen geringen Einfluss auf die Anlegerstimmung.

Auslöser einer erneuten Marktkorrektur war schließlich auch die EZB. Präsident Draghi hatte zwar in der Sitzung vom 3. Dezember wie angekündigt weitere expansive Maßnahmen der Geldpolitik umgesetzt. Dazu zählen die weitere Senkung des bereits negativen Einlagenzinssatzes sowie eine Ausdehnung des Kaufprogramms bis März 2017 (von vormals September 2016). Die Marktteilnehmer hatten sich aber noch mehr versprochen und so drehten die Kurse erneut ins Minus. Auf der Währungsseite war nach dem Beschluss auch ein deutlicher Anstieg des Euros gegenüber dem US-Dollar festzustellen.

Entwicklung USD gegenüber EUR

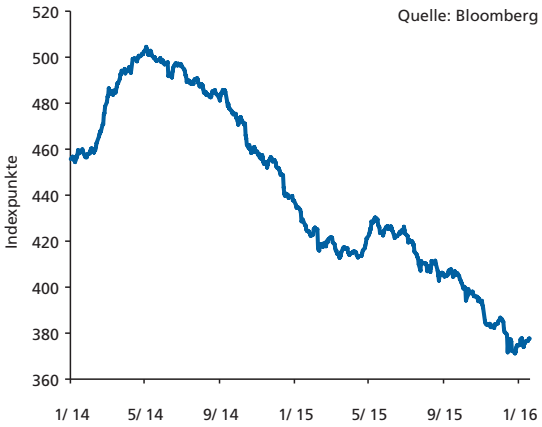


Fünf Prozent sprang der Euro nach oben, was sogleich wieder als Belastung für die europäische Exportindustrie interpretiert wurde und zu weiteren Verlusten bei Exporttiteln führte. Der deutsche Rentenmarkt, der bis Ende November seine Erholung fortsetzen konnte, kam nach der EZB-Sitzung ebenfalls deutlich unter Druck. Die zehnjährigen Bundesanleihen verloren

am gleichen Tag zwei Prozent, was sich in deutlich steigenden Renditen auswirkte.

Für die Rohstoffmärkte war 2015 ein katastrophales Jahr. Mit Ausnahme der Agrarrohstoffe, die im Schnitt „nur" 14 Prozent einbüßten, ging es für fast alle anderen Segmente in mehreren Wellen stärker nach unten. Gerade das letzte Quartal des Jahres war von weiteren Verlusten geprägt, die sich über den Jahreswechsel hinaus noch erhöhten.

Entwicklung des CRB-Rohstoffindex in USD



Angeführt von den Ölpreisen starteten insbesondere die Industrierohstoffe ab Mitte Oktober eine neue Abwärtsbewegung, in deren Verlauf der CRB-Rohstoffindex nochmals um mehr als 15 Prozent sank.

Aufs Jahr gerechnet war der Rohstoffbereich mit die schlechteste Anlageklasse. So verlor der vorgenannte Index vom Jahreswechsel bis zum Tief Mitte Dezember über ein Viertel an Wert. Seit Mitte 2011 haben die in diesem Index zusammengefassten Rohstoffe über 50 Prozent eingebüßt. Die Ölpreise sind dabei alleine von Mitte 2014 bis Mitte Dezember 2015 um fast 70 Prozent gefallen. Das ohne nennenswerte Beschlüsse verlaufende OPEC-Treffen in Wien ließ die Ölpreise weiter sinken. Als Folge des nun seit 2014 anhaltenden Verfalls der Rohstoffpreise sind Öl- und Bergbautitel stark unter Druck geraten. In den USA sind bereits erste Gas- und Öl-Fracking-Unternehmen insolvent geworden. Der größte Rohstoffhändler der Welt Glencore ist aufgrund seiner hohen Verschuldung stark in Bedrängnis geraten und muss eine gewaltige Kapitalerhöhung durchführen. DR. HELLERICH & CO meidet seit Langem diesen Sektor.

Katastrophales Jahr für die Rohstoffmärkte

Die letzten Tage des Börsenjahres stimmten zumindest an den Aktienmärkten dann aber wieder versöhnlich. Hierbei half die zuletzt doch noch von der Fed beschlossene erste Zinserhöhung. Beinahe zehn Jahre waren die Zinsen gefallen. Fed-Präsidentin Janet Yellen wollte damit die außergewöhnliche Periode beenden. Die Marktteilnehmer interpretierten den Schritt als Signal für das endgültige Ende der Finanzkrise. Per saldo konnten in wichtigen Anlageklassen Gewinne erzielt werden. Durch die Abwertung des Euros kamen an vielen Auslandsbörsen noch Währungsgewinne hinzu.

Fed beschließt endlich die erste Zinserhöhung

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

A. Vermögensverwaltung Ausgewogen / Einzeltitel

Anleihen untergewichtet

Die große Herausforderung des vergangenen Jahres lag darin, die risikoarme Anlageklasse der Anleihen durch ein adäquates Pendant zu ersetzen. Es war notwendig, höhere Risiken auf der Anleiheseite einzugehen, um dabei letztlich etwas Rendite zu erzielen. Auf der anderen Seite durften die Gesamtrisiken nicht zu hoch werden, da sich die Anlageklassen im derzeitigen Marktumfeld in Abwärtsphasen im Einklang bewegen und gleichzeitig fallen.

Mit einer neutralen Gewichtung hielten wir die Aktienquoten der ausgewogenen Strategie bei rund 50 Prozent. Die Anleihequoten lagen bei rund 15 Prozent. Aufgrund ihrer geringen Attraktivität und der erwarteten erhöhten Risiken sind wir in Anleihen untergewichtet.

Ergebnisanalyse

Unter deutlichen Schwankungen waren Aktien im vergangenen Jahr Werttreiber für die ausgewogenen Mandate. Das Anleihesegment entwickelte sich tendenziell negativ, wurde aber zugunsten einer Liquiditätsquote von circa 30 Prozent untergewichtet.

Europäische Aktien konnten deutlich hinzugewinnen

Europäische Aktien konnten deutlich hinzugewinnen. Allen voran der britische Hersteller von Reinigungsprodukten und Haushaltswaren Reckitt Benckiser sowie die niederländische Supermarktkette Ahold. Einige im Portfolio befindliche US-Aktien (Home Depot, Mondelez) schnitten dank eines Anstiegs des US-Dollars gegenüber dem Euro (11 Prozent) sogar noch besser ab.

Zu den neuen Positionen gehören unter anderem der finnische Hersteller von Aufzügen und Rolltreppen Kone Oyi sowie der US-Krankenversicherer United Health. Die Aktien von Siemens und Porsche wurden hingegen abgebaut. Die durch den Abgas-Skandal erschütterte VW-Aktie gehörte zu den größten Verlierern im Index und belastete auch die anderen Automobiltitel.

Aktuelle Positionierung

Die aktuelle Aktienquote liegt bei rund 50 Prozent, was einer neutralen Gewichtung entspricht. Wie im letzten Jahr sind deutliche Divergenzen bei der Wertentwicklung unterschiedlicher Regionen und Branchen zu erwarten, sodass die richtige Positionierung über den Anlageerfolg entscheiden wird. Es ist grundsätzlich davon auszugehen, dass die Anlageklassen weiterhin hohen Schwankungen unterliegen werden. Im Anleihesegment nuzten wir eher Währungsveränderungen, wobei wir von einem leicht festeren US-Dollar ausgehen. Die Liquiditätsquote wird entscheidend davon abhängen, wie sich die Risiken am Aktienmarkt entwickeln.

B. Fonds-Vermögensverwaltung

Drei große Bewegungen kennzeichneten das Jahr an den Aktienmärkten. Die stärkste Aufwärtsbewegung war gleich zu Beginn des Jahres zu registrieren und reichte bis Mitte April. Nahezu ein Viertel ihres Wertes konnten beispielsweise deutsche Aktien zulegen. Die zweite Phase schickte die Märkte dann jedoch bis Anfang Oktober auf Talfahrt, sodass die Zuwächse der Indizes wieder vollständig aufgezehrt wurden. Chinas Wachstumsschwäche und Zinserhöhungsängste setzten den Märkten zu. Das letzte Quartal zeigte sich wieder etwas versöhnlicher, wobei der Dezember die Ergebnisse schon wieder schmälerte.

Auch viele Rentenmärkte waren größeren Verwerfungen ausgesetzt. Der April markierte in diesem Zusammenhang den Wendepunkt bei den Euro-Zinsen. Das Anleihekaufprogramm der EZB und die erneute Griechenlandkrise ließen die Renditen deutscher Staatsanleihen zunächst so tief wie nie zuvor (0,05 Prozent) sinken. Im Umkehrschluss stiegen die Anleihekurse auf Höchststände. Die Diskussionen über die bevorstehende Leitzinsanhebung in den USA führten dann aber plötzlich wieder zu einem starken Anstieg der Zinsen. Große Verluste bei Anleihen waren die Folge.

Problematisch war bei diesen Bewegungen, dass beide wichtigen Anlageklassen in diesen Phasen stark miteinander korrelierten. So konnte die Abwärtsbewegung bei Aktien nicht von einer Gegenbewegung bei Rentenanlagen ausgeglichen werden. Sie führte vielmehr zu zusätzlichem Performancedruck. Aufgrund unserer Ausrichtung der investierten Rentenfonds konnten wir mit dieser Anlageklasse aber ein deutlich besseres Ergebnis als der deutsche Rentenindex REXP erzielen.

In den Rohstoffmärkten waren wir das ganze Jahr über nicht engagiert. Der starke Anstieg des US-Dollars, mangelnde Nachfrage und ein Überangebot gaben hier schon seit Langem die Richtung vor. Letzten Endes musste dieser Bereich über das Jahr hinweg die größten Abschläge hinnehmen.

Transaktionen der Fonds-Vermögensverwaltung

Anpassungen an das veränderte Marktumfeld

Im abgelaufenen Jahr führten wir mehrere größere Veränderungen bei unseren Investments durch. Ziel war dabei, uns von Positionen zu trennen, die nicht mehr in das sich verändernde Marktumfeld passen. Davon waren Renten- und Mischfonds besonders betroffen. Daneben versuchten wir nach Marktkorrekturen, die Aktienquoten auf niedrigeren Marktlevels wieder zu erhöhen.

Den **NN European Equity Opportunity Fund** verkauften wir jedoch aufgrund unterbliebener Kommunikation eines Fondsmanagerwechsels. Zudem hatten wir die Absicht, uns stärker in deutschen Aktien zu engagieren, und haben mit dem **iShares Core DAX Equity** einen Exchange Traded Fund aufgenommen, der die Entwicklung des DAX-Index kostengünstig widerspiegelt.

Mitte Juli trennten wir uns vom **Templeton Global Bond** und nahmen die Gewinne mit. Wir kamen damit dem starken Einbruch im August zuvor. Hintergrund war die viel diskutierte Zinserhöhung der Fed, die insbesondere die Währungen und Zinsen der Schwellenländer negativ beeinflussen würde. Auf der Mischfondsseite reduzierten wir zusätzlich den **Acatis Gané Value Event**. Der Fonds war in den letzten Jahren sehr gut gelaufen, sodass wir ebenfalls ansehnliche Gewinne realisieren konnten.

Im Zuge der Turbulenzen an den chinesischen Aktienmärkten im Spätsommer wurde zur Verlustbegrenzung Anfang September 2015 der auf chinesische Aktien spezialisierte **E.I. Sturdza Strategic China Panda** vollständig verkauft.

Nach dem ersten Ausverkauf des Jahres, der den deutschen Aktienindex ab April um 24 Prozent in die Tiefe gerissen hatte, stockten wir den **iShares DAX ETF** auf. Der Markt war zu diesem Zeitpunkt überverkauft, was wir für eine erneute Erhöhung unserer Aktienquoten nutzten.

Ende Oktober nahmen wir mit dem **Solution Rendite Plus** einen defensiven Mischfonds mit einem Gewicht von vier Prozent in die Strategie auf. Hier setzen wir auf die interessante Rentenstrategie, wobei die Manager auch entsprechende Absicherungsinstrumente einsetzen.

Mit dem Verkauf des **M&G Optimal Income** Ende November trennten wir uns von einer sehr defensiven Mischfonds-Strategie. Diese hatte uns zwar lange Zeit eine stabile Rendite eingebracht, doch das weitere Renditepotenzial erschien uns mittlerweile zu gering. Daneben planten wir bereits eine neue Investition.

Argentinische Anleihen als interessantes Investmentziel

Der überraschende Sieg des wirtschaftsliberalen Kandidaten Macri bei den Wahlen in Argentinien (siehe Konjunkturteil) bewog uns zum Kauf des **HWB Portfolio Plus**. Ausschlaggebend war der hohe Anteil an (alten) argentinischen Anleihen. Mit dem Wahlausgang steigt die Wahrscheinlichkeit einer Rückzahlung der Anleihen mit Zins und Zinseszins. Wir berichteten darüber in unserem letzten Halbjahresbericht. Dies eröffnet dem Fonds ein hohes Performancepotenzial.

Ergebnisanalyse

Bei unseren **ausgewogenen Portfolios** waren zum Jahresende 2015 etwa 53 Prozent in Aktien (inkl. der halben Mischfondsposition und der anteiligen Wandelanleihefondsposition), 26 Prozent in Rentenfonds und knapp sieben Prozent im Immobilienfonds Wertgrund WohnSelect D investiert. Die verbleibende Quote verteilt sich auf Mischfonds und die Kasseposition, die für neue Investments bereitsteht. Im Schnitt erzielten unsere investierten Aktienfonds knapp elf Prozent, unsere Mischfonds eine marginal negative, die Rentenfonds inkl. Ausschüttungen fast drei Prozent und unser Immobilienfonds über fünf Prozent Performance.

Bei unseren **ertragsorientierten Portfolios** überwiegen grundsätzlich die defensiveren Investments wie etwa Anleihefonds. Aktienfonds sind hier je nach Zusammenstellung nur etwa halb so stark gewichtet wie bei der ausgewogenen Strategie. Immobilienfonds und Mischfonds investieren wir dagegen mit einem höheren Portfoliogewicht. Insgesamt lag der Anteil der defensiven Anlagen bei dieser Strategie (inklusive der Rentenanteile aus den Mischfonds) in der Größenordnung von 75 Prozent. Dabei setzten wir Fonds ein, die besondere Strategien oder Ausrichtungen verfolgen und nicht bzw. kaum im Segment der klassischen Staatsanleihen vertreten sind. Bei der Aktienfondsseite waren ähnliche Ergebnisbeiträge wie bei der ausgewogenen Strategie zu verzeichnen. Zunehmend schwierig gestaltet sich die Performancegenerierung bei den Anleihefonds. Dennoch konnten wir hier trotz des schlechten Rentenumfelds einen positiven Ergebnisbeitrag erzielen.

Unsere **dynamischen Strategien** zielen auf Anlagen mit höheren Chancen, aber auch höheren Risiken ab. Unsere Aktienquoten lagen 2015 in der Spanne von 56 bis 66 Prozent. Zusätzlich sind noch dynamischere Renten- und Wandelanleihefonds in die Strategie einbezogen. Die aktuell et-

was defensivere Ausrichtung gründet auf der hohen Schwankungsbreite der Aktienmärkte. In dieser Strategie werden jedoch Währungsrisiken bewusst eingegangen. So sind die US-Dollar-Anlagen gegenwärtig höher gewichtet als in den ausgewogenen Portfolios. Unsere zurzeit relativ hohe Kassequote werden wir nach einer Marktberuhigung für weitere Investitionen nutzen.

Aktuelle Positionierung

Es ist grundsätzlich davon auszugehen, dass die Anlageklassen weiterhin hohen Schwankungen unterliegen werden. Wir werden versuchen, diese höheren Amplituden durch eine aktive Steuerung der Investitionsquoten auszunutzen. Daneben zielen wir in unseren Investments auf langfristig erfolgreiche Anlagestrategien einzelner Manager ab. Möglicherweise kommt es 2016 in einigen Anlageklassen, die sich seit Langem im Abwärtstrend befinden, zu ersten Wendepunkten. Diese Chancen versuchen wir zu nutzen.

Der Euroraum wird weiter bevorzugt

Aus Sicht einzelner Märkte bevorzugen wir weiterhin den Euroraum. Die sehr niedrigen Energiepreise und der schwache Euro (gegenüber vielen wichtigen Handelspartnern) sollten der Gewinnentwicklung europäischer Unternehmen dienlich sein. Auch die hohe Konsumbereitschaft dürfte die Konjunktur stützen.

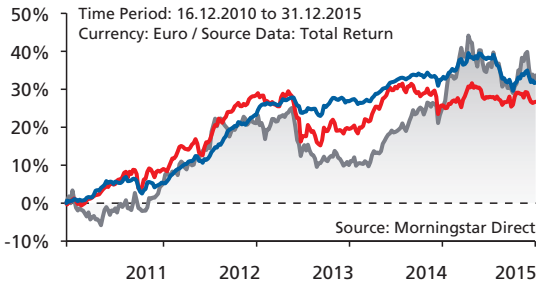
Im Folgenden stellen wir Ihnen einige ausgewählte Fondsinvestments vor.

CGS FMS Global Evolution Frontier Markets Debt

Anleihen aus Frontier Markets noch weitgehend unkorreliert

In einer Welt ohne Zinsen ist es kaum mehr möglich, mit herkömmlichen Anleihen noch eine Rendite zu erwirtschaften. Dennoch ist es notwendig, in den verschiedenen Misch-Anlageformen den Rentenbereich weiter zu dotieren. Diversifikations- und Risikoaspekte spielen hier eine große Rolle. Wir sind daher immer auf der Suche nach intelligenten Strategien, die weiterhin eine auskömmliche Rendite mit überschaubarem Risiko bieten. Ein sehr interessantes Beispiel ist hierbei der CGS FMS Global Evolution Frontier Markets. Die Fondsmanager Morten Bugge und Christian Mejrup investieren in Anleihen aus den Frontier Markets. Länder wie Ghana, die Dominikanische Republik oder Nicaragua liegen in ihrer Entwicklung noch weit hinter den großen Schwellenländern wie Mexiko oder Brasilien und müssen deshalb für ihre Schulden höhere Zinsen zahlen. Innerhalb des Fondsportfolios beträgt die durchschnittliche Verzinsung dieser Anleihen über elf Prozent, was 2015 eine Ausschüttung von gut fünf Prozent ermöglichte. Natürlich ist eine solche Verzinsung auch mit einem höheren Risiko verbunden, das bei solchen Ländern in einer möglichen Zahlungsunfähigkeit liegt. Bugge und sein Team zählen zu den Pionieren in der Verwaltung von Frontier-Market-Fonds. Sie haben einen Prozess etabliert, der seit vielen Jahren erfolgreich angewendet wird. Mit einer tief gehenden Analyse und einer kontinuierlichen Beobachtung der Entwicklung dieser Länder halten die Manager das Ausfallrisiko ihrer Länderinvestments relativ gering. Interessant ist die niedrige Duration des Fonds, die unter vier Jahre beträgt. An der Duration lässt sich das Zinsänderungsrisiko messen (wie wirken sich steigende Zinsen im Fonds aus). Dabei fällt auf, dass besagtes Risiko bei diesem Fonds deutlich niedriger ist als beispielsweise bei klassischen Unternehmensanleihefonds, die eine Duration von gut sechs bis teilweise über sieben Jahren aufweisen.

Wertentwicklung des CGS FMS Global Evolution Frontier Markets seit Auflage 2010



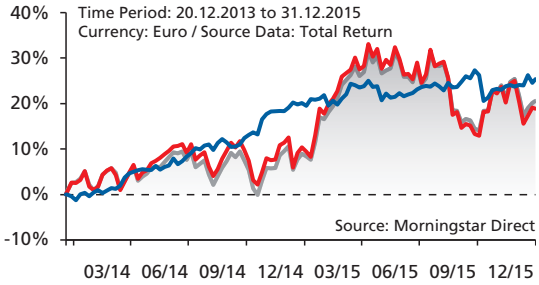
CGS FMS Gbl Evo Mkts I EUR / **31,8%**
JPM EMBI Global Hedged EUR TR / **26,7%**
EAA OE Global Emerging Markets Bond / **33,6%**

JPM Europe Equity Absolute Alpha

Die hohe Volatilität an den Märkten bereitet den Anlagestrategen zunehmend Kopfzerbrechen. Klassische Long-Investments, bei denen z. B. mit Aktien auf steigende Kurse gesetzt wird, können für sich alleine schnell beachtliche Verluste verursachen. Wir setzten daher in unseren Portfolios auch Fonds ein, die von beiden Richtungen der Marktbewegungen profitieren können. Für die ausgewogene und dynamische Strategie der Fonds-Vermögensverwaltung erwarben wir zu diesem Zweck den JPM Europe Equity Absolute Alpha. Der Fonds wird mit einer Long/Short-Strategie für europäische Aktien von Michael Barakos und seinem Team gemanagt. Während über Long-Investitionen auf steigende Kurse bei einzelnen europäischen Aktien gesetzt wird, besteht über den Einsatz von Derivaten die Möglichkeit, auch von fallenden Aktienkursen zu profitieren („short“). In Summe soll

so eine relativ stabile und marktunabhängig positive Wertentwicklung erzielt werden. Die Manager waren mit der Strategie seit Auflage im Dezember 2013 sehr erfolgreich. Der JPM Europe Equity Absolute Alpha konnte deutlich besser als klassische „Long only"-Investments abschneiden. Das gute Ergebnis wurde zudem mit einer geringeren Schwankungsbreite und einem geringeren zwischenzeitlichen maximalen Verlust erwirtschaftet. Für uns stellen Long/Short-Strategien im aktuellen Niedrigzinsumfeld eine gute Alternative für klassische Misch- und Rentenfonds dar.

Wertentwicklung des JP Morgan Europe Equity Absolute Alpha seit Auflage 2013



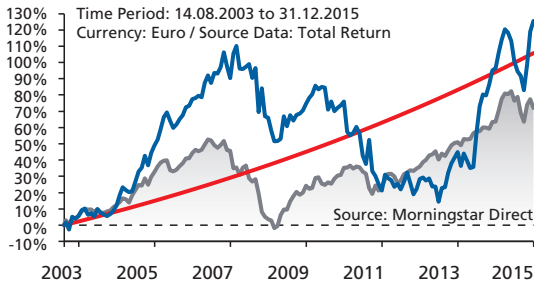
JPM Europe Eq Abs A (acc)perf EUR / **25,3%**
MSCI Europe NR EUR / **18,8%**
EAA OE Europe Large-Cap Blend Equity / **20,6%**

HWB Portfolio Plus

Der HWB Portfolio Plus wird von uns schon seit vielen Jahren verfolgt. Der flexibel anlegende Mischfonds kann sowohl in Aktien als auch in Anleihen investieren. Auf den ersten Blick also eine klassische Mischfondsstrategie. Interessant ist aber, dass im Fondsportfolio gut 50 Prozent Anleihen von Argentinien enthalten sind. Bei den vergleichsweise hoch gewichteten argentinischen Papieren handelt es sich um Altanleihen, die vor der Staatspleite im Jahr 2001 ausgegeben wurden. Nach dem Zahlungsausfall strengten Anleiheinhaber wie z. B. Hedgefonds, aber auch der Verwalter HWB, einen Prozess gegen den Staat Argentinien an, der 2009 zugunsten der Kläger entschieden wurde. Mit dem Urteil auf Zahlung des Nennwertes und der kontinuierlich weiter auflaufenden Zinsen (inkl. Zinseszinseffekt) wurde HWB und weiteren sogenannten Holdouts (Umschuldungsverweigerer, die noch Altanleihen halten) unter anderem das Recht zugesprochen, direkt in die Kapitalströme zu pfänden, sobald Argentinien wieder an die Anleihemärkte zurückkehrt. Darüber hinaus muss Argentinien aufgrund einer richtungsweisenden Entscheidung des obersten US-Gerichtshofes von Mitte Juni 2014 vor der Begleichung anderer US-Dollar-Verbindlichkeiten zunächst die fälligen Forderungen der Holdouts bedienen. Mit der Wahl des wirtschaftsliberalen Mauricio Macri zum Präsidenten stehen die Aussichten für eine Rückzahlung der Anleihen nun sehr gut, denn das Land will an den internationalen Kapitalmarkt zurückkehren. Die Anleihen im Fonds würden dadurch enorm an Wert gewinnen. Wir haben den Fonds für die ausgewogene und die dynamische Strategie erworben.

Argentinische Alt-Anleihen mit Überraschungspotenzial

Wertentwicklung des HWB Portfolio Plus seit Auflage 2003



HWB Portfolio Plus V / **125,5%**
6% Zielrendite / **105,8%**
EAA OE EUR Agressive Allocartion- Global / **72%**

Wichtiger Hinweis: Dargestellte Fondsporträts dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar.

C. Investmentfonds

HELLERICH Global Flexibel

Anlageziel erreicht

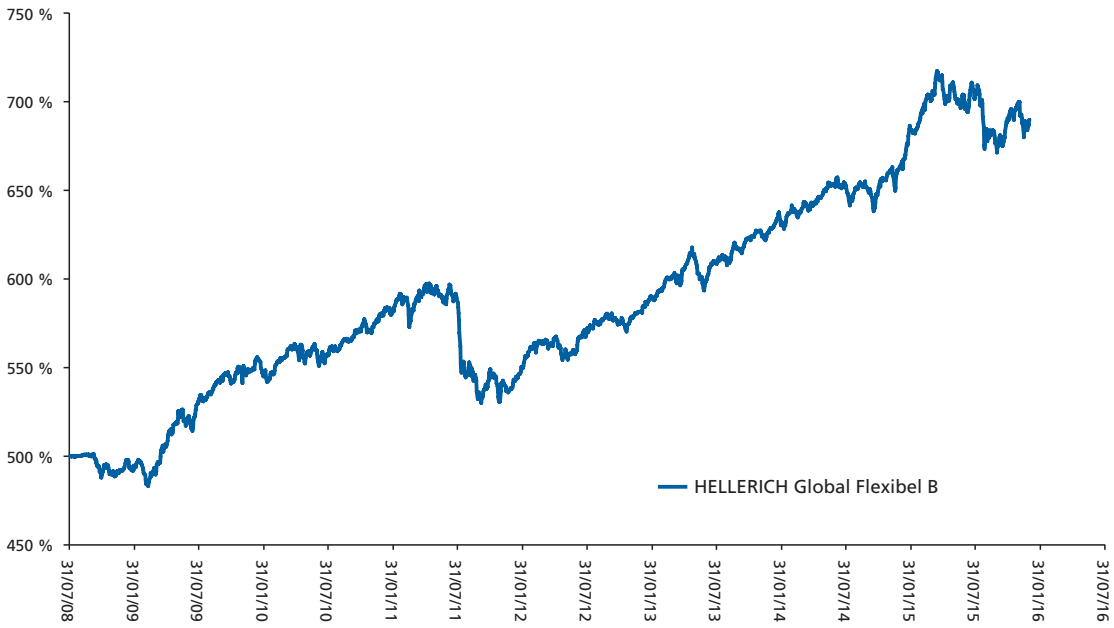
Im vergangenen Jahr erzielte der HELLERICH Global Flexibel je nach Anteilsklasse eine Wertentwicklung zwischen 3,4 Prozent und 4,0 Prozent. Damit wurde das Anlageziel auch in diesem schwierigen Börsenjahr erreicht.

Schwellenländer mit Verlusten

Von den im Fonds enthaltenen Wertpapieren leistete der HELLERICH WM Sachwertaktien im vergangenen Jahr mit einem Plus von 17,8 Prozent den höchsten Performancebeitrag. Den höchsten Wertbeitrag auf Einzeltitelebene erbrachten die Aktien von Huhtamäki Oyi, einem finnischen Verpackungshersteller. Im Anleihesegment konnte die Nachranganleihe der BayernLB nicht nur über den US-Dollar deutlich zulegen. Negativ entwickelte sich der Prince Street Emerging Markets Flexible EUR, der sich dem Abwärtstrend an den Emerging Markets nicht entziehen konnte. Insgesamt war nur ein sehr kleiner Anteil des Fondsvermögens in Schwellenländern investiert, sodass sich dieser Einflussfaktor nur gering auswirkte. Zu den weiteren Verlustpositionen gehörte auch die Aktie der Porsche Holding, die durch den VW-Skandal an Wert einbüßte.

Der Aktienanteil über Fonds und Einzeltitel wurde im Laufe des Jahres auf eine neutrale Quote von rund 50 Prozent angehoben. In Anleihen in Form einzelner Wertpapiere waren 25 Prozent des HELLERICH Global Flexibel investiert, wohingegen Rentenfonds komplett abgebaut wurden. Die Liquidität lag per Jahresende bei rund 22 Prozent – ein Teil davon in US-Dollar, von dem wir uns temporär einen weiteren Anstieg erwarten.

HELLERICH Global Flexibel B
Wertentwicklung in % per 31.12.2015 (gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



Frühere Wertentwicklung, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.
Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Service S.A. und Bloomberg.

HELLERICH Global Flexibel B

Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen	
Intervall per 31.12.2015	**Wert**
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 31.01.2014) bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,00%) / Kaufspesen (ca. 0,20%) ggf. bis zu Am Tag der Anlage (ab 01.02.2014) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung" in Höhe der Bankspesen	-5,20%
01.08.2008 - 31.12.2008 Rumpfjahr (Fondsauflage)	-1,40%
31.12.2008 - 31.12.2009	11,45%
31.12.2009 - 31.12.2010	5,69%
31.12.2010 - 31.12.2011	-7,43%
31.12.2011 - 31.12.2012	8,14%
31.12.2012 - 31.12.2013	8,08%
31.12.2013 - 31.12.2014	5,52%
31.12.2014 - 31.12.2015	3,98%

Wertentwicklung in Kalenderjahren

seit Aufl.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	*2008
37,98%	3,98%	5,53%	8,10%	8,15%	-7,42%	5,69%	11,50%	-1,40%

*Auflagedatum von HELLERICH Global Flexibel B: 01 Aug 2008

Volatilität (Schwankungsbreite)	4,02%
Maximum Verlust	-11,30%

Für Kunden der DR. HELLERICH & CO GmbH fällt kein Ausgabeaufschlag an.

Frühere Wertentwicklung, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.

Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Service S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Performancedaten.

Wertentwicklung in % per 31.12.2015
(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)

Jahr	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
***2008**								0,04%	-0,06%	-1,88%	0,04%	0,47%	**-1,40%**
2009	0,35%	-0,94%	-0,09%	3,36%	2,45%	0,68%	1,96%	0,76%	1,38%	-0,50%	0,89%	0,71%	**11,50%**
2010	-0,84%	0,19%	1,86%	0,75%	-0,54%	0,02%	-0,12%	0,68%	0,87%	0,87%	-0,19%	2,03%	**5,69%**
2011	0,32%	0,66%	-0,10%	1,72%	-0,39%	-0,83%	-0,10%	-6,53%	-2,61%	2,53%	-2,28%	0,23%	**-7,42%**
2012	2,37%	2,00%	0,33%	0,58%	-1,13%	-0,27%	2,45%	0,33%	0,61%	-0,50%	0,58%	0,59%	**8,15%**
2013	1,39%	0,70%	1,29%	0,66%	0,96%	-2,24%	1,83%	-0,08%	1,45%	1,03%	0,65%	0,23%	**8,10%**
2014	0,52%	1,51%	-0,19%	0,26%	1,29%	0,33%	0,02%	-0,21%	-0,07%	0,15%	1,20%	0,59%	**5,53%**
2015	3,04%	1,40%	1,54%	0,44%	0,58%	-1,76%	0,99%	-2,99%	-1,90%	2,90%	1,30%	-1,43%	**3,98%**

*Auflagetag: 01.08.2008; Anteilsklasse B

Frühere Wertentwicklung, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.

Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Service S.A. und Bloomberg.

HELLERICH WM Sachwertaktien

Hervorragendes Ergebnis

Es war ein hervorragendes Jahr für den HELLERICH WM Sachwertaktien. Der Fonds erzielte je nach Anteilsklasse ein Plus zwischen 16,4 Prozent und 17,8 Prozent. Damit erreichte er eine höhere Wertentwicklung als der globale Aktienindex und lag auch im Vergleich zu anderen globalen Aktienfonds weit vorn.

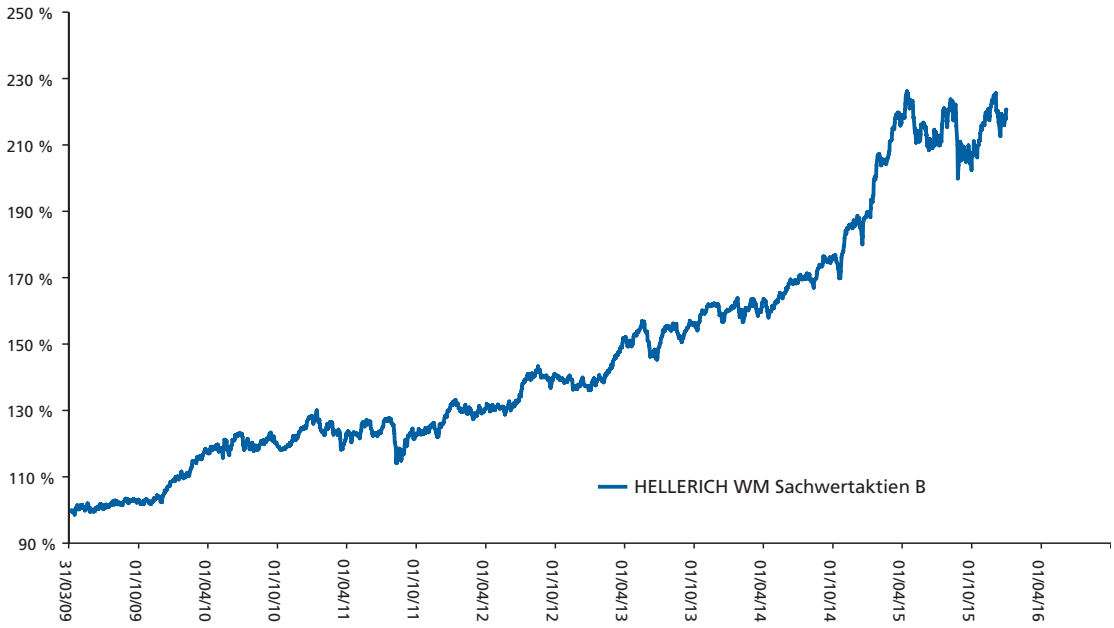
Weniger ausgeprägte Abwärtsbewegung

Zur Charakteristik der Strategie gehört es, weltweit in möglichst krisenresistente Unternehmen zu investieren. Dadurch konnten insbesondere in der schnellen Abwärtsphase im Sommer die Verluste besser abgefedert werden, was letztlich zu dem guten Jahresergebnis beitrug.

Ein weiterer wesentlicher Faktor waren die Fremdwährungen, die im Jahr 2015 einen deutlich positiven Einfluss ausübten. Ebenso zahlte sich die Investition in japanische Aktien aus. Negativ entwickelten sich vor allem die Titel der Emerging Markets.

Auf Einzeltitelebene sind die Aktien der Meiji Holdings besonders erwähnenswert. Mit einem Wertzuwachs von etwas mehr als 100 Prozent zählte der Marktführer für Milch und Schokolade in Japan zu den besten Investments des Jahres. Ein weiterer vergleichsweise unbekannter Name mit einem hervorragenden Ergebnis ist die britische Bäckereikette Greggs plc mit einem Anstieg von ebenfalls knapp 100 Prozent in Euro. Mit Verlusten hingegen trennten wir uns von einer langjährigen Portfolioposition in der US-Supermarktkette Walmart, die nicht nur auf ihrem Heimatmarkt mit der Konkurrenz zu kämpfen hat. Der Aktienkurs sank bis zum Verkaufszeitpunkt gegen Mitte des Jahres überdurchschnittlich stark. Auch der Getreide-Gigant Bunge Ltd. aus den USA zählte zu den Positionen mit einem höheren Verlust.

HELLERICH WM Sachwertaktien B
Wertentwicklung in % per 31.12.2015 (gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.
Datenquelle für Fondspreise ist die Hauck & Aufhäuser Investment Gesellschaft S.A. Luxemburg und Bloomberg.

HELLERICH WM Sachwertaktien B

Wertentwicklung in 12 Monats-Zeiträumen	
Zeitraum per 31.12.2015	**Wert**
Am Tag der Anlage bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,0%) / Kaufspesen (ca. 0,2%) ggf. bis zu	-5,20%
07.04.2009 - 31.12.2009 Rumpfjahr (Fondsauflage)	8,96%
31.12.2009 - 31.12.2010	17,67%
31.12.2010 - 31.12.2011	2,79%
31.12.2011 - 31.12.2012	3,26%
31.12.2012 - 31.12.2013	17,66%
31.12.2013 - 31.12.2014	18,44%
31.12.2014 - 31.12.2015	16,35%

Wertentwicklung in Kalenderjahren

seit Aufl.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
120,65%	16,35%	18,44%	17,66%	3,26%	2,79%	17,67%	8,96%

*Rumpfgeschäftsjahr ab 07.04.2009

Volatilität (Schwankungsbreite)	9,76%
Maximum Drawdown	-12,25%

Für Kunden der DR. HELLERICH & CO GmbH fällt kein Ausgabeaufschlag an.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.

Datenquelle für Fondspreise ist die Hauck & Aufhäuser Investment Gesellschaft S.A. Luxemburg und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Performancedaten.

Wertentwicklung in % per 31.12.2015

(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)

Jahr	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
***2009**				0,87%	-1,06%	0,94%	2,13%	0,34%	-0,15%	-0,55%	0,17%	6,11%	**8,96%**
2010	0,99%	4,02%	2,69%	0,56%	0,08%	3,26%	-3,61%	2,52%	-0,84%	-0,40%	3,90%	3,50%	**17,67%**
2011	-4,20%	0,76%	-0,52%	-0,62%	3,50%	-2,38%	2,05%	-5,53%	2,87%	1,23%	0,15%	6,03%	**2,79%**
2012	-1,65%	-1,53%	2,29%	0,45%	0,79%	1,94%	4,80%	-0,64%	0,51%	-1,72%	-0,56%	-1,24%	**3,26%**
2013	2,03%	3,34%	5,83%	0,80%	-1,35%	-1,58%	3,87%	-1,58%	2,84%	2,31%	1,36%	-1,18%	**17,66%**
2014	-0,11%	2,23%	-0,51%	-0,36%	2,92%	1,02%	1,47%	1,70%	0,99%	3,56%	2,29%	1,95%	**18,44%**
2015	9,32%	1,78%	3,54%	-0,12%	-0,97%	-2,75%	5,01%	-4,40%	-4,08%	7,02%	3,92%	-1,96%	**16,35%**

*Auflagetag: 07.04.2009; Anteilsklasse B

Frühere Wertentwicklung, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.

Datenquelle für Fondspreise ist die Hauck & Aufhäuser Investmentgesellschaft S.A. Luxemburg und Bloomberg.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

Nach einem äußerst schwierigen Jahr für Anlagen in Schwellenländern und Frontier Markets wollen wir dem Fondsmanager David Halpert mehr Raum geben, um die Wertentwicklung und Positionierung des Fonds näher zu erläutern.

Den Gastbeitrag von David Halpert finden Sie auf Seite 34

David Halpert zeigt in seinem Beitrag einige sehr interessante Aspekte auf. Er geht dabei weit in die Vergangenheit zurück und zieht Vergleiche mit ähnlichen Marktphasen. Hierbei stellt er auch die Unterschiede zur aktuellen Situation heraus und beleuchtet unterschiedliche Länder. Halperts ausführlichen Kommentar mit seinem Ausblick für 2016 finden Sie deshalb nicht an dieser Stelle, sondern auf Seite 34 in der Rubrik „Gastbeiträge".

Im Folgenden wird wie gewohnt die Wertentwicklung des Fonds über verschiedene Zeiträume dargestellt.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR
Wertentwicklung in % per 31.12.2015 (gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.
Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Services S.A. und Bloomberg.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen (31.12.2015)	
Intervall	**Wert**
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 07.01.2013) bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,00%) / Kaufspesen (ca. 0,20%) ggf. bis zu Am Tag der Anlage (ab 08.01.2013) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung" in Höhe der Bankspesen	-5,20%
17.07.2009 - 31.12.2009 Rumpfjahr (Fondsauflage)	10,93%
31.12.2009 - 31.12.2010	19,22%
31.12.2010 - 31.12.2011	-8,21%
31.12.2011 - 31.12.2012	9,92%
31.12.2012 - 31.12.2013	8,12%
31.12.2013 - 31.12.2014	6,77%
31.12.2014 - 31.12.2015	-10,99%

Wertentwicklung per 31.12.2015

seit Aufl.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
37,31%	-10,99%	6,81%	8,16%	9,92%	-8,20%	19,28%	10,93%

* Auflagedatum von Prince Street Emerging Markets Flexible EUR: 17. Juli 2009

Volatilität (Schwankungsbreite)	9,15%
Maximum Drawdown	-21,17%

Für Kunden der DR. HELLERICH & CO GmbH fällt kein Ausgabeaufschlag an.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.

Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Services S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Performancedaten.

Wertentwicklung in % per 31.12.2015

(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)

Jahr	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
***2009**							1,35%	3,31%	3,05%	1,42%	1,22%	0,16%	**10,93%**
2010	-1,06%	-0,90%	6,62%	1,36%	-4,85%	4,96%	0,01%	-0,48%	4,96%	3,88%	2,37%	1,70%	**19,28%**
2011	-1,12%	0,08%	0,19%	1,95%	-3,34%	-1,63%	2,44%	-1,88%	-4,06%	2,41%	-3,75%	0,48%	**-8,20%**
2012	4,78%	1,07%	-0,57%	0,49%	-1,18%	-1,32%	3,30%	-0,02%	2,56%	0,35%	0,18%	0,05%	**9,92%**
2013	2,93%	1,95%	2,57%	1,21%	-0,10%	-4,15%	2,04%	-2,69%	2,48%	1,43%	0,21%	0,26%	**8,16%**
2014	-1,36%	2,33%	0,54%	0,29%	3,65%	0,44%	2,08%	-0,12%	-1,35%	-1,56%	2,61%	-0,79%	**6,81%**
2015	3,63%	1,21%	0,02%	2,84%	-0,83%	-3,03%	-3,57%	-8,69%	-3,18%	3,34%	0,44%	-3,02%	**-10,99%**

*Auflagetag: 17.07.2009

Frühere Wertentwicklung, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.

Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Service S.A. und Bloomberg.

Konjunkturentwicklung

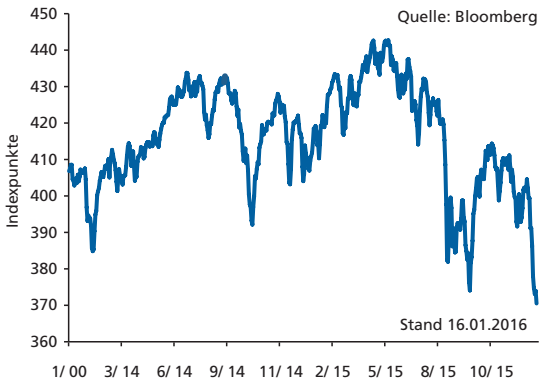
Weltwirtschaft weiterhin am Tropf der Geldpolitik

„Eine Wasserscheide in der Geschichte der Geldpolitik", so nennt eine große Schweizer Investmentbank das Jahr 2016. Während die US-Notenbank mit Zinsanhebungen begonnen hat, halten die meisten anderen Zentralbanken, allen voran die EZB, an ihrem Lockerungskurs fest. Hintergrund ist der Rückfall des Weltwirtschaftswachstums auf unter drei Prozent, den niedrigsten Wert seit dem Krisenjahr 2009. Auch in den kommenden Jahren dürfte das Wachstum aufgrund langfristiger Trends wie der Schrumpfung des Bankensystems, der Deindustrialisierung und rückläufiger Geburtenraten in den Schwellenländern niedriger bleiben als in den letzten beiden Jahrzehnten.

Das Zinsumfeld wirkt weiter stimulierend für die Märkte

Rückblickend lassen sich die Kursbewegungen der internationalen Kapitalmärkte des vergangenen Jahres auf zwei Faktoren zurückführen: zum einen auf die geldpolitische Expansion der EZB, deren

Entwicklung des Welt-Aktienindex MSCI World All Countries USD



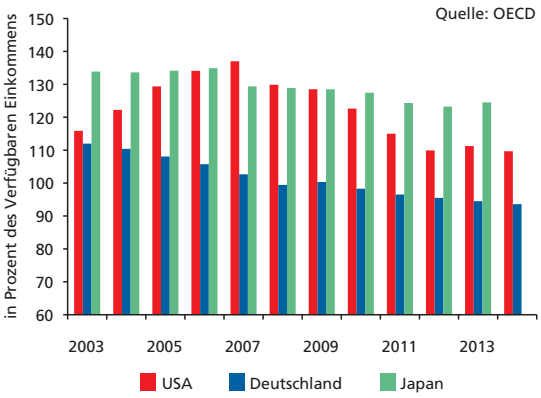
Anleihekaufprogramm vor allem im ersten und letzten Jahresdrittel für steigende Kurse sorgte, und zum anderen auf die von schwachen Konjunkturdaten genährte Angst vor einem Wachstumseinbruch in China. Diese hatte im Sommer 2015 sowie zum Jahresauftakt 2016 empfindliche Kurskorrekturen ausgelöst.

Über diese temporären Entwicklungen scheint sich ein Muster eines nachhaltig schwächeren Weltwirtschaftswachstums herauszubilden. So stellt der Generalsekretär der OECD (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung), Angel Gurría, fest: „Es ist schon ein gewohntes Muster seit Jahren, dass am Anfang optimistische Wachstumsschätzungen überwiegen, die dann im Laufe des Jahres zurückgenommen werden. 2015 war es nicht anders." Das Bild einer langen, vielleicht sogar Jahrzehnte andauernden Phase vergleichsweise mäßigen Wirtschaftswachstums lässt sich durch mehrere „Megatrends" untermauern. Hierzu gehören:

- **die nicht bewältigten Folgen der Finanzkrise 2008/9:** Das hohe Weltwirtschaftswachstum im Jahrzehnt vor der Finanzkrise gründete auf eine stark steigende Verschuldung. Dementsprechend ist die

Private Haushalte: langer Weg zum Schuldenabbau

Schulden privater Haushalte im Verhältnis zum Einkommen



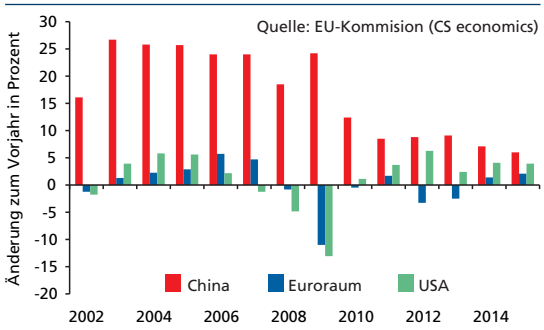
Rückführung dieser Verschuldung seitens der öffentlichen und privaten Haushalte nun mit Wachstumseinbußen verbunden.

Langfristige Trends führen zu anhaltend gedämpftem Wirtschaftswachstum

- **wichtige demografische Entwicklungen wie rückläufige Geburtenraten in den Schwellenländern.** Diese bedeuten global gesehen ein geringeres Potenzialwachstum, das selbst durch die Einwanderung in die großen Industrieländer, vor allem in die USA und nach Europa, nur teilweise ausgeglichen wird.

- **die im Vergleich zum vorherigen Jahrzehnt geringere Investitionstätigkeit.** Hierin kommt die Tatsache zum Ausdruck, dass der Aufholprozess in einigen Schwellenländern weit fortgeschritten ist. So haben sich z. B. Länder wie China bei der technologischen Ausstattung großer Unternehmen und der Automatisierung der Produktionsprozesse inzwischen dem Niveau westlicher Industrieländer angenähert.

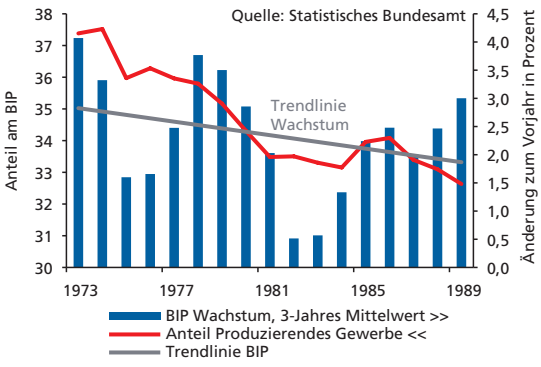
Abflauen der globalen Investitionsdynamik: jährliche Änderung der Anlageinvestitionen



- **das globale Vordringen des Dienstleistungssektors auf Kosten der Industrie.** Dies erklärt sowohl das geringere Wachstum des Kapitalstocks (Büros statt Fabriken) als auch die geringere Produktionsdynamik an sich. Denn anders als der stärker kapitalabhängige Ausstoß der Industrie lassen sich Dienstleistungen, die vom Faktor Arbeit abhängen, kurzfristig nur begrenzt erhöhen. Dies zeigt sich aktuell in China, wo der Dienstleistungssektor die Industrie Ende 2014 in puncto Wertschöpfung überholt hat. Gleichzeitig hat sich das Wachstum der Industrieproduktion von über acht Prozent jährlich im Jahr 2014 auf sechs Prozent im vierten Quartal 2015 verlangsamt. Die Wirtschaftswachstumsrate insgesamt fiel nach offizieller Statistik um etwa 0,5 Prozent geringer aus. Nach nichtstaatlichen Umfragen wie jener der HSBC Bank fiel der Rückgang deutlich stärker aus. Ähnliches war in der Vergangenheit auch für Westdeutschland zwischen 1970 und 1990 zu beobachten, als sich im Zuge der abnehmenden Bedeutung der Industrie das Trendwachstum auf 2,3 Prozent halbierte.

Selbst für die USA, die trotz ihres stark geschrumpften Industrieanteils bis zur Finanzkrise ein stabiles Wirtschaftswachstum aufwiesen, scheint sich seitdem dieser Zusammenhang bestätigt zu haben.

Deutschland: Bedeutungsverlust der Industrie führt zu geringerem Trendwachstum



Gegen die Verringerung des globalen Wachstums werden seitens vieler Bankvolkswirte vor allem eine Fortsetzung der ultralockeren Geldpolitik oder Konjunkturprogramme empfohlen.

Dagegen fokussiert der IWF mehr auf strukturelle Maßnahmen wie z. B.:

- Liberalisierung der Kapitalmärkte,
- Deregulierung der Gütermärkte, z. B.

Investitionsvorschriften,
- Ausbildungsförderung und flexiblere Arbeitsmärkte,
- Infrastrukturinvestitionen (Energie, Transport).

Mit politischen Maßnahmen lässt sich ein anhaltend schwaches Wachstum nicht verhindern

Die vom IWF empfohlenen Maßnahmen dürften zwar eine bessere Ausschöpfung von Wachstumspotenzialen und eine anhaltend niedrige Inflation ermöglichen, sie werden allerdings kaum den genannten Megatrends und dem verringerten Potenzialwachstum entgegenwirken können.

Für die Kapitalmärkte lassen sich folgende Schlüsse ziehen: Der US-Dollar wird insgesamt aufwerten, allerdings eher gegenüber Schwellenländerwährungen als gegenüber dem Euro. Wir erwarten keinen Anstieg über die Euro-Parität hinaus. Die Zinsen werden bis ins Jahr 2017 hinein niedrig bleiben. Auch die Renditen für Rentenanlagen werden allenfalls in den USA moderat steigen. Rohstoffpreise dürften ihren Abwärtstrend vorerst fortsetzen. Eine Bodenbildung erfordert eine (stärkere) Begrenzung der Förderkapazitäten. Abgesehen von politisch-militärischen Faktoren dürften niedrige Preise positiv auf das globale Wirtschaftswachstum wirken. Aktien bleiben konjunktur- und zinsbedingt gefragt.

USA: Präsidentenwahl im Fokus

Für die kommenden Jahre erwartet die Fed deutlich weniger Wachstum als in den vergangenen Jahrzehnten

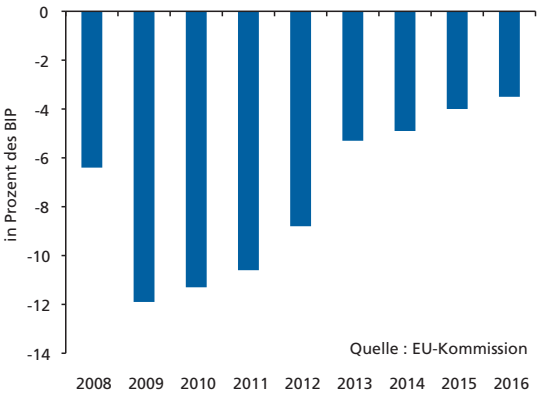
Im kommenden Jahr werden die USA wieder im Wahlfieber sein. Dies ist auch für die Kapitalmärkte von Bedeutung. Wie nämlich einige Marktbeobachter herausgefunden haben, bewegen sich die US-Aktienkurse in einer gewissen Abhängigkeit von dem vierjährigen Wahlzyklus. Zwar ist entgegen einem verbreiteten Vorurteil der Anstieg der Aktienkurse in Wahljahren nur durchschnittlich, gewinnt aber in der zweiten Jahreshälfte üblicherweise an Dynamik.

Dies hängt mit dem speziellen Wahlsystem zusammen. Das Wahljahr beginnt mit Vorwahlen (Primaries), in denen die beiden großen Parteien – Demokraten und Republikaner – ihre Präsidentschaftskandidaten ermitteln. Aufgerufen sind jeweils eingetragene Wähler einer Partei in einem Bundesstaat, um über verschiedene Kandidaten dieser Partei abzustimmen. Der Kandidat mit den meisten Stimmen kann die Wahlmänner des betreffenden Bundesstaates für sich reklamieren. Auf einem Wahlkongress im August kürt die Partei aufgrund der Summe der Wahlmänner ihre Spitzenkandidatin oder ihren Spitzenkandidaten. Häufig bringen aber schon Ergebnisse in den großen Staaten wie New York, Kalifornien und Texas zwei Monate vorher eine Vorentscheidung.

Aktuell sind bei den Demokraten Hillary Clinton, frühere Außenministerin und Präsidentengattin, und bei den Republikanern der konservative Immobilien-Tycoon Donald Trump, Favoriten für die Präsidentenwahl, die für den 8. November anberaumt ist.

Die Erwartung steigender Aktienkurse stützt sich dieses Mal vor allem auf die Finanzpolitik. Hier unterscheiden sich die Parteien und Kandidaten. So plädieren die Republikaner derzeit wieder für Steuersenkungen und eine gleichzeitige Anhebung der Rüstungsausgaben. Demgegenüber schreiben sich die Demokraten eine Rück-

USA: Rückführung der öffentlichen Verschuldung – Neuverschuldung in Prozent des BIP



führung der Schulden auf die Fahne; eventuelle Ausgaben im Gesundheitsbereich sollen durch Steueranhebungen gegenfinanziert werden.

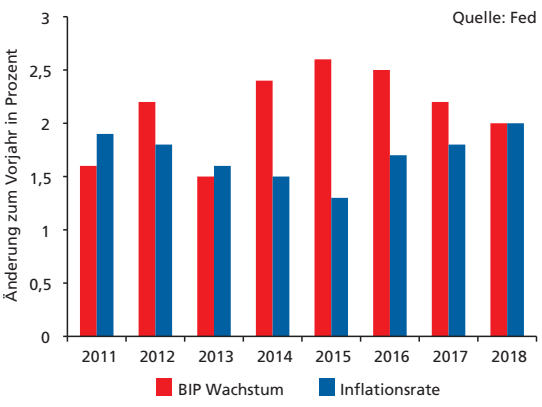
Ein wesentliches Thema ist die geplante Freihandelszone TTIP (Transatlantic Trade and Investment Protocol) zwischen der EU und den USA. Vor allem die ordnungspolitischen Unterschiede zwischen beiden Regionen, wie Datenschutz, Zulassung genmodifizierter Nahrungsmittel und Investorenschutz vor Staatseingriffen, sind umstritten. Sollte ein republikanischer Kandidat wie Donald Trump ins Weiße Haus einziehen, ist eher eine Verzögerung der Vertragsunterzeichnung zu erwarten als unter einer Präsidentin Hillary Clinton.

Die Zinswende, die mit der Zinsanhebung am 16. Dezember begonnen hat, könnte sich jedoch angesichts einer zunehmenden Rezessionsgefahr letztlich als Fehler erweisen. Zwar zeigte sich der Arbeitsmarkt mit einem monatlichen Zuwachs von fast 300.000 Beschäftigten im vierten Quartal robust, doch die Industrieproduktion ist schon seit mehreren Monaten rückläufig. Außerdem hat der Einzelhandelsumsatz stark an Dynamik eingebüßt. Geschäftsumfragen deuten sogar auf eine bevorstehende Rezession hin. Sollte sich dies bestätigen, wären zumindest weitere Zinsanhebungen für dieses Jahr vom Tisch.

Aber auch für den Fall, dass sich die US-Konjunktur wieder beleben sollte, wäre allenfalls mit zwei statt wie bisher vier weiteren Zinsanhebungen zu rechnen. Dies würde den globalen Wachstums- und Inflationsperspektiven Rechnung tragen, die auch auf die USA durchschlagen.

Längerfristig dürfte die Inflation begrenzt bleiben. Denn angesichts eines weltweit moderaten Wirtschaftswachstums und der Handelsliberalisierung im Rahmen des TTIP werden die Unternehmen nur einen begrenzten Spielraum für Preisanhebungen haben.

USA: Fed erwartet langfristig abnehmendes Wachstum, ab 2016 Fed-Prognose



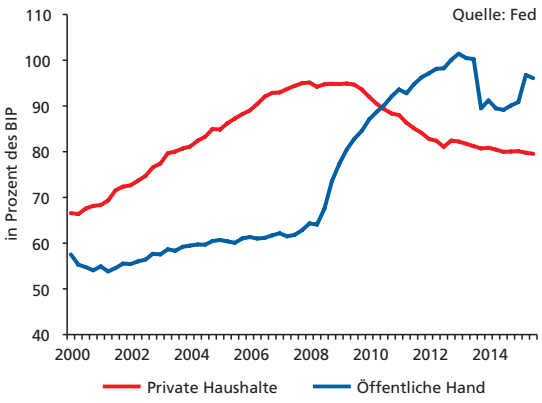
Inflation wird niedrig bleiben

Laut Fed-Schätzung dürfte die Inflationsrate weder 2017 noch in den Folgejahren wesentlich über zwei Prozent hinausgehen. Auch das Wirtschaftswachstum wird, wie bereits ausgeführt, nach Einschätzung von Konjunkturbeobachtern geringer ausfallen als in früheren Zyklen, die von einer Internet- und Immobilienblase gekennzeichnet waren.

Die Republikaner plädieren für Steuersenkungen, die Demokraten für Schuldenabbau

Sowohl die Konsumenten als auch die Regierung tendieren nämlich derzeit noch überwiegend zum Schuldenabbau. Dies dürfte mit einer neuen Regierung in den kommenden Jahren so bleiben, sofern sich die Demokraten oder gemäßigte Republi-

USA: Priorität für Schuldenabbau, Verschuldung der Sektoren im Verhältnis zum BIP



kaner bei den Wahlen durchsetzen. Daneben bremsen der kräftig erholte Dollar, die schwache Weltwirtschaft und die Exportaussichten. Kurzfristig stellt der sehr niedrige Rohölpreis einen Negativfaktor sowohl für die inländische Rohölförderung aus Schiefergestein als auch für die Investitionen dar. Alles in allem ist für 2016 mit einem BIP-Wachstum von nur gut 2,5 Prozent zu rechnen. Für die folgenden Jahre erwartet die Fed ein durchschnittliches Wachstum von 2,3 Prozent – deutlich weniger als die drei Prozent, die in den vergangenen drei Jahrzehnten erreicht worden waren.

Für 2016 wird mit 2,5% BIP-Wachstum gerechnet

Hierin spiegeln sich nicht zuletzt auch die Folgen der Bankenkrise wider. Das Bankensystem wurde zwar durchgreifend saniert, wie die 500 Bankenschließungen von 2008 bis 2014 belegen, doch die Ertragslage bleibt angesichts erhöhter Kapitalanforderungen bei vielen Instituten hinter den Erwartungen zurück.

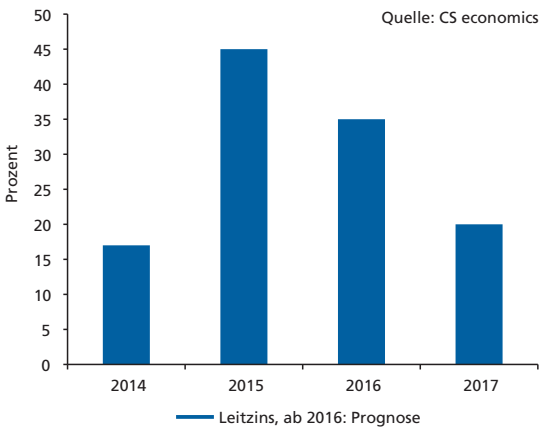
Alles in allem geht die Fed davon aus, dass der Zinsgipfel im aktuellen Konjunkturzyklus mit 3,5 Prozent erreicht ist. Vergleicht man das mit den 1990er-Jahren, als dies die Untergrenze im Zinszyklus darstellte, zeigt sich, wie verhalten aktuell die Wirtschaftsaussichten eingeschätzt werden. Für langfristig orientierte Anleger muss dies jedoch kein schlechtes Zeichen sein.

Argentinien unter Präsident Macri

Am 22. November wurde überraschend der wirtschaftsfreundliche Kandidat Mauricio Macri zum neuen Staatspräsidenten Argentiniens gewählt. Die Wahl könnte einen Kulturwandel in der argentinischen Politik bewirken, die bisher von den sozialistischen Peronisten geprägt war. Diese setzten vor allem auf staatliche Eingriffe in die Wirtschaft wie Preiskontrollen, Devisenkontrollen und staatliche Unternehmen.
Macris Credo in seiner Antrittsrede vom 10. Dezember „Null-Armut, der Kampf gegen den Drogenhandel und die Einigkeit der Argentinier" scheint an diese Tradition anzuknüpfen. Es trägt jedoch vor allem der peronistisch geprägten Mehrheit im Parlament Rechnung, die Macri für die Umsetzung seines marktwirtschaftlichen Kurses benötigt.

Die am 16. Dezember verfügte Freigabe des Devisenkurses überraschte politische Beobachter wie Kapitalmärkte. Der Devisenkurs brach unmittelbar darauf um 40 Prozent ein, was zunächst die Inflation anheizen wird.

Argentinien: Leitzinsprognosen



Entsprechend werden sich Importwaren verteuern und damit die Kaufkraft der Verbraucher verringern. Das Wirtschaftswachstum wird 2016 folglich zurückgehen. Zusammen mit der Liberalisierung der Güter- und Kapitalmärkte wird die neue Politik aber das Wachstumspotenzial deutlich verbessern. Angesichts des wirtschaftlichen Potenzials des Landes werden sich Anlegern dadurch interessante Gelegenheiten bieten. Dies hatten wir bereits in unserem Halbjahresbericht erläutert.

Euroraum – Konjunkturerholung

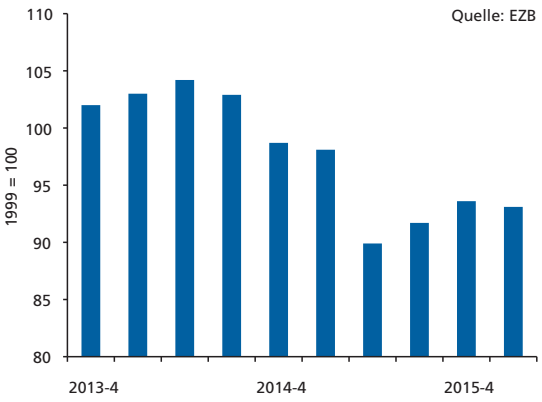
Die Konjunktur im Euroraum gewinnt wieder an Fahrt und die (Leit-) Zinsen haben ihren Boden gefunden – das ist das Signal,

das die EZB in ihrer Sitzung am 3. Dezember an Politik und Märkte aussandte. Der Einlagensatz, zu dem die Banken Tagesgeld bei der EZB parken können, wurde nur auf -0,3 Prozent gesenkt. Die erwartete Aufstockung des Anleiheprogramms und der damit verbundene Impuls für den Rentenmarkt blieben aus.

Dabei hatte die EZB noch auf ihrer Oktober-Sitzung angesichts schwacher Wachstums- und Inflationszahlen die Erwartungen auf weitere geldpolitische Lockerungen geschürt. Die Änderung im geldpolitischen Kurs scheint jedoch nachvollziehbar, wenn man wichtige Wachstumstreiber berücksichtigt:

Zum einen ist der Außenwert des Euros in diesem Jahr so niedrig wie zuletzt im Jahr 2004. Ein niedriger Eurokurs hat niedrige Preise für europäische Waren im Ausland und damit eine hohe Wettbewerbsfähigkeit zur Folge. Zum anderen bedeuten die niedrigen Rohölpreise eine Entlastung für die Industrie und eine Stärkung der Kaufkraft der Konsumenten.

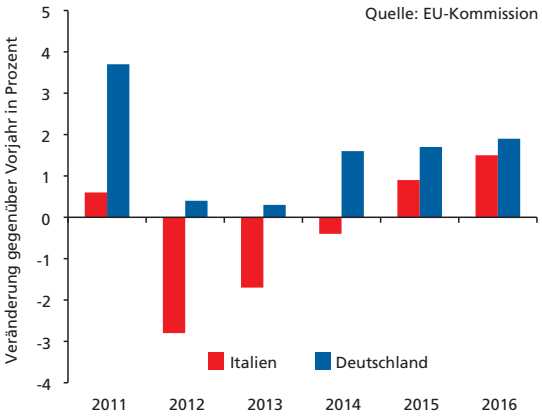
Nominaler Außenwert des Euro: Euroschwäche hält an



Den Ausschlag im Kurswechsel der EZB dürfte allerdings der weitere Anstieg der Geschäftsklimaindizes gegeben haben. Denn der Reuters-Einkaufsmanagerindex für den Euroraum war in den letzten Monaten des Jahres so hoch wie seit 2011 nicht mehr. Dies geht einher mit einem beschleunigten Wachstum der Geldmengen. Die Messgröße M1, die Bargeld und Girokonten enthält, nimmt mit fast zwölf Prozent im Vergleich zum Vorjahr so schnell zu wie zuletzt vor sechs Jahren. Ähnliches gilt für die Geldmenge M3, die zusätzlich noch Festgelder, Sparkonten und Geldmarkt umfasst. Eine solche Beschleunigung des Geldmengenwachstums hat sich in der Vergangenheit in der Regel als Vorbote einer verstärkten Wirtschaftsaktivität gezeigt, die sich z. B. an einer erhöhten Industrieproduktion ablesen ließ. In die gleiche Richtung deutet die Tatsache, dass die Banken zum ersten Mal seit 2012 wieder mehr Kredite an Haushalte und Unternehmen vergeben.

Das schnellere Geldmengenwachstum ist als Vorbote einer verstärkten Wirtschaftsaktivität zu sehen

BIP Wachstum: Italien findet Anschluss



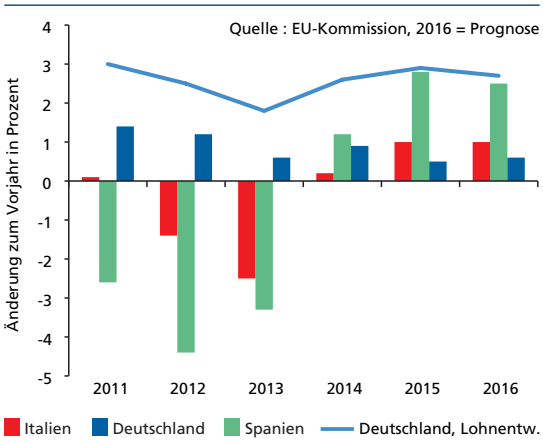
Insofern ist nach den moderaten Wachstumszahlen im zweiten und dritten Quartal, in denen das BIP mit einer Jahresrate von 1,4 Prozent zunahm, für 2016 eine Wachstumsbeschleunigung auf knapp 1,8 Prozent zu erwarten. Gleichzeitig hat sich die bereits seit Anfang des Jahres 2015 erkennbare Ausbreitung des Wirtschaftswachstums auf die Peripherieländer bestätigt. So wird das Bruttoinlandsprodukt in Spanien im Jahr 2015 mit drei Prozent das höchste Wachstum seit der Finanzkrise aufweisen – im Vergleich zu 1,7 Prozent in Deutschland. Auch Italien wird mit einem BIP-Wachstum von knapp einem Prozent

wieder die Rezessionsphase verlassen. Für die kommenden Jahre erwartet die Regierung einen jährlichen Zuwachs von 1,5 Prozent, was nur geringfügig unter dem Deutschlands (ohne Flüchtlingseffekt) liegt.

Die Erholung spiegelt auch das Ausgabeverhalten der öffentlichen Hand wider

Die konjunkturelle Erholung spiegelt auch eine weniger restriktive Sparpolitik der öffentlichen Hand wider. Dies zeigt sich sowohl im Staatsverbrauch, der 2015 mit 1,4 Prozent fast doppelt so stark wie 2014 zunahm, als auch im Konsum der Privathaushalte. Dieser wurde 2015 mit einem Plus von 1,6 Prozent zum eigentlichen Wachstumsträger und sollte auch im Jahr 2016 wirksam bleiben. Für ein kräftiges Konsumwachstum sprechen die in allen großen Euroraum-Ländern steigende Beschäftigung sowie der in einzelnen Ländern schneller zunehmende Lohnzuwachs.

Beschäftigung im Euroraum nimmt wieder zu



Demgegenüber blieben die Unternehmensinvestitionen mit einem Wachstum von 0,6 Prozent hinter den Erwartungen von Wirtschaftsforschern zurück. Ähnliches gilt für den Außenbeitrag, da die Importe, vor allem wegen des verbilligten Rohöls, schneller steigen als die Exporte. Die Investitionen sollten allerdings 2016 anziehen, da das von der EU initiierte Infrastrukturprogramm in Höhe von 300 Milliarden Euro Wirkung entfalten dürfte.

Bei der Inflation erwartet die EZB eine allmähliche Beschleunigung von derzeit 0,2 Prozent auf 1,6 Prozent im Jahr 2017. Grund hierfür sind zum einen die im weiteren Verlauf erwartete Stabilisierung der Rohstoffpreise und zum anderen die robuste Entwicklung des privaten Verbrauchs, der zu einer höheren Auslastung der Produktionskapazitäten führt. Diese Erwartung zeigt sich letztlich auch in der EZB-Entscheidung, das Anleihekaufprogramm nur um sechs Monate zu verlängern.

Bankenunion: Streitpunkt Einlagensicherung

Mit ihrem Vorschlag vom 24. November zu einer europäischen Einlagensicherung will die EU-Kommission die dritte Säule der Bankenunion in die Gesetzgebung bringen. In drei Stufen sollen die bisherigen nationalen Sicherungssysteme vergemeinschaftet werden. Zunächst sind die Gründung eines gemeinsamen Sicherungsfonds und die Gewährung gegenseitigen Beistands (Rückversicherungsprinzip) vorgesehen, später die Übertragung der nationalen Fonds auf den Gemeinschaftsfonds.

Anders als die beiden anderen Säulen – die gemeinsame Bankenaufsicht und die Bankenabwicklungsbehörde – ist eine gemeinsame Einlagensicherung für Deutschland besonders umstritten. Denn das Einlagengeschäft stellt ein Kerngeschäftsfeld der Banken und vor allem der Sparkassen und Volksbanken dar, die jeweils eigene Sicherungssysteme haben. Für diese typisch deutschen Bankengruppen stellen Einlagen eine wichtige Refinanzierungsquelle für ihr Kreditgeschäft im Allgemeinen und für Unternehmenskredite an den Mittelstand im Besonderen dar.

Aufgrund dieses Zusammenhangs reagieren die Bundesregierung wie auch Sparkassenvertreter besonders sensibel auf den Vorschlag der EU-Kommission. S. 30 >

Flüchtlinge – Last oder Chance?

Der Zustrom von Flüchtlingen, vor allem aus dem Nahen Osten, hat sich seit Mitte 2015 dramatisch verstärkt. Der EU-Grenzschutz Frontex rechnet im Jahr 2015 mit 1,55 Millionen „illegalen“ Grenzübertritten in die EU.

Weit über die Hälfte der Flüchtlinge, nämlich über eine Million, kommen derzeit nach Deutschland. Einige Wirtschaftsforscher gehen von einer Zuwanderung in ähnlicher Größenordnung in den beiden kommenden Jahren aus.

Kurzfristig wird der Zustrom der Flüchtlinge zu erhöhter Nachfrage nach Unterkunft und Konsumgütern des Grundbedarfs (Nahrungsmittel, Kleidung, Transport) führen. Veranschlagt man die jährlichen Ausgaben pro Flüchtling mit 13.000 Euro, lässt sich bei einer Million Flüchtlingen ein jährlicher Wachstumsschub in Höhe von etwa 0,4 Prozent des BIP ableiten. Dieser wird weitgehend von den öffentlichen Haushalten finanziert. Das Institut für Weltwirtschaft IfW erwartet 2016 bei einem anhaltenden Flüchtlingsstrom sogar Zusatzausgaben in Höhe von 25 Milliarden mit steigender Tendenz in den Folgejahren.

Die Langzeitwirkungen des Flüchtlingszustroms – auf Sicht von fünf bis zehn Jahren – werden von den Ökonomen abweichend beurteilt, wobei jeweils unterschiedliche Annahmen bezüglich:

1) der Reformbereitschaft der Wirtschaft
2) ihrer Integrationsfähigkeit
3) und der Zahl der Flüchtlinge

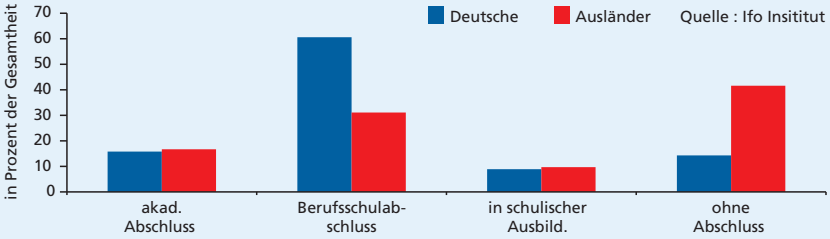
getroffen werden.
Entsprechend werden unter Ökonomen wie z. B. den Analysten der Deutschen Bank zwei Szenarien diskutiert, wobei der entscheidende Unterschied beider Szenarien in der Reformbereitschaft der deutschen Wirtschaft besteht.

Beim positiven Szenario wird angenommen, dass die gesetzlichen Regelungen zur Arbeitsaufnahme und Lohnfindung angepasst werden.

Hier kommen die (wirtschaftlichen) Vorzüge der Flüchtlinge wie ihr geringes Durchschnittsalter von etwa 30 Jahren zum Tragen. Die Nachteile der Ankömmlinge wie ihr überwiegend unzureichendes Qualifikationsniveau müssen einer Beschäftigung nicht entgegenstehen. Der Anteil der freien Stellen für Ungelernte an der Gesamtzahl aller Vakanzen beträgt nämlich 20 Prozent. Mittelfristig könnte die Zahl der Vermittlungen auf 50 Prozent steigen. Gleichzeitig wird der aktuelle Ansturm diesem Szenario zufolge innerhalb von etwa fünf Jahren auf ungefähr 200.000 zurückgehen und auf diesem Niveau verharren. Die aktuelle Flüchtlingswelle wird von erhöhter Arbeitsmigration abgelöst.

Die Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland würde sich flüchtlingsbedingt innerhalb von fünf Jahren um 1,7 Millionen und das BIP-Wachstum um 0,5 Prozent pro Jahr erhöhen. Den öffentlichen Haushalten entstehen keine wesentlichen Zusatzausgaben, da sich die Ausgaben aus dem erhöhten Wirtschaftswachstum finanzieren.

Ausbildungsniveau in Deutschland lebender Ausländer im Vergleich zu Bundesbürgern



Anders im negativen Szenario: Hier bleiben der Mindestlohn und sonstige Zutrittsbeschränkungen zum Arbeitsmarkt bestehen. Es gibt nur halb so viele neue Stellen wie im positiven Szenario. Dadurch kommt es zu Verdrängungseffekten im Niedriglohnsektor. Das zusätzliche BIP-Wachstum ist ebenfalls nur halb so hoch. Der Beitrag der Immigranten zur Wirtschaft reicht nicht aus, um die durch sie verursachten Kosten zu decken; sie bleiben mithin „Kostgänger der Nation“. Die Immigration würde innerhalb von fünf Jahren auf etwa 100.000 jährlich zurückgehen Die öffentlichen Ausgaben erhöhen sich etwa im Rahmen der IfW-Prognose.

Die starke Zuwanderung ist auch als Chance für ein höheres BIP-Wachstum zu sehen

Je nach Szenario dürfte das Wirtschaftswachstum um etwa 0,25 Prozent oder bis zu 0,5 Prozent höher ausfallen. Qualitativ wären jedoch entscheidende Unterschiede feststellbar. Während das Szenario mit höherer Einwanderung und Arbeitsmarktreformen mit einer wirtschaftlichen Balance einherginge, würde das negative Szenario mit geringerer Einwanderung und fehlenden Reformen mit einer negativen Haushaltsbilanz zu Buche schlagen. Das positivere Szenario setzt allerdings wie beschrieben eine Deregulierung des Arbeitsmarktes voraus, könnte jedoch ein Ansporn für eine entsprechende Politik sein.

Eine gemeinsame Einlagensicherung macht für Deutschland wenig Sinn

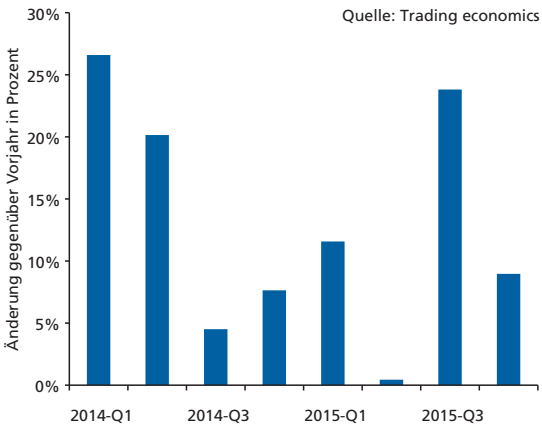
Denn die Vorteile, die vor allem in einer besseren Risikostreuung bei einer größeren Anzahl besicherter Institute liegen, haben für Deutschland weniger Gewicht als für kleinere EU-Länder. Dagegen scheinen die Risiken einer gemeinsamen Einlagensicherung für deutsche Banken im Vergleich zu den jetzigen nationalen Systemen (Sicherung für Sparkassen, Volksbanken, Geschäftsbanken) kaum kalkulierbar. Schieflagen italienischer Banken wie der Monte dei Paschi aus dem Anlagengeschäft oder spanischer Sparkassen aus dem Immobiliengeschäft wären nämlich von einer Einlagensicherung – und damit auch von den deutschen Instituten – zu stemmen.

Die Lösung für dieses Problem wären höhere Beiträge der mit höheren Risiken behafteten Banken. Dies scheint Deutschland aber nur mithilfe einer Veto-Drohung durchsetzen zu können, eine Option, die die EU-Kommission unbedingt vermeiden will. Insofern besteht offenbar größerer Klärungsbedarf, bevor das Gesetzgebungsverfahren tatsächlich eingeleitet wird.

Japan – sprudelnde Gewinne

Gesamtwirtschaftlich verlief das Jahr 2015 enttäuschend: Nach einem kräftigen Jahresauftakt stagnierte die Wirtschaftsleistung, sodass für das Gesamtjahr 2015 nur ein BIP-Wachstum von 0,5 Prozent verblieb.

Gewinnentwicklung japanischer Unternehmen



Angesichts eines im Herbst verabschiedeten Konjunkturpakets sowie einer nochmaligen Erhöhung der Wertpapierkäufe wird für 2016 mit einer leichten Beschleunigung des Wachstums auf ein Prozent gerechnet. Das allgemeine Preisniveau, das wegen rückläufiger Rohstoffpreise stagnierte, wird im kommenden Jahr nur leicht zunehmen.

Auf Unternehmensebene sieht es dagegen weiterhin freundlich aus. Nach einem Plus von 15 Prozent im Vorjahr sind die Unternehmensgewinne 2015 erneut um elf Prozent gestiegen. Auch für das Jahr 2016 erwarten Marktbeobachter noch einmal ein deutliches Gewinnplus. Nimmt man die von der japanischen Regierung angekündigten Liberalisierungsschritte sowie die geldpolitische Expansion hinzu, ist es nicht verwunderlich, dass dem Aktienmarkt deutliches Potenzial zugetraut wird.

Asien – Indien holt gegenüber China auf

Seit der Asienkrise 1997 hat der Kontinent die internationalen Kapitalmärkte nicht mehr so belastet wie im abgelaufenen Jahr. Auslöser war die Abwertung des chinesischen Renminbis gegenüber dem US-Dollar Anfang August. Diese Bewegung, die als Türöffner für die Aufnahme in den internationalen Währungskorb des IWF gedacht war, löste – verstärkt durch rückläufige Wachstumszahlen – eine Umorientierung internationaler Kapitalflüsse aus. Die Folge war ein Einbruch der Aktienmärkte, wobei der Leitindex der Schanghaier Börse über 40 Prozent seines Wertes verlor. Die Kursverluste breiteten sich rasch auf die großen internationalen Börsen aus.

Letztlich ist die wirtschaftliche Schwäche, die sich in einem Rückgang des BIP-Wachstums auf unter sieben Prozent im letzten Jahr niederschlug, eine Nebenwirkung der Strukturreformen, die von der chinesischen Führung angestoßen wurden.

Eine besondere Öffentlichkeitswirkung hatte der im November verkündete Politikwechsel von der Ein-Kind- zur Zwei-Kind-Familie. Im Mittelpunkt der Wirtschaftsreformen stehen zum einen die Liberalisierung der Kapital- und Währungsmärkte und zum anderen die Reform der Staatsunternehmen. Folgende Schritte werden erwartet:

- die Eröffnung einer weiteren Verbindungsbörse zwischen Hongkong und Shenzhen,
- die Öffnung des inländischen Anleihemarktes für ausländische Investoren,
- die Ausweitung des Kreises zugelassener Auslandsinvestoren und
- ihre Beteiligung an Fusionsaktivitäten.

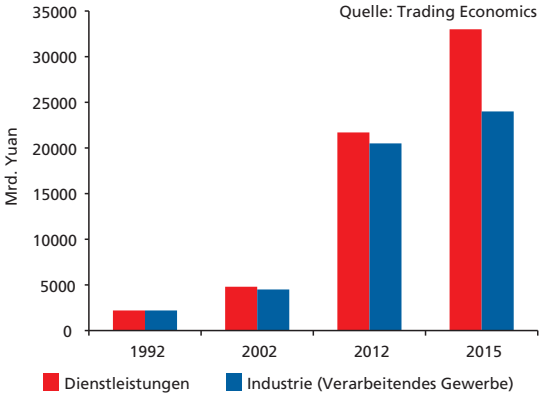
Das große Ziel ist hierbei die vollständige Konvertibilität der Währung.

Die Staatsunternehmen haben in den Bereichen Infrastruktur, Energie und Rohstoffe meist eine Monopolstellung. Bei den Reformen geht es vor allem darum, die Zahl der Staatsunternehmen durch Fusionen auf etwa ein Drittel (gemessen an 2013) zu konsolidieren, privates Kapital anzulocken und Gewinnabführungen zu erhöhen.

Die genannten Maßnahmen sind verbunden mit einer Neuausrichtung der Gesamtwirtschaft weg von einem exportgetriebenen Wachstum hin zu mehr Konsum. Dies zeigt sich gleich in mehreren Entwicklungen:

1. dem Aufstieg des tertiären Sektors, zu dem u. a. Handel, Verkehr und Immobilienwirtschaft gehören, auf Kosten des bisher dominierenden Industriesektors,
2. dem Aufstieg chinesischer Produkte in der Wertschöpfungskette, z. B. zu Mittel- und Hochtechnologie,
3. der Urbanisierung der Bevölkerung. Durch die Arbeitszuwanderung ist der Anteil der Stadtbevölkerung in den letzten zwölf Jahren von unter 40 Prozent auf über 55 Prozent gestiegen.

China: Wertschöpfung nach Sektoren, Dienstleistungen mit höchstem Beitrag



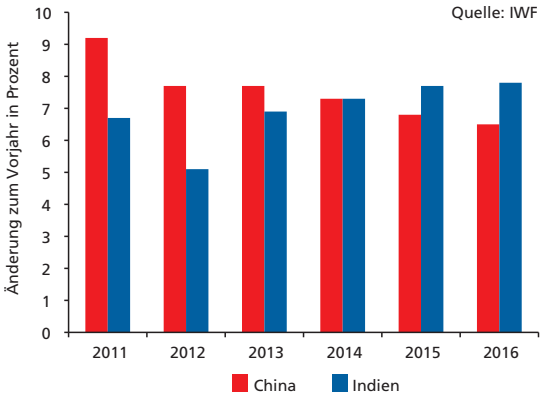
Damit nähert sich die Wirtschaftsstruktur Chinas derjenigen der Industrieländer an. Dies bedeutet letztlich eine Reduzierung der Wachstumsraten, bedingt durch Sättigungstendenzen im Konsum, umweltbewussteres Wirtschaften und eine Verlangsamung des technischen Fortschritts. Angesichts der Trendverlangsamung des Wachstums versucht die Regierung immer wieder, durch Konjunkturprogramme und geldpolitische Maßnahmen gegenzusteuern. Insgesamt ist aber für das Jahr 2016 nur noch mit einer Wachstumsrate von 6,5 Prozent (nach 6,9 Prozent für 2015) zu rechnen.

Ein großes Anliegen der chinesischen Führung ist die Neuausrichtung der Wirtschaft hin zu mehr Konsum

Anders sieht die Entwicklung in Indien aus, dessen Einwohnerzahl zwar mit knapp 1,3 Milliarden an die Chinas heranreicht, dessen Wirtschaftsleistung jedoch nur 20 Prozent derjenigen Chinas ausmacht. Das jährliche Pro-Kopf-Einkommen beläuft sich derzeit nur auf ca. 1.600 USD im Vergleich zu 7.800 USD in China. So gesehen liegt Indien in seiner Entwicklung etwa 20 Jahre hinter China zurück. Das bedeutet aber auch, dass Indien entsprechend Aufholpotenzial hat, und erklärt, warum Indien China seit letztem Jahr wachstumstechnisch überholt hat. 2016 ist mit einem unveränderten Wachstum in Höhe von 7,8 Prozent zu rechnen. Für kommendes Jahr erwarten internationale Konjunkturbeobachter ein

Indien liegt in seiner Wirtschaftsentwicklung etwa 20 Jahre hinter China und hat entsprechendes Aufholpotenzial

Indien überholt China in der Wirtschaftsdynamik



Wachstum von über acht Prozent. Eine wesentliche Rolle hierbei spielen die von der konservativen Regierung forcierten Strukturreformen, die auch eine Liberalisierung des Einzelhandels umfassen.
Problematisch sind allerdings Verteilungsfragen, da die zentrale Lohnbehörde des öffentlichen Dienstes Lohnanhebungen in zweistelliger Höhe durchgesetzt hat. Diese dürften auch auf den Privatsektor abstrahlen, was wiederum die Erholung der Investitionstätigkeit im Jahr 2016 verzögern dürfte.

Nach dem Rückgang auf fünf Prozent im Jahr 2015 wird die Inflationsrate in Indien nicht zuletzt aufgrund der Lohnkosten voraussichtlich wieder leicht auf 5,5 Prozent anziehen. Dies wird auch die indische Währung belasten. Der IWF erwartet eine Abwertung der Rupie um etwa drei Prozent gegenüber dem US-Dollar.

Fazit für die Anlagepolitik:

Insgesamt bleibt der Ausblick für die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte verhalten positiv:
Angetrieben von Europa und Japan dürfte das globale **Wachstum** dem IWF zufolge leicht auf 3,4 Prozent anziehen. In den USA und den Schwellenländern bleibt das Wachstum wohl unverändert.

Die **Leitzinsen** werden in den meisten Ländern tief bleiben. Nur in den USA erwarten wir eine moderate Anhebung auf etwa ein Prozent. Die Anleiherenditen befinden sich aktuell in einer Bodenbildungsphase und werden in den USA wohl leicht auf etwa 2,5 Prozent ansteigen.

Der **US-Dollar** könnte zinsbedingt gegenüber den Schwellenländerwährungen und dem chinesischen Yuan weiter aufwerten. Bei Schwellenländeranlagen ist somit etwas Vorsicht geboten. Gegenüber dem Euro sollte der US-Dollar nicht über die Parität steigen.

Die Perspektiven für die **Aktienmärkte** sind regional unterschiedlich. Günstige Bewertungen sprechen vor allem für europäische Aktien, wobei globale Risiken – ausgehend von China – für erhöhte Volatilität sorgen dürften.

Rohstoffpreise bleiben vorerst im Abwärtstrend, wir rechnen aber aufgrund der Konjunkturstabilisierung mit einer Bodenbildung im Jahresverlauf.

Folgende Risiken könnten die Märkte beeinträchtigen:

- Zunehmende Rivalität zwischen den Haupterdölproduzenten führt zu weiter sinkenden **Rohölpreisen**. Ein anschließender Einbruch der US-Förderung würde die US-Industrie in eine Rezession ziehen. Kreditausfälle belasten in der Folge das Bankensystem.

- In **China** könnte es – ausgelöst durch die Überschuldung von Staatsunternehmen – zu einer harten Landung der Wirtschaft kommen (nicht unser Basisszenario).

- Nicht nur diese potenziellen Risiken, sondern auch der **„gereifte" Aufwärtstrend** lassen eine stärkere Volatilität erwarten und erfordern eine flexible Anlagepolitik.

Journal- und Gastbeiträge

Ein hartes Jahr für Schwellenländer **34**

BioPharma-Sektor: Innovations-maschine auf Hochtouren **38**

Abgeschmiert: Rohöl wird immer billiger **42**

Licht und Schatten der Austeritätspolitik **45**

Die qualitative Fondsanalyse – mehr als historische Zahlen und Rankings! **50**

VIB Vermögen: Ein Erfolgsmodell der besonderen Art **54**

Ein hartes Jahr für Schwellenländer

Ein Beitrag von David Halpert, Manager des Prince Street Emerging Markets Flexible EUR Fund

Liebe Anlegerinnen,
liebe Anleger,

Schwellenländer und Frontier Markets erlitten 2015 deutliche Verluste

2015 war ein hartes Jahr für die Schwellenländer und ein noch härteres für die Frontier Markets. Davon blieb auch unser Prince Street Emerging Markets Flexible EUR Fund nicht verschont. Der MSCI Emerging Markets und der MSCI Frontier Markets Index beendeten das Jahr jeweils mit einem Minus von acht Prozent in Euro. Dabei konnte durch die Euro-Schwäche das Schlimmste abgewendet werden (in US-Dollar sanken beide Indizes um jeweils 17 Prozent). Der Prince Street Emerging Markets Flexible EUR Fund erzielte mit einem Minus von elf Prozent in Euro ein enttäuschendes Jahresergebnis.

Long-Positionen boten kaum Chancen

Im Allgemeinen ließ sich mit Long-Positionen in diesem Jahr nur schwer Geld machen. Den negativsten Performancebeitrag zu unserem Portfolio leisteten im Berichtsjahr Mexiko, die Türkei und Südafrika. Jeder dieser Märkte erlitt 2015 heftige Verluste (–5 Prozent, –25 Prozent bzw. –15 Prozent). Wir erhöhten unsere Cash-Position und investierten stärker in Anleihen. Damit versuchten wir, die Volatilität an den Märkten zu umschiffen. Dennoch konnten wir uns mit den verbleibenden Positionen nicht dem Abwärtssog entziehen.

Trotz Turbulenzen: China lieferte positiven Beitrag

Es gab im Berichtsjahr jedoch auch ein paar Lichtblicke in unserem Portfolio. So erzielten wir Gewinne in China, insbesondere mit chinesischen Internet- und E-Commerce-Aktien: Tencent und JD.com beendeten das Jahr auf Euro-Basis mit einem Plus von 51 Prozent bzw. 55 Prozent. Der Hongkonger Markt blickt auf ein starkes erstes Halbjahr zurück. Damals realisierten wir einige Gewinne, bevor der Abschwung am Markt einsetzte. Auch Pakistan und Argentinien leisteten im Berichtsjahr einen wesentlichen Beitrag zur Fondsperformance.

Auf Sicht der letzten fünf Jahre sind die Schwellenländer praktisch nicht vom Fleck gekommen. Sogar die geduldigsten Anleger fragen sich nach dieser Zeit, ob ein Engagement in diesen Märkten überhaupt Sinn macht. Ich arbeite bereits seit 27 Jahren in Schwellenländern und habe mit der Fondsverwaltung schon einige Zyklen durchlaufen. So stiefmütterlich wie im Oktober 1998, im Februar 2002 oder im Dezember 2008 werden die Schwellenländer heute noch nicht behandelt. Meines Erachtens sind sie auch noch nicht so günstig bzw. illiquide wie damals. Die heutige Situation lässt sich wohl am besten mit dem Jahr 1994 vergleichen. Damals vollzog die US-Notenbank (Fed) das letzte Mal eine solch dramatische Zinswende. In dem besagten Jahr wurden die US-Leitzinsen in gerade einmal zwölf Monaten von drei auf sechs Prozent erhöht. Anfang Januar 2016 weist jedoch nichts darauf hin, dass die US-Inflation auch dieses Mal eine solche Straffung rechtfertigen könnte.

Von einer Anlageklasse konnte man bei den Frontier Markets 1994 noch nicht sprechen. Der MSCI Frontier Markets Index wurde erst Ende 2007 lanciert; die Indexdaten sind bis ins Jahr 2002 zurück simuliert. Nach den extrem positiven Analysten-Empfehlungen im Jahr 1993 kam es 1994 an den Schwellenmärkten jedoch zu einem Abverkauf. Auf Preisbasis war der Index damals halb so hoch wie heute. Die Unternehmensgewinne waren jedoch in US-Dollar weitaus niedriger und die Volkswirtschaften hatten eine erheblich geringere Gesamtgröße. Außerdem lagen die Zinsen weltweit auf

einem höheren Niveau. Hauptursache für den Börseneinbruch schien damals Japan zu sein. Im Rückblick betrachtet war 1994 der Anfang eines vier Jahre andauernden Abwärtszyklus der Schwellenländer, der einen Rückgang des Index um über 50 Prozent zur Folge hatte. Heute befinden sich diese Märkte schon seit drei Jahren im Abwärtstrend und haben bereits Verluste von über 30 Prozent erlitten. Der Boden dürfte somit bald erreicht sein.

Ein wesentlicher Unterschied besteht auch darin, dass es während des Bärenmarktes von 1994 bis 1998 an den Finanzmärkten der meisten Schwellenländer fast keine lokalen institutionellen Anleger gab. Daher waren praktisch keine Käufer mehr vorhanden, als die ausländischen Anleger begannen, die Aktien abzustoßen. Heutzutage verfügen viele Schwellenmärkte über lokale Akteure wie Pensionsfonds, Anlagefonds und Versicherungsunternehmen, die allesamt über eine Aktienhandelsabteilung und lokale Research-Teams verfügen. Aus diesen strukturellen Gründen gehen wir nicht davon aus, dass die Aktienkurse im aktuellen Abschwung überhaupt in die Nähe des Niveaus von 1998 kommen werden. Selbst wenn die Fed ihre Zinsen noch ein gutes Stück weiter anheben sollte als derzeit allgemein erwartet, würden wir immer noch nicht mit einer solchen Kursentwicklung rechnen.

Unseres Erachtens haben die Anlageargumente für die Emerging und die Frontier Markets im Wesentlichen weiter Bestand, auch wenn die Herausforderungen unserer Zeit grundlegende Änderungen mit sich bringen. In einer Welt sinkender Rohstoffpreise ist der Ressourcenreichtum der Emerging und der Frontier Markets allmählich kein Segen mehr. Die vorteilhafte demografische Entwicklung und vielversprechende Faktoren wie die Urbanisierung und das Wirtschaftswachstum sind aber weiterhin intakt. Sie würden auf Ihrer Reise

nach Jakarta, Bangkok, Dubai oder Shenzhen eine Überraschung erleben: Die Städte präsentieren sich heutzutage fortschrittlicher und wohlhabender als noch vor fünf Jahren. Sie möchten wissen, wie der lokale Konsumgüterhandel läuft? Gehen Sie doch einfach in ein Einkaufszentrum der Stadt. Ein Apotheker vor Ort gibt Ihnen Aufschluss über die Gesundheitsausgaben und der Besuch eines lokalen Logistiklagers beantwortet Ihre Frage nach dem Wachstum des E-Commerce. Die Schwellenländer weisen im Durchschnitt weiterhin höhere BIP-Wachstumsraten auf als die USA, Europa oder Japan. Auch die demografischen Trends sind vielversprechender und die Staatshaushalte besser aufgestellt. Ausnahmen bestätigen auch hier die Regel. Einige sind recht dramatisch, aber im Schnitt weisen etwa 50 Schwellenländer die genannten Positivfaktoren auf.

Rohstoffe belasten, Konsum schreitet voran

Wachstum in Schwellenländern höher als in Europa oder den USA

Gute konjunkturelle Rahmenbedingungen führen nicht zwangsläufig zu höheren Aktienkursen. Wechselkursschwankungen können – wenn wir nicht aufpassen – die Kursgewinne mehr oder weniger aufzehren. In der langen Abwärtsphase der Schwellenländer gab es auch Orte, an denen sich noch Geld verdienen ließ. Prince Street ist es trotz der Herausforderungen des Jahres 2015 in den letzten fünf Jahren gelungen, viele dieser Orte ausfindig zu machen. All dies spricht eher für ein aktives Management als für Anlagen in börsennotierte Indexfonds (ETFs). In den meisten Fällen sind zudem abgesicherte und flexible

Aktive Investments sind in den Schwellenländern klar zu bevorzugen

gegenüber nicht abgesicherten Produkten zu bevorzugen, wobei wir Kasse als Sicherheitsblock definieren.

Frontier Markets sind sehr heterogen, daher ist eine Kombination von Emerging und Frontier Markets am aussichtsreichsten

Auch die Frontier Markets waren als Anlageklasse heftigen Schwankungen ausgesetzt. Die Zyklizität dieser Märkte ist jedoch weniger voraussehbar. Dies liegt daran, dass der Frontier-Markets-Index im Laufe der Zeit tendenziell stärkeren Änderungen unterliegt als der Emerging-Markets-Index. Durch Herauf- und Herabstufungen kann sich seine Zusammensetzung jährlich um mehr als 20 Prozent verändern. Einige der besten Argumente für unsere Anlageklasse finden sich in den Frontier Markets wieder: ineffiziente Märkte, hohe BIP-Wachstumsraten und eine geringe Marktdurchdringung verschiedener Konsumgüter. Aufgrund der Zusammensetzung der Indizes lassen sich die Frontier Markets jedoch nur schwer als eigene Anlageklasse getrennt von den Schwellenländern analysieren. Daher sind wir weiterhin davon überzeugt, dass ein reines Frontier-Markets-Produkt für einen institutionellen Anleger keinen Sinn macht, auch wenn uns unser eigenes Engagement in diesen Märkten im Laufe der Zeit recht gut gedient hat.

USD-Stärke und niedrige Energiepreise belasten Frontier Markets

2015 konnten sich die Frontier Markets (wie 2011) nicht dem Einbruch der Emerging Markets entziehen. Unser Engagement in Pakistan – unsere stärkste Position in den Frontier Markets – erzielte im Schnitt jedoch ein besseres Ergebnis als die meisten Vergleichsländer. Im Allgemeinen stammt ein Großteil der Exporte dieser Länder vom Energiesektor und die Liquidität ihrer Märkte wird maßgeblich von den Staatsfonds aus dem Nahen Osten beeinflusst. Unter den Schwellenländern lieferten Brasilien, Griechenland, die Türkei und Nigeria 2015 die größte Enttäuschung. Selbst auf 5-Jahres-Sicht waren dort nur recht wenige Gewinner auszumachen. Bei all diesen Beispielen haben die Probleme nicht nur mit der Stärke des US-Dollars oder der Schwäche der zugrunde liegenden Wachstumsquellen zu tun, sondern auch mit der politischen Situation und der lokalen Wirtschaftspolitik. Auch wenn sich die Rohstoffpreise zu erholen beginnen, müssen wir erst mehr Klarheit über die Wirtschaftspolitik in diesen Ländern bekommen, bevor wir eine wirklich positive Haltung einnehmen können.

Politische Lage der Frontier Markets ist von Land zu Land sehr unterschiedlich

Selbstverständlich sind einige Märkte für 2016 und danach besser positioniert. China, Indien und Indonesien haben alle mit Problemen zu kämpfen, doch ihre Wirtschaft wächst und wächst und ihre Aktienmärkte sind (vielleicht nicht im Jahr 2015, aber auf längere Sicht) weiterhin recht solide. Weniger gut analysierte Märkte wie Pakistan und Bangladesch haben sogar noch besser abgeschnitten. Der Iran, der derzeit noch für uns tabu ist, verspricht unkorrelierte Renditen in ähnlicher Höhe. Vietnam ist seit fünf Jahren in US-Dollar leicht im Plus und scheint auch für die nächsten fünf Jahre recht gut aufgestellt zu sein. Allerdings ist der Markt noch extrem illiquide. Außerdem hat natürlich der politische Wandel in Ländern wie Argentinien und Venezuela unser Interesse geweckt.

Unsere Einschätzung zu China ist unverändert: Online-Firmen und Unternehmen des „neuen Chinas“ können weiterhin mit beeindruckenden Wachstumszahlen aufwarten. In Sektoren des „alten Chinas“ wie Kohle und Zement besteht dagegen drin-

gender Konsolidierungsbedarf. Die jüngste Schwäche des Renminbi-Wechselkurses wird sich unseres Erachtens fortsetzen. Eine ernst zu nehmende Finanzkrise erwarten wir jedoch nicht.

Indiens Wirtschaft verzeichnet mittlerweile ein reales Wachstum. Allerdings stagniert der Aktienmarkt, weil die Anleger beginnen, einige übertrieben hohe Wachstumsprognosen nach unten zu revidieren. Außerdem hat die Regierung unter Modi Schwierigkeiten, einige der erhofften Reformen umzusetzen. Mittelfristig verfügt Indien jedoch wie seine Nachbarn Pakistan und Bangladesch über eine der besten Wachstumsaussichten in unserem Anlageuniversum. Außerdem entwickelt sich das Land recht unabhängig von den wirtschaftlichen Trends in anderen Teilen der Welt.

Brasilien ist 2016 äußerst interessant. Es ist eines der wenigen Länder, wo wir in Erwägung ziehen, aktiv nach Anlagegelegenheiten mit einer hohen Marktsensitivität zu suchen. Der Real war bemerkenswert schwach. Er hat gegenüber dem Euro in den letzten fünf Jahren 48 Prozent an Wert verloren. Auch der Markt befindet sich auf Real-Basis im Minus. Selbst ohne eine Erholung seiner wichtigsten Rohstoffexporte (Soja und Eisenerz) könnte Brasilien eine kräftige Konjunkturerholung erleben, sobald sich die aktuelle politische Krise legt. Allerdings sind die Unternehmen extrem verschuldet und die Kapitalflucht beschleunigt sich. Daher halten wir es für verfrüht, massiv in Brasilien zu investieren. Vielmehr haben wir einstweilen begonnen, ein Engagement im benachbarten Argentinien aufzubauen.

In Zukunft werden wir auf den Energiemärkten sorgfältig nach Anzeichen für eine Stabilisierung Ausschau halten. Unserer Hausmeinung zufolge werden die Energiepreise kurzfristig unter Druck bleiben, da der Markt zusätzliche Fördermengen aus dem Iran aufnehmen muss. 2016 dürfte das Aufwärtspotenzial jedoch höher sein als das Abwärtspotenzial. Wir bleiben in hohem Maße in China (wo wir 2015 – trotz einiger Negativschlagzeilen im Sommer – Gewinne erzielten) und in Pakistan (das Ende Dezember Besuch von Narendra Modi erhielt) investiert. Darüber hinaus sind wir allmählich positiv gestimmt für Korea, wo die Wahrscheinlichkeit für einige lang ersehnte Umstrukturierungen im Unternehmenssektor steigt. Wir sind weiterhin von den Sektoren Solarstrom, Technologie, E-Commerce, Wohnimmobilien, Gesundheitswesen und Umweltschutz überzeugt. Wir bevorzugen zumindest bis auf Weiteres Wachstums- gegenüber Substanztiteln. Für die Frontier Markets sehen wir zwar ein hohes langfristiges Wertpotenzial, jedoch auch zahlreiche kurzfristige Risiken.

Ende 2015 waren 41 Prozent des Fondsvermögens in Aktien und 48 Prozent in Anleihen investiert. Ein Großteil der Anleihenquote bestand jedoch aus US-amerikanischen und Hongkonger Schatzwechseln (T-Bills). Unsere Gesamtpositionierung war somit recht konservativ. Wir freuen uns darauf, dieses Kapital wieder gewinnbringend anzulegen. Angesichts der aktuellen Volatilität halten wir es jedoch für wichtig, mit den Käufen noch abzuwarten.

Wir setzen auch weiterhin alles daran, in den nächsten Jahren lukrative Anlagemöglichkeiten für unser Fondsvermögen aufzuspüren. Wir rechnen damit, dass sich im Laufe der Zeit hervorragende Kaufgelegenheiten bieten werden.

Mit freundlichen Grüßen
David Halpert

Anmerkung der Redaktion: Nach dem Jahreswechsel wurde die Aktienquote deutlich reduziert

Brasilien könnte 2016 überraschen

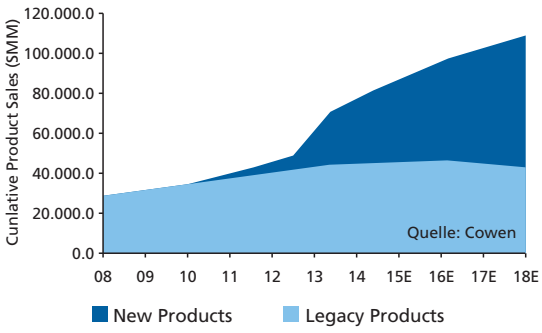
China und Pakistan zählen langfristig zu den Favoriten

BioPharma-Sektor: Innovationsmaschine auf Hochtouren

In den letzten sechs Jahren sind die Gewinnerwartungen um 425% gestiegen

Die heutige Lage im Biotechnologie-Sektor ist nicht mit der des Jahres 2000 zu vergleichen. Damals beruhten die Aktienkurssteigerungen vor allem auf der Fantasie, dass die Entschlüsselung des menschlichen Genoms neue Marktpotenziale erschließen könnte. Heute sind es die steigenden Umsätze und vor allem die zunehmenden Gewinne der großen Biotechnologieunternehmen, die den Aktien Auftrieb verleihen. Allein von 2009 bis 2015 sind die Gewinne bzw. die durchschnittlichen Gewinnerwartungen der Unternehmen um sagenhafte 425 Prozent gestiegen.

Produktumsätze großer Biotechnologiefirmen 2008 bis 2019



Dies erklärt maßgeblich die Outperformance des Sektors in den letzten Jahren. Und ein Ende ist nicht in Sicht: Für 2016 erwartet die Branche ein Gewinnwachstum von durchschnittlich 23 Prozent. Gleichzeitig werden die entsprechenden Aktien aktuell nur mit dem 19-fachen des für 2016 erwarteten Gewinns gehandelt. Damit ist die Bewertung – insbesondere bezogen auf das Kurs-Gewinn-Wachstums-Verhältnis von 0,8 – sehr attraktiv.

Das außerordentliche Wachstum des Sektors, das sich sowohl in den Umsätzen als auch in den Bewertungen niederschlägt, basiert auf bahnbrechenden Entwicklungen in der Biologie und der Gentechnologie. Diese haben in verschiedenen Krankheitsgebieten zu einem langfristigen BioPharma-Innovationszyklus mit umwälzenden neuen Behandlungskonzepten geführt. Alte Produkte mit gravierenden Nebenwirkungen, wie z. B. Interferon in der Behandlung von Hepatitis C, werden gegen neue, überlegene Direkt-Antivirale-Wirkstoffe, wie Sovaldi und Harvoni von Gilead, ausgetauscht. Die wissenschaftlichen Erfolge in der Arzneimittelentwicklung zeigen sich deutlich in steigenden Zulassungszahlen. So hat die amerikanische Zulassungsbe-

hörde FDA seit Anfang 2011 mehr als 160 neue – zum Teil revolutionäre – Arzneimittel zugelassen.

Dieser Innovationszyklus sorgt für eine signifikante Erneuerung und Erweiterung des Arzneimittelangebots. Gleichzeitig wächst die Nachfrage nach Gesundheitsleistungen. Angesichts herausragender therapeutischer Fortschritte bei neuen Medikamenten, die z. B. bei Aids Leben retten und bei Krankheiten wie Hepatitis C heilend oder bei Krebs lebensverlängernd wirken, ist die Nachfrage ausgesprochen stark. Die fortschreitende Überalterung der Bevölkerung in den Industriestaaten und der Ausbau der Gesundheits- und Erstattungssysteme in den Industrie- und Schwellenländern (wie Obamacare in den USA) führen ebenfalls zu einer deutlich erhöhten Nachfrage nach Gesundheitsleistungen.

Vor diesem Hintergrund wachsen die globalen Gesundheitsausgaben schneller als das weltweite Bruttoinlandsprodukt (BIP). Im Jahr 2013 beliefen sich die weltweiten Gesundheitsausgaben auf 7,2 Billionen US-Dollar. Das entsprach 10,6 Prozent des weltweiten BIP (Economist, 2014). Experten erwarten, dass die Ausgaben bis 2018 durchschnittlich um 5,2 Prozent pro Jahr auf dann 9,3 Billionen US-Dollar zulegen werden. Davon werden voraussichtlich bis zu 1,3 Billionen US-Dollar auf Arzneimittel entfallen. Das anhaltende überdurchschnittliche Wachstum der Gesundheitsausgaben führt phasenweise zu Kostendämpfungsdiskussionen. Aktuell finden diese insbesondere in den USA statt. Angesichts des Missbrauchs der freien Preisgestaltung durch einige wenige Spezialpharma-Unternehmen ist dort zurzeit die Preisregulierung zu einem populären Wahlkampfthema avanciert.

Tatsächlich entfallen in den USA auf die Arzneimittel aber nur etwa zehn Prozent der gesamten Gesundheitsausgaben. Zudem verlieren allein in der Zeit von 2014 bis 2018 Arzneimittel mit Jahresumsätzen von 170 Milliarden US-Dollar weltweit ihren Patentschutz (IMS Health 2014). Die Einführung preiswerter Generika und Biosimilars (proteinbasierte Nachahmerprodukte) wirkt automatisch preisdämpfend. Die Verantwortlichen sind sich jedoch bewusst, dass kein Unternehmen ohne finanzielle Anreize in teure Forschung investiert. Daher hat die zuständige Behörde FDA in den vergangenen Jahren die Zulassungsprozesse für neue Medikamente gegen schwere Erkrankungen vereinfacht. Das zeigt, wie hoch der Bedarf nach innovativen Therapien bei Multipler Sklerose, Infektionserkrankungen, Alzheimer, Rheuma, seltenen Krankheiten, Diabetes oder Krebs ist. Im vergangenen Jahr ließ die FDA in den USA 41 neue Medikamente zu, was dem höchsten Stand seit 1996 entspricht. Für dieses Jahr ist mit 40 Neuzulassungen zu rechnen. Angesichts von mehr als 7.000 neuen, in Entwicklung befindlichen Medikamenten ist kaum zu erwarten, dass diese Innovationswelle auf absehbare Zeit abebben wird.

Harald Schwarz, Geschäftsführung, Medical Strategy GmbH

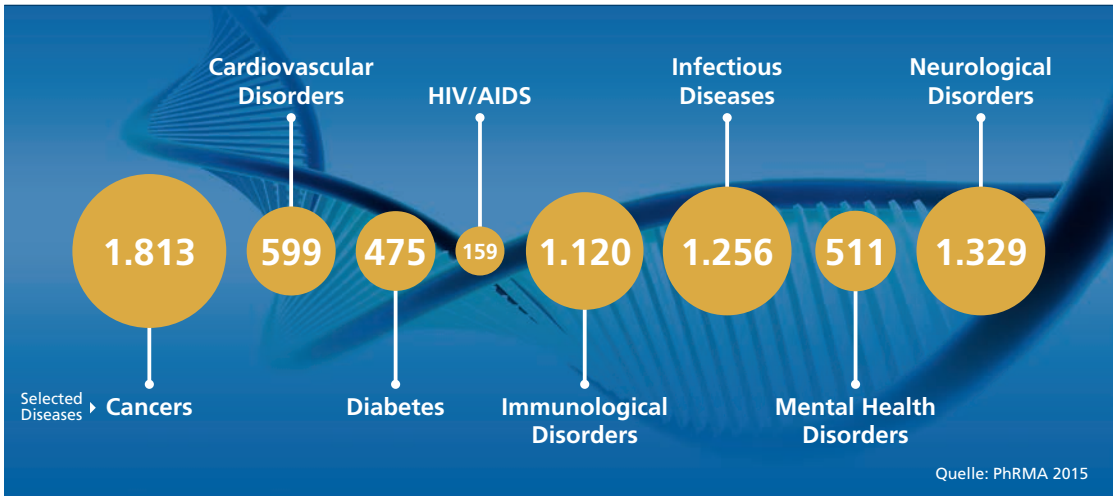
Mario Linimeier, Analyst, Medical Strategy GmbH

Zulassungsprozesse für neue Medikamente wurden vereinfacht

Insbesondere junge Biotech-Unternehmen mit geringer und mittlerer Marktkapitalisierung, deren Geschäftsmodell auf der Entwicklung neuer Therapien beruht, sind eine regelrechte Innovationsmaschine. Zurzeit werden die Aktienkurse dieser Biotech-Firmen durch verschiedene Übernahmen zusätzlich beflügelt. Große Pharmakonzerne, die nach dem Ablauf von Patenten auf Innovationen angewiesen sind, zahlen

Junge und kleine Unternehmen als Innovationsmaschinen

Mehr als 7.000 Medikamente in Entwicklung

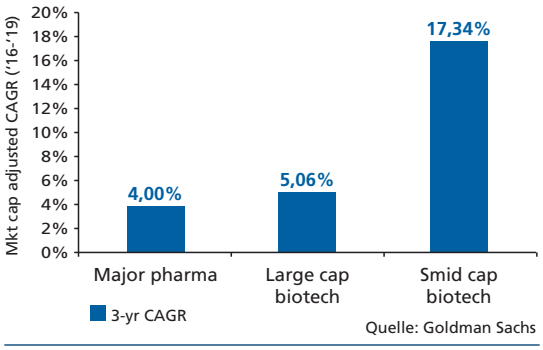


Ein Drittel aller Medikamente werden in den USA verkauft

aktuell Übernahmeprämien von etwa 90 Prozent. Außerdem gab es 2014 insgesamt 82 Börsengänge von Biotech-Firmen. In diesem Jahr kamen bislang bis Ende September weitere 64 hinzu. Die Biotech-IPOs tragen zur konstanten Erneuerung des Lifescience-Sektors bei. Goldman Sachs hat die überdurchschnittliche Wachstumsdynamik im Small- und Mid-Cap-Biotechnologiesektor anhand der Konsensus-Umsatzschätzungen für den Zeitraum 2016 bis 2019 berechnet. Danach liegt das jährliche Wachstum für Small-Cap-Biotech-Unternehmen bei 17,3 Prozent, wohingegen die Large-Cap-Konkurrenz nur 5,1 Prozent erreicht. Große Pharma-Unternehmen haben mit jährlich vier Prozent die niedrigsten Wachstumsraten.

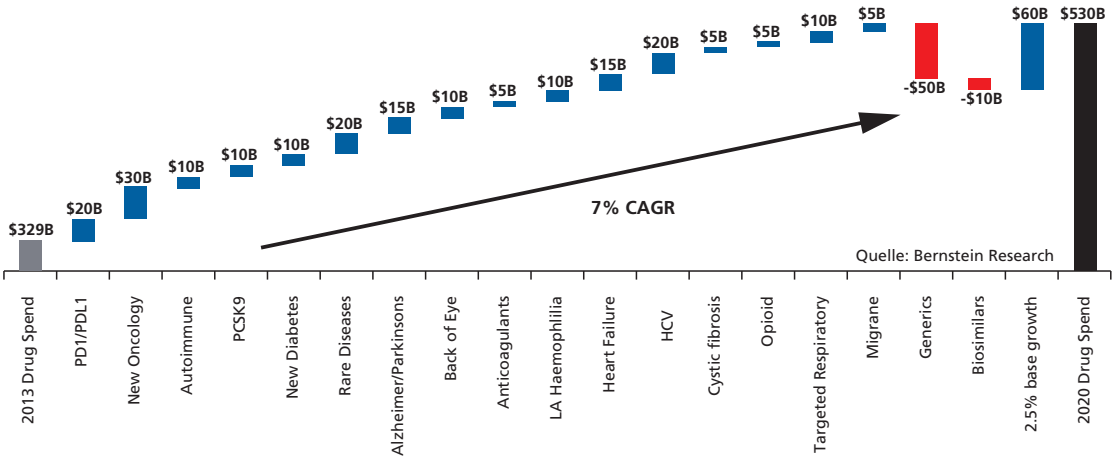
Small- und Mid-Cap-Biotechnologiefirmen liefern überdurchschnittliches Wachstum

Jährliches Wachstum von Small- und Mid-Cap-Biotech-Unternehmen über 17%



Der aktuelle Innovationszyklus wirkt sich spürbar und nachhaltig auf das Wachstum des mit Abstand weltweit größten Arzneimittelmarktes aus, der sich in den USA befindet. Im Jahr 2013 beliefen sich die Ausgaben für Medikamente in den USA auf 330 Milliarden US-Dollar. Dies entsprach in etwa einem Drittel des Weltmarkts, der rund eine Billion US-Dollar umfasst. Auf dieser Basis hat Bernstein Research den in den kommenden Jahren zu erwartenden Umsatzzuwachs durch Produktneueinführungen berechnet. Neben den bahnbrechenden immuntherapeutischen PD1/PDL1-Hemmern gegen Krebs werden u. a. die PCSK9-Hemmer gegen Arteriosklerose, Orphan-Medikamente gegen seltene genetische Erkrankungen, neue krankheitsmodifizierende Alzheimer-Therapien, Therapeutika gegen Herzschwäche und CGRP-Hemmer zur Migräneprävention aufgeführt. Insgesamt sorgen die Innovationen bis 2020 allein in den USA für eine Ausweitung der jährlichen Arzneimittel-Verkaufserlöse um 60 Prozent. Nach diesen Prognosen wird der US-Markt, gemessen am Jahresumsatz, um 200 Milliarden US-Dollar auf 530 Milliarden US-Dollar steigen. Das ergibt für den amerikanischen Arzneimittelsektor bis 2020 eine jährliche Umsatzwachstumsrate von sieben Prozent. Es gibt wohl nur wenige Sektoren, die so gut vorhersehbare und anhaltend positive Perspektiven bieten.

Innovationszyklus – 200 Mrd. US-Dollar Umsatzzuwachs in den USA bis 2020



Medizinische Durchbrüche als Wachstumstreiber

Im aktuellen Innovationszyklus gilt die Krebsimmuntherapie als besonders vielversprechend. Diese Therapie nutzt das menschliche Immunsystem zur Tumorbekämpfung. Im Fokus der Investoren stehen spezielle Antikörper, sogenannte „Checkpoint Inhibitoren", die bereits zur Behandlung von Haut- und Lungenkrebs in den USA und Europa zugelassen wurden. Laut Citi Research beträgt das Umsatzpotenzial allein für die Krebsimmuntherapie bis zum Jahr 2023 mehr als 35 Milliarden US-Dollar. Es werden weitere Wellen bahnbrechender Technologien folgen, die das Potenzial haben, einen tief greifenden Wandel bei der Behandlung bestimmter Erkrankungen zu bewirken. So erleben wir einen medizinischen Durchbruch in der Gentherapie. Derzeit befinden sich nach Angaben von Biocentury mehr als 160 Gentherapeutika in unterschiedlichen Indikationen in Entwicklung. Allein im Segment der seltenen Erkrankungen beträgt das Marktpotenzial nach Schätzungen von Piper Jaffray mehr als 50 Milliarden US-Dollar. Als nächste Evolutionsstufe der Gentherapie bietet das „Gene Editing" zusätzliche Wachstumschancen. Während bei klassischen gentherapeutischen Ansätzen ein externes, funktionsfähiges Gen als Ersatz für ein defektes Gen in den Körper des Patienten eingebracht wird, zielt diese neue Methode auf die direkte Reparatur krankheitsverursachender Gene ab.

Neue Therapien können krankheitsverursachende Gene reparieren

Eine weitere revolutionäre Behandlungsmethode ist die regenerative Stammzelltherapie. Stammzellen können sich in unterschiedliche Zelltypen ausdifferenzieren und geschädigtes Gewebe bzw. Organe wiederherstellen. Sie können z. B. bei einem durch einen Infarkt geschädigten Herz neue Blutgefäße bilden oder zur Regeneration der Netzhaut beitragen und damit Blindheit verhindern.

Auch „RNA-Technologien" gelten als eine herausragende neue Behandlungsklasse. Beispielsweise kann der genetische Bauplan in Form von mRNA-Molekülen direkt in die Zellen eines Patienten eingeschleust werden, sodass der Körper die benötigten Medikamente selbst herstellt.

Durch neue Moleküle könnte der Körper benötigte Medikamente selbst herstellen

Diese aufeinanderfolgenden Innovationswellen schaffen in der BioPharma-Industrie die Grundlage für ein langfristiges Wachstum. In kaum einer anderen Branche haben junge Unternehmen mit innovativen Produkten so gute Chancen, in die Spitze aufzusteigen.

Abgeschmiert: Rohöl wird immer billiger

Angebotsschwemme und Anbieterstruktur haben den Ölmarkt verändert

Über Jahre hinweg lag der Ölpreis bei rund 115 USD

Wer am 19. Juni 2014 für ein Fass der Nordseeölsorte Brent 115 US-Dollar bezahlte, war in Gedanken vermutlich bei der gerade gestarteten Fußball-WM im Ölförderland Brasilien. Der Kauf schien nichts Besonderes zu sein, lag doch der Preis nur wenige US-Dollar über dem Durchschnitt der Vorjahre. Aber an diesem Tag begann der lange Absturz der Ölpreise. Sieben Monate später, im Januar 2015, rutschten die Notierungen unter 50 US-Dollar. Kurz vor dem Ende des Jahres ist ein Rückgang von mehr als zwei Dritteln vollzogen: Die Marke von 30 US-Dollar ist bedrohlich nahe gerückt.

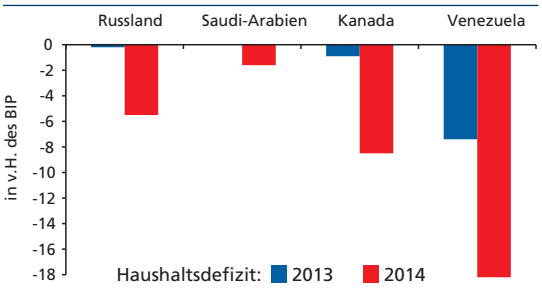
Der Ölpreis findet keinen Boden

Barrel Rohöl (Sorte Brent)

Ein derart heftiger Preisverfall lässt viele bezweifeln, dass es am Ölmarkt mit rechten Dingen zugeht. Etliche halten einen geheimen polit-ökonomischen Angriff für möglich, der entweder auf die Erdöleinnahmen von Russland oder auf jene der Terrororganisation IS abzielt. Andere vermuten einen kühl kalkulierten Preiskrieg, der unliebsame Konkurrenten zum Aufgeben zwingen soll. Doch auch wenn das eine oder andere Körnchen Wahrheit in solchen Theorien stecken mag: Kühl berechnend ist in diesem Fall nur die unsichtbare Hand des globalen Ölmarktes, dessen Besonderheiten die enormen Preisschwankungen verursachen.

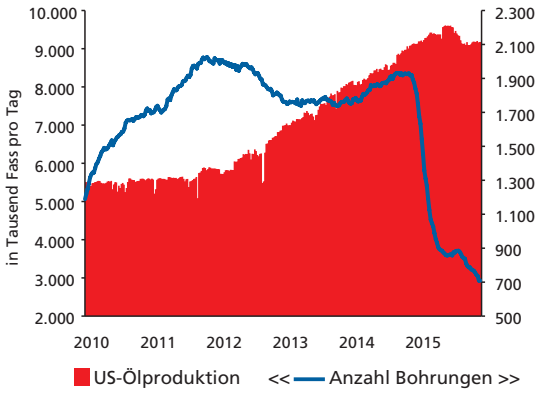
Grundsätzlich zeigt der Preis eines Gutes nämlich genau dann das uns normal erscheinende stabile Verhalten, wenn Marktteilnehmer auf Preisänderungen elastisch reagieren. Beginnt ein Preis zu rutschen, sollte also die Nachfrage steigen oder das Angebot sinken, damit der Preis wieder Halt findet. Halbiert sich jedoch der Ölpreis, freuen sich zwar die Verbraucher, aber sie fahren nicht doppelt so viel mit dem Auto und kaufen nicht mehr Kunststoffe. So hat sich die globale Ölnachfrage seit dem Preishoch um lediglich etwa drei Prozent erhöht. Die Angebotsseite ist dagegen oft schon aus technischen Gründen unflexibel, denn die wenigsten Förderlöcher lassen sich wie ein Wasserhahn auf- und abdrehen. Für die Anbieter, die bei hohen Ölpreisen mit massiven Anlaufkosten in neue Vorkommen investiert haben, ist dies ein großes Problem, denn mit der Erweiterung der globalen Förderkapazitäten haben sie den Preisrutsch erst ausgelöst. Und nun kann es sich kein Anbieter leisten, das Angebot zu verknappen – im Gegenteil!

Die Haushalte der Erdöl exportierenden Staaten gerieten schon 2014 unter Druck



Dies gilt sogar für den wichtigsten Spieler am Pokertisch des Ölmarktes. Zwar verfügt Saudi-Arabien über die größten Reserven und die geringsten Förderkosten, doch das Land steht gewaltig unter Druck. Fast zwei Drittel der rund 30 Millionen Einwohner sind jünger als 25 Jahre und an einen hohen Lebensstandard gewohnt, der aus der Staatskasse subventioniert wird. Der gesunkene Ölpreis reißt dort tiefe Löcher, weswegen der IWF allein für 2015 ein Haushaltsdefizit von 20 Prozent erwartet. Gleichzeitig kämpft Riad um seine Rolle als Regionalmacht und fühlt sich vom Iran bedroht. Letzterer wiederum hofft nach den erfolgreichen Atomgesprächen, 2016 wieder offiziell Öl an den Westen verkaufen zu dürfen und seine Kapazitäten ausbauen zu können. Diese Auseinandersetzung wird in Form von Stellvertreterkriegen zunehmend militärisch ausgetragen. Am deutlichsten zeigt sich dies in Syrien, wo man mit Russland auf einen weiteren Konkurrenten Saudi-Arabiens trifft. Auch Moskau hat seine politische Strategie an die fossilen Energien gekoppelt und erkauft sich Macht durch Energielieferungen, die in einigen Fällen auch subventioniert sind. Doch auf dem aktuellen Preisniveau, so schätzen Experten, können russische Anbieter nicht einmal die variablen Förderkosten decken.

Trotz nachlassender Bohraktivität sinkt die US-Ölproduktion bislang kaum



So gefährdet der Kollaps des Ölpreises mittlerweile die politische Stabilität einer auch für uns bedeutsamen Weltregion. Dass sich das OPEC-Kartell auf keine Förderbegrenzung einigen kann, verwundert ebenfalls nicht.

Rein ums wirtschaftliche Überleben geht es in jenen nördlichen Regionen der USA, die in den vergangenen Jahren dank Fracking einen Boom erlebten. Auf dem aktu-

Dr. Stefan Klotz, VIF-KlotzConsulting

Für Saudi-Arabien führt der tiefe Ölpreis zu einem Haushaltsdefizit von 20%

Der Kollaps des Ölpreises gefährdet die Stabilität im Mittleren Osten

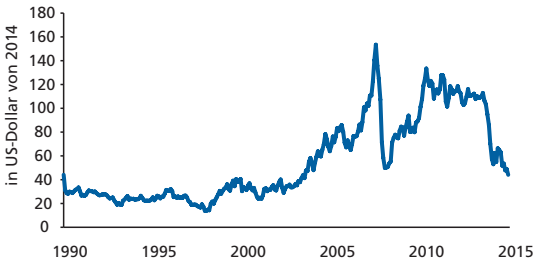
Ölsande und Fracking sind nicht mehr rentabel

ellen Ölpreisniveau erzielt man mit Fracking Verluste, trotz erreichter Kostensenkungen von über 30 Prozent. Neue Bohrprojekte werden daher derzeit nicht gestartet. Wegen der recht langen Laufzeit eines einmal geöffneten Bohrlochs ist die Gesamtproduktion jedoch nur wenig gesunken. Noch längere Gesichter macht man jenseits der Grenze: Damit sich die Ausbeutung der kanadischen Ölsandvorkommen lohnt, müsste sich der Ölpreis mindestens wieder verdoppeln.

Zur Umsetzung des Klimaabkommens müsste der CO2-Ausstoß um 30% verringert werden

Ölsande gelten übrigens aus ökologischer Sicht als besonders problematisch. Aber während Umweltaspekte in der Ölbranche lange keine strategische Rolle spielten, kann spätestens mit dem Pariser Klimaabkommen davon ausgegangen werden, dass die Weltgemeinschaft die Dekarbonisierung der Wirtschaft vorantreiben wird. Das zentrale Problem der Ölförderer: Soll das für die Erderwärmung gesetzte Zwei-Grad-Ziel erreicht werden, muss der durchschnittliche CO2-Jahresausstoß für die Zeit bis 2050 um etwa 30 Prozent verringert werden. Dies bedeutet, dass zwei Drittel der bereits in die Bilanzen gestellten fossilen Reserven unangetastet bleiben müssten. Manch Anbieter könnte daher seine fossilen Bodenschätze aus Angst, dass sie bald unverkäuflich sind, lieber jetzt noch billig verschleudern.

Zurück in die Zukunft



Barrel Rohöl (Sorte Brent), inflationsbereinigt

Der massive Preisverfall macht, je länger er andauert, eine spürbare Gegenbewegung wahrscheinlich. Einen über Jahre anhaltenden Rückenwind für die Ölpreise könnte aber wohl nur ein deutlicher Anstieg der Nachfrage erzeugen. Dieser dürfte sich erst einstellen, wenn die globale Konjunktur Fahrt aufnimmt. Mittelfristig ist ein Nachfragezuwachs praktisch vorprogrammiert, denn die Erfahrung lehrt, dass tiefere Ölpreise Infrastrukturentscheidungen beeinflussen. Es werden mehr Ölheizungen eingebaut und stärker motorisierte Autos gekauft. Fraglich bleibt, ob sich dieses Muster vor dem Hintergrund des Klimawandels und der Smog-Bekämpfung wie in China wiederholt. Von der Antwort hängt wiederum ab, ob sich die Ölförderländer Russland und Katar noch die Ausrichtung der nächsten beiden Fußballweltmeisterschaften werden leisten können. ●

Licht und Schatten der Austeritätspolitik

Dr. Michael Clauss, Dozent für Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftspolitik

Seit dem Ende des zweiten Weltkrieges hatten europäische Volkswirtschaften nicht mehr solche Anstrengungen zur Sanierung ihrer Staatsfinanzen unternommen wie nach dem Platzen der Immobilienblase in den USA und der anschließenden globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Dadurch hatten die betroffenen Bevölkerungen mit großen wirtschaftlichen Lasten zu kämpfen, vor allem mit stark steigender Arbeitslosigkeit und Job-Unsicherheit. Dies spiegelte sich 2015 auch in den Wahlen wider, die in den krisengeschüttelten Ländern Griechenland, Spanien und Portugal mit einer grundlegenden Änderung der politischen Landschaft einhergingen.

Die teilweise rigorosen Sparmaßnahmen zur Haushaltssanierung – im Fachjargon „Austeritätspolitik" genannt – waren den hoch verschuldeten Ländern der Euroraum-Peripherie von den Regierungen der Geberländer auferlegt worden. Sie sollten dazu dienen, die wirtschaftspolitischen Fehler, die in den betroffenen Ländern Portugal, Spanien, Italien, Irland und Griechenland gemacht worden waren, in kurzer Zeit zu korrigieren. Denn diese Länder hatten im Vorfeld der Finanzkrise einen Kreditboom zugelassen, der zu einer Überschuldung der Haushalte und einer Überdimensionierung der Banken geführt hatte. Durch fallende Preise und wegbrechendes Wachstum spitzten sich die Probleme dramatisch zu. Irland und Spanien mussten sich für die Rettung ihres Bankensystems gewaltig verschulden, was ihre nationalen Kräfte eindeutig überstieg. In Irland beispielsweise „explodierten" die öffentlichen Schulden von 25 Prozent des BIP im Jahr 2007 auf 122 Prozent im Jahr 2012. Ein Auseinanderbrechen des Euroraums schien vorprogrammiert.

Ohne Hilfe der regelrecht aus dem Boden gestampften Rettungsfonds hätten sich einige Staaten innerhalb der Eurozone nicht mehr finanzieren können. Für diese Hilfsgelder und Kredite mussten sich die Empfängerländer zu einschneidenden Maßnahmen verpflichten. Sie verloren dadurch de facto ihre Finanz- und Budgethoheit. Die sogenannte Troika aus EZB, EU-Kommission und IWF legte die Bedingungen für die Auszahlung der Kredittranchen fest. Neben einer Reihe von ordnungspolitischen Maßnahmen ging es vor allem um die Umsetzung von Sparprogrammen und Einnah-

Die Empfängerländer verloren de facto ihre Finanz- und Budgethoheit

menerhöhungen. Diese Austeritätspolitik und deren positiven wie auch negativen Auswirkungen wollen wir im Folgenden beleuchten.

Der Diskurs über die richtige Finanzpolitik wurde und wird dabei teilweise sehr verbissen geführt. Selbst Top-Ökonomen haben hier völlig konträre Ansichten (Paul Krugman vs. Kenneth S. Rogoff). Während die Gegner der Sparpolitik auf die kurzfristig negativen Folgen für das Wirtschaftswachstum und den Lebensstandard verweisen, halten die Befürworter diese für Begleiterscheinungen auf dem Weg zurück zu Schuldentragfähigkeit und wirtschaftlicher Nachhaltigkeit.

Positive Entwicklung bei den Staatshaushalten

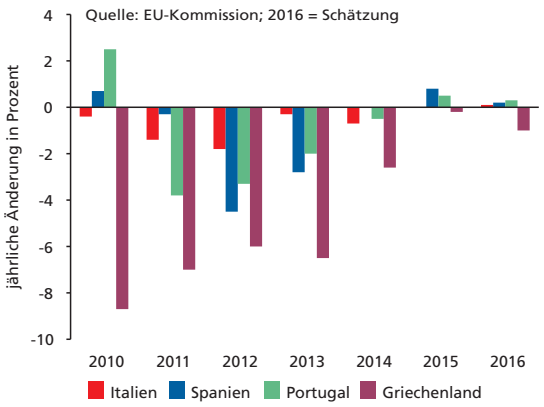
Die wirtschaftlichen Ergebnisse sind durchaus vorzeigbar

Nach fünf Jahren Austeritätspolitik lassen sich erste Schlüsse ziehen. So sind die wirtschaftlichen Ergebnisse durchaus vorzeigbar. Dies betrifft vor allem die Wettbewerbsfähigkeit und das Wirtschaftswachstum, aber auch das Anlegervertrauen und die Lebensumstände der Bürger.

Der Sanierungskurs wurde trotz tiefer Rezessionen durchgehalten

Am deutlichsten zeigt sich der Erfolg des Sparkurses der Regierungen im **Staatsverbrauch,** dem größten Ausgabeposten des Staates. Dieser Bereich, der vor allem Löhne und Sozialversicherungen umfasst, wurde in allen genannten Ländern gekürzt. Die geringsten Einsparungen wurden mit vier Prozent in Italien, die größten mit über 22 Prozent in Griechenland umgesetzt (jeweils seit Ende 2010). Spanien und Portugal nehmen mit Einschnitten von acht bzw. zehn Prozent eine Mittelstellung ein. Ähnliches gilt für Irland, das bereits zwei Jahre vorher mit dem Sanierungskurs begonnen hatte.

Austerität in Südeuropa: Staatsverbrauch wurde stark gekürzt



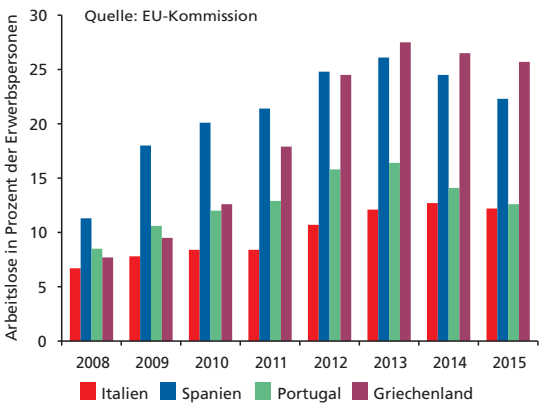
Dadurch bedingt ging die **Neuverschuldung,** der zweite wichtige Sparindikator, deutlich zurück. Hatte die Neuverschuldung bzw. das Defizit im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung (BIP) in Spanien 2010 noch bei zehn Prozent gelegen, so wird sie für das kommende Jahr auf etwas über vier Prozent geschätzt. Noch deutlicher fiel der Rückgang in Griechenland aus. In Portugal und Italien war die finanzielle Ausgangslage besser. Dafür liegt das Defizit in beiden Ländern ebenso wie in Irland mittlerweile unterhalb der Schwelle des Stabilitäts- und Wachstumspakts von drei Prozent des BIP.

Schließlich konnte der Anstieg der **Staatsschulden** trotz schrumpfender Wirtschaftsleistung in allen fünf genannten Ländern zum Stillstand gebracht werden. Die Sanierungsanstrengungen in Südeuropa sind in zweifacher Hinsicht besonders positiv zu bewerten. Zum einen im Vergleich zu Ländern außerhalb des Euroraums wie den USA, Japan und Großbritannien, deren Staatsverschuldung mittlerweile auf den höchsten Stand seit dem zweiten Weltkrieg gestiegen ist. Zum anderen wurde der Sanierungskurs in Südeuropa trotz tiefer Rezessionen durchgehalten, was letztlich die politische Glaubwürdigkeit erhöht. Denn bei einem massiven Rückgang des BIP – um sechs Prozent in Italien, Spanien und Portugal und um 25 Prozent in Griechenland seit 2008 – mussten die Regierungen sowohl steigende Staatsausgaben für Arbeitslosenversicherung als auch rückläufige Steuereinnahmen auffangen.

Schmerzhafte Entwicklungen für die Bevölkerung

Mit welchen Einschnitten der Sanierungskurs allein bisher verbunden war, zeigt sich vor allem in den Arbeitslosenquoten – mit entsprechenden Folgen für die Wahlergebnisse. So nahm die Arbeitslosigkeit in den letzten fünf Jahren in Spanien, Italien und Portugal um die Hälfte zu. In Griechenland verdoppelte sich die Arbeitslosenquote sogar auf 25 Prozent. Die Jugendarbeitslosigkeit liegt in Griechenland und Spanien bei über 50 Prozent.

Folgen der Austerität: stark gestiegene Arbeitslosigkeit



Aber auch andere soziale Indikatoren zeigen die zunehmende Not der Bevölkerung, die zum Teil auf den Sparkurs zurückgeführt wird, wie eine Studie im Auftrag des europäischen Observatoriums für Gesundheitspolitik zeigt. In Griechenland hat sich beispielsweise die Säuglingssterblichkeit seit 2008 um 43 Prozent erhöht, da sich viele Schwangere angesichts der Kürzung der öffentlichen Gesundheitsausgaben eine Geburt in der Klinik nicht mehr leisten können. Auch für Spanien wird festgestellt, dass bei behandelbaren Krankheiten wie Leberzirrhose oder HIV die Zahl der Opfer in den letzten Jahren im Zuge der Kürzung öffentlicher Ausgaben gestiegen ist.

Daneben dürfte sich die Wohnungssituation in Griechenland weiter verschlimmern: Nach einem von der EU auferlegten Gesetz dürfen nun im Falle einer Überschuldung Häuser von Gläubigern verwertet werden. Die dramatische Verschlechterung der Lebenssituation hat in Griechenland zur Neugestaltung der Parteienlandschaft beigetragen, in der die Linkspartei Syriza zur dominierenden Kraft wurde. In Portugal verlor die bis dato regierende Partei der Sozialdemokraten ihre Mehrheit an eine Linkskoalition.

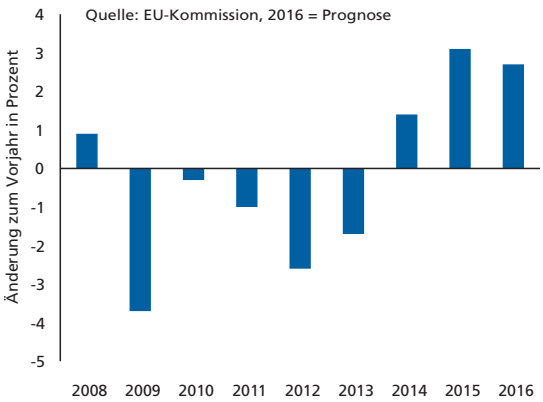
Veränderung der politischen Landschaft

Auch in Spanien hat sich die Parteienlandschaft gewandelt. Aber anders als in Griechenland stößt die Philosophie des Sparens bei der italienischen und spanischen Bevölkerung auf mehr Verständnis.

Die Philosophie des Sparens stößt bei der italienischen und spanischen Bevölkerung auf mehr Verständnis

Die bisher regierende (konservative) Volkspartei verzeichnete deutliche Stimmenverluste, während die Anti-Austeritäts-Partei Podemos auf Anhieb über 20 Prozent der Stimmen auf sich vereinigen konnte. Stärkste politische Kraft bleibt dennoch die Volkspartei. Sie könnte entweder mit den Sozialisten oder mit der wirtschaftsliberalen Partei der Staatsbürger „Ciudadanos“ eine Koalition bilden. Ähnlich stellt sich die Lage in Italien dar. Hier konnten sich die linksliberalen Demokraten in den Wahlen

BIP-Wachstum zurück: Spanien erholt sich von austeritätsbedingter Rezession



Anfang 2013 durchsetzen. Der amtierende reformbereite Premierminister Matteo Renzi konnte trotz schmerzhafter Einschnitte durch die Arbeitsmarktreform Regionalwahlen für sich entscheiden.

Gerade die Sachlage der größeren Länder Spanien und Italien zeigt, dass auch mit einem Austeritätsprogramm politische Mehrheiten gewonnen werden können. Dies mag zum einen an der mangelnden Durchschlagskraft einer politischen und ökonomischen Alternative liegen. Zum anderen war der Sparkurs von Italien und Spanien, die sich nicht – oder im Fall von Spanien nicht direkt – unter dem „Rettungsschirm" des EFSF befanden, weniger einschneidend als in Griechenland und Portugal.

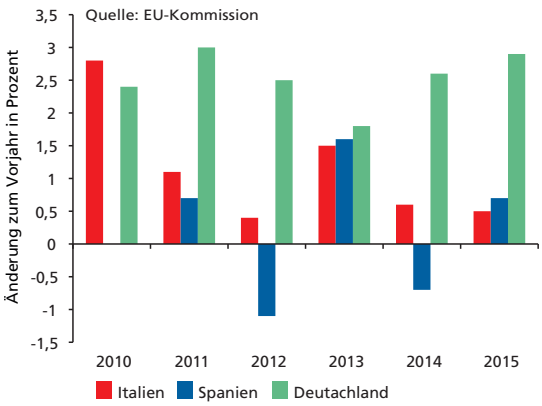
Die spar- und reformbereiten Regierungen sehen die Zeit für sich arbeiten

Am bedeutendsten ist aber offensichtlich die Tatsache, dass die Regierungen ihren wirtschaftlichen Kurs mit Überzeugung vertreten und vermitteln konnten. Die spar- und reformbereiten Regierungen haben wichtige ökonomische Argumente auf ihrer Seite oder sehen die Zeit für sich arbeiten. So erklärte z. B. Matteo Renzi medienwirksam die Rezession für überwunden.

Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und des Wachstums

Parallel zu den staatlichen Sparmaßnahmen kam es im privaten Sektor zu einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Zum einen zeigte sich dies in einer anhaltenden Lohnzurückhaltung: In Italien sind die Löhne pro Erwerbstätigem seit 2011 um durchschnittlich 0,7 Prozent pro Jahr gestiegen, in Spanien stagnierten sie sogar.

Entwicklung der Pro-Kopf-Löhne: Südeuropa gewinnt Wettbewerbsfähigkeit zurück



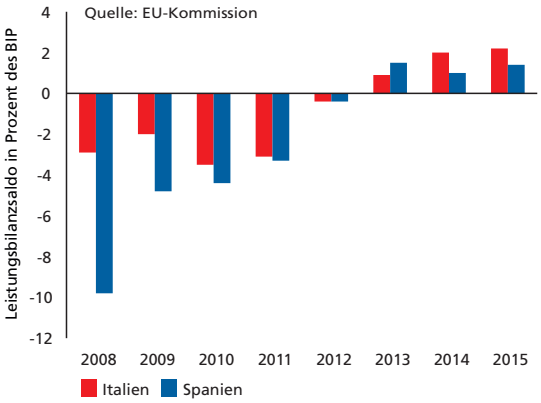
Dadurch konnten diese Länder, ähnlich wie Portugal und Griechenland, einen Teil der Wettbewerbsfähigkeit zurückgewinnen, die sie bis zur Eurokrise verloren hatten. Ein Maßstab hierfür sind z. B. die Lohnstückkosten. Diese sagen aus, wie viel Lohn in einem Gut oder einer Dienstleistung steckt. Je höher die Lohnstückkosten, desto teurer das Gut (ohne Berücksichtigung anderer Faktoren).

In Deutschland sind die Lohnstückkosten seit 2010 insgesamt um fast zehn Prozent gestiegen, in Italien dagegen nur um insgesamt 5,5 Prozent. In Spanien ist sogar ein Rückgang um 4,5 Prozent zu verzeichnen. Spanien hat somit allein in den letzten fünf Jahren gegenüber Deutschland mehr als die Hälfte der Wettbewerbsfähigkeit zurückgewonnen, die es seit Beginn der Währungsunion verloren hatte.

Die gestiegene Wettbewerbsfähigkeit zeigt sich inzwischen auch im Saldo der Leistungsbilanz, die den Waren- und Leistungsverkehr mit dem Ausland abbildet. In Italien wurde aus einem Fehlbetrag von über zwei Prozent des BIP ein gleich hoher Überschuss. Noch eindrucksvoller fiel die Verbesserung in Spanien aus, wo sich das Leistungsbilanzsaldo von einem Defizit von acht Prozent im Jahr 2008 in einen Überschuss von einem Prozent im Jahr 2014 verwandelte. Spanien und Italien exportieren mittlerweile also mehr als sie importieren. Diese Exportüberschüsse verbessern neben der Leistungsbilanz natürlich auch die Einnahmen der Unternehmen und ermöglichen damit einen Abbau ihrer in der Vergangenheit angehäuften Schulden. Besonders bemerkenswert ist, dass in allen

Ländern nicht schwache Importe, sondern starke Exporte die Triebfeder für die verbesserte Bilanz waren. Die Verbesserung betrifft auch Portugal und Griechenland, die in diesem Jahr einen annähernd ausgeglichenen Saldo im Warenverkehr aufweisen werden.

Südeuropäer kehren zu Überschüssen im Außenhandel zurück



Die gestiegene Exportnachfrage schlägt sich mittlerweile auch im Wirtschaftswachstum nieder. Besonders deutlich wird dies in Spanien, das sich 2014 aus der langen Rezession befreien konnte und 2015 ein Wachstum von etwa drei Prozent aufweisen wird. Auch Italien und Portugal sind inzwischen aus der Rezession gekommen und werden ab 2016 konjunkturell Anschluss an den Rest des Euroraums gewinnen.

FAZIT:

Nach fünf Jahren sind mehrere Ziele der Austeritätspolitik in der Euroraum-Peripherie erreicht worden. Vor allem bei der Sanierung der öffentlichen Finanzen und der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit wurden deutliche Fortschritte erzielt. Abgesehen von Irland haben die betreffenden Länder allerdings weitere Sanierungsschritte zu gehen. Hierbei sind zwei alternative Entwicklungen denkbar:

Im wirtschaftlich günstigen Fall werden die Staaten weitere institutionelle Reformen umsetzen. Die Marktkräfte müssen durch Deregulierung und Liberalisierung weiter gestärkt werden. Dies würde die bisherigen Erfolge und damit auch den Anschluss an die Kernländer sicherstellen, allerdings der Bevölkerung noch etwas Durchhaltevermögen abverlangen.

Im günstigen Fall werden die Staaten weitere Reformen durchsetzen

Im ungünstigen Fall werden Reformen nur noch halbherzig oder gar nicht mehr umgesetzt. Damit verbunden wäre ein erneuter Verlust an Wettbewerbsfähigkeit, was entweder dauerhafte finanzielle Hilfe seitens der Kernländer oder ein Ausscheiden aus dem Euroraum erforderlich machen würde.

Ein abschließendes Urteil wird sich erst in einigen Jahren fällen lassen. Derzeit scheint sich vor allem Spanien für die erste Option zu entscheiden. In Italien wurden zwar wichtige Reformen wie die Deregulierung des Arbeitsmarktes angestoßen, doch in puncto Liberalisierung und Privatisierung sind noch weitere Maßnahmen erforderlich, um den Anschluss an die restlichen Euroländer herzustellen. Ähnliches gilt für Portugal. In Griechenland scheint hingegen derzeit eher Aussicht auf die zweite Option zu bestehen.

Die qualitative Fondsanalyse – mehr als historische Zahlen und Rankings!

Maximilian Kreitlmeier, Analyst, DR. HELLERICH & CO

Als Anleger ist Ihnen der Satz „Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse" sicherlich schon mehrfach untergekommen. So nüchtern dieser Hinweis auch klingen mag, so wichtig ist er für sämtliche Anlageentscheidungen. Diese sollten nämlich nie alleine anhand von Zahlen und Fakten aus der Vergangenheit getroffen werden. Man erhält zwar einen guten ersten Überblick, es ist aber mindestens genauso wichtig, zwischen den Zeilen zu lesen und die auf den ersten Blick nicht sichtbaren Informationen qualitativ zu beurteilen.

Wir wollen daher im dritten Teil unserer Fortsetzungsreihe zur HELLERICH-Fondsanalyse Einblick in den Bereich der Analyse geben, der nicht auf Zahlenreihen und mathematischen Gesetzmäßigkeiten beruht. Bei der qualitativen Fondsanalyse kommt es im Gegensatz zu der im Halbjahresbericht 2015 vorgestellten quantitativen Analyse sehr stark auf Kriterien an, die sich nicht so einfach messen und berechnen lassen. In Gesprächen mit Fondsmanagern prüfen wir die Hintergründe der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse und bewerten anschließend, ob sich diese wiederholen lassen.

Interessensgleichheit von Anleger und Fondsmanager ist entscheidend

Natürlich sind Zahlen und Kennziffern beim Investieren unverzichtbar. Diese bilden die Basis und müssen unbedingt bei der Analyse berücksichtigt werden. Es gibt aber Sachverhalte, die nur in einem persönlichen Gespräch mit dem jeweiligen Fondsmanager ans Licht kommen. Datenbankrecherche und Berechnungen reichen hier nicht aus.

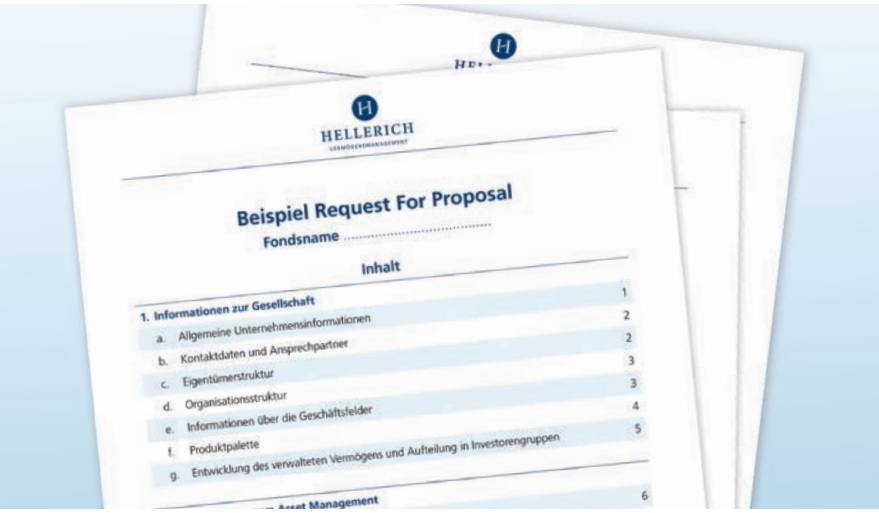
Von entscheidender Bedeutung bei der qualitativen Analyse ist es herauszufinden, ob zwischen Anleger und Fondsmanager Interessensgleichheit besteht. Nur wenn

beide Seiten dasselbe Ziel haben, ist ein langjähriger Investmenterfolg möglich. Doch wie lässt sich die Interessensgleichheit messen und beurteilen? Eine Möglichkeit ist zum Beispiel, im persönlichen Gespräch mit dem Fondsmanager nach dessen Bezahlung zu fragen. Dabei geht es uns nicht um die Höhe seines Gehalts. Für uns ist seine Zusammensetzung viel aussagekräftiger. Wie ist das Verhältnis zwischen fixer und variabler Vergütung? An welchen Kriterien bemisst sich der Bonus? Wir sehen es gerne, wenn sich der variable Anteil nicht nur am Anlageerfolg eines Kalenderjahres misst, sondern beispielsweise über einen Dreijahreszeitraum berechnet wird. Dadurch kann das Risiko reduziert werden, dass ein Fondsmanager kurz vor Jahresende höhere Risiken eingeht, nur um seinen Bonus zu sichern bzw. diesen bei Erfolg seiner Handlung zu erhöhen. Eine längerfristige Berechnungsweise reduziert diese Gefahr, da kurzfristige Entwicklungen weniger Einfluss auf den Gesamtzeitraum haben.

Interessant ist auch die Frage, ob ein Fondsmanager mit seinem Privatvermögen in den Fonds investiert. Sprich: Isst der Koch auch sein eigenes Essen? Fondsanleger in den USA haben es in diesem Punkt einfacher als Investoren hierzulande. Die US-Börsenaufsicht SEC verpflichtet Fondsmanager, ihre Privatinvestitionen in den von ihnen verwalteten Fonds in vorgegebenen Bandbreiten offenzulegen. Auch wenn die genaue Höhe der Privatinvestitionen daraus nicht ersichtlich wird, erhält man doch einen guten Eindruck vom Überzeugungsgrad des Managers. Fragen Sie doch mal einen Manager des neuesten Trendfonds nach seinen Privatinvestitionen. Wetten, der Anteil hält sich in Grenzen?

Beim Investieren spielen Vertrauen und Disziplin eine wichtige Rolle. Daher prüfen wir im persönlichen Gespräch stets, ob ein Fondsmanager auch das umsetzt, was die Fondsbeschreibung verspricht bzw. der Fonds suggeriert. Gelegentlich werden einem Fonds in diversen Hochglanzprospekten und anderen Marketingunterlagen Eigenschaften zugesprochen, die sich bei genauerem Hinsehen als schlicht übertrieben darstellen. Man denke nur an den seit einigen Jahren bestehenden Hype um die sogenannten Multi-Asset-Fonds. Sehr oft handelt es sich dabei um nicht mehr als altbekannte und bewährte Mischfondskonzepte. Um nicht in die Werbefalle zu tappen, hilft ein Blick in das vollständige Fondsportfolio und ein umfangreicher Fragebogen – im Fachjargon „Request For Proposal" oder kurz RFP genannt – weiter.

Die Zusammensetzung der Fondsmanagergehälter ist wichtiger als deren Höhe



Mit Vertrauen ist aber nicht nur die Produktwahrheit und Produktklarheit gemeint. Die Persönlichkeit eines Fondsmanagers und dessen Erfahrung spielen eine wesentliche Rolle im Entscheidungsprozess. Solange die Märkte steigen, ist meist alles in Ordnung. Doch wie verhält sich ein Fondsmanager, wenn die Börse gegen ihn läuft oder seine Strategie im aktuellen Marktumfeld nicht aufgeht? Werden hektische Anpassungen vorgenommen oder wird diszipliniert an einem erprobten Prozess festgehalten? Wir wollen einschätzen können, wie die jeweiligen Manager ticken und agieren. Mit der Auswertung von Zahlen kommen Sie hier nicht weiter.

Hält der Fondsmanager auch in schwierigen Zeiten an seiner Strategie fest?

Häufige Teamwechsel bei den Gesellschaften sind für Anleger unbefriedigend

Sehr wichtig ist auch, die Personalpolitik einer Fondsgesellschaft zu beurteilen. In vielen, meist sehr großen Unternehmen herrscht ein reger Wechsel im Investmentteam. Die Teams bestehen klassischerweise aus Analysten und Portfoliomanagern. Die Analysten sind häufig ein bis zwei Jahre für einen Bereich wie zum Beispiel Industriewerte zuständig, wechseln dann aber intern in einen anderen Sektor wie Finanz- oder Pharmaunternehmen. So sollen sie Erfahrung sammeln, um in einigen Jahren die Rolle eines Portfoliomanagers zu übernehmen. Dies verschafft ihnen zwar einen guten Überblick, hat aber meist viele Wechsel im Fondsteam zur Folge. Für Anleger ist das ärgerlich, da bei einem Fondsmanagerwechsel die getroffene Investmententscheidung erneut überdacht und beurteilt werden muss.

Im persönlichen Gespräch werden die Details diskutiert

Die Produktpalette und Produktpolitik liefern interessante Erkenntnisse

Daneben kann auch die Produktpalette einer Fondsgesellschaft aufschlussreiche Informationen liefern. Ist diese sehr umfangreich und deckt nahezu jedes vorstellbare Investmentthema ab? Hier ist Vorsicht geboten. Nicht jeder kann auf allen Gebieten überdurchschnittlich gut sein. Uns sind in der Regel spezialisierte Unternehmen lieber, die sich auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren. Diese sogenannten Investmentboutiquen sind meist von überschaubarer Größe und vollständig oder zumindest überwiegend im Besitz der Mitarbeiter. Die Zukunft der handelnden Personen hängt maßgeblich vom Investmenterfolg ab. Bei sehr großen und oft bankeigenen Fondsgesellschaften werden die Produkte ins Schaufenster gestellt, die derzeit gerade von Erfolg gekrönt sind. Über die Verlustbringer wird – bis sich die Ergebnisse wieder erholt haben – vornehm geschwiegen. Man hat ja für alle Eventualitäten den entsprechenden Fonds auf Lager.

Um mehr über die Philosophie einer Fondsgesellschaft zu erfahren, lohnt es sich auch, die Neuauflagen und die Schließungen von Fonds im Auge zu behalten. Wird passend zu jeder „heißen Investmentstory" – wie erneuerbare Energien Mitte der 2000er-Jahre oder der aktuelle Trend hin zu sogenannten „smarten" Fonds – ein eigenes Produkt aufgelegt? Hat die Marketingabteilung mehr Einfluss auf die Produktentwicklung als die Asset-Management-Abteilung? Bei

so mancher Gesellschaft drängt sich diese Annahme unweigerlich auf. Oftmals kommt es nach einigen Jahren und diversen Enttäuschungen auf Anlegerseite zu Fondsschließungen oder Zusammenlegungen mit anderen Produkten des Hauses, was für Investoren stets unbefriedigend ist. Man hat sich ja schließlich bei Kauf für den entsprechenden Fonds entschieden.

Rein aus den Zahlen wird auch nicht ersichtlich, wer welchen Anteil an einem Fonds hält. Zwar lassen sich das Fondsvolumen und die Entwicklung der Mittelzu- und Mittelabflüsse gut quantitativ auswerten, doch nicht zu vernachlässigen ist auch, wer wie stark in den für interessant empfundenen Fonds investiert ist. Diese Frage können Sie wiederum nur im persönlichen Gespräch klären. Sie werden zwar (meist) keine Namen der Investoren erfahren, es ist jedoch hilfreich zu wissen, ob sich das Fondsvolumen auf viele kleinere Parteien oder auf zwei, drei große Anteilseigner verteilt. Müssen diese verkaufen, kann das schnell die Zukunft des Fonds gefährden bzw. zu einem Rückgang des Fondspreises führen. Besonders gefährlich ist es, wenn Dachfonds einen hohen Anteil eines Fonds halten. Dachfondsmanager können sich auch sehr schnell wieder von einem Fonds abwenden oder sind wegen Mittelrückgaben zu Verkäufen gezwungen. Für Privatanleger ist es kaum möglich, dies im Auge zu behalten.

Die Investorenstruktur muss genau analysiert werden

FAZIT:

Ohne Zahlen und quantitative Auswertungen geht es in der Analyse nicht. Anleger müssen aber mehr berücksichtigen als die historischen Ergebnisse eines Investments. Die Geschichte wiederholt sich zwar bekanntlich, jedoch oft nicht in der erwarteten Art und Weise. Wichtige Sachverhalte lassen sich nicht immer in Kennzahlen und systematischen Auswertungen ausdrücken. Um einen möglichst umfassenden Blick auf einen Investmentfonds zu erhalten, müssen weiche Kriterien mit ins Kalkül einbezogen werden. Deshalb sprechen wir mit den Fondsmanagern und investieren viel Zeit in die Beurteilung der Gespräche. Die Interpretation ihrer Aussagen rundet die Analyse ab und fördert Zusammenhänge zutage, die bei der reinen Betrachtung der Zahlen im Dunkeln bleiben.

VIB Vermögen AG: Ein Erfolgsmodell der besonderen Art

Gut 20 Jahre ist es her, da standen für Neuburg an der Donau plötzlich 400 Arbeitsplätze auf dem Spiel. Dank der Findigkeit und der Weitsicht eines Volksbankvorstands konnten nicht nur diese Arbeitsplätze gesichert, sondern in der Folge gleich noch eine lukrative Geschäftsidee umgesetzt werden. Letztendlich entstand daraus ein neues florierendes Unternehmen – die VIB Vermögen AG. Diese Entwicklung nahmen wir zum Anlass, um mit dem Vorstand ein Interview zu führen.

Ludwig Schlosser, Vorstand VIB Vermögen

Sehr geehrter Herr Schlosser, Sie haben in den 1990er-Jahren die VIB Vermögen gegründet. Wie kam es dazu?

Ludwig Schlosser: Anfang 1993 erhielt ich als Vorstand der Neuburger Volksbank die Information, dass der Autositzhersteller RHW, die heutige Faurecia, seinen Standort in Neuburg schließen und andernorts ein größeres Werk bauen wollte. Die Folge wäre der Verlust von ca. 400 Arbeitsplätzen vor Ort gewesen. Um das zu verhindern, habe ich Mitstreiter für ein passendes Immobilienangebot an das Unternehmen gesucht und örtliche Investoren mobilisiert. Wir haben unter dem Dach einer Objektgesellschaft ein Grundstück gekauft, einen entsprechenden Mietvertrag mit RHW abgeschlossen und das Werk innerhalb eines Jahres hochgezogen. So konnten die Arbeitsplätze in Neuburg erhalten bleiben und im Laufe der Zeit noch deutlich ausgebaut werden. Die Objektgesellschaft war sozusagen die Keimzelle der heutigen VIB Vermögen AG.

Herr Schlosser, Sie waren Vorstand der Volksbank Neuburg/Donau. Warum kehrten Sie mit einer solch angesehenen Position der Bank den Rücken?

Ludwig Schlosser: Das kam nicht von jetzt auf gleich. Die VIB entwickelte sich recht erfolgreich weiter und so kam mit den Jahren die Idee, diese als Aktiengesellschaft an die Börse zu bringen. Für einen

Steckbrief VIB Vermögen
Substanzstarke Immobiliengesellschaft mit Investitionsfokus auf dem wirtschaftsstarken Süddeutschland
Breit diversifiziertes Portfolio aus 103 Objekten mit 1,0 Mio. m² vermietbarer Fläche, **geringer Leerstandsquote (2,3 %) und überdurchschnittlicher Rendite (7,25 %)**
Nachhaltiges Wachstum und hohe Profitabilität: durchschnittliches Umsatzwachstum pro Jahr von 8,7 % seit 2010, EBT-Marge seit 2010 von 33 % auf 44 % gestiegen (ohne Bewertungseffekte)
Solide Finanzierungsstruktur: Eigenkapitalquote von 39,6 % und LTV von 54,1 %
Langfristiger Finanzierungsansatz: Fokus auf Annuitätendarlehen (durchschnittlicher Zinssatz von derzeit 3,72 %)
Starker Cashflow: nachhaltig steigender FFO ermöglicht neue Investments und eine attraktive Dividendenpolitik (Dividende pro Aktie seit 2010 um 60 % gestiegen)
Erfahrenes Management-Team mit starkem Netzwerk und über 20-jähriger Erfolgsgeschichte

Immobilienbestandshalter bedeutet dies, mehrere Themen gleichzeitig nach vorne bringen zu müssen. Erstens sind entsprechende Objekte für den Bestand zu akquirieren und zweitens die Voraussetzungen für einen Börsengang zu schaffen, um diesen anschließend vorzubereiten und auch durchzuführen. Dies erfordert den vollen Einsatz des Vorstandes.

Der Börsengang war für mich nach 17-jähriger Tätigkeit als genossenschaftlicher Bankvorstand nochmals eine besondere Herausforderung, der ich mich gerne stellen wollte. Das IPO wurde dann im Jahr 2005 sehr erfolgreich durchgeführt. Aus dieser anfänglich kleinen Firma ist mittlerweile ein Immobilienunternehmen mit einem Vermögen von rund einer Milliarde Euro geworden.

Was ist das spezielle Geschäftsmodell der VIB Vermögen AG und worin unterscheiden Sie sich von Wettbewerbern?

Ludwig Schlosser: Die Frage könnte man auch so stellen: Wie kam und kommt die VIB zu ihren Immobilien? VIB entwickelte von Anfang an für den eigenen Bestand Gewerbeimmobilien speziell aus dem Sektor Logistik, die zur langfristigen Vermietung bestimmt waren. Diese Strategie wurde ausgebaut und gerade mit einer Investition in eine Logistikimmobilie im Interpark (bei Ingolstadt) mit einer Gebäudenutzfläche von 55.000 m² erneut überzeugend umgesetzt. Daneben prüfen wir auch ständig Angebote von Bestandsimmobilien und investieren sehr gerne in entsprechende Objekte. Unser grundsätzlicher Ansatz besteht darin, diese Immobilien langfristig im Bestand zu halten, professionell zu verwalten und zu erhalten, um nachhaltig gute Mieterträge zu generieren. Wir investieren im Süden Deutschlands in Gewerbeimmobilien aus den Bereichen Logistik, Handel und Büros. Dabei liegt der Bereich Logistik mit einem Anteil von 60 Prozent an der Spitze, Handelsimmobilien nehmen etwa 33 Prozent ein. Von Bedeutung ist dabei auch, dass wir unsere Liegenschaften selbst verwalten und daher mit einer sehr schlanken Kostenquote arbeiten können.

Die überwiegende Mehrheit Ihrer Objekte ist also dem Bereich Logistik zuzuordnen. Warum ist das so?

Immobilien-Kennzahlen	
Vermietbare Fläche	**1.004.200 m²**
Annualisierte Mieterlöse	**67,7 Mio. EUR**
Leerstandsquote	**2,3 %**
Anzahl der Objekte	**103**

Stand: September 2015

Ludwig Schlosser: Richtig, rund 60 Prozent unserer Flächen sind aus der Logistik. Dieser Bereich wächst auf Branchenebene seit 2011 durchschnittlich um 1,9 Prozent (CAGR). Absolut betrug die Wirtschaftsleistung im abgelaufenen Jahr 2015 rund 240 Milliarden Euro. Dabei ist Logistik nicht gleich Logistik. Zu unterscheiden sind vor allem die Bereiche Lagerhaltung und Hallenflächen für Lager- und Produktionszwecke (verlängerte Werkbank). Die übergreifenden Trends sind allerdings unverkennbar und machen die Logistik zu einer nach wie vor sehr attraktiven und interessanten Investitionsbranche. Positiv zu bewerten sind nicht nur die zunehmende Warendistribution an den großen Verkehrsachsen oder der viel zitierte „E-Commerce", dessen Ware ja irgendwo gelagert und verteilt werden muss, sondern vor allem auch die zunehmende Kleinteiligkeit der Wirtschaft. Man denke nur an die immer komplizierteren Teile in einem Automobil wie z. B. Speed-Control-Systeme. Die vielen einzelnen Komponenten und entsprechenden Ersatzteile müssen auch irgendwo vorgehalten werden und dafür sind entsprechende Flächen nötig.

Was sind die Besonderheiten bei Logistikobjekten?

Ludwig Schlosser: Moderne Logistikimmobilien haben bei der heutigen Bauweise eine sehr lange Lebensdauer, während ihr Instandhaltungsbedarf im Vergleich zu anderen Immobilientypen relativ gering ist. Ein wichtiges Auswahlkriterium sind bei diesen Investitionen insbesondere die Verkehrsanbindung, aber auch die Drittverwendungsfähigkeit. Die Renditen liegen in diesem Segment im Durchschnitt höher und die Verwaltung ist vergleichsweise unkompliziert. All das macht Logistikimmobilien sehr attraktiv.

Frage: Wie ist die aktuelle Lage im Gewerbeimmobilienbereich; welche Trends sind erkennbar?

Ludwig Schlosser: Die Flächennachfrage sowohl im Bereich Handel als auch Logistik ist nach wie vor groß. Dies gilt vor allem in den wachsenden Metropolregionen. Auf der anderen Seite wird es immer schwieriger, an entsprechende Grundstücke mit Baurecht zu kommen. Die mangelnde Verfügbarkeit entsprechender Grundstücksflächen führt zu einem Engpass in der Gewerbeimmobilienentwicklung. Wir sind davon überzeugt, dass dieser Engpass in den nächsten Jahren weiter bestehen wird.

Gibt es in diesem Segment auch bereits

Marktübertreibungen, die bei Wohnimmobilien ja schon Thema sind?

Ludwig Schlosser: Die Nachfrage nach guten und vermieteten Gewerbeimmobilien nimmt – speziell vor dem Hintergrund mangelnder Anlagealternativen – weiter zu. Das Segment findet daher immer stärker Berücksichtigung in der Asset-Allokation institutioneller Anleger. Hier sehen wir bereits Marktübertreibungen und sehr hohe Preise im Vergleich zu den jährlichen Nettomieteinnahmen (d. h. hohe Ankaufsfaktoren). Wie lange dieser Trend anhalten wird, ist heute noch nicht absehbar.

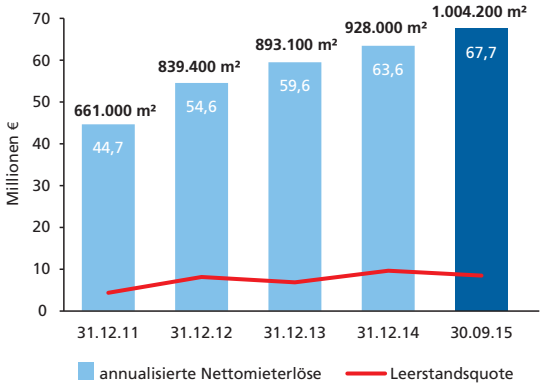
Herr Schlosser, Ihr Unternehmen entwickelt sich sehr erfolgreich. Worauf begründet sich diese sehr positive Entwicklung?

Ludwig Schlosser: VIB achtet sehr stark auf nachhaltige, langfristig werthaltige Immobilieninvestitionen. Durch unsere unternehmensinterne Immobilienverwaltung, deren Fokus stark auf einem kundenbezogenen Mietmanagement liegt, konnten wir in all den Jahren eine sehr geringe Leerstandsquote realisieren. Das ermöglichte uns nachhaltig planbare Erträge.

Wir haben auch festgestellt, dass unser solider Finanzierungsmix mit einem erheblichen Anteil an Annuitätendarlehen einen

VIB Mieter

Entwicklung der annualisierten Nettomieterlöse, Leerstandsquote und Mietfläche



großen Stabilitätsfaktor darstellt. Gerade in den schwierigen Jahren 2008 und 2009 war unser Leerstand sehr gering und wir hatten keinerlei Kreditverlängerungsprobleme. Unsere Aktionäre konnten sich auch in dieser Zeit an den Dividenden erfreuen. Wir mussten zu keinem Zeitpunkt seit dem IPO unsere Dividende senken – im Gegenteil, die letzten fünf Jahre stieg die Dividende jährlich an.

Apropos Dividende: Kommen die Aktionäre bei dieser erfolgreichen Unternehmensentwicklung mit einer Dividendenausschüttung von rund drei Prozent nicht etwas zu kurz?

Ludwig Schlosser: Wir haben in den Jahren 2013 und 2014 mehr als 42 Prozent unseres operativen Ergebnisses (Funds from Operations) als Dividende ausgeschüttet. Wir meinen, das ist ein sehr hoher Wert. Der nicht ausgeschüttete Teil trägt zur Werterhöhung bei und stärkt die künftige Investitionsfähigkeit.

Herr Schlosser, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellte Franz Haugg,
DR. HELLERICH & CO

Interview mit Dr. Peter Hellerich, anlässlich seines 80. Geburtstags

Dr. Peter Hellerich, ein Pionier der deutschen Vermögensverwalterbranche, gründete bereits 1967 eine bankenunabhängige Vermögensverwaltung. Das war in der damaligen Zeit ein absolutes Novum.

Seinen runden Geburtstag nehmen wir zum Anlass, ihn zu einem Interview zu bitten, bei dem es nicht nur um sein Berufsleben geht, sondern auch um die vielen anderen Facetten des Menschen Peter Hellerich.

Lieber Peter, nochmals von Herzen die besten Wünsche zu Deinem Geburtstag. Schön, dass Du uns die Gelegenheit gibst, mit Dir ein Interview über Deinen spannenden Lebensweg zu führen.

Peter, was waren denn die Meilensteine in Deinem bisherigen Leben?

P. H.: Zu den Meilensteinen gehörte sicherlich mein Examensabschluss an der Universität in München. In dieser Zeit habe ich den Bankier Walter Feuchtwanger getroffen, der der gleichnamigen Bank vorstand und mir sehr imponierte. Nach meinem Examen kam ich über ein Stipendium ein Jahr an die Wesleyan University nach Connecticut, USA. In einem Gespräch mit dem damaligen Manager von McKinsey USA entstand dann auch die Idee zu meiner Doktorarbeit über treuhänderische Vermögensverwaltung.

War die Promotion wichtig für Dich?

P. H.: Ja, denn diese Promotion öffnete mir später auch die Tür zu der Privatbank, bei der ich eine Zeit lang arbeitete. Außerdem war sie mithin ein Grund dafür, dass ich mich später mit meiner eigenen unabhängigen Vermögensverwaltung selbstständig machen konnte.

Nach einer gewissen Zeit bei der Privatbank stellte ich fest, dass ich mehr Freiheit brauchte und weniger in das enge Korsett einer Bank eingezwängt sein wollte. Mir war aber bald klar, dass ich das nur mit einer Selbstständigkeit erreichen konnte. So entstand relativ schnell die Idee zum Vermögensmanagement. Geld arbeiten zu lassen, schien mir eine gute Idee zu sein.

Und so startete ich schließlich mit meinem ersten Unternehmen PM Portfolio Management in die Selbstständigkeit. Ich war damit der Erste, der sich mit einer völlig unabhängigen Vermögensverwaltung in Deutschland an den Markt wagte. Später folgte noch eine Firma in Düsseldorf. Letztlich fand der Spiegel das Thema so span-

nend, dass er 1969 dazu einen Artikel mit Bild abdruckte. Das brachte uns voran.

Das war der zweite Meilenstein in meinem Leben. Dabei habe ich sehr schnell gelernt, dass die Selbstständigkeit sehr viel Disziplin von einem abverlangt. Ohne diszipliniertes Arbeiten erreichst du nichts.

Die PM Portfoliomanagement war also Dein erstes Unternehmen. Hast Du das ganz alleine gegründet?

P. H.: Ja, ich hatte für den Einstieg einen kleinen Börsenbrief aufgekauft. Dort stellte ich dann selbst meine Ideen und Analysen vor. Nach kurzer Zeit war aber klar, dass ich das nicht alles alleine machen kann.

Begonnen habe ich mit zwei Kunden und einem Anlagevermögen im zweistelligen Millionenbereich. Zunächst habe ich Leute gesucht, die meinen Börsenbrief weiter schreiben konnten. Nach einer gewissen Zeit gelang es mir, einen Finanzjournalisten vom Stern zu gewinnen. Dann konnte ich noch von Hauck Bankiers in Frankfurt den zweiten Mann der Analyseabteilung abwerben. Später habe ich noch den Leiter Research von Trinkaus in Düsseldorf von meiner Sache überzeugen können – ein Analyst, wie er im Buche steht. Der zog sich in sein Zimmer zurück und konnte dort tage- und wochenlang über seinen Ideen brüten. Dabei hat er einige tolle Hintergründe ans Tageslicht gebracht. Mir fällt in diesem Zusammenhang die Ilseder Hütte ein. Bei dem Unternehmen ging es um eine mögliche Übernahme durch die Salzgitter AG. Der Wert hat sich in kurzer Zeit verdreifacht.

So wuchsen wir nach und nach und hatten bald über 20 Leute an Bord. Sogar der Handelschef der Thyssen Bank schloss sich uns an. Der Letzte, den wir holten, war Jens Erhardt, der mir zunächst assistierte und im Anschluss unsere Börsenbriefe abdeckte. Er hat später sehr erfolgreich eine eigene Firma gegründet.

Doch nach etwa sieben Jahren kam die Zeit, in der mir klar wurde, dass ich noch etwas anderes machen musste. Aufgrund der sechs Partner gab es in der PM oft sehr lange Meetings, die jeden Dienstag komplett ausfüllten. Die Diskussionen dabei waren häufig nicht mehr zielführend. In dieser Zeit war ich schon des Öfteren nach Indien gereist, meist im Sommer und an Weihnachten. Dort habe ich dann meine ersten Erfahrungen mit Meditation und Yoga gesammelt.

Du hattest mit der Zeit zusammen mit Partnern eine erfolgreiche Vermögensverwaltung aufgebaut, die etwa 40 Mitarbeiter beschäftigte. Hast Du diese für Yoga und Meditation verlassen?

P. H.: Nein natürlich nicht, aber es gab da in der Firma ein Schlüsselerlebnis für mich. Irgendwann in dieser Zeit kam eine Mandantin zu mir. Sie wollte sich einen Hut kaufen. Der sollte etwa 70 D-Mark kosten und sie war sich nicht sicher, ob sie sich das leisten könnte. Nun, die Kundin hatte ein Portfolio mit mehreren Millionen bei uns …

Ich sprach also mit ihr und gab ihr zu verstehen, dass es in Deutschland sehr viele Menschen gäbe, die weit weniger als sie hätten und sich über solche Anschaffungen deutlich weniger Gedanken machen würden als sie. Dieses Gespräch hallte noch lange

in mir nach und ich fragte mich, wie unterschiedlich Dinge und Sachverhalte doch von Menschen bewertet werden können.

Und diese Begegnung war für Dich so bedeutsam?

P. H.: Ja, diese Begegnung hatte in mir etwas ausgelöst. Ich fragte mich, ob ich nicht etwas Falsches gelernt hatte. Wäre es nicht besser oder interessanter gewesen, Psychologie oder menschliches Verhalten zu studieren? Und in mir wuchs wieder ein Gedanke: Jetzt gehst du erst einmal bei dir selbst auf den Grund. Wer bin ich und was mache ich? Was macht mich aus? Daraus entstand der Wunsch, mich einmal auszuklinken.

Das war in den Siebzigerjahren und in dieser Zeit hatte ich auch meine Frau auf Schloss Elmau kennengelernt, die im Rahmen eines Havard-Studiums für ein Jahr in Deutschland war. Es war also eigentlich eine sehr schöne Zeit für mich und uns als Paar. Doch ich hatte auch gesundheitliche Probleme und musste teilweise starke Mittel gegen Magenkrämpfe einnehmen. Das machte mir wirklich zu schaffen und ich probierte verschiedene Sachen aus, wobei ich letztendlich bei der Meditation gelandet bin. So kamen viele Dinge zusammen. Da mir Meditation half, wollte ich schließlich mehr darüber erfahren und machte mich auf zur Wiege der Yoga-Meditation nach Indien.

Erst dort wurde der Gedanke geboren, mich wirklich von meiner Firma zu verabschieden. Von Indien aus schrieb ich meinen inzwischen sechs Partnern, dass ich zwar zurückkommen, aber das Unternehmen später verlassen würde.

Du bist dann nach Indien gegangen und dort auf eine völlig andere Welt gestoßen. Das war aber nicht nur eine Zeit der inneren Einkehr, Du hast Dich dort auch stark engagiert.

Bei einem meiner Indien-Aufenthalte habe ich im Ramana Ashram, einem Meditationszentrum in Südindien, Dr. Hugo Maier kennengelernt, der dort gearbeitet und gelehrt hatte. Dieser Arzt hatte sein Leben den Armen in der Region gewidmet. Das war ein großartiger Mensch mit einer ausgeprägten Spiritualität, der mich dort viel gelehrt hatte.

Indien war zu der Zeit noch weit entfernt von dem, was das Land heute ausmacht. In diesem Hinterland gab es noch 80 Prozent Analphabeten und Menschen, die in unvorstellbaren Zuständen und bitterer Armut leben mussten. Ich konnte mich dem nicht entziehen und mir war klar, dass dort etwas getan werden muss. Parallel zu meiner Ausbildung zum Yogalehrer habe ich dann zusammen mit Dr. Maier und zwei weiteren Partnern den Shanthimalai Trust gegründet. Diese Organisation kümmert sich seither in der Region Tiruvannamalai um die Ärmsten der Armen.

Neben der kostenlosen medizinischen Versorgung, die Dr. Maier zunächst selbst zur Verfügung stellte, begannen wir zuerst mit dem Aufbau von Abendschulen. Daneben war unser Anliegen, den Menschen berufliche Fertigkeiten, z. B. das Nähen

und Schneidern, zu vermitteln, wofür wir Ausbildungsstätten einrichteten. Eines der drängendsten Probleme waren jedoch die hygienischen Verhältnisse in den Dörfern. Deshalb haben wir in 40 Dörfern über Village-Helfer Hygienegrundsätze gelehrt, um mit verbessertem Wissen die damals verbreiteten Hauptkrankheiten zu bekämpfen. Hilfe zur Selbsthilfe – das war unser Prinzip.

Zusammen mit NGOs (nicht staatlichen Organisationen) und unserer eigenen Einrichtung konnten wir sehr viele Helfer einsetzen und bis zu 1.000 Mitarbeiter beschäftigen. Dabei hatten wir ein Budget von drei Millionen D-Mark pro Jahr mobilisiert. Unterstützt wurden wir zum Beispiel auch von der Caritas, der Kübel Stiftung in Deutschland und terre des hommes. Für terre des hommes haben wir mehrere Dörfer aufgebaut und an die Einrichtung übergeben. Auch eine Tagesklinik, die bis zu 300 Patienten täglich behandeln konnte, hatten wir errichtet. Dieses Engagement hat mich, wie Du Dir sicherlich vorstellen kannst, sehr eingenommen. Da war es überaus wichtig, sich von den berührenden und schlimmen Eindrücken, die man dort den ganzen Tag über aufgenommen hatte, wieder zu befreien. Von ausschlaggebender Bedeutung waren dabei innere Einkehr und Entspannungsphasen mit Meditation und Yoga.

Das war sicher eine sehr lehrreiche Zeit. Du hast Dich auch zum Yogalehrer ausbilden lassen?

P. H.: Ja, ich war in Madras bei einem der bekanntesten Lehrer dort Anfang der 1970er-Jahre. Danach habe ich lange Zeit regelmäßig Yoga gemacht. Einige Freunde habe ich auch in Yoga eingeweiht, aber offiziell gelehrt habe ich es nicht. Während der Zeit hatte ich mich u. a. mit kreativer Intelligenz befasst, auch mit Methoden zur Verbesserung der Meditation oder des Yoga. Später habe ich dann über diese Themen viele Vorträge gehalten, sowohl in Indien als auch in Südostasien. Vielfach ging es dabei eben auch um das Thema, sich selbst besser zu verstehen und sich selbst kennenzulernen.

Als ich wieder in Deutschland war, richtete ich sogar mit einigen Freunden in Harlaching ein Zentrum zur Meditation ein. Das war für viele ein spiritueller Treffpunkt. Wir kamen einmal in der Woche am Kaminfeuer zusammen. Die Themenkreise, die wir dort anboten, gingen aber über Meditation hinaus. Es ging auch um New Aging, gesundes, vegetarisches Essen, Trennkost sowie um Vorträge zu bestimmten Themen, wie z. B. zu der Frage, wie Architektur mit Meditation in Verbindung kommt. Bei die-

sen Treffen hatten wir oft bis zu 50 Teilnehmer.

Nach Indien warst du ja einige Zeit in New York, warum bist Du wieder nach Deutschland zurückgekehrt?

P. H.: Ich habe etwa ein Jahr in New York gelebt und später noch in Kalifornien. Aber mir fehlte die europäische Kultur. Die Amerikaner sind effizient, was das Geschäftliche anbelangt, und ich schätze das. Im Privaten schätze ich das aber weniger. Man kann in New York kaum mit jemandem mehr als 15 Minuten reden, ohne dass das Gespräch auf das Thema Geld übergeht. Bei sehr vielen geht es nur ums Geld. Das ist in Europa noch anders.

1980 hast Du eine weitere Firma gegründet, die International Investment Congress IC. Wie kam es dazu?

P. H.: Ich war zuvor eine Zeit lang in Amerika, bei Hambrecht & Quist (H&Q) in San Francisco. Das war damals die größte Investmentbank mit Schwerpunkt Technologieunternehmen. H&Q hat die meisten Börsengänge in diesem Bereich durchgeführt. Zu der Zeit gab es in New York und in Florida bereits große Investmentforen. Das wollte ich auch nach Deutschland bringen. So habe ich hier 1980 den ersten internationalen Investment-Kongress mit 300 Teilnehmern veranstaltet.

Im Laufe der Zeit nahm das Interesse daran stark zu, sodass diese Veranstaltung auf 800 bis 900 Teilnehmer anwuchs und schließlich über drei Tage dauerte. Ich konnte dabei sehr interessante Themen besetzen. Bis zu 50 Referenten hatten sich eingetragen und teilweise liefen drei bis vier Workshops parallel. Auch für mich selbst waren die Vorträge sehr lehrreich. Ich konnte interessante Leute auf Vorstandsebene treffen und mein Netzwerk ausbauen.

Die Firma International Investment Congress IC habe ich nach einigen Jahren an die Frankfurter Messe verkauft.

Das Unternehmen mit inzwischen 24-jähriger Historie hast Du dann 1992 gegründet. Das war die Vermögensverwaltung Dr. Hellerich, die heute als DR. HELLERICH & CO GmbH firmiert.

P. H.: Ja, das ist richtig. Meine Leidenschaft für Vermögensanlagen hat mich erneut gepackt. Ich habe hier wieder sehr klein angefangen und war zunächst alleine im Büro. Nach der Erfahrung mit der PM wollte ich kein großes Büro mehr haben und die Zeit in Meetings verschwenden. Sabine Rumpf war dann die erste Mitarbeiterin, die ich eingestellt habe. Heute gehört sie zum Gesellschafterkreis. Obwohl es meine Absicht war, die Firma klein zu halten, war es wichtig, weiter zu investieren und den Research-Bereich auszubauen. Aber auch Controlling und das Backoffice waren für ein professionelles Arbeiten unerlässlich. Um das Unternehmen stabil zu halten und eine kontinuierliche Fortführung der Mandantschaft zu gewährleisten, habe ich mich nach weiteren fähigen Leuten umgesehen. Dabei konnte ich Jochen Langhammer, den damaligen Geschäftsführer der Hauck

& Aufhäuser Vermögensmanagement GmbH, als Nachfolger gewinnen, was sich bis heute als sehr glückliche Wahl herausgestellt hat. Aktuell wird die Firma von drei Geschäftsführern geleitet. Zu den zwei vorgenannten kam noch der ehemalige Leiter Fondsresearch von Hauck & Aufhäuser hinzu, der mir gerade gegenübersitzt. Es ist schön und gleichzeitig beruhigend zu sehen, dass sich das Unternehmen DR. HELLERICH & CO GmbH auch nach meinem operativen Ausscheiden sehr erfolgreich weiterentwickelt. Zum einen auf der Mitarbeiterseite, wo sehr fähige Leute gewonnen werden konnten, und zum anderen beim Zuspruch unserer Kunden.

War es nicht schwer, als Firmengründer Deine eigenen Unternehmen wieder zu verlassen?

P. H.: Das war sehr unterschiedlich: Bei der International Investment Congress IC wusste ich, dass die Frankfurter Messe sie aufgrund des Branchenwandels nicht lange kostendeckend weiter betreiben konnte.

Bei der PM hatte ich sechs Partner, somit war alles in guten Händen. Nach 15 Jahren löste sich die PM aber allmählich auf.

In Indien war ich einer von vier Gründern des Shanthimalai Trust. Nun bin ich noch als Letzter aktiv, aber das Management ist gut aufgestellt und ich muss mir keine Sorgen machen.

Bei DR. HELLERICH & CO GmbH konnte ich noch einige Jahre mit meinen Partnern zusammenarbeiten, was ich sehr schön fand. Die aktuelle Entwicklung der Firma zeigt, dass dort sehr gute Arbeit geleistet wird.

Peter, was waren bislang für Dich die wichtigsten Menschen in Deinem Leben?

P. H.: Auf der beruflichen Ebene war das sicherlich Gilbert de Botton, der Gründer von Global Asset Management (GAM). Kennengelernt habe ich Gilbert während meiner Zeit bei der PM. Auf der fachlichen Ebene war das die Person, die ich am meisten respektiert habe. Bei einigen Aufenthalten in London konnte ich auch das Unternehmen näher kennenlernen und einigen Investment Meetings beiwohnen.

Auf der geistigen und humanistischen Ebene waren es Dr. Hugo Maier und seine Frau Anne, denen ich in Indien begegnet bin. Zu seiner Person habe ich mich ja bereits ausführlich geäußert.

Kannst Du Dich noch an Dein erstes Börsengeschäft erinnern?

P. H.: Meine ersten Börsengeschäfte habe ich bereits während meiner Lehre bei der Handelsbank (Teil der späteren BW Bank) abgeschlossen. Wenn ich mich recht erinnere, waren das Aktien der Salzwerk Heilbronn AG und vom Zementwerk Laufen. Ich konnte dabei schnell feststellen, dass ich eine gewisse Begabung für Börsengeschäfte habe, was dann wohl auch ausschlaggebend für meine Studienrichtung und meine spätere Laufbahn war.

Seit dieser Zeit – es dürften die 1950er-Jahre gewesen sein – hat sich die Finanzwelt ja deutlich verändert. Was sind denn aus Deiner Sicht die bedeutendsten Veränderungen?

Meine ersten Geschäfte mit Kunden wurden noch per Handschlag besiegelt und es gab keine Streitigkeiten.

Wenn ich heute sehe, was für ein überbordendes Regelwerk mittlerweile einzuhalten ist, bin ich heilfroh, dass ich mich damit nicht mehr auseinandersetzen muss.

Wenn ich sehe, welche Mittel den Finanzanalysten inzwischen zur Verfügung stehen

und mit welchen Informationsquellen wir anfangs arbeiten mussten, dann kommt einem das heute wie ein Informationsparadies vor. Doch dass die Entscheidungen damit auch wirklich besser werden, ist nur bedingt feststellbar. Diese Flut an Informationen führt schnell zu einem Overload und man kann dabei das Wesentliche aus den Augen verlieren.

Die größte Veränderung sind sicherlich die immer noch zunehmende Technisierung und Computerisierung. Aber auch die globale Verflechtung ist inzwischen so groß wie noch nie. Das hat natürlich Auswirkungen. So nehmen lokale Krisen wie die Immobilienkrise in den USA schnell eine globale Dimension an. Die Computerisierung führt dazu, dass die Schwankungen immer schneller und größer werden. Man denke nur an den Programmhandel, der bereits Crashs ausgelöst hat.

Wenn Du auf Deine Investmentkarriere zurückblickst, was war denn Dein erfolgreichstes Engagement?

P. H.: Das war die Beteiligung an der Spinnerei Kolbermoor in Rosenheim. Aber der Reihe nach: Wir bezogen damals die Hoppenstedt-Aktieninformationen, die auf zwei Seiten deutsche Aktiengesellschaften vorstellten. Dort bin ich auf die Spinnerei Kolbermoor gestoßen. Das Unternehmen hatte einen großen Grundbesitz auf Konzernebene. Zusammen mit einem Freund habe ich dann herausgefunden, dass allein die Grundstücke das Fünffache des Börsenwerts ausmachten. Doch der Clou daran war die Beteiligung an der Bayerischen Vereinsbank AG (BV). Die kleine Spinnerei Kolbermoor hielt vier Prozent der Aktien der BV. Als wir daraus den fairen Wert der Aktie ermittelten, staunten wir nicht schlecht. Wir kamen auf einen Kurs von 5.000 D-Mark pro Aktie. Der Börsenkurs lag aber gerade einmal bei 200 D-Mark!

Zusammen mit zwei Mitstreitern haben wir dann eine Sperrminorität an dem Unternehmen zusammengekauft und sind anschließend zusammen mit einem Anwalt und dem Textilindustriellen Kuttner zur anstehenden Hauptversammlung der Firma gefahren. Ich kann mich noch gut an die Situation im Saal erinnern, als dann am Ende der HV der Punkt 6 „Sonstiges“ aufgerufen wurde und unser Anwalt aufstand und sagte, wir hätten noch Fragen, aber nicht nur ein paar, sondern 183!

Das Unternehmen musste dann eine neue HV ansetzen, die über zwei Tage ging. Das war schon eine kleine Sensation, auf die sich auch die Presse stürzte. In der Spitze schoss der Kurs der Aktie auf über 5.000 D-Mark. Später kam dann die BV auf uns zu und hat uns ein faires Angebot gemacht, die Aktien zu kaufen.

Was sollte man aus Deiner Sicht und Erfahrung heraus bei Anlageentscheidungen tunlichst vermeiden?

P. H.: Man sollte sich als Investor vor allem nicht in Anlagen begeben, die man nicht versteht. An diese Regel habe ich mich in meiner Zeit mit Verantwortung für Kundengelder immer gehalten und das tue ich auch jetzt noch. Die ganzen „Konstruktionen“, die nach und nach insbesondere im Zertifikatebereich oder unter dem Begriff „Finanzinnovationen“ auftauchten, habe ich stets gemieden. Auch wenn Kunden mich dazu drängen wollten.

- Eine grundlegende Recherche muss stets die Basis einer jeden Anlageentscheidung sein.
- Treffe keine Entscheidungen, wenn du unter Zeitdruck stehst.
- Langfristig ist eine breite Streuung für einen anhaltenden Erfolg an den Finanzmärkten entscheidend. Nach einer

goldenen Regel verteilt man das Vermögen zu ähnlichen Teilen auf Aktien, Renten, Immobilien und anderen alternativen Investments. So wird das ja auch bei den Basisinvestments der DR. HELLERICH & CO GmbH weiter erfolgreich umgesetzt.

- Wenn ich eins gelernt habe in meinem Leben, dann, dass ich erst in mich hineinhöre, bevor ich Entscheidungen treffe. Das galt für mich unternehmerisch als auch anlagetechnisch.

- Als wichtig erachte ich auch eine gewisse Work-Life-Balance. Erfolgreich zu sein und dann an einem Herzinfarkt zu sterben, ist sicher nicht sinnvoll. Für mich war immer auch die Familie wichtig. Gott hat mir zwei liebenswerte Töchter geschenkt, mit denen ich viel Zeit verbracht habe.

Welche Interessen verfolgst Du gerade?

P. H.: Gar keine. Jeder Tag ist neu und ich versuche im „Jetzt" zu leben, was nicht einfach ist!

Was ist Dein Lebensmotto?

P. H.: Dem anderen keinen Schaden zuzufügen. Also nichts zu tun, was man selbst auch nicht erleben möchte. Letzten Endes fällt alles auf einen zurück und das hat man irgendwann selbst zu büßen. In den indischen Religionen lässt sich das mit Karma beschreiben.

Aber auch, jede Persönlichkeit zu achten. Persönliche Kritik am Gegenüber zu üben, ist nie zielführend.

Was liegt Dir noch auf dem Herzen?

P. H.: Der Wunsch nach einer friedlicheren Welt, aber leider bin ich Realist genug, dass ich das nicht mehr erwarte. Zunehmend problematisch finde ich auch die ungleiche Verteilung von Vermögen. In New York werden mittlerweile Wohnungen in den obersten Stockwerken der Wolkenkratzer für 100 Millionen US-Dollar verkauft. Das ist ein Irrsinn. Bezeichnend hierfür: Nahezu 80 Prozent des Gesamtvermögens der Amerikaner befinden sich in der Hand von nur zehn Prozent der Bevölkerung. Dass das auf Dauer nicht gut gehen kann, ist vorprogrammiert. Diese Exzesse kommen mir vor wie der Turmbau zu Babel.

Wo lebst Du am liebsten?

P. H.: Da wo ich gerade bin. Wenn ich in Spanien bin, dann Spanien, wenn ich in Indien bin, dann Indien, und wenn ich in meiner Münchner Wohnung bin, dann dort.
Aber ich liebe das Meer. Schwimmen ist für mich sehr wichtig und tut meiner Gesundheit gut. Ich bin immer wieder am Meer gelandet und meine Frau ist am Meer aufgewachsen.

Würdest Du im Rückblick etwas anders machen?

P. H.: Nein, weil es die Möglichkeit gar nicht gab. Ich glaube, es ist alles von einer höheren „Warte" vorbestimmt.

Lieber Peter, vielen Dank, dass Du Dir so viel Zeit genommen hast, um meine Fragen zu beantworten. Weiterhin alles Gute und Liebe für Dich.

Die Fragen stellte Franz Haugg

Falls Sie an weiterführenden Informationen zu Dr. Peter Hellerichs Arbeit in Indien interessiert sind:
http://www.freundeskreisindien.de/ueberuns

DR. HELLERICH & CO GmbH

Königinstraße 29
80539 München

Tel. +49 89 28 72 38-0
www.hellerich.de
info@hellerich.de

Wichtige Hinweise:
Alle hier abrufbaren Inhalte werden Ihnen lediglich als Information zugänglich gemacht. Sie richten sich ausschließlich an Kunden, die ihren Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland haben und insbesondere nicht an Kunden mit Wohnsitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada oder Großbritannien.
Alle Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Die Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Der Bericht dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Inhalte dürfen nicht als unabhängige Wertpapieranalyse gelesen werden.
Es werden lediglich Meinungen dargestellt, die ohne Vorankündigung wieder geändert werden können. Daneben können die in unseren Publikationen vertretenen Meinungen auch von aktuell umgesetzten Anlagestrategien der DR. HELLERICH & CO GmbH abweichen. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen können.
Fondsporträts dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen zu dem jeweiligen Fonds (der aktuelle Verkaufsprospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen, der aktuelle Rechenschaftsbericht und – falls dieser älter als acht Monate ist – der aktuelle Halbjahresbericht), welche für den Anleger bei DR. HELLERICH & CO GmbH, der Verwahrstelle, der Verwaltungsgesellschaft und bei der Zahlstelle in Deutschland kostenfrei in deutscher Sprache erhältlich sind. Dem Anleger werden die Verkaufsunterlagen rechtzeitig vor Vertragsabschluss auf Verlangen auch in Papierform ausgehändigt. Hinweise zu Chancen und Risiken des Investmentfonds können dem ausführlichen Verkaufsprospekt entnommen werden. Anteile an dem Fonds dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt. Insbesondere dürfen Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder auf Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses Informationsdokument und die in ihm enthaltenen Informationen richtet sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch darf es in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes kann darüber hinaus auch in anderen Rechtsordnungen beschränkt sein.
Grundlage für die in der Präsentation enthaltenen Tabellen und Grafiken sind, soweit keine Quelle vermerkt ist, eigene Daten der DR. HELLERICH & CO GmbH bzw. Bloomberg.
Diese Unterlagen dürfen ohne vorherige schriftliche Einwilligung der DR. HELLERICH & CO GmbH weder geändert, vervielfältigt noch reproduziert werden.

HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT

HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT

www.hellerich.de