

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 47, Juni 2016

Heute mit folgenden Themen:

- **Hedgefonds: Der Niedergang beginnt**
- **Silber: nur eine scheinbare Alternative zum Gold**
- **ARM Holdings: Technologieunternehmen mit typisch britischen Stärken**

Hedgefonds haben 2016 – nach Jahren hoher Zuflüsse – von institutionellen Anlagegebern mit gravierenden Nettoabflüssen zu kämpfen. Enttäuschte Anleger wenden sich angesichts mäßiger Performance und exorbitanter Managergehälter zunehmend von ihnen ab. In „**Klartext: Außer Spesen nichts gewesen**“ wird beschrieben, warum sich die Probleme des Sektors in Zukunft weiter verschärfen dürften.

Hedgefonds waren vor 20 Jahren eine Art „Luxus-Produkt“ der Finanzindustrie – selten, leistungsstark und teuer. Seitdem haben sie sich zum Massengeschäft gewandelt – mit fatalen Folgen für die Qualität. Allerdings blieben die Vergütungsstrukturen erhalten und ermöglichten eine beispiellose Selbstbereicherung von Fondsmanagern. Zwar gibt es nach wie vor gute Hedgefonds, sie sind aber nur schwer zu identifizieren und sehr oft für neue Anleger geschlossen.

2016 war Silber mit starken Kurssteigerungen einer der Hauptgewinner an der Börse – allerdings nach mehreren Verlustjahren. Prompt kamen in der Finanzpresse eine Reihe von Kaufempfehlungen auf. Kernargument vieler Silberfreunde ist im Moment ein angeblicher Nachholbedarf zu Gold. Die Analyse „**Silber bleibt die zweite Wahl**“ untersucht Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Märkte für die beiden Edelmetalle, die im Ergebnis eindeutig zuungunsten des Silbers ausfallen.

Zum einen wird weit mehr Silber produziert als Gold, es ist also viel weniger knapp. Zudem hat Silber schon vor über 100 Jahren die Rolle als Grundlage von Geldsystemen verloren; der Preis verliert seitdem relativ zu Gold. Weiterhin wird über 50% des Silbers in der Industrie verbraucht, deren Nachfrage jedoch seit Jahren zurückgeht.

Der globale Technologiesektor wird von US-amerikanischen und asiatischen Unternehmen dominiert. Europäische Firmen spielen – von wenigen Ausnahmen abgesehen – eine nur geringe Rolle. Eine dieser Ausnahmen wird in „**ARM Holdings: in einem positiven Sinn sehr britisch**“ vorgestellt. Das Unternehmen aus Cambridge konzentriert sich auf die Forschung im Bereich Halbleiter. Es nutzt die traditionelle britische Stärke im Research – ohne für typisch britische Schwächen anfällig zu sein. Die Patente von ARM werden von über 170 der wichtigsten Chip-Produzenten genutzt und generieren stabil wachsende Einnahmen. Beim Design von Chips für Smartphones hat ARM bereits eine dominante Marktposition; Netzwerkinfrastruktur, Interkonnektivität und künstliche Intelligenz eröffnen in den nächsten Jahren weiteres hohes Marktpotenzial. Trotz einer hohen Bewertung erscheint die Aktie von ARM deshalb derzeit als ein interessantes Wachstumsinvestment.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Außer Spesen nichts gewesen

Liebe Langfristanleger,

es ist erst ein paar Jahre her, da präsentierte uns die Finanzpresse die neuen Herren des Universums: die extrem hoch bezahlten Manager einiger großer Hedgefonds, denen aufgrund ihrer scheinbar unschlagbaren Strategien sowie bisher unvorstellbaren Milliardengehälter der Titel „Masters of the Universe“ verliehen wurde.

Denn diejenigen Hedgefonds, welche die Finanzkrise gut gemeistert hatten, schienen im Besitz universeller Erfolgsformeln auch für die Zukunft zu sein.



Inhalt:

Seite 6: Silber bleibt die zweite Wahl

Seite 10: ARM Holdings: in einem positiven Sinn sehr britisch

Seite 14: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

Seite 18: Disclaimer

Sie hatten den Absturz im Gegensatz zu traditionellen Investmentprodukten nicht nur gut überstanden, einige konnten sogar prächtig daran verdienen. Dies schlug sich nicht nur in guter Performance, sondern auch in galaktischen Erfolgsprämien für die Manager nieder. Sie stellten selbst das weit in den Schatten, was man als Vorstand eines multinationalen Großkonzerns verdienen konnte. So summierten sich 2010 nach Berechnungen von Forbes die Vergütungen der bestbezahlten 25 Hedgefonds-Manager auf das vierfache von sämtlichen Gehältern aller Vorstandchefs der Unternehmen des S&P 500 Index zusammengenommen.¹

Hedgefonds wurden als die neue eierlegende Wollmilchsau der Finanzindustrie angepriesen. Sie versprachen Anlegern nicht nur hohe Renditen, sondern aufgrund der niedrigen Korrelation zu traditionellen Anlageformen auch noch eine Verminderung des Risikos des gesamten Portfolios.² Und so drängten sich insbesondere Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger danach, ihr Geld in Hedgefonds anzulegen. Alleine im Jahr 2014 sammelten Hedgefonds netto die Rekordsumme von 111,4 Mrd. US\$ neuer Mittel ein. 2015 allerdings kühlte sich mit einem Nettozufluss von 66,6 Mrd. der Enthusiasmus angesichts enttäuschender Performancezahlen etwas ab – nur noch 3 von 36 Teilkomponenten des Hedge Fund Research HFRX-Index konnten vergangenes Jahr eine positive Wertentwicklung aufweisen.³ Im 1. Quartal 2016 kam es mit einem Minus von 15 Mrd. US\$ zum ersten Mal seit der Finanzkrise zu Nettoabflüssen.⁴ In den nächsten Monaten dürfte sich angesichts magerer Performancezahlen dieser Trend fortsetzen. Statt Boom ohne Ende wird jetzt anscheinend Niedergang das Leitmotiv des Hedgefonds-Sektors.

Reale Wirtschaft gegen Hedgefonds: Wer schafft die bessere Wertentwicklung?

Ein ausgesprochener Skeptiker gegenüber Hedgefonds ist schon seit Langem Warren Buffett. Er glaubt nicht, dass ihre Gewinne auf Dauer mit der Wertgenerierung durch die produktive Wirtschaft mithalten können. Hedgefonds dürften deshalb seiner Ansicht nach langfristig nicht in der Lage sein, besser als der Aktienmarkt abzuschneiden. Diese Auffassung brachte er unter anderem in einer spektakulären Wette zum Ausdruck, die er 2008 abschloss. Mit dem auf Hedgefonds spezialisierten Ver-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mögensverwalter Protégé Partners wettete er um 1 Mio. US\$, dass ein Indexfonds für den US-Aktienmarkt auf 10-Jahres-Sicht einen Basket aus 5 von Protégé Partners favorisierten Hedgefonds schlagen würde. Obwohl Buffett aufgrund der Finanzkrise einen schlechten Start hatte – 2008 verlor der von ihm ausgewählte Vanguard 500 Index Fund Admiral 37%; der Hedgefondsbasket hingegen nur 23,7% – erscheint das Zwischenergebnis nach 8 Jahren als erste Bestätigung seiner Ansichten: Per Ende 2015 war der Wertzuwachs beim Indexfonds 65,7%, bei den 5 nach Expertenmeinung besten Hedgefonds nur mäßige 21,9%.⁵

Allerdings sind dauerhafte hohe Erträge mit Hedgefonds nicht unmöglich, wie der Medallion-Fonds von Renaissance Technologies zeigt. Er agiert auf der Basis von Big Data Analysen sowie Handelsalgorithmen und lieferte seit Gründung 1988 Erträge von jährlich mehr als 35% ab. Er gilt damit als der langfristig erfolgreichste Hedgefonds.⁶ Leider gibt es für normale Anleger drei Schönheitsfehler:

- 1) Die genauen Algorithmen werden streng geheim gehalten. Diese Geheimhaltung gilt auch als zentraler Erfolgsfaktor, da ihre breitere Bekanntheit das Ausnutzen von Markt-Ineffizienzen stark erschweren würde oder sogar unmöglich machen könnte. Allerdings ist so nicht nachvollziehbar, wie die Performance zustande kommt, und ob sich der Erfolg fortsetzen kann.
- 2) Weiterhin nimmt die Verbreitung von Big Data und Algorithmen stark zu. Medallion hatte bisher einen Know-how Vorsprung; ob dieser gehalten werden kann, erscheint ungewiss.
- 3) Der Medallion-Fonds ist seit 1993 für neue Investoren geschlossen. Seit 2005 können nur noch Mitarbeiter und ihre Familien in ihn investieren. Insofern profitiert vom Erfolg nur ein kleiner und sehr exklusiver Personenkreis. Die öffentlichen Hedgefonds, die Renaissance für Externe managed, sind deutlich weniger erfolgreich: So wurde der „Institutional Futures Funds“ im Jahr 2015 nach 8 Jahren geschlossen, weil er nur eine jährliche Rendite von 2,9% erwirtschaftet hatte – noch weniger als die 4% p.a. des Konkurrenzdurchschnitts.⁷

Das Yale-Modell: Erfolg mit Hedgefonds ist keineswegs einfach

Als Wegbereiter des Einsatzes von Hedgefonds in der institutionellen Kapitalanlage gilt David Swensen, der für das Stiftungsvermögen der Yale University verantwortlich ist. Vor ca. 25 Jahren fing er an, in großem Stil in Hedgefonds zu investieren. Seine Idee dabei war, dass es die auf das Auffinden von Marktineffizienzen spezialisierten Hedgefonds leichter haben, außerordentliche Renditen zu erzielen, als konventionelle Anlagefonds für Wertpapiere.

Diese Ausrichtung war einer der Hauptgründe dafür, dass sich die Performance seines Stiftungsvermögens deutlich besser entwickelte als bei vergleichbaren Institutionen. 2000 veröffentlichte er das Buch „Pioneering Portfoliomanagement“⁸, in dem er seine Anlagestrategie beschrieb. Es wurde unter professionellen Vermögensverwaltern schnell zum Bestseller, die in der Folge das Erfolgsrezept kopierten. Doch im Gegensatz zum Original blieben die Nachahmer zumeist relativ erfolglos.⁹

Der Grund für das Scheitern der meisten Anleger mit Hedgefonds-Investments ist relativ einfach: unzureichende Sorgfalt bei der Auswahl. „Man muss in den Top 10% der Hedgefonds investieren, um erfolgreich zu sein“¹⁰ erklärte Swensen 2009 in einem Interview. Um diese herauszufinden, hat er in Yale ein Expertenteam aufgebaut, das einen rigorosen Auswahlprozess verfolgt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Eine zentrale Rolle hierbei nimmt die Beurteilung der charakterlichen Eigenschaften von Fondsmanagern ein. In einem Interview mit der Financial Times erklärte Swensen 2009: „Am wichtigsten sind der Charakter und die Qualität der Menschen. Dies ist auch das zweitwichtigste und dritt wichtigste Kriterium. Sie bedeuten alles.“¹¹ Hierzu werden sehr tief gehende Background-Checks des Lebenslaufs vorgenommen, die bis zur Befragung von ehemaligen Schullehrern gehen.

Ein besonderes Ärgernis für Swensen sind die Dachfonds für Hedgefonds, die seiner Ansicht nach unzureichend recherchieren. In einem Interview mit dem Wall Street Journal bezeichnete er sie 2009 als „Krebsgeschwür der institutionellen Investmentwelt“.¹² Sie seinen Sammelstellen für „unwissendes Kapital“, die Anlagegelder in schlechte Produkte umlenken und auf die ohnehin schon hohen Gebühren der Fonds noch weitere Kosten auftürmen. Zudem würden viele gute Hedgefonds Einlagen von Dachfonds bewusst ablehnen, weil deren Anlageverhalten zu unstabil sei. Dies könne zu unkalkulierbaren Zu- und Abflüssen der Liquidität führen, die der Gesamtperformance schaden.

Hedgefonds – oft nur eine Gebührenmelkmaschine

Die Gebührenstruktur eines Hedgefonds besteht normalerweise aus festen Zahlungen (typischerweise 2% p.a. vom Fondsvolumen) sowie einer Performance-Vergütung (normalerweise 20% der ausgewiesenen jährlichen Erträge). So soll die Entlohnung an den Erfolg gekoppelt werden. In der Praxis hat diese Struktur jedoch dazu geführt, dass Hedgefondsmanager in guten Jahren eine hohe Erfolgsprämie abkassieren können, in schlechten Jahren aber weich fallen. Kunden hingegen spüren einen Wertverlust voll, profitieren hingegen unterproportional von einem Anstieg.

In den volatilen Anlagemärkten der vergangenen Jahrzehnte haben sich Gewinn- und Verlustjahre oft abgewechselt. Dies führte effektiv dazu, dass die Fondsmanager stärker von der Wertschöpfung profitierten als ihre Kunden. Simon Lack kalkulierte in seinem 2012 erschienenen Buch „The Hedge Fund Mirage“, dass die im HFRX-Index enthaltenen Hedgefonds zwischen 1998 und 2010 für ihre Kunden 70 Mrd. US\$ an Gewinnen erzielten. Hierfür wurden allerdings 379 Mrd. US\$ an Gebühren fällig. 84 % der erzielten Erträge gingen also an die Manager, nur 16% verblieben bei den Anlegern.¹³

Insofern ist es auch nicht erstaunlich, dass in den Jahren nach Erscheinen von „The Hedge Fund Mirage“ die Gehälter der Hedgefondsmanager exorbitant hoch blieben, während die vorher schon armselige Kundenperformance noch weiter zurückging. Dem Erfinder der Risk Parity-Strategie Ray Dalio von Bridgewater Associates schadete es 2015 beispielsweise wenig, dass sein ca. 70 Mrd. US\$ großer „All Weather“ Fonds 7% an Wert verlor und damit innerhalb von 3 Jahren das zweite Verlustjahr produzierte. Das Jahresgehalt betrug trotzdem 500 Millionen US\$.¹⁴

Ineffiziente Finanzmärkte sind die Voraussetzung für Hedgefonds – sowohl für Erfolg wie Scheitern

Ineffiziente Finanzmärkte sind der Nährboden für Hedgefonds. Sie werden auch ineffizient bleiben, da es sich Anleger nicht abgewöhnen lassen, im Prinzip immer wieder die gleichen Fehler zu machen wie in den 400 Jahren Börsengeschichte zuvor. Zudem lassen sich auch Finanzbetrug und andere Formen der Investorentäuschung nicht ausrotten. Insofern bleibt die Geschäftsbasis für smarte Hedgefondsmanager erhalten. Allerdings ändern sich die Finanzmärkte ständig und korrigieren damit alte Ineffizienzen. Dafür entstehen neue Ineffizienzen mit den entsprechenden Gelegenheiten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Voraussetzung dafür, um diese Chancen zu nutzen, ist keine spezifische Erfolgsformel, sondern im Gegenteil eine flexible Anpassung von Handelsstrategien an neue Marktgegebenheiten. Nur für rein fundamental-analytisch agierende Anleger wie Warren Buffett ist ein konsequentes Festhalten am Investmentstil der Schlüssel zum Erfolg, weil ihre Performance aus der Wertschöpfung der realen Wirtschaft resultiert. Hedgefondsmanager müssen sich im Gegensatz dazu vor allem an wandelnde Märkte schnell anpassen können. Dies schaffen zu Dauer aber nur wenige Manager. Die meisten sind „One Hit Wonder“, die nach ein paar Erfolgswahren wieder in der Versenkung verschwinden.

Die Nadel im Heuhaufen zu finden reicht nicht

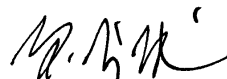
Als institutioneller Investor sollte man sich keine Illusionen darüber machen, wie schwierig es selbst für Profis ist, einen dauerhaft Erfolg versprechenden Hedgefonds auszuwählen. Der Schlüssel hierfür liegt – wie David Swensen richtigerweise gesagt hat – in der eingehenden Analyse des Charakters eines Fondsmanagers. Dies ist nur mit langjähriger Erfahrung und einem eingespielten Team möglich. David Swensen hat in Yale ein solches Team aufgebaut und war mit ihm erfolgreich. Die meisten anderen Institutionen und auch viele Consultants waren hierzu aber bisher nicht in der Lage. Sie investieren überwiegend in diejenigen 90% des Hedgefonds-Universums, die für Swenson und Yale nicht gut genug sind – mit fatalen Konsequenzen für ihre Gesamtperformance.

Ein weiteres Problem für Anleger ist, dass erfolgreiche Hedgefonds oftmals entweder für neue Anlagen geschlossen sind bzw. sich bestimmten Investorengruppen verweigern. Insofern ist es für Anleger einfacher, einen Erfolg versprechenden Fonds zu identifizieren, als am Ende dann tatsächlich Geld in ihn zu investieren. Für diese Entwicklung gibt es mehrere Gründe: Zum einen haben Hedgefonds ein Volumenproblem: Zu hohe Anlagegelder behindern ihre Flexibilität – und damit einen wichtigen Erfolgsfaktor. Zudem müssen auch Hedgefonds inzwischen zahlreiche Regularien befolgen und scheuen den bürokratischen Aufwand durch neue Klienten. Am wichtigsten dürfte aber sein, dass es viele erfolgreiche Hedgefondsmanager angesichts ihrer hohen Gewinne der Vergangenheit gar nicht mehr nötig haben, für externe Klienten zu arbeiten und die Belastungen der Kundenbetreuung auf sich zu nehmen. So haben sich beispielsweise Stanley Druckenmiller, George Soros und Steve Cohen von allen Kunden getrennt und betreiben ihren Fonds als Family Office fort.¹⁵

Hedgefonds: als Massengeschäft gescheitert

Hedgefonds gibt es seit ca. 70 Jahren. Die ersten 50 Jahre waren sie flexible Investmenteinheiten für eine kleine und exklusive Kundenschicht – und konnten vielfach eine herausragende Performance erzielen. Dieses „Luxus-Produkt“ der Finanzindustrie wurde in den vergangenen 2 Jahrzehnten zum Massengeschäft gemacht – mit fatalen Folgen für die Qualität. Allerdings blieben die Vergütungsstrukturen erhalten. Hieraus hat sich ein groteskes Missverhältnis zwischen erbrachter Leistung und dafür erhaltener Bezahlung ergeben. Nur ausgesprochene Spezialisten wie David Swensen und sein Team waren in der Lage, die wenigen lohnenswerten Fonds herauszufiltern. Für die meisten Hedgefonds-Anleger gilt hingegen: Außer Spesen nichts gewesen. Der Traum von einem einfachen Weg zu hohen und sicheren Erträgen hat sich als teurer Irrtum herausgestellt – nicht zum ersten Mal.

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



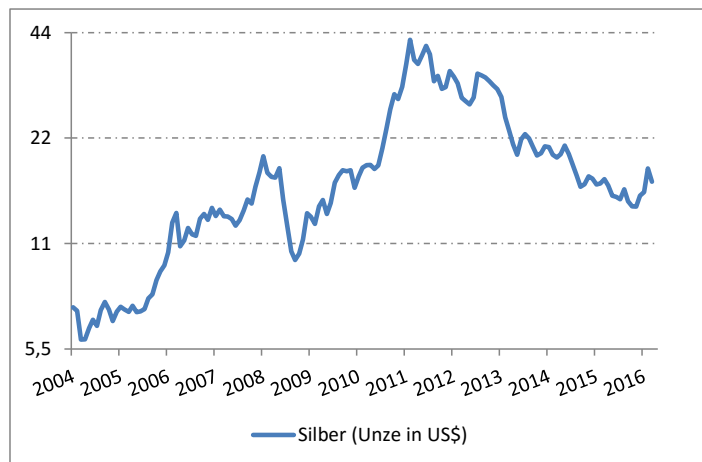
Silber bleibt die zweite Wahl

Von Karl-Heinz Thielmann

Das Börsenjahr 2016 war bisher davon gekennzeichnet, dass eine Reihe von Anlageformen mit einer in den vergangenen Jahren herausragenden Performance – wie z. B. Aktien des Gesundheitssektors – teilweise herbe Kursverluste hinnehmen mussten. Demgegenüber standen wieder einige Gewinner, mit denen vorher niemand gerechnet hatte. Am augenfälligsten hierbei waren die Kursgewinne von Silber. Der Wert einer Unze dieses Edelmetalls erhöhte sich von 13,85 US\$ am Jahresende 2015 bis Ende April 2016 auf 18,00 US\$ (+30%). Seitdem hat der Kurs wieder auf 16,44 US\$ korrigiert, es bleibt aber noch ein Jahresgewinn von 19%.

Der jüngste Aufschwung hat viele Hoffnungen geweckt, dass der nunmehr seit 2011 anhaltende Abwärtstrend für Silber beendet sein könnte. In der Finanzpresse sind erneut einige Artikel erschienen, die es als Anlage anpriesen. Insbesondere im Vergleich zu Gold, dessen Wertverfall nach dem Platzen der Edelmetallblase 2011 weitaus geringer war, wurde ein Nachholbedarf ausgemacht.

Doch stimmen die Argumente der Silberanhänger? Steht Silber tatsächlich vor einer Trendwende und stellt eine Alternative zu Gold dar?



Silber hat die Rolle als Grundlage von Geldsystemen verloren

Seit ca. 7.000 Jahren wird Silber vom Menschen verarbeitet. Verglichen mit anderen Metallen ist es relativ weich und gut verformbar. Es hat die höchste elektrische Leitfähigkeit aller Elemente und unter den Metallen die höchste thermische Leitfähigkeit. Diese hervorragenden Materialeigenschaften haben es in der Vergangenheit zu einem bevorzugten Werkstoff für viele industrielle Anwendungen gemacht. Im Verhältnis zu Gold werden die Vorkommen als rund 10-20mal häufiger geschätzt. Die Jahresproduktion in Tonnen beträgt ungefähr das 10fache der Goldförderung. Ca. 50-55% des jährlich geförderten Silbers werden industriell verarbeitet; weitere ca. 25% in der Schmuckherstellung verwendet. Das übrige Silber wird von Anlegern gekauft. Speziell im Altertum war es sehr beliebt und diente als Basis für die wichtigste frühe Münzwährung, den römischen Denarius.¹

Der Grund für die Beliebtheit als Grundlage eines Geldsystems im Altertum war, dass Silber einerseits im Vergleich zu Gold reichlich vorhanden und somit breit einsetzbar war. Andererseits war Silber im Vergleich zu Nichtedelmetallen sehr knapp und konnte nicht ohne Weiteres gefördert werden, was eine gewisse Wertstabilität sicherte. Beispielsweise entspricht die Menge von Silber auf der Erde nur ca. 0,1% derjenigen von Kupfer. Als knappes – aber nicht so extrem knappes Edelmetall wie Gold – war Silber ideal als Grundlage für eine weitverbreitete Münzwährung. Insofern basierten viele Nationen vom alten Rom bis hin zu den USA des 19. Jahrhunderts ihre Währung auf Silber. Die Trendwende kam, als die USA 1900 mit dem „Gold Standard Act“ die Währungsbindung an Silber

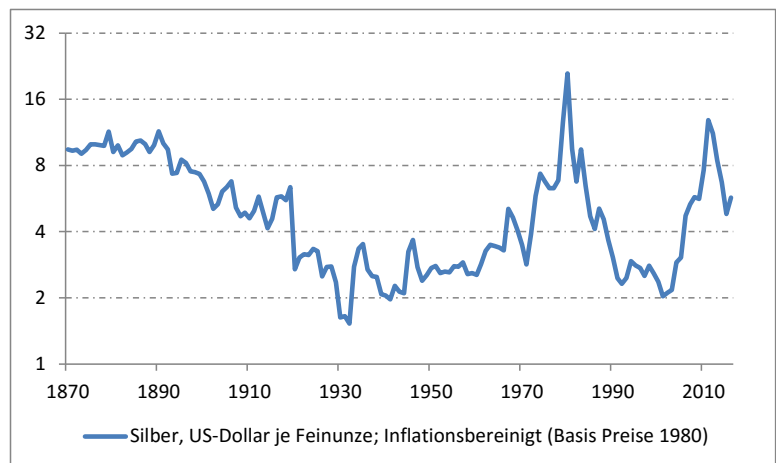
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aufgaben. Im Gegensatz zu Gold gilt Silber deshalb nicht mehr als eine Art globale Edelmetall-Parallelwährung und hat ebenfalls keine Bedeutung mehr bei den Währungsreserven der heutigen Notenbanken.

Die Aufgabe von Silber als Währungsgrundlage hatte einen dramatischen Wertverfall für Silber zur Folge – zwischen 1890 und 1930 ermäßigte sich der reale (inflationbereinigte) Wert für Silber um 7/8. Erst in der Friedenszeit nach dem Zweiten Weltkrieg konnte sich der Silberpreis real etwas erholen, was mit der zunehmenden Verwendung von Silber in vielen industriellen Anwendungen zusammenhing; z. B. in der aufstrebenden Foto- & Filmbranche.

Ein weiterer Faktor, der zu einer zwischenzeitlichen Erholung des Silberpreises führte, war der bisher größte Versuch der Preismanipulation an einem Rohstoffmarkt. In den 70er Jahren wurde der Silbermarkt durch den Versuch des „Cornering“ der Brüder Nelson Bunker Hunt und William Herbert Hunt verzerrt. Sie versuchten, durch künstliche Verknappung den Preis nach oben zu treiben. Dazu kauften sie im Zusammen-



menspiel mit vermögenden Geschäftsleuten aus Saudi-Arabien insgesamt ca. 350 Millionen Feinunzen an Silber sowie Silberkontrakten auf. Damit kontrollierten sie praktisch mehr als das gesamte Marktvolumen, was ein dauerhaft hohes Preisniveau garantieren sollte. Ihr Plan geriet jedoch außer Kontrolle, weil immer mehr Spekulanten auf die steigenden Preise aufsprangen. Erst als die Silberbörse COMEX 1980 Handelsbeschränkungen einführte und die Hinterlegung von Sicherheiten für Termingeschäfte verschärfte, platzte die Spekulationsblase. Die Brüder Hunt mussten später Insolvenz anmelden und wurden wegen „Verschwörung zur Marktmanipulation“ verurteilt.

Obwohl es viel mehr Silber als Gold gibt, betragen die Handelsvolumina auch heute noch nur einen Bruchteil des Goldmarktes. Dies erleichterte nicht nur den Brüdern Hunt ihre Manipulationsversuche, auch heute noch gilt der Silbermarkt als sehr anfällig. So hat die Deutsche Bank erst im April dieses Jahres in einem Vergleich mit US-Strafverfolgern eingeräumt, dass sie – gemeinsam mit den beiden anderen für den Londoner Haupthandelsplatz verantwortlichen Instituten HSBC und Scotia-Bank – in den vergangenen Jahren die Preissetzung am Londoner Markt für Silber zulasten von Anlegern massiv verfälscht hat.²

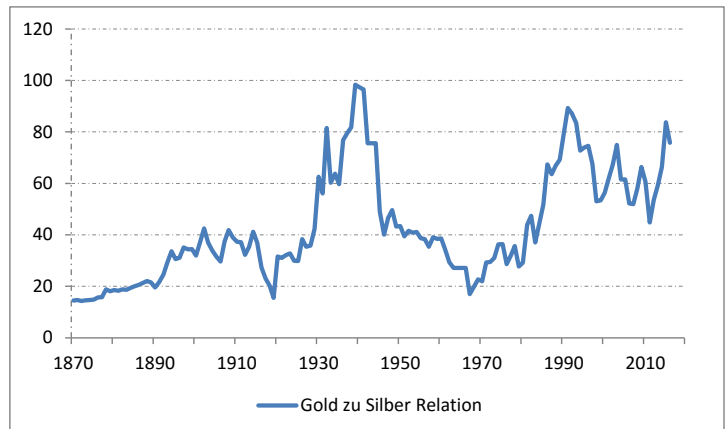
Die Relation von Gold zu Silber: ein Indikator von Unterbewertung?

Ein Argument vieler Silber-Empfehlungen ist, dass dieses Edelmetall gegenüber Gold Nachholbedarf hat. Hierzu wird gerne die „Gold zu Silber Relation“ als Begründung herangezogen, die den Preis für eine Unze Gold mit demjenigen für eine Unze Silber ins Verhältnis setzt. Sie erscheint im Vergleich zu historischen Werten derzeit mit 75,8 als relativ hoch. Allerdings war sie früher keineswegs stabil.

Mit ruhiger Hand

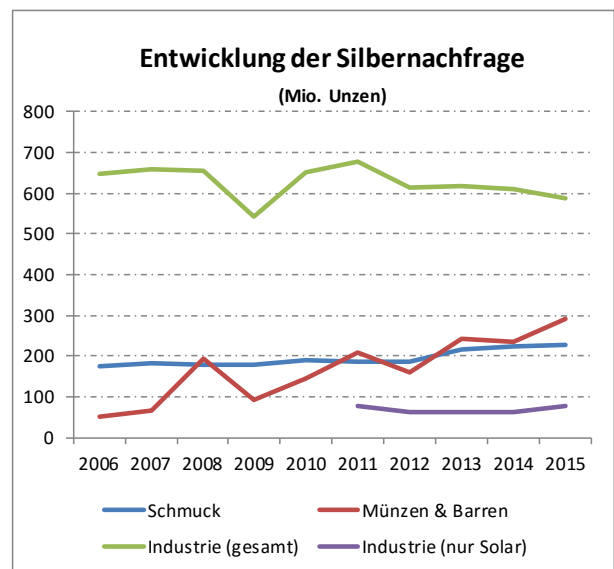
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Zu Zeiten der alten Römer betrug dieses Verhältnis 12:1 bzw. 12,5:1. 1792 wurde die „Gold zu Silber Relation“ in den USA gesetzlich auf 15:1 festgelegt; in Frankreich 1803 auf 15,5:1. Seit dem Ende der Verwendung von Silber als offizielle Währungsreserve wird die Relation nicht mehr gesetzlich festgeschrieben, sondern bestimmt sich am freien Markt. Und hier macht sich nicht nur das weit größere Angebot für Silber für den



Preis negativ bemerkbar. Es gibt wesentliche Unterschiede bei den Bestimmungsgründen der Nachfrage, die sich i.d.R. bisher zuungunsten von Silber ausgewirkt haben:

- Silber spielt als Währungsreserve keine Rolle. Insofern wird es – im Gegensatz zu Gold – auch von Notenbanken nicht gekauft bzw. im Rahmen der Devisenbestände gehalten.
- Die Goldnachfrage wurde in den vergangenen Jahrzehnten sehr stark durch private Nachfrage aus den Schwellenländern wie China oder Indien getragen, wo Gold traditionell einen hohen kulturellen Stellenwert als Statussymbol besitzt. An Silber besteht hier jedoch aufgrund seines Rufes als „zweitrangiges“ Edelmetall kein Interesse. Insofern ist – anders als beim Gold – nicht zu erwarten, dass es bei einer Konjunkturerholung in China zu einer Erhöhung der Nachfrage kommt.
- Im Gegensatz zum Gold, für das nur ca. 10% der Nachfrage von der Industrie kommt, resultiert die Hauptnachfrage nach Silber aus diesem Bereich. 2015 wurden nach Angaben des World Silver Institute 588,7 Millionen Unzen in diesem Segment erworben. Dies waren 50,3% der Gesamtnachfrage. Der Bedarf an Silber für industrielle Anwendungen ist seit Jahren rückläufig und liegt 9,3% unter dem Vergleichswert von 2006.³ Hieran ändert auch der wachsende Bedarf der Solarindustrie wenig, die Silber in steigendem Umfang einsetzt. Zwar wuchs der Einsatz von Silber bei der Produktion von Solarzellen 2015 um 23% auf 77,6 Mio. Unzen (bzw. 6,6% der Gesamtnachfrage). Allerdings machen diese Zuwächse zu wenig aus, um den Rückgang in anderen Branchen zu kompensieren. Zudem sinkt aufgrund des technischen Fortschritts sowie von Kostensenkungen der notwendige Silberanteil für eine Solarzelle um jährlich ca. 5-6%.⁴



Quelle: silverinstitute.org

Allerdings machen diese Zuwächse zu wenig aus, um den Rückgang in anderen Branchen zu kompensieren. Zudem sinkt aufgrund des technischen Fortschritts sowie von Kostensenkungen der notwendige Silberanteil für eine Solarzelle um jährlich ca. 5-6%.⁴

- Sowohl bei Gold wie bei Silber ist die Nachfrage für die Schmuckherstellung vergleichsweise stabil und relativ unabhängig vom Preis. 2015 war der Anteil an der Gesamtnachfrage durch die Schmuckherstellung bei Gold 57% (hiervon 60% aus Indien und China), bei Silber nur 19%. Insofern kann die Nachfragesituation bei Gold als viel gesicherter eingeschätzt werden als bei Silber.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Käufe von Silbermünzen und -barren durch Privatleute sind in den vergangenen Jahren zur Hauptstütze der Silbernachfrage geworden. Sie stiegen von 2006 bis 2015 um das Sechsfache an und betragen im vergangenen Jahr 292,3 Mio. Unzen. Hierbei spielen vor allem Privatanleger eine Rolle, die von den volatilen Entwicklungen an den Finanzmärkten verschreckt sind und Silber als billige Alternative zu Gold ansehen. Dabei nehmen sie oft sehr hohe Transaktionskosten von bis zu 10% des Materialwertes in Kauf. In Deutschland wird der Silbererwerb zudem noch steuerlich belastet. Münzen und Barren in Silber werden hingegen vom Fiskus als „Sammlerstücke“ angesehen und zumeist mit dem regulären MwSt.-Satz in Höhe von 19% besteuert. Es gibt nur eine Ausnahmeregelung für einige ausländische Silbermünzen, bei denen ein ermäßigter Steuersatz von 7% angesetzt wird. Im Gegensatz dazu ist der Golderwerb zu Anlagezwecken von der MwSt. befreit.
- Großanleger bevorzugen – von sehr wenigen Ausnahmen abgesehen – bei Edelmetallanlagen Gold. Abgesehen von der steuerlichen Situation bietet Gold für sie praktische Vorteile gegenüber Silber: Zum einen ist der Handel transparenter und liquider. Weiterhin ist Silber sehr viel voluminöser als Gold – bei großen Anlagesummen ergeben sich somit stark erhöhte Anforderungen an Lagerung und Transport, die sich in signifikant höheren Kosten niederschlagen.

Silber bleibt bei den Edelmetallen die zweite Wahl

Bei Sportwettbewerben erhält der Zweitplatzierte Silber und nur der Erste Gold. Hierin kommt die höhere Wertigkeit von Gold zum Ausdruck, die sich wiederum aus der sehr viel höheren Knappheit ergibt. Auch bei den Rohstoffpreisen hat das sehr knappe Gold in den vergangenen Jahrzehnten das nicht ganz so knappe Silber deutlich abgehängt. Während der Goldpreis durch strukturelle Faktoren gestützt wird – wie die kulturell bedingte Nachfrage aus Schwellenländern sowie die Rolle als Währungsreserve – hat Silber außer bei Juwelieren und Privatanlegern wenige Freunde. Während die Bestimmungsgründe des Goldpreises relativ vielschichtig und komplex sind (vgl. hierzu die bisherigen Beiträge „Der Glanz des Goldes“ aus **Nr. 7 vom 5. November 2012** sowie „Das Gold-Spiel“ aus **Nr. 21 vom 6. Januar 2014**), lässt sich bei Silber vor allem ein preistreibender Faktor ausmachen: der Drang von Privatanlegern in billige Anlagen mit „Nachholbedarf“.

Eine besondere Rolle bei der Begründung des angeblichen Nachholbedarfs spielt die „Gold zu Silber Relation“. Dieses Verhältnis beruht aber nicht auf einer natürlichen Beziehung. Die ursprünglichen Relationen zwischen 1:12 und 1:15,5 waren Festlegungen früherer Gesetzgeber, um die gleichzeitige Verwendung von Silber und Gold als Geldbasis zu ermöglichen. Seit über hundert Jahren fehlt diese gesetzliche Definition, Silber spielt im Gegensatz zu Gold für die Sicherung des Geldwertes keine Rolle mehr. Der Silberpreis entwickelte sich entsprechend seiner geringeren Knappheit seitdem schwächer als der von Gold, es sei denn, es gibt Phasen starker industrieller Nachfrage (Wachstum der Fotoindustrie nach den Zweiten Weltkrieg) bzw. der Marktmanipulation (wie durch die Hunt-Brüder).

Eine starke Ausweitung der industriellen Nachfrage ist aber auch bei weiterem Wachstum der Solarindustrie nicht abzusehen. Größere Marktmanipulationen dürften durch die verstärkte Finanzaufsicht verhindert werden. Daher dürfte Silber unabhängig davon, wohin sich die Edelmetallpreise langfristig entwickeln, gegenüber Gold die zweite Wahl bleiben. Privatanleger, die Silber als günstige Alternative zu Gold ansehen, unterliegen einem Fehlschluss.

ARM Holdings: in einem positiven Sinn sehr britisch

Von Karl-Heinz Thielmann

Der globale Technologiesektor wird von US-amerikanischen und asiatischen Unternehmen dominiert. Auf der aktuellen Forbes-Liste der größten Technologie-Firmen der Welt sind unter den TOP 10 aus den USA: Apple, Microsoft, Alphabet, Intel, IBM, Cisco Systems und Oracle. Aus Südkorea findet sich Samsung (im Gesamtranking zweitplatziert). Weiterhin gibt es zwei Gesellschaften aus Taiwan unter den ersten 10: Hon Hai Precision Industry (besser bekannt als Foxconn) auf Platz 9 sowie Taiwan Semiconductor auf Rang 10.¹

Unter den Top 25 finden sich 14 US-amerikanische und 8 asiatische Firmen – sowie 3 Europäer. Am größten hiervon ist SAP aus Deutschland auf Rang 14 – allerdings mit einer Marktkapitalisierung, die weniger als 1/5 derjenigen von Apple oder Alphabet beträgt. Ericsson (Platz 20) und Nokia (Platz 22) sind auch noch auf der Liste, sind aber angesichts struktureller Probleme in ihren Kerngeschäftsfeldern weit von den Glanzzeiten früherer Jahre entfernt. Beide skandinavischen Konzerne sind Opfer des raschen Technologiewandels im Hardware-Bereich. Sie können vor allem als warnende Beispiele für Niedergang dienen und nicht als Aushängeschilder für europäische Innovationskraft.

Der Rückstand bei den führenden Technologieunternehmen liegt nicht am mangelnden Erfindergeist europäischer Forscher. Für 2015 wurde zum achten Mal der „Globale Innovationsindex“ durch die Cornell University, die französische Business School INSEAD, und the World Intellectual Property Organization WIPO (eine Einheit der Vereinten Nationen) ermittelt. Hier liegen europäische Nationen weit vorne. Die Schweiz, Großbritannien sowie Schweden sind die führenden Nationen, sowohl was das Ergebnis für 2015 angeht, wie auch den Durchschnitt der vergangenen Jahre. Deutschland liegt immerhin noch auf dem 12. Platz. Die USA kommen auf Rang 5 und sind damit zwar in der Spitzengruppe, aber erscheinen keineswegs dominant. Süd-Korea liegt mit Platz 14 nahe bei Deutschland.²

Mit Abstand Nr. 1 sind die USA, wenn es um die „Qualität“ der Innovationen geht. Mit diesem Begriff wird den Innovationsindex-Autoren die Performance von Universitäten, der Einfluss der akademischen Forschung sowie die Anzahl und Anwendungsverbreitung von Patenten gemessen. Die US-Amerikaner sind nicht unbedingt erfindungsreicher, schaffen es i.d.R. aber, ihre Innovationen stärker und schneller zu verbreiten als andere Nationen. Hierbei ist enorm wichtig, dass im großen Umfang Venture Capital bereitsteht, um Forschern und Unternehmern mit interessanten neuen Ideen unter die Arme zu greifen. „Expertise in scaling up“ – die Kompetenz, schnelles Wachstum zu ermöglichen – hat deshalb einmal LinkedIn Gründer und CEO Reid Hoffman als das „offensichtliche Geschäftsgeheimnis“ von Silicon Valley bezeichnet.³ Europäische Technologieunternehmen fehlt hingegen oft nicht nur das Kapital, sie fühlen sich insbesondere durch eine restriktive Bürokratie sowie fehlende Flexibilität bei potenziellen Anwendern am Ausprobieren neuer Geschäftsmodelle behindert.⁴

Großbritannien: trotz ausgeprägtem Erfindergeist zumeist in der Praxis sehr umsetzungsschwach

Besonders groß ist die Diskrepanz zwischen innovativer Forschung und ihrer kommerziellen Umsetzung durch Unternehmen in Großbritannien.⁵ Obwohl Deutschland im Ranking der forschungsstärksten Länder weiter hinten rangiert, hat es SAP aus Walldorf in den Kreis der globalen Branchen-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Giganten geschafft. Daneben gibt es noch viele andere deutsche Technologie-Unternehmen, die sich gegenüber Konkurrenten aus USA oder Asien behaupten bzw. durchsetzen konnten.

Großbritannien ist schon seit Jahrhunderten eine Nation der genialen Erfinder, deren Ideen im eigenen Land verkannt wurden. Beispielhaft sei hier Kane Kramer erwähnt.⁶ 1981 ließ er sich ein tragbares digitales Musikabspielgerät patentieren – und damit den Vorläufer des MP3-Players. Allerdings gelang nie eine Serienproduktion. 1988 konnte Kane keine Finanzierung (60.000 £) zur Verlängerung des Patents aufreiben; es wurde zur allgemeinen Nutzung freigegeben. Steve Jobs von Apple griff dann später mit dem iPod die Idee auf und machte hieraus nach 2001 einen weltweiten Erfolg.

Auch andere bedeutende Neuerungen wie das Telefon, die Stereoaufnahme, der Computer, das Düsentriebwerk oder das Fernsehen wurden von britischen Forschern erfunden,⁷ dann aber von Unternehmen aus anderen Nationen zur Praxisreife gebracht. Aktuelles Beispiel für dieses Versagen bei der praktischen Umsetzung ist Graphen, ein neuartiges Material, das 2004 an der Universität Manchester erstmals isoliert wurde. Bis 2015 wurden hierfür 11.000 Patente angemeldet bzw. hierauf basierende Anwendungen entwickelt – weniger als 1% von britischen Forschern bzw. Unternehmen.⁸

“Großbritannien hat eine Historie großartiger Innovationen und Erfindungen, aber wir haben es bisher verpasst, hieraus einen kommerziellen Erfolg für unsere Wirtschaft zu machen,”⁹ stellte deshalb Neil Woodford fest, der seit 28 Jahren mit Value Fonds eine herausragende Performance erzielt hat und als erfolgreichster britischer Investor der Gegenwart gilt. Als er sich selbstständig machte, legte deshalb nicht nur einen Value-Fonds auf. 2015 sammelte er 200 Mio. £ für einen Investment Trust ein, der langfristig in britische Technologie-Start-ups investieren soll. So hofft er, dem chronischen Mangel an langfristigem Anlagekapital für innovative Investments in seinem Heimatland abzuhelpen.

Allerdings dürfte die Initiative von Neil Woodford ein grundlegendes Problem im Denken vieler britischer Unternehmer nicht beseitigen, das der breiten kommerziellen Nutzung von Innovationen ebenfalls entgegensteht: die starke Fokussierung auf kurzfristige Rentabilitätskennzahlen. Dieses Denken macht britische Finanzfachleute zwar oft geeignet für das kosteneffiziente Managen von wachstumsschwachen Unternehmen. Langfristige Zukunfts-Investitionen mit unsicherer Rentabilität erscheinen bei einer solchen Mentalität als Verschwendung und werden tendenziell abgewürgt.

Trotz der besonderen Probleme für innovative Firmen in Großbritannien hat es jedoch eine Gesellschaft aus dem Umfeld der Universität Cambridge geschafft, sich vom negativen Umfeld abzulösen und als ein Unternehmen zu etablieren, das seit der Gründung 1990 Innovationskraft mit außergewöhnlichem kommerziellen Erfolg verbindet: ARM Holdings. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass sich diese Firma als „Intellectual Property Company“ voll auf die Forschung konzentriert, die Umsetzung der Ergebnisse in konkreten Produkten jedoch ihren globalen Kunden überlässt. So werden typisch britische Stärken genutzt – und typisch britische Schwächen vermieden.

Arm Holdings			
Website:	https://www.arm.com/	Kurs 3.6.2016: £9,92	Börsenwert (Mrd.€): 18,2
Hauptbörse:	London	Land: Großbritannien	WKN: 913698
			ISIN: GB0000595859

ARM Holdings hat sich auf die Entwicklung von Mikroprozessoren sowie der damit verbundenen Technologien und Softwarelösungen spezialisiert. Diese Technologien werden an Elektronikhersteller

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

(insbesondere Halbleiterproduzenten) lizenziert. Hierbei werden zwei Hauptarten von Einnahmen generiert: allgemeine Gebühren zur Nutzung der ARM-Technologie sowie Lizenzgebühren für jeden Chip, der mithilfe von ARM-Patenten hergestellt wurde.

2015 gab es 173 Lizenznehmer, die insgesamt 1.348 Lizenzen nutzten, darunter die meisten führenden Elektronikhersteller der Welt. Im vergangenen Jahr basierten 32% aller weltweit produzierten Chips auf ARM-Technologie; seit 2011 konnte der Weltmarktanteil damit jährlich um 2% gesteigert werden. Bei Smartphones hat ARM mit einem Marktanteil von 85% eine dominante Position. In diesem Segment profitiert ARM derzeit stark vom Innovationswettbewerb der Smartphone-Anbieter. So kam 2015 die neuste – und hochprofitable – Produktgeneration ARMv8 bei den neu produzierten Smartphones schon auf einen Anteil von 50%.

In den vergangenen 5 Jahren betrug das Umsatzwachstum durchschnittlich 17% p.a., die operative Ertragssteigerung durchschnittlich 25% p.a. Eine Fortsetzung dieser sehr hohen Wachstumsraten ist jedoch nicht zu erwarten, da insbesondere die Basisvergütungen für die Nutzung der ARM Technologie nach Erwartung des Managements in den nächsten Jahren nur mit ca. 5-10% zulegen werden. Deutlich mehr als 10% p.a. dürften hingegen weiterhin die laufenden Lizezeinnahmen wachsen, da gerade in den vergangenen Jahren viele neue Lizenznehmer hinzugewonnen wurden.

ARM Holdings PLC	2011	2012	2013	2014	2015
Umsätze (Mio. £)	485	913,2	1117,8	1292,6	1488,6
Anzahl Lizenznehmer	121	110	121	163	173
produzierte Chips (Mrd.) *)	7,9	8,7	10,4	12	14,8
Investments (Mio. £) **)	266	288	357	380	506
Bargeldgeserven (Mio. £)	424	520	707	862	951
Gewinn je Aktie (p)	12,4	14,7	20,6	24,1	30,2
Dividende (p)	3,5	4,5	5,7	7	8,7

*) auf der Basis von ARM-Patenten

***) incl. Akquisitionen

Gestützt wird das Wachstum durch Akquisitionen von kleineren Technologiefirmen, die zum einen das Portfolio an lizenzierbaren Technologien erweitern (2015 Discretix (Sansa Security), Sunrise Micro Devices und Wicentric); oder die über Technologien verfügen, die Lizenznehmern von ARM die Produktion von komplexen Chips mit ARM-Technologie erleichtern (2015 Carbon Design Systems). Für die Zukäufe wurden 2015 73,9 Millionen £ aufgewandt. Dies ist angesichts einer Liquidität von über 1 Mrd. £ (Q1 2016) und einer hohen Cashflow-Rentabilität eine zu vernachlässigende Summe.

Die Aktionäre wurden durch steigende Dividenden am Unternehmenserfolg beteiligt, die seit 2011 mit einer Rate von jährlich 26% zulegten. Seit 2014 hat ARM darüber hinaus begonnen, Aktien zurückzukaufen, allerdings bisher nur in geringem Umfang. Dennoch kann davon ausgegangen werden, dass Rückkäufe angesichts relativ stabil steigender Lizezeinnahmen weiter zunehmen werden.

Die Aktie von ARM war in den vergangenen Jahren von Befürchtungen belastet, dass mit einem Abflauen des Smartphone-Booms auch das Wachstum bei den Lizezeinnahmen einbricht. Die Zweifel bewahrheiteten sich bisher jedoch nicht, im Gegenteil profitiert ARM derzeit gerade von den aktuell

Mit ruhiger Hand

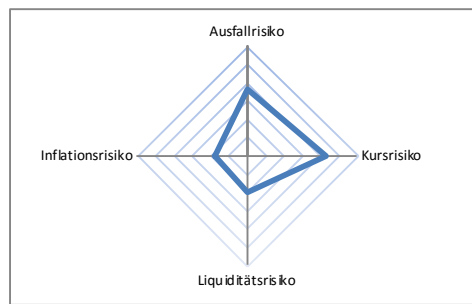
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

stattfindenden Technologie-Upgrades. Darüber hinaus hat die Gesellschaft zwei Wachstumsfelder mit hohem Potenzial identifiziert:

- Netzwerk-Infrastruktur (Marktanteil bisher 15%): Durch Cloud Computing wächst der Bedarf an Daten-Centern und Kommunikationsverbindungen explosionsartig, die wiederum leistungsfähige Basisstationen, Router, Switches, und Server benötigen.
- Künstliche Intelligenz / Interkonnektivität (Marktanteil bisher 25%): Durch das selbstständige und interaktive Agieren von Robotern im Rahmen von Anwendungen wie Smart Home oder autonomes Fahren werden immer leistungsfähigere Microcontroller, Smartcards bzw. Embedded Connectivity Chips benötigt.

Um die Potenziale dieser – und möglicherweise darüber hinaus gehender neuer – Geschäftsfelder voll nutzen zu können, hat ARM Holdings die Zahl der Ingenieure, dies sich mit Grundlagenforschung beschäftigen, von 2011 bis 2015 von 149 auf 488 erhöht und damit mehr als verdreifacht.

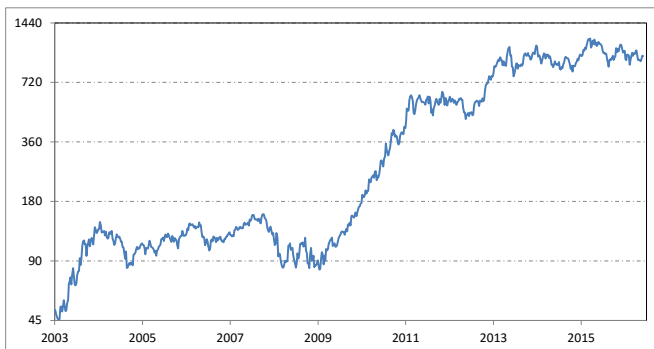
Gewinnänd. bis 2018e Ø p.a.		18%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2016e	2017e	aktuell
28,7	25,0	7,3
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2016e	2017e	zu Umsatz
1,0%	1,1%	7,9



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

Langfristige Kursentwicklung (p):

Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



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

Die Aktie von ARM Holdings ist ein klassischer Wachstumstitel: Die Bewertung erscheint optisch sehr hoch; dies wird allerdings durch eine überlegende Wettbewerbsposition in strukturell wachsenden Märkten gerechtfertigt. Die aktuelle Bewertung reflektiert dabei noch nicht einmal das volle Potenzial der Expansion in den Bereichen Netzwerkinfrastruktur, Interkonnektivität und künstliche Intelligenz. Die finanzielle Lage ist mit einer Eigenkapitalquote von 86% (Q1 2016) äußerst solide.

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

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

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

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu „Außer Spesen nichts gewesen“:

- 1 Vgl. Lenzner, Robert (2013): **“The Top 25 Hedge Fund Managers Earn More Than All the 500 Top CEOs Together”** forbes.com 6.8.2013 <http://www.forbes.com/sites/robertlenzner/2013/08/06/the-top-25-hedge-fund-managers-earn-more-than-all-the-500-top-ceos-together/#256dcd4d11d0> (zuletzt abgerufen 9.5.2016)
- 2 Vgl. Bhalla Ketan (2015): **3 Reasons to Invest in Hedge Funds**; slicedinvesting.com blog 6.11.2015 <http://www.slicedinvesting.com/learning/finance/3-reasons-invest-hedge-funds> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 3 Vgl. Reeve Nick (2016): **“Hedge Fund Flows Collapse in 2015”**; Chief Investment Officer vom 4.1.2016 <http://www.aicio.com/channel/manager-selection/hedge-fund-flows-collapse-in-2015/> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 4 Vgl. Shen, Lucinda (2016) **“Hedge Fund Outflows Will Reach at Least \$25 Billion This Year”** fortune.com 22.4.2016 <http://fortune.com/2016/04/22/hedge-fund-outflows-will-reach-at-least-25-billion-this-year/> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 5 Vgl. Loomis, Carol J. (2016): **“Warren Buffett Loses A Bit of Ground in His 'Million-Dollar Bet”**; fortune.com, 16.2.2016; <http://fortune.com/2016/02/16/warren-buffett-loses-ground-in-million-dollar-bet/> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 6 Vgl. OctaFinance (2015) **“Top 50 Hedge Fund Returns & Strategies – Historical Annual Performance Overview of James Simons, David Tepper, John Overdeck and David Siegel”**; OctaFinance 11.09.2015 http://www.octafinance.com/top-50-hedge-fund-returns-strategies-historical-annual-performance-overview-of-james-simons-david-tepper-john-overdeck-and-david-siegel/?doing_wp_cron=1462785794.7778570652008056640625 (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 7 Vgl. Wigglesworth Robin (2015), **“Renaissance Technologies winds down \$1bn investment fund”** FT.com 14.10.2015 <https://next.ft.com/content/109842b8-71f4-11e5-9b9e-690fdae72044> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 8 Swensen, David (2000): **„Pioneering Portfoliomanagement“**; Simon & Schuster, New York 2000
- 9 Vgl. Ferri, Rick (2012): **“The Curse of the Yale Model”**; forbes.com 16.4.2012 <http://www.forbes.com/sites/rickferri/2012/04/16/the-curse-of-the-yale-model/> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 10 Vgl. Huebscher, Robert (2009): **“David Swensen Speaks Out: Are Hedge Funds of Funds a Cancer?”** Advisor Perspectives vom 20.1. 2009; http://www.advisorperspectives.com/newsletters09/pdfs/David_Swensen_Speaks_Out.pdf (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 11 Vgl. Freeland Chrystia (2009): **“Lunch with the FT: David Swensen”**; Financial Times Weekend 10.9. 2009 S. 3 Das Originalzitat lautet: *“The most important thing is character and the quality of people. That’s also the second most important thing and the third most important thing. It’s everything.”*
- 12 Vgl. Huebscher, Robert (2009): **“David Swensen Speaks Out: Are Hedge Funds of Funds a Cancer?”** Advisor Perspectives vom 20.1. 2009; http://www.advisorperspectives.com/newsletters09/pdfs/David_Swensen_Speaks_Out.pdf (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 13 Lack, Simon (2012): **“The Hedge Fund Mirage: The Illusion of Big Money and Why It's Too Good to Be True”**; Wiley; Hoboken, New Jersey, January 3, 2012

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 14 Vgl. Vardi Nathan (2016): **“The 25 Highest-Earning Hedge Fund Managers And Traders”**; forbes.com 24.2.2016 <http://www.forbes.com/sites/nathanvardi/2016/02/24/the-25-highest-earning-hedge-fund-managers-and-traders-2/2/#461cf6f86d14> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 15 Vgl. La Roche, Julia (2015): **“The hot new hedge fund strategy — stop being a 'hedge fund'”** businessinsider.com 31.12.2015 <http://www.businessinsider.de/family-office-hedge-fund-trend-2015-12?r=US&IR=T> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)

Quellen zu **„Silber bleibt die zweite Wahl“**:

- 1 Vgl. Thielmann, Karl-Heinz (2014): **„Langfristige Rohstofftrends- Teil 3: Edelmetalle“**; in: Mit ruhiger Hand Nummer 27, 7. Juli 2014; S. 17 ff.
- 2 Vgl. Reuters (2016): **“Deutsche Bank to settle U.S. silver price-fixing litigation”**; Reuters.com vom 13.4.2016 <http://www.reuters.com/article/us-deutschebank-settlement-silver-idUSKCN0XA2RU> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 3 Vgl. hierzu, wie auch zu den folgenden Zahlenangaben: The Silver Institute (2016): **„World Silver Survey 2016“**; <https://www.silverinstitute.org/site/wp-content/uploads/2011/06/WSS2016.pdf> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 4 Vgl. Sanderson, Henny (2016): **„Silver investors look for solar energy spark“** Financial Times 14.5.2016 Seite 13

Quellen zu **“ARM Holdings: in einem positiven Sinn sehr britisch ”**

- 1 Vgl. <http://www.forbes.com/sites/samanthasharf/2016/05/26/the-worlds-largest-tech-companies-2016-apple-bests-samsung-microsoft-and-alphabet/#130c986589ee> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 2 Vgl. Cornell University, INSEAD, World Intellectual Property Organization WIPO (2016): **“The Global Innovation Index 2015 - Effective Innovation Policies for Development”**; globalinnovationindex.org <https://www.globalinnovationindex.org/content/page/gii-full-report-2015/> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 3 Vgl. Hoffman, Byline Reid (2015): **Expertise in scaling up is the visible secret of Silicon Valley** Financial Times 16. September, 2015; S. 10
- 4 Vgl. Ahmed, Murad (2015): **„In Silicon Valley’s shadow“** Financial Times Weekend 22.7. 2015 S. 9
- 5 Vgl. Gordon, Sarah (2015): **“Ready to launch”**; Financial Times Weekend 15.8./16.8. 2015 S. 15
- 6 Vgl. Frank, Arno (2012): **“Der wahre iGod”**; Spiegel Online vom 19.12.2012 <http://www.spiegel.de/einestages/kane-kramer-erfinder-des-ipod-urahnen-a-947733.html> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 7 Vgl. Mead, Rob (2009): **“15 best British tech inventions ever”**; techradar.com 26.2. 2009 <http://www.techradar.com/news/world-of-tech/15-best-british-tech-inventions-ever-548346> (zuletzt abgerufen 3.6.2016)
- 8 Vgl. Gordon, Sarah (2015): **“Ready to launch”**; Financial Times Weekend 15.8./16.8. 2015 S. 15
- 9 Vgl. Evans Judith (2015): **“Neil Woodford focuses on fledgling companies with fund launch”** FT.com 6 Februar 2015 <https://next.ft.com/content/13fc7ba2-adde-11e4-8188-00144feab7de> (zuletzt abgerufen 3.6.2016). Das Originalzitat lautet: *“Britain has a record of great innovation and invention, but we haven’t been good at turning this into commercial success for the economy.”*

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2; Karl-Heinz Thielmann.

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

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

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

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

- 1) Wesentliche Informationsquellen: siehe Seite 14.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 17.
- 4) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 6.6.2016.
- 5) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitraum vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

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

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Systematik der Anlageempfehlungen:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

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

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

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

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

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

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

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

b) Empfehlungssystem:

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

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

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

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

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

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

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

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

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

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