

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 50, November – Dezember 2016

Heute mit folgenden Themen:

- **Aktives Fonds-Management: ein verwirrender Begriff**
- **Serviced Apartments: interessante Marktnische am Immobilienmarkt**
- **Pharmaaktien: Angst vor Hillary Clintons Wahlsieg drückt auf Kurse**

Aktives Fondsmanagement wird oft in der Presse oder von Ökonomen als aussichtslos kritisiert. Allerdings ist der Begriff unklar: Heißt „aktiv“ ständige Anpassung an dem Markt? Viele erfolgreiche aktive Anleger machen genau das Gegenteil. Oder sollen Ineffizienzen am Finanzmarkt ausgenutzt werden? Dies versuchen auch viele „passive“ Strategien, die auf synthetischen Indizes basieren.

In „**Klartext: Die besten aktiven Anleger bleiben passiv**“ wird gezeigt, dass die Differenzierung zwischen aktivem und passivem Fondsmanagement oft schwierig und manchmal irreführend ist. Anleger sollten Fonds lieber danach unterscheiden, ob diese auf „Investment“ (Partizipation an Wertgenerierung durch Unternehmen) oder „Spekulation“ (Wertpapierkäufe auf der Basis von Kursprognosen) setzen. Viele erfolglose aktive Fondsmanager sind oft nicht anderes als zu langsame Spekulanten. Langfristanleger sollten sowohl auf „passive“ Indexfonds wie auch auf aktive Fonds setzen, deren Manager konsequent in überdurchschnittlichen Unternehmen investieren.

In einem von zunehmend von Überhitzungserscheinungen geprägten Immobilienmarkt stellen Serviced Apartments eine Marktnische mit nach wie vor ungebrochenem Wachstumspotenzial dar. Sie vereinen die Unterbringung auf Zeit in einem Apartment und die Möglichkeit, hotelähnliche Serviceleistungen in Anspruch zu nehmen. Damit sprechen sie besonders eine wachsende Zahl von reisenden Führungskräften, Berufspendlern sowie flexiblen Projektarbeitern an. Der Beitrag „**Serviced Apartments: kleine Immobilien mit großen Möglichkeiten**“ beschäftigt sich mit dieser genau zwischen den Kategorien Hotel und Wohnen positionierten Immobilienform.

Trotz größtenteils guter Unternehmensergebnisse gehörten an den Börsen die Aktien von Pharmaunternehmen in diesem Jahr zu den Haupt-Verlierern. Hauptgrund hierfür ist, dass Hillary Clinton ihre Preisgestaltung zum Wahlkampfthema gemacht hat. Der Beitrag „**Angst vor Hillary: Pharmaaktien unter Druck**“ beschreibt, dass sich Clintons Kritik nur auf nachträgliche starke Preiserhöhungen bei bereits etablierten Medikamenten bezieht. Insofern erscheint die derzeitige negative Marktreaktion durch Befürchtungen hinsichtlich einer stärkeren Regulierung als übertrieben.

Ein Beispiel für ein zu stark im Kurs gefallenes Unternehmen ist Gilead Sciences. Die für hochwirksame HIV- und Hepatitis C-Medikamente bekannte Firma wurde in der Öffentlichkeit stark für ihre hohen Preise kritisiert. Allerdings sind sie deutlich günstiger und effektiver als herkömmliche Therapien. Zudem werden in der Praxis bereits hohe Discounts auf die Listenpreise gewährt. Der aktuelle Börsenkurs wäre nur bei einem Niedergang gerechtfertigt, der aber unwahrscheinlich ist.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Die besten aktiven Anleger bleiben passiv

Liebe Langfristanleger,

in den letzten Wochen dieses Jahres konnte man in der Finanzpresse wieder diverse Abgesänge auf das aktive Fondsmanagement lesen.¹ Schlechte Performance-Zahlen für Publikumsfonds und hohe Mittelabflüsse für aktiv verwaltete Aktienfonds scheinen ein eindeutiges Signal zu geben: Aktives Fondsmanagement funktioniert nicht, die frustrierten Kunden laufen weg. Stattdessen rücken immer mehr kostengünstige Indexfonds und andere „passive“ Investmentprodukte in den Mittelpunkt des Investoreninteresses.



Inhalt:

Seite 8: *Serviced Apartments: kleine Immobilien mit großen Möglichkeiten*

Seite 13: *Angst vor Hillary: Pharmaaktien unter Druck*

Seite 17: *Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise*

Seite 21: *Disclaimer*

Doch ist aktives Fondsmanagement wirklich aussichtslos? Oder verbergen sich hinter der schlechten Performance grundsätzliche Probleme der Investmentbranche, die mit dem Unterschied zwischen „aktiv“ und „passiv“ nichts zu tun haben?

Der Begriff „aktives Fondsmanagement“ ist nicht eindeutig

Was genau ist eigentlich aktives Fondsmanagement? Der Begriff wird generell mit der Zielsetzung verbunden, durch bewusste Anlageentscheidungen eines Fondsmanagers „den Markt zu schlagen“. Was dies konkret bedeutet, ist aber nicht eindeutig; genau sowenig wie die genaue Abgrenzung vom

vorgeblichen Gegenteil, dem passiven Management.

In der Literatur findet man zwei gängige Begriffsbestimmungen:

1) aktives Management = laufende Anpassung: Im Börsenlexikon der Deutschen Börse beispielsweise ist ein aktiv verwalteter Fonds definiert als „*Investmentfonds, dessen Zusammensetzung von einem Fondsmanager beobachtet, überprüft und je nach Marktsituation angepasst wird.*“²

2) aktives Management = ausnutzen von Marktineffizienzen: In der Broschüre „Aktives Management“ von Allianz Global Investors heißt es hingegen: „*Dem aktiven Management liegt die Zielsetzung zugrunde, durch Ausnutzung von Ineffizienzen an den Kapitalmärkten eine bessere Wertentwicklung als ein adäquater Vergleichsindex (Benchmark) zu erzielen.*“³

Beide Definitionen scheinen ähnlich, sind es aber nicht. Die erste impliziert, dass der Fondsmanager versucht, Finanzmarktentwicklungen vorherzusehen. Er macht Kursprognosen und investiert auf deren Basis. Nach der zweiten Definition wird bevorzugt in Wertpapiere investiert, die vom Finanzmarkt falsch gepreist sind; unabhängig davon, welche Kursentwicklung kurzfristig erwartet wird.

Dies sind durchaus verschiedene Dinge. Denn Finanzmärkte sind durch viele Faktoren getrieben, die Korrektur von Ineffizienzen ist nur einer davon. Zudem gibt es Phasen, in denen Ineffizienzen entstehen. Gerade in solchen Perioden bedingen beide Definitionen ein völlig unterschiedliches Anlageverhalten, was an den Beispielen Warren Buffett und Voya Fonds deutlich wird.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Sind Warren Buffett und der Voya-Fonds aktive oder passive Anleger?

Für Warren Buffett sind Aktien Anteile an produktiven Unternehmen. Daher ist für ihn entscheidend, dass diese Firmen operativ langfristig erfolgreich sind, unabhängig davon, wie dies am Aktienmarkt bewertet wird. An seinen Anteilen hält er fest, solange die Gründe für den Erfolg anhalten, am besten dauerhaft. Dies kommt auch in einem seiner berühmtesten Zitate zum Ausdruck: *„My favorite holding period is forever.“* – *„Am liebsten behalte ich meine Aktien ewig.“*⁴

Buffett investiert in Qualitätsaktien, die nicht überbewertet sind. Er ignoriert Marktbewegungen, es sei den, sie eröffnen ihm durch gravierendes Mis-Pricing von Aktien günstige Einstiegsmöglichkeiten. Die Wertentwicklung des Referenzindex ist für seine Anlageentscheidung völlig irrelevant. Nach der ersten Definition wäre Buffett überwiegend ein passiver Anleger, da er sein Portfolio nicht in Hinblick auf erwartete Marktentwicklungen anpasst. Nach der zweiten Definition ist Buffett ein aktiver Anleger, da er mittels analytischer Methoden herauszufinden versucht, welche Unternehmen a) besser als ihre Wettbewerber sind; sowie b) inwieweit dies im Marktpreis reflektiert ist.

Das Prinzip der „ewigen“ Haltedauer wurde bisher am konsequentesten verwirklicht durch den „Voya Corporate Leaders Trust Fund“. Er besteht seit 1935 und enthielt die nach Ansicht der damaligen Fondsmanager die 30 aussichtsreichsten Titel, in die gleichgewichtet investiert wurde. Seitdem blieb die Titelauswahl unverändert; nur im Falle von Übernahmen wurde in die Nachfolgegesellschaft investiert. Langfristig gescheiterte Firmen wie Pennsylvania Railroad Co. (Bankrott der Nachfolgegesellschaft 1970) wurden nicht ersetzt, sodass inzwischen 22 Titel verblieben sind. Zu den ursprünglichen Investments, die bis heute bestehen, gehören DuPont, General Electric, Procter & Gamble und Union Pacific. Berkshire Hathaway kam durch die Übernahme von Atchison Topeka und Santa Fe Railway ins Portfolio; Honeywell durch den Kauf von Allied Chemical and Dye.⁵

Die langfristigen Performancezahlen zeigen, dass der Voya-Fonds bis heute über längerfristige Betrachtungszeiträume die Marktindizes teilweise recht deutlich abgehängt hat. Doch ist er passiv oder aktiv? Die Fondsgesellschaft vermarktet ihn als „passiv“, weil er an seiner ursprünglichen Struktur festhält. Andererseits beruht diese feste Struktur auf „aktiven“ Anlageentscheidungen für herausragende Firmen, auch wenn diese vor 81 Jahren getroffen wurden. Nach der Definition des Börsenlexikons wäre der Voya-Fonds klar als passiv anzusehen, nach der anderen eindeutig als aktiv.

Auch „passive“ Fonds können starke Anpassungs- und Umschichtungsaktivitäten entfalten

Aktien- und Rentenindexfonds werden oft mit passiven Produkten gleichgesetzt. Aber dies ist zu oberflächlich, da sich Indizes in ihrer Konstruktion oftmals grundlegend unterscheiden. Es gibt umfassende Indizes, die ein repräsentatives Abbild von Wertpapiermärkten abbilden sollen – wie z. B. der STOXX® Global 1800 für die globalen Aktienmärkte. Und es gibt Indizes, die bestimmte Teilsegmente repräsentieren – wie z. B. der DAX für das Bluechip Segment des deutschen Aktienmarktes.

Darüber hinaus gibt es „synthetische“ Indizes, die nach bestimmten Investmentkriterien gebildet werden. Hierbei werden sowohl quantitative wie auch qualitative Kriterien zur Konstruktion herangezogen – wie z. B. bei Minimumvarianz- oder Nachhaltigkeitsindizes. Sofern sie die Zielsetzung verfolgen, bessere Performanceeigenschaften als ein repräsentativer Index zu haben, werden die zugehörigen Fonds oftmals auch unter der Bezeichnung „Smart-Beta“ vermarktet.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dem Ideal des passiven Investments kommen Fonds am nächsten, die sich kostengünstig umsetzen lassen und an einem möglichst repräsentativen Index orientieren. Jack Bogle startete vor genau 40 Jahren mit dem „Vanguard 500“ den ersten Publikumsindexfonds und begründete damit den Siegeszug des passiven Investments. Er machte mit dem S&P 500 einen relativ umfassenden sowie einfach – und damit kostengünstig – zu replizierenden Aktienindex zur Grundlage seines passiven Produktes. Anleger sollten so möglichst unbelastet von Kosten und Fondsmanagerfehlern Zugang zur Ertragskraft des US-Aktienmarktes erhalten.

Inzwischen hat seine ursprüngliche Idee aber viele Abwandlungen erfahren, welche die ursprünglichen Intentionen zunehmend infrage stellen. In Europa sind vor allem Indexfonds auf hochliquide Bluechip-Indizes wie den DAX oder EuroStoxx 50 sehr beliebt, die sich zwar für die Anbieter kostengünstig herstellen lassen, aber den Gesamtmarkt (incl. Small- und Mid Caps) nicht wirklich abbilden.

Während diese Fonds aber noch als relativ echte passive Produkte gelten können, ist dies bei Fonds auf der Basis von synthetischen Indizes weniger klar. Denn die ihnen zugrunde liegenden Auswahlkriterien basieren vielfach auf Strategien, deren Anlageergebnis den Markt übertreffen soll. Dies ist aber eigentlich das Ziel von aktivem Management. Synthetische Indizes werden auch teilweise sehr häufig umgeschichtet – an den Markt angepasst. Damit erfüllen sie Kriterien der am Anfang vorgestellten Definitionen für aktives Fondsmanagement. Allerdings sind für die Umschichtungen keine menschlichen Fondsmanager verantwortlich, sondern von Menschen festgelegte Regeln, die entweder ein Indexkomitee oder ein Computeralgorithmus umsetzt. Ob aber alleine das Outsourcing der Entscheidungsverantwortung einen Fonds „passiv“ macht, ist sehr zweifelhaft. Zumindest handelt es sich um Hybrid-Produkte zwischen beiden Kategorien, und sie sollten auch als solche angesehen werden. Hierfür sprechen auch die Gebühren für synthetische Indexfonds, die zumeist zwischen denen von traditionellen aktiven Fonds und „echten“-Indexfonds angesiedelt sind.

Sofern man „laufende Anpassung an den Markt“ als wichtiges Kriterium für aktives investieren ansieht, dann sind Indexfonds niemals hundertprozentig passive Investments. Dies gilt speziell bei Verwendung von synthetischen Indizes. Aber auch repräsentative Indizes sind keineswegs stabil. Denn Märkte wandeln sich: Erfolgreiche Firmen wachsen, erfolglose gehen unter. Zudem verändern laufend Neuemissionen, Übernahmen, Aktienrückkäufe und Kapitalerhöhungen die Gewichtung der einzelnen Aktien an den Märkten. Finanzmärkte sind einem permanenten Änderungsprozess unterworfen, und hieran werden auch die Indizes – so wie die ihnen folgenden Indexfonds – angepasst.

Gerade bei Bluechip-Indizes sind diese Veränderungen stark spürbar: So sind beispielsweise beim aktuellen DAX nur noch 16 Titel der ursprünglichen 30 Titel vom Juli 1988 enthalten. Von diesen ist allerdings Continental zweimal herausgefallen und wieder aufgenommen worden; E.ON von heute hat mit der Vorgängerfirma Veba nicht mehr viel zu tun. Insgesamt mehr als 30mal wurde der DAX in seiner Geschichte umgeschichtet – was seiner Performance gar nicht gut getan hat: Hätte man – analog zur Anlagestrategie des Voya-Fonds – an den Titeln des Ursprungs-DAX festgehalten und bei Übernahmen in die Nachfolgefirma umgeschichtet, wäre die annualisierte Performance nach Berechnungen der Wirtschaftswoche zwischen 1988 und 2013 mit 10,7% p.a. um 2,5% jährlich besser gewesen als beim tatsächlichen DAX (+8,2% p.a.).⁶

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Indexänderungen schaden i.d.R. ungemein insbesondere der Performance von Bluechip-Indexfonds, denn bei ihren Regeln ist prozyklisches Anlegen quasi eingebaut. Neu aufgenommen werden – abgesehen von großen Neuemissionen wie Deutsche Telekom – immer Titel, die vorher sehr stark gestiegen sind. Hierbei ist unerheblich, ob der Anstieg fundamental begründet war, oder ob es sich um einen Börsen-Hype handelt. In letzterem Fall bricht dann irgendwann der Hype wieder zusammen, die Aktie muss zu einem tieferen Kurs als zur Aufnahme den Index wieder verlassen. Continental im DAX ist hingegen ein Beispiel dafür, dass zyklische Aktien nach einem starken Abschwung aus dem Index zu Tiefstkursen hinausfallen können, um nach der Erholung wieder aufgenommen zu werden.

Empirische Belege für das Scheitern aktiven Managements: eine Sache der Datenauswahl

Es gibt viele Untersuchungen, die das angebliche Scheitern von aktivem Fondsmanagement empirisch belegen. Sie vergleichen i.d.R. die Performance von Publikums-Aktienfonds mit derjenigen von repräsentativen Marktindizes. Je nach Betrachtungszeitraum und Markt kommt dabei zumeist heraus, dass zwischen 66% und 97% der aktiv verwalteten Fonds nicht in der Lage sind, den Markt zu schlagen. Doch diese Zahlen kommen auf fragwürdige Weise zustande:

- Die schlechten Performance-Zahlen für aktive Manager basieren i.d.R. auf stark mit Kosten belasteten Publikumsfonds. Relativ kostengünstig verwaltete institutionelle Fonds hingegen gehen nicht in die Performancevergleiche nicht mit ein. Insofern sind sie von vornherein extrem unfair: Indizes ohne Kosten werden gegen das mit Abstand kostenintensivste Teilsegment des Fondsmarktes gemessen, um daraus angeblich allgemeingültige Aussagen abzuleiten.
- Die selektive Vorauswahl der Daten für die Untersuchungen über die angebliche Unterlegenheit aktiven Managements dürfte damit zutun haben, dass sie zumeist von Wissenschaftlern erstellt und verbreitet werden, die entweder Anhänger der Effizienzmarktthese (die eine Unmöglichkeit aktiver Outperformance impliziert) sind; oder Anbieter von Aktienindizes wie z. B. Standard & Poor's (die an Lizenzgebühren von Indexfonds verdienen). Insofern werden sie sie keineswegs von neutralen Institutionen vorgenommen, sondern von parteiischen Gutachtern, die Belege für Behauptungen so zurechtbiegen, damit sie ihren Interessen am besten nützen.
- Bei dem Sammelbegriff „aktive Fonds“ wird nicht nach der Methodik differenziert. Es wird nicht unterschieden, ob die Manager einer stringenten Value- oder Growth-Methode folgen, eine sonstige Systematik verwenden, wild herumzocken, ihre Aktien mit Astrologie aussuchen oder einfach ein Affe Pfeile auf eine mit Aktiennamen gespickte Dartscheibe wirft.
- Weiterhin werden sogenannte „Index-Schmuser“ (Closet Indexer) als aktive Fonds gezählt. Hierbei handelt es sich um Fondsmanager, deren Anlagestruktur einen Marktindex sehr nahe kommt, die aber genauso hohe Gebühren wie richtige aktive Manager verlangen. Effektiv handelt es sich um überbeuerte Indexfonds, die in der Performancestatistik dann aber als aktiv gelten – und zum schlechten Ruf beitragen.

Sind Finanzmärkte so effizient, dass aktives Fondsmanagement zwangsläufig scheitern muss?

Bei Finanzmarkteffizienz spiegelt der Kurs eines Wertpapiers alle aktuell vorhandenen Informationen wieder. Als Hinderungsgründe für Markteffizienz gelten in der Ökonomie hohe Transaktionskosten, intransparente Informationen oder Wettbewerbspositionen, die den Missbrauch von Marktmacht

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

erlauben. Diese Einschränkungen sind an Finanzmärkten i.d.R. nicht gegeben (oder wenn, dann nur sehr kurzfristig). Bei vielen Ökonomen hat sich deshalb vor Jahrzehnten die Überzeugung herausgebildet, dass Finanzmärkte effizient sein müssen. Deswegen glauben sie, dass aktives Fondsmanagement, welches auf das Ausnutzen von Marktineffizienzen ausgelegt ist, zwangsläufig scheitern muss. Doch die tagtägliche Erfahrung an den Finanzmärkten, an denen es oft zu kurzfristigen Spekulationsexzessen und gelegentlich auch zu großen, lang anhaltenden Blasen kommt, widerspricht offensichtlich dem Vorhandensein von Markteffizienz. Denn nur weil Finanzmärkte sich schnell an Informationsänderungen anpassen, heißt dies noch lange nicht, dass sie dies auch richtig machen. Auf neue Nachrichten wird zumeist „überreagiert“; Kursänderungen überzeichnen ihre negativen oder positiven Konsequenzen oftmals grotesk.

Diese Überreaktionen lassen sich eigentlich nur damit erklären, dass Anleger nicht – wie von den Effizienzmarkttheoretikern angenommen – ein optimales Modell zur Zukunfts-Prognose besitzen, sondern sich kurzfristig vor allem durch das Sentiment treiben lassen. Insofern führt in der Praxis gerade die schnelle Anpassung der Märkte zu ineffizienten Preisen – und eröffnet damit sogar Investmentchancen für Anleger, die diese erkennen können.

Man kann den Markt schlagen, es ist aber alles andere als einfach

In der Tat gibt es viele institutionelle Anlageverwalter und sogar einige Publikumsfondsmanager, die es geschafft haben, über eine längere Periode deutlich bessere Anlageergebnisse als ein repräsentativer Marktindex bzw. eine Peer Group von Konkurrenten zu erzielen. Zu den bekannteren zählen:

- John Maynard Keynes (Cambridge Endowment): +5,6% p.a. vs. UK Markt (1922-1946)
- Peter Lynch (Magellan Fund): +13,7% p.a. vs. S&P 500 (1977-1990)
- Warren Buffett (Berkshire Hathaway): +11,3% p.a. vs. S&P 500 TR (1965-2014)
- Benjamin Graham (Graham-Newman Corp.): ca. +8% p.a. vs. US Markt (1936-1956)
- John Neff (Vanguard Windsor Fund): +3,1% p.a. vs. S&P 500 (1961 to 1995)
- Neil Woodford (Invesco Perpetual): + 3.8 % p.a. vs. Peer Group (1988-2013)

Diese aktiven Investoren haben Gemeinsamkeiten, die sie von weniger erfolgreichen Anlagemanagern unterscheiden. Diese Erfolgsfaktoren sind:

- 1) **Systematik:** Sie folgten bei der Aktienauswahl relativ konsequent entweder einer Value- oder Growth-Systematik (bzw. wie Buffett einer Kombination aus beidem).
- 2) **Man muss nicht immer besser als der Markt sein, aber meistens:** Die Performance ihrer Anlagen wich mittelfristig oft stark von der Indexperformance ab. Nur in ca. 2/3 der Jahre konnten diese Manager den Markt deutlich abhängen, in ca. 1/3 der Jahre waren sie sogar deutlich schlechter.
- 3) **Konsequenz:** Relativ zum Index gab es für alle Manager oftmals auch längere Perioden, in denen sie deutlich schlechter lagen als der Index. Value-Investor John Neff produzierte mit seinem Windsor Fund beispielsweise zwischen 1972 und 1974 eine jährliche Underperformance von durchschnittlich 8% zum S&P 500. Neff – wie auch alle anderen erwähnten Manager – ließ sich aber durch eine zwischenzeitlich bessere Marktperformance nicht aus dem Konzept bringen und hielt konsequent an eigenen Stil fest. Dies führte dann dazu, dass in gegenläufigen Marktphasen zwischenzeitlich schlechte Ergebnisse leicht wieder aufgeholt werden konnten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 4) **Glauben an die eigenen Überzeugungen und psychologische Stärke:** Wenn Fondsmanager sich anders positionieren als der Markt, und nicht so schnell recht bekommen, kann der externe Druck auf sie sehr groß werden. Schon 1936 schrieb John Maynard Keynes in seiner General Theory: „Es ist der langfristig orientierte Anleger, ... der in der Praxis am meisten kritisiert wird ... Sein Verhalten erscheint der öffentlichen Meinung exzentrisch, unkonventionell und unvorsichtig.“⁷ Eine große Rolle für den Erfolg langfristig erfolgreicher Anleger spielt daher, dass sie sich durch Kritik in der Öffentlichkeit und zwischenzeitliche Performance-Misserfolge nicht irritieren lassen.
- 5) **Wenige Umschichtungen:** „Hin und her macht Taschen leer“ lautet eine alte Börsenweisheit, die durch die erfolgreichen Investoren eindrucksvoll bestätigt wird. Soweit bekannt, lagen die Umschichtungsfaktoren zumeist deutlich unter 30% jährlich, während sie bei heutigen Publikumsfonds normalerweise deutlich über 100% sind (z. B. laut Morningstar bei durchschnittlich 130% für US-Aktienfonds⁸). Praktisch alle haben oder hatten sogenannte „Kerninvestments“ – hohe Gewichtungen an Aktien von Unternehmen, die sie besonders gut kennen, deren Management sie vertrauen und die nicht mehr umgeschichtet werden. Hinzu kamen zumeist im unterschiedlichen Umfang Titel von Firmen, die mehrere Jahre gehalten und nach Erreichen der jeweiligen - fundamentalanalytisch ermittelten – Performanceziele auch wieder verkauft wurden.

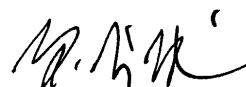
Die Unterscheidung von Spekulation und Investment ist relevanter als zwischen Aktiv und Passiv

Der bereits erwähnte Jack Bogle hat 2012 im Alter von 82 Jahren das Buch „*The Clash of the Cultures: Investment vs. Speculation*“ veröffentlicht, in dem er eine kritische Bilanz seines Berufslebens in der Investmentbranche zieht.⁹ Für ihn verläuft die entscheidende Grenzlinie bei den Methoden nicht zwischen aktiv und passiv, sondern zwischen spekulativ und investiv. Das Kernproblem vieler schlechter aktiver (und zunehmend auch passiver) Fonds ist für ihn, dass sie unter dem Deckmantel „Investment“ eigentlich Spekulation betreiben. Statt Erträge für Anleger durch produktive Investments zu erzielen, wird erwarteten Kursänderungen hinterhergejagt. Diese sind jedoch nicht auf konsistente Weise zu prognostizieren; insofern wird auf die Dauer Vermögen vernichtet. Bogle sieht die Gefahr, dass sich die „Spekulationskultur“ zunehmend durchsetzt – zum Schaden der Investoren.

Bogle hat recht: Die meisten heutzutage als „aktiv gemanagt“ beworbenen Investmentfonds sind im Grunde Spekulationsfonds, die durch die Vorhersage von Markttrends Out-Performance generieren sollen. Sie agieren dabei allerdings zumeist sehr viel langsamer als echte Spekulanten. Somit ist ihr Misserfolg eigentlich vorprogrammiert, sie machen weder Spekulation noch Investment richtig. Wenn sie verdrängt werden, ist es nicht schade. Ihr Scheitern spricht nicht gegen aktives Fondsmangement, demonstriert aber, wie unsinnig der Begriff ist.

Für langfristige Anleger kommt es letztlich darauf an, dass Fonds die Wertgenerierung durch Unternehmen reflektieren. Dies geht mit repräsentativen Indexfonds. Aktive Vermögensverwalter sind nur dann besser, wenn sie systematisch und konsequent in niedrig bewertete bzw. herausragende Firmen investieren. Ihr Erfolg ist insbesondere dann herausragend, wenn sie zu wenig Aktivität neigen und „passiv“ Markttrends ignorieren.

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



Serviced Apartments: kleine Immobilien mit großen Möglichkeiten

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Seit nahezu einer Dekade erhöht sich in Europa die Nachfrage nach Wohnimmobilien. Die steigende Liquidität, eine fortschreitende Urbanisierung, erhöhte Anlagevolumen von Investoren und das nur langsam wachsende Angebot sind die maßgebenden Faktoren hierfür. Allein im vergangenen Jahr flossen europaweit 37,5 Mrd. Euro in Wohnungsinvestments¹. Diese Entwicklung führte in vielen Regionen und Städten zu starken Preissteigerungen. Davon ist auch Deutschland betroffen, wo insbesondere die Preise in den A-Städten und wirtschaftsstarken Oberzentren deutlich stiegen.

Serviced Apartments sind eine Marknische mit wachsender Bedeutung

Angesichts geringer Nettoanfangsrenditen weichen Investoren in höher rentierliche Segmente wie Mikroapartments oder Studentenwohnungen aus. Da diese Anlageformen bei institutionellen Investoren immer salonfähiger werden, stellt sich die Frage, ob man überhaupt noch von Nischenprodukten sprechen kann. Serviced Apartments vereinen die Unterbringung auf Zeit in einem Apartment und die Möglichkeit, hotelähnliche Serviceleistungen in Anspruch zu nehmen. Sie stehen damit genau zwischen den Kategorien Hotel und Wohnen.

Da das Interesse großer internationaler Hotelketten am Segment und am Standort Deutschland steigt, ist in Zukunft mit einem erhöhten Wettbewerb hierzulande zu rechnen. Das größte Wachstumspotenzial weisen demnach kettengeführte Apartmenthotels auf, die neben Geschäftsreisenden verstärkt auch Touristen als Zielgruppe im Fokus haben. Der deutsche Markt für Serviced Apartments ist hinsichtlich der Komponenten Preis, Qualität und Lage sehr vielfältig und damit noch sehr intransparent. Diese Studie gibt einen Überblick über das Wachstumspotenzial dieses Marktsegments, über die einzelnen Konzeptvarianten sowie über die führenden Anbieter in Deutschland.

Neben dem Begriff Serviced Apartment wird im deutschsprachigen Raum vor allem der Begriff Boardinghaus verwendet. Darüber hinaus gibt es noch zahlreiche weitere Begrifflichkeiten für diese Übernachtungsform. Dazu gehören z. B. Apartmenthotels oder Aparthotels, long-stay-Hotels, Suitehotels und Residences. Die Übergänge zwischen temporär angemieteten Wohnungen, Serviced Apartments und Hotels mit Serviced Apartments sind fließend¹. Einige Investoren sehen sie inzwischen als Untersegment der stetig wachsenden Hospitality-Landschaft an, das sich nur unwesentlich von Hotels unterscheidet. Der Oberbegriff Serviced Apartment steht somit für eine Vielzahl an Konzepten, die sich in den vergangenen Jahrzehnten am Markt etabliert haben.

Bislang waren Serviced Apartments nur ein Nischenprodukt auf dem Immobilienmarkt. Doch das ändert sich gerade. Mit der erhöhten Reisetätigkeit von Geschäftsleuten, der steigenden Besucherzahlen in Großstädten und der Bekanntheit des Sektors sowohl auf Verbraucher- als auch auf Investorenseite wird auch die Zahl der Projekte steigen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Mikrowohnen als Anlagemöglichkeit

Wohnraum in Citylagen wird immer knapper, gleichzeitig suchen immer mehr Menschen nach einer urbanen und doch aufs Wesentliche reduzierten Lebensform: Kleine Wohnungen, funktional und hochwertig eingerichtet, zentral gelegen. Diese smarten Wohneinheiten sind der ideale Ausgangspunkt für ein aktives Leben am Puls der Zeit. Wer so wohnt, schätzt kurze Wege, eine intakte Infrastruktur, gute Verkehrsanbindungen und einen schnellen Zugriff auf eine Vielzahl urbaner Freizeitangebote. Auch aus der Renditebetrachtung gewinnt das Mikro-Apartments-Konzept als Investment in Immobilien an Bedeutung, weil vergleichbare Kapitalanlagen eher volatil sind und weniger Rendite abwerfen als vor der Finanzkrise 2008/2009. Festzuhalten ist, dass zwar das Zinsumfeld alternative Anlageformen wie Serviced Apartments oder Student Housing unterstützt. Dennoch werden auch in diesen Segmenten die Risikoprämien kleiner. Mit Student Housing sind derzeit Renditen zwischen 4,5% und 5,0% zu erzielen. Die Renditen bei Serviced Apartments dürften sich in einer ähnlichen Bandbreite bewegen.



Quelle: Deutsche Hypo, Adagio

Hohes Potenzial bei Geschäftsreisenden und Touristen

Da die Geschäftsreisetätigkeit in Deutschland seit zwei Jahren wieder kontinuierlich zunimmt, ist davon auszugehen, dass das Nachfragepotenzial für Serviced-Apartments bei Weitem noch nicht ausgeschöpft ist. Je nach Konzeptvariante gelten für Serviced Apartments unterschiedliche Standortkriterien. Als Standortvorteil für Apartmenthotels ist in der Regel die innerstädtische Lage in Großstädten mit mehr als 500.000 Einwohnern entscheidend¹. Auch die internationale Verflechtung der ansässigen Unternehmen ist ein wichtiger Aspekt für diese Märkte. In den Metropolen stellen vor allem die Fach- und Führungskräfte und Berufspendler die Hauptnachfrage nach Serviced Apartments dar. In diesem Kontext haben Messe- und Kongressbesucher, die Kreativwirtschaft, Freiberufler und Selbstständige in den Metropolen erwartungsgemäß eine höhere Relevanz für die Nutzung von Serviced Apartments als an den Sekundärstandorten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Gleichwohl verfügen neben den Hochburgen auch Sekundärstandorte wie z. B. Mannheim (SAP), Städte mit einem hohen Anteil an wissenschaftlichen Wirtschaftszweigen (Leipzig) oder Messe- und Kongressstädte (Hannover) über ein großes Potenzial. Neben der Gruppe der Geschäftsreisenden werden Touristen, ob als Individualreisende oder in Gruppen, organisiert über Reiseveranstalter als weitere bedeutende Zielgruppe angesehen. Diese sogenannten „Millennials“ in einem Alter zwischen 20 und 40 Jahren zeichnen sich durch eine hohe Reisefreudigkeit aus.

In Deutschland ist München mit knapp 1,5 Millionen Übernachtungen in Serviced Apartments der größte deutsche Boardinghausmarkt mit einem Marktanteil am Übernachtungsvolumen von rund elf Prozent gefolgt von Düsseldorf mit 6,5%². Bei den Sekundärstädten rangiert die Messestadt Hannover an erster Stelle. Hier erreicht der Anteil der Übernachtungen in Serviced Apartments an den gesamten Übernachtungen 13,2%. In Wirtschaftsmetropolen wie z. B. Hamburg und Frankfurt werden hingegen relative geringe Marktanteile beobachtet. Hier liegen die Anteile lediglich bei 5,4% bzw. 5,0%². Zu den Top-Standorten für Apartmenthotels zählen München mit 9 Hotels (1065 Wohneinheiten), Berlin mit 8 Aparthotels (811 WE), Frankfurt mit 3 (546 WE) sowie Hamburg und Düsseldorf mit je 2 Hotels (255 bzw. 226 WE)¹. Zurzeit stehen in der Bundesrepublik etwa 25.100 Apartments in 760 Anlagen zur Verfügung. Pro Jahr verbucht das Hospitality-Segment der Serviced Apartments allein in Deutschland mehr als sechs Millionen Übernachtungen³.

Noch ist der Anteil entsprechender Übernachtungen an allen Hotel-Buchungen von derzeit etwa einem Prozent gering, dürfte sich aber in den kommenden Jahren deutlich erhöhen. In den Großstädten liegt die Quote im Langzeit-Segment bereits bei mehr als 5 Prozent, Tendenz steigend. Weil sich die Arbeitswelt und die Vorlieben der Business-Reisenden ändern, muss folgerichtig auch das Übernachtungsgewerbe reagieren: Die wachsende Schar flexibler Projekt-Arbeiter, häufig für mehrere Monate an einem Ort tätig, stellt andere Anforderungen an die Zimmerausstattung als bei einem Aufenthalt von wenigen Nächten. Als problematisch für die Branche könnte sich die sogenannte „Shared Economy“ erweisen bzw. der Umgang mit Portalen wie Airbnb und Co. Auch der geringe Bekanntheitsgrad steht einem größeren Wachstum bisher entgegen.

Deutscher Markt für Hotelimmobilien: hohe Nachfrage aus dem Ausland

Der deutsche Investmentmarkt für Hotelimmobilien verzeichnete in den ersten neun Monaten 2016 ein Transaktionsvolumen von 2,75 Mrd. Euro, was einem Rückgang von 5% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Vor allem institutionelle Anleger mit einem Anteil von 70% am Transaktionsvolumen, aber auch Hotelbetreiber und Privatpersonen suchen händeringend nach adäquatem Angebot. Studien von Immobilienberatungsunternehmen lassen auf ein Transaktionsvolumen für 2016 oberhalb von 3,5 Mrd. Euro schließen. Das dabei weiterhin limitierte Angebot an attraktiven Hotelinvestments in Deutschland dürfte dem Segment Apartmenthotel zusätzlich Rückenwind geben⁴.

Anbieterstruktur: Auch namhafte Gruppen wie Starwood Hotels, Citadines und Adina setzen verstärkt auf Serviced Apartments

Der größten Anbieter von Serviced Apartments in Deutschland ist die familiengeführte Derag Living-hotels AG mit ca. 3.000 Apartments und Zimmern in 19 Häusern. Dahinter rangieren die zur Toga Far

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

East Hotel-Gruppe gehörende Adina Apartment Hotels mit 670 Einheiten und 5 Betrieben, davon 3 in Berlin, sowie Citadines Apart'Hotels e Citadines Apart'Hotels (Ascott Gruppe) mit 556 Apartments in 4 Betrieben. Hinzu kommen die Aparthotels Agadio (JV zwischen AccorHotels und Gruppe Pierre & Vacances Center Parcs) mit 698 Einheiten in vier Häusern und GHOTEL hotel & living (Aurelius-Konzern) mit 128 in 2 Betrieben. Mit 11.000 Apartments verteilt auf 100 Häuser ist Aparthotels Agadio Marktführer in Europa. Neben den aktuell Top 5 Marktakteuren in Deutschland drängen auch weitere internationale Ketten wie Starwood Hotels & Resorts, die nach erfolgter Fusion mit Marriott zukünftig größte Hotelkette weltweit, und Fraser (Marke Capri) auf den Markt für Apartmenthotels. Dies führt langfristig dazu, dass kleinere Anbieter von Serviced Apartments verdrängt werden bzw. sich deren Zielgruppe mehr am Konzept eines klassischen Apartmenthauses ausrichtet⁵.

Anbieter von Serviced Apartments in Deutschland

Name	international/ deutsch	Apartment- Einheiten	Anzahl der Betriebe
Derag Livinghotels	deutsch	1.416	16
Aparthotels Agadio	international	698	4
Adina Apartm. Hotels	international	670	5
Citadines Apart`Hotels	international	556	4
Ghotel Hotel & Living	deutsch	128	2

Quelle: Dt. Hypo, Eigene Recherchen

Mit dem Konzept Element, elegante Stadtpartments, hat Starwood Hotels & Resorts weltweit 40 Bauprojekte in Entwicklung. Die französische Citadines-Gruppe treibt derzeit 24 neue Häuser voran. Die australische Adina Apartments plant aktuell sechs neue Boardinghäuser. Europas führender Hotelkonzern Accor entwickelt mit Adagio 14 neue Apartmenthäuser. Bei der Vermarktung von Serviced Apartments eröffnen sich zudem neue Wege. Die aufstrebende Novum Hotel Group aus Hamburg hat eine Zwei-Wege-Schnittstelle zu Airbnb in Entwicklung. In Kürze sind darüber die Novum-eigenen Serviced Apartments in Deutschland unter der Marke Novum LikeApart Hotels buchbar. Darüber hinaus plant die InterContinental Hotels Group (IHG) unter ihrer Longstay-Marke, Staybridge Suites, das erste Hotel mit 148 Serviced Apartments in Frankfurt am Main⁵.

Vergleichbare Nische Studentisches Wohnen

Zu den alternativen Immobiliensegmenten zählt auch der Markt für Studentisches Wohnen, der durchaus Analogien zum Markt für Serviced Apartments aufweist. Dieses Segment profitiert von den gesellschaftlichen Langfristrends Reurbanisierung, Versingelung und Internationalisierung. Student Housing ist auch deshalb interessant, weil der Anteil ausländischer Studierenden in Deutschland bis 2020 auf 350.000 zunehmen soll. Bereits heute kommt mehr als jeder zehnte Student aus dem Ausland. Dass immer mehr institutionelle Investoren Interesse am Segment studentisches Wohnen zeigen, zeigte sich bei der diesjährigen Expo Real in diversen Podiumsdiskussionen. Hinzu kommt, dass der Bedarf an studentischem Wohnraum nicht nur durch die steigende Zahl an Studierenden weiter wachsen wird. Auch die Nachfrage von Singles, die zunehmend Mikrowohnungen nachfragen, macht

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sich in diesem Bereich bereits bemerkbar. Die Attraktivität speist sich auch daher, dass das Mietausfallrisiko aufgrund der vielen einzelnen Mieter (Multi-Tenant-Charakter) relativ gering ist und durch die höhere Fluktuation die Einnahmesituation anders als im „normalen“ Wohnsegment häufiger an das Marktniveau angepasst werden kann. Zudem ist das Segment bisher außerhalb der Mietpreisbremse.

Gleichwohl befindet sich der Markt für studentisches Wohnen in Deutschland immer noch in einem frühen Entwicklungsstadium. Gegenüber den Investments, die in diesem Segment 2015 zum Beispiel in Großbritannien (ca. 6,3 Mrd. Euro) oder in Nordamerika (ca. 4,7 Mrd. Euro) realisiert wurden, nehmen sich die etwa 520 Mio. Euro in Deutschland bescheiden aus – lediglich 0,02 % vom gesamten Wohnungstransaktionsvolumen⁶. Gleichwohl haben die Investments in den letzten Jahren deutlich zugelegt, so dass in einzelnen Großstädten das Angebot die Nachfrage bereits übersteigt. 2011 waren es weniger als 130 Mio. Euro⁶. Für Investoren sind Investments in Studentenimmobilienfonds interessant, da sie die Volatilität im Portfolio zu reduzieren und attraktive stabile Rendite erwirtschaften können. Die Kombination aus zu wenigen kleinen und bezahlbaren Wohnungen, einem geringen Leerstand und stabilen Renditen hat langfristige Anleger, wie z. B. Versicherungen oder Staatsfonds, angezogen. Wie so häufig sind es zuerst die professionellen Investoren in den USA, Australien und Großbritannien, die entsprechende Mittel investiert haben. Inzwischen entdecken aber auch die traditionell zurückhaltenden deutschen Investoren die Anlageform Studentenimmobilien⁷.

Fazit: großes Wachstumspotenzial in Deutschland

Wenngleich Serviced Apartments in Deutschland zwar mittelfristig ein Nischensegment bleiben dürfte, bieten sie als Anlagemöglichkeit dennoch großes Wachstumspotenzial. Deutschland dürfte als einer der attraktivsten Hotelimmobilienmärkte Europas zu einen der Schlüsselmärkte für steigende Investmentvolumen in diesem Segment in den kommenden Jahren werden. Insbesondere aufgrund der steigenden Mobilität am Arbeitsmarkt und der zunehmenden touristischen Attraktivität ist von einer erhöhten Nachfrage nach flexiblen Übernachtungskonzepten in Deutschland in den kommenden Jahren auszugehen. Das Interesse an Hotelentwicklungen wird auch durch die günstigen Finanzierungskonditionen begünstigt.

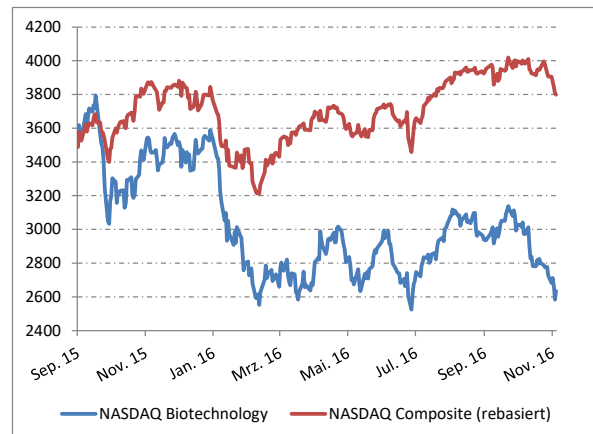
Abzuwarten bleibt indes, wie Plattformen wie Airbnb die Entwicklung dieses Wohnsegments mittel- bis langfristig beeinflussen werden. Die einen sehen in Airbnb eine große Chance und einen weiteren Vertriebskanal, andere Betreiber hingegen nehmen die immer stärker wachsende Plattform für private Unterkünfte als Bedrohung wahr. Letztlich zeigt der Hype um Airbnb vor allem ein neues Reiseverhalten, das sich auch Serviced-Apartment-Betreiber zunutze machen können. So kann Airbnb durchaus dabei helfen, bestehende und neue Serviced-Apartment-Marken bekannter zu machen. Neben den Eintritt neuer Wettbewerber und einen sich möglicherweise verschärfenden Preisdruck könnten ein nachlassendes Wirtschaftswachstum sowie geopolitische Risiken dazu führen, dass die Geschäftsreisetätigkeit zurückgeht, mit der Folge, dass Auslastung und Preise in den Apartments und Hotelzimmern sinken könnten.

Angst vor Hillary: Pharmaaktien unter Druck

Von Karl-Heinz Thielmann

Während der überwiegende Teil der US-Wirtschaft eindeutig Hillary Clinton gegenüber Donald Trump als nächsten US-Präsidenten bevorzugt, scheint dies bei einer Branche nicht so klar zu sein: der Pharmaindustrie. Denn angesichts der Kostensteigerungen im Gesundheitswesen hat Hillary Clinton die Preisgestaltung für Medikamente zum Wahlkampf-Thema gemacht. Im September 2015 kündigte sie an, dass sie in den nächsten 10 Jahren ca. 100 Mrd. US\$ an Gesundheitskosten einsparen will; einen Großteil davon durch Preisbeschränkungen.¹ Darüber hinaus hat sich Clinton seitdem bei verschiedenen Gelegenheiten sehr kritisch zu bestimmten Beispielen von starken Preisanhebungen durch die Pharmaindustrie geäußert.

Es ist daher kein Zufall, dass sich mit der zunehmenden Wahrscheinlichkeit eines Wahlsieges von Hillary Clinton das Investoren-Sentiment gegenüber Pharmaaktien immer weiter verschlechterte. Erhebungen von Lipper über die Zu- und Abflüsse von Sektorfonds in den USA zeigen beispielhaft, dass im 3. Quartal 2015 eine Verkaufswelle bei Pharma- und Biotechaktien begonnen hat, die auch derzeit noch nicht beendet scheint. Die Branchenfonds verloren zwischen September 2015 und Juni 2016 (neuere Zahlen waren noch nicht verfügbar) ca. 30 % ihre Anlagegelder.² Der Verkaufsdruck führte zu einer sehr schwachen Aktienperformance dieses Sektors. So verlor z. B. der Nasdaq Biotech-Index seit 1. September 2015 ca. 24,5%, während der Nasdaq-Gesamtindex im gleichen Zeitraum um 8,8% zulegte.



Die Kursentwicklung steht allerdings im auffälligen Kontrast zur Ertragsentwicklung. So konnten z. B. die im S&P 500 enthaltenen Pharmatitel ihre Erträge im dritten Quartal 2016 um 7,5% steigern (Gesamtmarkt 3,9%); 26% überraschen dabei positiv; nur 24% enttäuschten.³ Die Diskrepanz zwischen Gewinn- und Kursbewegungen lässt sich nur erklären, wenn eine hohe Anzahl von Anlegern befürchtet, dass die goldenen Zeiten für die Pharmaindustrie demnächst vorbei sind und auf die jüngsten guten Zahlen demnächst eine Trendwende folgt. Doch sind die Befürchtungen berechtigt?

Trotz der angeblichen Feindschaft von Hillary Clinton zur Pharmaindustrie gehören die leitenden Mitarbeiter fast aller großen Pharmaunternehmen zu ihren größten finanziellen Unterstützern. Dies hat zum einen den Grund, dass die Branche stark vom internationalen Geschäft abhängt und insofern eher vor Donald Trump und seiner Anti-Freihandels-Rhetorik Angst hat. Des Weiteren ist aber auch festzuhalten, dass Hillary Clinton sich nicht gegen die Branche als solche wendet, sondern ihre Kritik vor allem an einer bestimmten Praxis einzelner Firmen festmacht: starke Preiserhöhungen für bereits lange im Markt befindliche Nischen-Medikamente. Hierbei wendete sie sich insbesondere gegen Firmen wie Turing, Valeant⁴ oder Mylan⁵, die in der Vergangenheit monopolistische Positionen für bestimmte Medikamente für starke Preiserhöhungen ausgenutzt haben.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Clinton wendet sich gegen starke nachträgliche Preiserhöhungen

Dass Pharmaunternehmen ihre neuen Produkte teuer verkaufen, ist zunächst einmal grundsätzlich nichts Schlechtes, sofern sie hierüber ihre Forschung finanzieren und die hiermit verbundenen Risiken absichern. Wenn sie aber auch Jahre nach der Markteinführung noch starke Preiserhöhungen bei bereits etablierten Produkten vornehmen, ist dies nur mit mangelnder Konkurrenz zu erklären, was einen Missbrauch von Marktmacht nahe legt. Wenn Clinton diese Praxis kritisiert und abstellen will, so ist dies durchaus nachvollziehbar – wie jede Politik, die eine Ausnutzung von Monopolsituationen verhindern möchte. Insofern kann es durchaus sein, dass ein Machtwechsel in Washington unangenehme Überraschungen für Konzerne bereithält, die in den vergangenen Jahren schleichend die Preise für Hauptprodukte angehoben haben – wie z. B. für Novartis, das den Preis für das Krebsmedikament Gleevec seit Einführung 2001 von 32.000 US\$ auf 118.000 US\$ (2015) erhöht hat.⁶

Weder die Geschäftsmodelle forschender Pharmafirmen, die aufgrund innovativer Produkte hohe Gewinne erzielen wollen, noch diejenigen von Generikaherstellern, die patentfreie Medizin anbieten, werden von Clinton hingegen grundsätzlich infrage gestellt. Insofern eröffnen sich nach den letzten Kursrückgängen Einstiegschancen bei Werten, für welche die aktuellen Marktbefürchtungen übertrieben sind. Hierzu gehören insbesondere die Aktien von forschenden Pharmaunternehmen, die nach großen Gewinnen in den Vorjahren besonders anfällig für Gewinnmitnahmen waren. Inzwischen sind einige dieser Titel wieder auf attraktive Einstiegsniveaus zurückgefallen. Im Folgenden wird Gilead Sciences vorgestellt; ein Unternehmen, das zuletzt besonders stark unter Druck war.

Gilead Sciences			
Website:	http://investors.gilead.com/	Kurs 4.11.2016: \$72,43	Börsenwert (Mrd.€): 86,3
Hauptbörse:	Nasdaq	Land: USA WKN: 885823	ISIN: US3755581036

Gilead Sciences ist ein 1987 gegründetes Biotech-Unternehmen, das vor allem in Bereichen forscht, die durch bisherige Behandlungsmethoden noch schlecht abgedeckt sind. Dem Gründer Michael L. Riordan, der in jungen Jahren an Denguefieber erkrankte, ist ein Fokus auf Virusinfektionen zu verdanken, der Gilead nach wie vor stark von anderen Branchengrößen unterscheidet.

Zu den ersten Erfolgen gehörte die Entwicklung des Grippemedikaments Tamiflu, das später an Roche verkauft wurde und dort stark zum kommerziellen Erfolg im vergangenen Jahrzehnt beitrug. In den folgenden Jahren hat Gilead einige Medikamente zur Bekämpfung von Aids entwickelt und an den Markt gebracht. Ein Meilenstein war hierbei die Einführung von Truvada 2004, das nach wie vor zu den effektivsten Mitteln gegen die Immunschwäche zählt. Dieses Medikament ist seit 2012 in den USA (und seit 2016 in der EU) zur vorbeugenden Einnahme zugelassen. Darüber hinaus wurden inzwischen noch einige weitere verbesserte Medikamente eingeführt. Im November 2015 wurde in Europa und USA mit Genvoya ein Kombinationspräparat zugelassen, das für Aids-Kranke die Pilleneinnahme auf eine Tablette pro Tag reduziert. Genvoya hatte im 2. Quartal 2016 in USA bereits einen Marktanteil von 30% (Gilead insgesamt 76%) bei Patienten, die eine AIDS-Therapie neu aufnahmen.

In den letzten Jahren resultierte der Unternehmenserfolg allerdings vor allem auf dem Wirkstoff Sofosbuvir, die Entwicklung von hochwirksamen Medikamenten zur Bekämpfung von Hepatitis C ermöglichte. Durch das Hepatitis-C-Virus verursachte Leber-Infektionen gehörten bisher zu den tückischsten Krankheiten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ckischsten Krankheiten, da sie sehr oft chronisch werden und im Verlauf zu schweren Leberschädigungen wie der Leberzirrhose oder Leberkrebs führen. Eine vorbeugende Impfung ist nicht möglich. Die Standardbehandlung war früher sehr aufwendig, mit starken Nebenwirkungen und einer unbefriedigenden Erfolgsquote verbunden.

Hohe Preise für wirksame Produkte werden abgelehnt, selbst wenn sie langfristig Kosten senken

Trotz der hohen Wirksamkeit der Medikamente war Gilead in den vergangenen Jahren bevorzugte Zielscheibe öffentlicher Kritik. Verantwortlich hierfür waren die Listenpreise für die Hepatitis C Medikamente Harvoni und Sovaldi mit ca. 1.000 US\$ je Pille. In den USA konnte dies zu Behandlungskosten von 80.000-100.000 US\$ je Patienten führen. Roy Wyden, demokratischer Senator und Mitglied einer Kommission zu Medikamentenpreisen, beschuldigte das Management, dass ihre Preisgestaltung die Therapie für viele Menschen unbezahlbar macht. Tatsächlich haben einige Medicaid-Programme die Behandlung durch Harvoni und Sovaldi auf besonders schwere Fälle beschränkt.⁶

Angesichts der sehr hohen Behandlungskosten bei traditionellen Hepatitis C-Therapien mit durchschnittlich 380.000 US\$ je Patient über ein gesamtes Leben erlauben die Gilead-Medikamente in Wirklichkeit aber eine deutliche langfristige Kosteneinsparung.⁷ Die Idee, lieber einmalig einen hohen Geldbetrag für hochwirksame Medikamente auszugeben und damit die Patienten zu heilen, anstatt dauerhaft viele kleine Geldbeträge für ineffiziente Therapien zu verschwenden, ließ sich jedoch Journalisten, Politikern und Entscheidungsträgern in der Gesundheitsbürokratie nicht vermitteln.

Angesichts des starken politischen Widerstands räumt Gilead inzwischen hohe Discounts auf die Listenpreise ein. In Europa wurden Harvoni und Sovaldi von vornherein deutlich günstiger angeboten als in den USA. In Entwicklungsländern werden die Medikamente sogar sehr billig abgegeben. Beispielsweise im stark von Hepatitis C betroffenen Indien wurden 11 Lizenzen an Generika-Hersteller vergeben, die Behandlungskosten von 1.000 US\$ je Patient ermöglichen.

Die Aktienbewertung impliziert inzwischen einen Niedergang, der aber sehr unwahrscheinlich ist

Die Aktie von Gilead stand angesichts der öffentlichen Kritik und der hohen Preisnachlässe für Harvoni und Sovaldi in den vergangenen Monaten stark unter Druck. 2015 stellte mit einem Umsatz von 32,2 Mrd. US\$ und einem Nettogewinn von 19,2 Mrd. US\$ den bisherigen Höhepunkt der Unternehmensentwicklung dar. Seitdem wurden in den Quartalszahlen Umsatz- und Ertragsrückgänge vermeldet. Inzwischen ist die Aktie mit einem erwarteten Konsensus-KGV von 6,5 für das laufende Geschäftsjahr so niedrig bewertet, dass hiermit ein Niedergang des Unternehmens impliziert wird. Dies dürfte aber eine Überreaktion auf die jüngsten negativen Entwicklungen sein.

Zwar zerstört sich Gilead als Anbieter eines Medikamentes, das die behandelte Krankheit wirklich fast immer heilt, in gewisser Weise langfristig den Markt selbst. Weltweit gibt es Schätzungen der WHO aber noch ca. 185 Mio. Menschen, die mit Hepatitis C infiziert sind. Hiervon leben ca. 8 Mio. in den USA, West-Europa und Japan. Bisher wurden erst ca. 1,2 Mio. Menschen mit Harvoni und Sovaldi behandelt; in den entwickelten Ländern ca. 900.000. Insofern gibt es nach wie vor ein sehr großes Marktpotenzial, auch wenn Gilead dieses nur mit weiteren Preiszugeständnissen erschließen kann. Im Juni 2016 wurde zudem in den USA (Juli 2016 in der EU) Epclusa zur Behandlung der Genotypen 2-3 zugelassen, zwei bisher nur sehr schwer zu behandelnden Varianten von Hepatitis C.

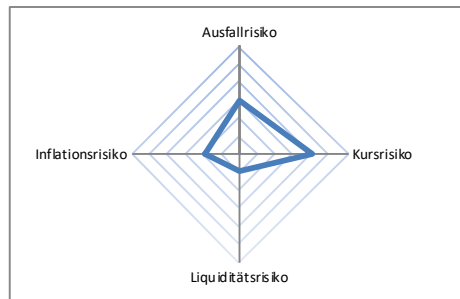
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Gilead darf aber nicht nur auf Hepatitis C-Therapeutika reduziert werden. So gab es in den ersten 3 Quartalen 2016 deutliches Wachstum bei Aids-Medikamenten, deren Umsatz um 18% ggü. Vj. gesteigert werden konnte. Weiterhin verfügt Gilead über eine interessante Pipeline an neuen Präparaten, die neben den bisher schon bearbeiteten Therapiefeldern neuartige Medikamente für die Krebsbehandlung sowie Erkrankungen der Atemwege sowie des Herz-Kreislauf-Systems umfasst.

Gewinnänd. bis 2018e Ø p.a.			-3%
Bewertungskennziffern			
KGV	KGV	KBV	
2016e	2017e	aktuell	
6,5	6,7	5,9	
Divrend.	Divrend.	Unt.wert	
2016e	2017e	zu Umsatz	
2,5%	3,5%	3,5	

Kursentwicklung (in US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:

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



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

Die hohe Profitabilität und die damit verbundene Generierung von freiem Cashflow haben Gilead Rückkäufe von Aktien und Optionsscheinen in erheblichem Umfang ermöglicht. In diesem Jahr wurden bereits 10,5 Mrd. US\$ hierfür aufgewendet, die Aktienanzahl (verwässert) verringerte sich dementsprechend um 11%. Der Gewinnrückgang je Aktie fiel in den ersten drei Quartalen daher mit -5% auch deutlich niedriger aus als der die absolute Netto-Ertragsverminderung mit -15%.

Die führende Position bei der Hepatitis C-Bekämpfung ist angesichts zunehmender Konkurrenz gefährdet. Allerdings werden Präparate wie Daklinza von Bristol-Myers Squibb oder Olysio von Janssen bevorzugt in Kombination mit Sovaldi verschrieben.⁹ Bei Aids-Medikamenten ist es Gilead bereits gelungen, trotz skeptischer Prognosen vieler Experten die starke Marktstellung zu verteidigen.

Der derzeitige Aktienkurs impliziert, dass weder die Positionierung bei Medikamenten gegen Hepatitis C noch gegen Aids verteidigt werden kann und auch keine attraktiven neuen Präparate in der Forschungspipeline sind. Dies ist zwar nicht unmöglich, angesichts der bisherigen Innovationskraft aber sehr unwahrscheinlich.

Im Erfolgsfall würde sich hingegen deutliches Kurspotenzial eröffnen. Derzeit eignet sich die Aktie vorwiegend für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht). Chancenorientierte Investoren sollten sie lediglich zur Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) nehmen.

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 „**Klartext: die besten aktiven Anleger bleiben passiv**“:

1. Vgl. hierzu z. B.: Newlands, Chris & Marriage, Madison (2016): **“99% of active US equity funds underperform”** Financial Times (Europe), 24.10.2016; Seite: FTfm1
2. Vgl. Deutschen Börse (ohne Datum): „Aktiv verwalteter Fonds“; Börsenlexikon der Deutschen Börse <http://deutsche-boerse.com/dbg-de/ueber-uns/services/know-how/boersenlexikon/boersenlexikon-article/Aktiv-verwalteter-Fonds/2559880> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
3. Stefan Scheurer (2015): **„Aktives Management“** Allianz Global Investors GmbH Global Capital Markets & Thematic Research, Frankfurt am Main 2015
4. Buffett, Warren (1989): **“Chairmans Letter – 1988”**; Geschäftsbericht von Berkshire Hathaway 1998, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
5. Voya investment Management (2016) **“Companies That Have Stood the Test of Time”**, voya.com https://investments.voya.com/idc/groups/public/documents/value_add_marketing/fundspace_bsot-clt.pdf (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
6. Vgl. Niklas Hoyer und Hauke Reimer (2013): **“Ur-Dax schlägt Dax 30”** wiwo.de vom 11.6.2013 <http://www.wiwo.de/finanzen/boerse/dax-jubilaem-ur-dax-schlaegt-dax-30/8313426.html> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
7. Keynes, J.M. (1936): **“The State of long-term-expectation”** The General Theory of Employment, Interest, and Money London: Macmillan, P. 140-141. Das Zitat lautet im Original: *“It is the long-term investor...who will in practice come in for the most criticism... For it is the essence of his behavior that he should be eccentric, unconventional, and rash in the eyes of average opinion.”*
8. Abraham Stephan (ohne Datum): **“Turnover Ratios Weak Indicator Of Fund Quality”** investopedia.com <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/09/mutual-fund-turnover-rate.asp> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
9. Bogle, John C. (2012): **“The Clash of the Cultures: Investment vs. Speculation”** (John Wiley & Sons,)

Quellen zu **„Steht Deutschland vor einer Immobilienblase?“**:

- 1 Dt Hypo, Serviced Apartments: Nische mit Wachstumspotenzial
- 2 Georg Consulting, Serviceapartmentmarkt Deutschland 2015
- 3 Derag Livinghotels, Webseite
- 4 JLL, Hotelinvestmentmarkt Deutschland, Pressemitteilung, Oktober 2016
- 5 Tophotelprojects: Serviced Apartments weltweit im Investoren-Fokus
- 6 JLL, Studentisches Wohnen in Deutschland, Juli 2016
- 7 Crosslane Group, UK, Pressemitteilung 2015

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Quellen zu „Angst vor Hillary: Pharmaaktien unter Druck“:

- 1 Brett Norman (2015): „**Hillary Clinton taking on drug industry**“; Politico.com vom 22. September 2015
<http://www.politico.com/story/2015/09/hillary-clinton-prescription-drugs-health-care-213910> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
- 2 Keon Patrick (2016): „**Mutual Fund Investors Flee Healthcare/Biotechnology Funds**“, Lipper Alpha Insight vom 17. Juni 2016 <http://lipperalpha.financial.thomsonreuters.com/2016/06/mutual-fund-investors-flee-healthcarebiotechnology-funds/> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
- 3 Thomson Reuters I/B/E/S (2016): „**S&P 500 Q3 Earnings Dashboard**“ vom 4.11.2016
<http://lipperalpha.financial.thomsonreuters.com/reports/2016/11/sp-500-earnings-dashboard-nov-4-2016/> (zuletzt abgerufen 6.11.2016)
- 4 Wieczner, Jen (2016): „**This Is Why Hillary Clinton's Attack on Drug Price Hikes Doesn't Add Up**“; fortune.com 4.3.2016; <http://fortune.com/2016/03/04/hillary-clinton-drug-prices-valeant/> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
- 5 Kaplan, Thomas (2016): „**Hillary Clinton Unveils Plan to Address 'Excessive' Increases in Drug Prices**“ New York Times 3.9.2016; <http://www.nytimes.com/2016/09/03/us/politics/hillary-clinton-epipen-mylan.html> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
- 6 Langreth, Robert (2015): „**How Gilead Priced Its \$20 Billion Blockbuster**“ Bloomberg.com vom 10.12.2015
<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-12-10/behind-the-1-000-pill-a-formula-for-profits-inside-gilead> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
- 7 Sanger-Katz, Margot (2014): „**\$1,000 Hepatitis Pill Shows Why Fixing Health Costs Is So Hard**“, New York Times 2. Aug. 2014 <http://www.nytimes.com/2014/08/03/upshot/is-a-1000-pill-really-too-much.html> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
- 8 Gokhale Ketaki (2015): „**The Same Pill That Costs \$1,000 in America Sells for \$4 in India**“ Bloomberg.com vom 29.12.2015 <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-12-29/the-price-keeps-falling-for-a-superstar-gilead-drug-in-india> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)
- 9 Anderson L. (2016): „**Oral Hepatitis C Treatments: The Evolving Landscape**“, drugs.com 22. Aug. 2016
<https://www.drugs.com/slideshow/hepatitis-c-virus-treatment-options-1068> (zuletzt abgerufen 31.10.2016)

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2; Karl-Heinz Thielmann.

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

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

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

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

- 1) Wesentliche Informationsquellen: siehe Seite 17.
- 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 20.
- 4) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 7.11.2016.
- 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: **Gilead Sciences**
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: **Gilead Sciences**
- 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 Geschäftsberichten 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.