

# HERBSTBERICHT

Aktienmarkt: Wo ist die Margin of Safety hin?

**FAM**  
FRANKFURT  
ASSET MANAGEMENT



2020

## **DIE FAM FRANKFURT ASSET MANAGEMENT AG**

Die FAM Frankfurt Asset Management AG ist eine unabhängige und inhabergeführte Vermögensverwaltung mit Sitz in Frankfurt am Main und wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht. Der Fokus liegt auf den Asset Klassen Hochzinsanleihen und Prämienstrategien.

Portfoliomanagement und Kundenbetreuung erfolgen bei der FAM aus einer Hand, der Portfoliomanager ist also gleichzeitig auch der Hauptansprechpartner für den jeweiligen Mandanten. Beim Portfoliomanagement wird großer Wert auf die fundamentale Analyse des Kapitalmarktes sowie einzel-

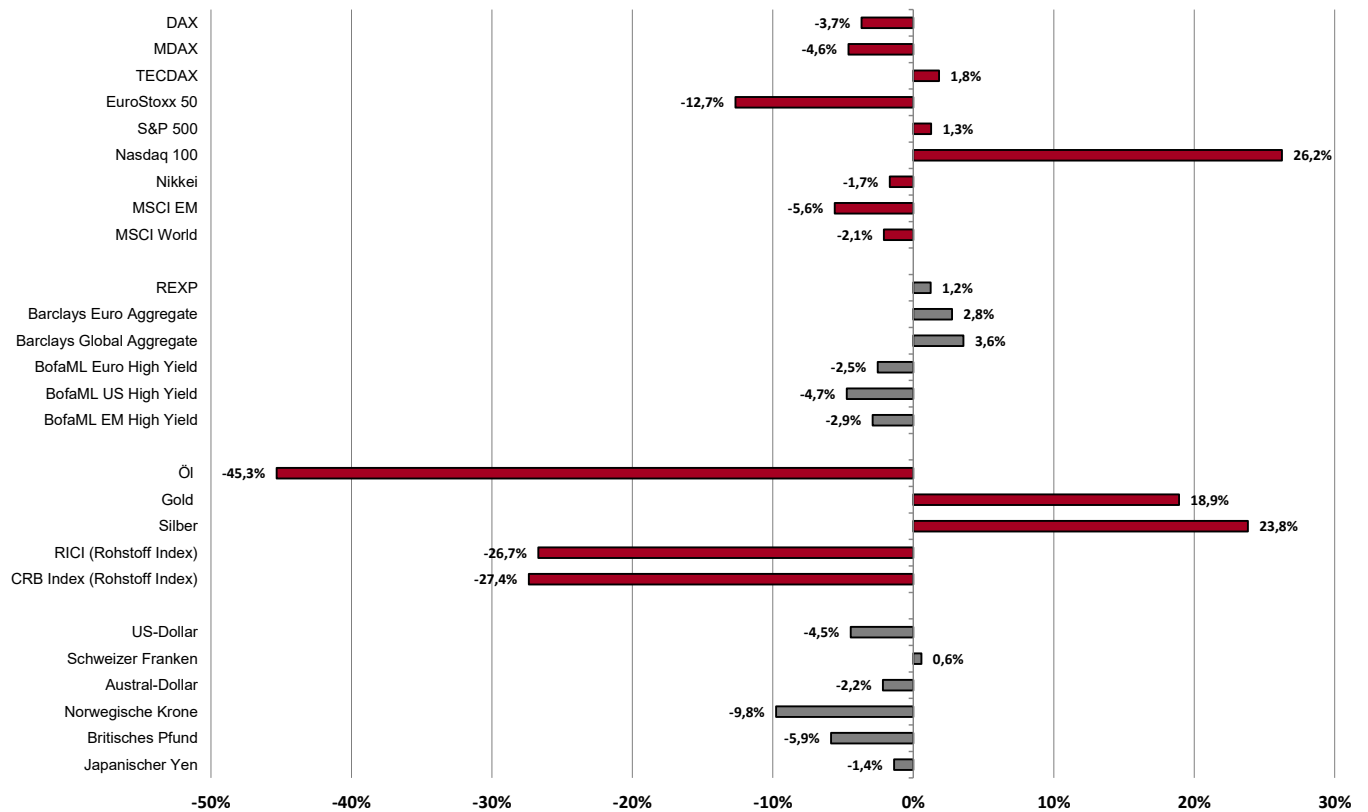
ner Firmen gelegt. Dabei stützt sich die FAM auf Senior-Mitarbeiter mit insgesamt über 100 Jahren Kapitalmarkterfahrung.

Der FAM-Investmentansatz ermöglicht die Generierung von interessanten Chance-Risiko-Profilen. Dabei ist der Ausgangspunkt stets die Rendite-Chance, wobei die dazugehörigen Risiken unter die Lupe genommen werden. Wenn dieses Verhältnis vorteilhaft erscheint, findet die Anlage den Eingang ins Portfolio. Ein besonderes Augenmerk liegt auf asymmetrischen Chance-Risiko-Profilen mit einer möglichst hohen Wahrscheinlichkeit für positive Erträge.

## INHALTSANGABE

Die FAM Frankfurt Asset Management AG.....	2
Inhaltsangabe .....	3
Kapitalmarktübersicht – Performance 31.12.2019 - 30.09.2020 (in Euro) .....	4
Vorwort .....	5
Aktienmarkt: Wo ist die Margin of Safety hin? .....	6
Fünfmal Klasse statt Masse: Die FAM-Best-Ideas Strategie .....	11
FAM Prämienstrategie .....	16
FAM Renten Spezial .....	18

## KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2019 - 30.09.2020 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg

## VORWORT



Sehr geehrte Damen und Herren,

viele Investoren staunen nach wie vor über die Diskrepanz zwischen der realwirtschaftlichen Lage und dem inzwischen wieder erreichten Rekordniveau bei Aktienindizes wie etwa dem DAX oder dem amerikanischen S&P 500. Um ehrlich zu sein, auch die FAM ist hierüber etwas verwundert.

Daher befassen wir uns ab Seite 6 unter der Überschrift „Wo ist die Margin of Safety hin“ mit der Fragestellung, ob die derzeitigen Indexstände gerechtfertigt sind oder nicht und welche Konsequenzen dies für die FAM-Anlagestrategie hat.

Ein gewisser Aktienanteil gehört aber immer in ein gut diversifiziertes Depot – die Frage ist nur, wie groß die entsprechende Gewichtung ausfallen sollte. Die zweite Frage ist dann, in welcher Form der Aktienanteil Eingang in ein Portfolio finden sollte.

In den letzten Monaten haben wir diesbezüglich unter dem Namen „High Conviction Equity Funds“ ein internes Projekt laufen lassen. Dabei ging es um die Fragestellung, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen hochkonzentrierte Aktienfonds den Markt schlagen können. Das Ergebnis präsentieren wir Ihnen ab Seite 11, die „FAM-Best-Ideas Strategie“.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und einen sonnigen Herbst!

Two handwritten signatures in blue ink. The first signature on the left is 'J. Wolf' and the second signature on the right is 'Wiederholt'. Both are written in a cursive, professional style.



**„Dieses Mal hat die Erholung eingesetzt, bevor die Folgen der Rezession überhaupt absehbar sind.“**

(Albert Edwards, Anlagestrategie der Société Générale)

## AKTIENMARKT: WO IST DIE MARGIN OF SAFETY HIN?

*Trotz Corona-Pandemie, Weltwirtschaftskrise und globaler Handelsstreitigkeiten erreichte der amerikanische Leitindex S&P 500 im September ein neues Allzeithoch, und auch der DAX hat sich seinen historischen Höchstständen aus dem Februar wieder stark angenähert. Bei offensichtlicher Ignorierung der Risiken werden die Ertragsperspektiven des Aktienmarktes derzeit wohl deutlich überschätzt. Was bedeutet das für die Anlagestrategie der FAM?*

Zur DNA der Frankfurt Asset Management gehört das chancenorientierte Investieren. Damit ist gemeint, dass jeder Portfoliotitel beim Kauf und auch danach ein positives Verhältnis aus Chancen und Risiken bieten muss. Die Ertragsperspektiven, bestehend aus Dividenden und erwarteten Kursgewinnen, müssen im Vergleich zu den eingegangenen Risiken somit hinreichend attraktiv sein, um ein Engagement in einer Aktie bzw. im Aktienmarkt zu rechtfertigen. Dabei ist bezüglich der Risiken zwischen den bereits bekannten negativen Einflussfaktoren und etwaigen zusätzlichen Gefahrensituationen, die heute nicht absehbar sind, in Zukunft aber durchaus eintreten können, zu unterscheiden. Am gefährlichsten sind in dieser Hinsicht gänzlich unbekannte Risikokomponenten, die es zuvor noch nie gab (sog. „unknown unknowns“).

Da es im Portfoliomanagement immer denkbar ist, dass nach dem Erwerb von Wertpapieren neue Risiken auftauchen, die zum Kaufzeitpunkt nicht absehbar waren, muss die Ex-Ante-Rendite-Chance so hoch sein, dass neben den bereits bekannten Risikofaktoren zusätzlich auch noch potenzielle neue Risiken kompensiert werden können. Diese Sicherheitsmarge wird im Fachjargon als „Margin of Safety“ bezeichnet.

### **NOTIERUNGEN AM TOP, GEWINNE BRECHEN EIN**

Beim Blick auf den amerikanischen, aber auch auf den deutschen Aktienmarkt fällt auf, dass sich viele Notierungen nahe ihrer Tops befinden, während die Firmengewinne aufgrund der Corona-Krise deutlich schrumpfen. Selbst bei sehr optimistischer Betrachtungsweise wird das Ertragsniveau von

2019 wohl frühestens im Jahr 2022 wieder erreicht werden. Zwar nehmen die Aktienbörsen das konjunkturelle Geschehen in der Regel weit vorweg, diesmal ist jedoch eine derart „extreme Durchschau“ – um nicht zu sagen Ignoranz – zu beobachten.

### **SHILLER-KGV BEI KNAPP 30: AM VORABEND DER GRÖSSTEN BAISSE ALLER ZEITEN?**

Ein etablierter Bewertungsmaßstab für Aktienmärkte ist das sog. „Shiller Kurs-Gewinn-Verhältnis“, auch CAPE genannt (Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio). Bei dieser vom amerikanischen Professor und Nobelpreisträger Robert J. Shiller entwickelten Kennzahl wird eine Glättung der Firmengewinne vorgenommen, indem der 10-Jahres-Durchschnittswert verwendet wird (Shiller-KGV = Aktienkurs / durchschnittlicher Gewinn nach Steuern der letzten zehn Jahre). Das Shiller-KGV ist zwar nicht geeignet, um kurzfristige Aktienmarkt Bewegungen anzuzeigen. Es ist aber ein sinnvoller Maßstab, um die mittel- bis langfristigen Return-Perspektiven zu ermitteln. Aktuell liegen wir hier für die Wallstreet bei einem Wert von knapp 30, womit wir uns fast auf dem Niveau von 1929 befinden. Historisch betrachtet war das Shiller-KGV nur ein einziges Mal – nämlich im Jahr 2000 – signifikant höher. Bekanntlich handelte es sich bei 1929 und 2000 jeweils um den Vorabend der größten Baisse-Phasen aller Zeiten.

## Shiller-KGV (CAPE) seit 1900



Quelle: Bloomberg, Robert Shiller (Stand 24. September 2020)

### DREI BEKANNTE PROBLEMFELDER, NULL BEACHTUNG

Ganz offensichtlich ignoriert der Aktienmarkt den größten Wirtschaftseinbruch seit Jahrzehnten bzw. hat diesen bereits abgehakt, bevor er überhaupt eingetreten ist. Neben den Unsicherheiten hinsichtlich der Dauer und der Tiefe der Rezession bleibt das Thema „Covid 19“ bis dato noch ohne echte Lösung. Die Infektionszahlen sind in den zurückliegenden Wochen wieder deutlich angestiegen und wann es einen wirksamen Impfstoff geben wird, steht in den Sternen. Auch die globalen Handelskriege, das vor der Corona-Pandemie alles beherrschende Angst-Thema, sind keineswegs vom Tisch, sondern stellen mehr denn je weiterhin schwelende Konfliktpotenziale dar. Somit existieren mindestens drei bekannte ganz elementare Problemfelder, die zumindest derzeit kaum beachtet werden. Etwaige neue Risikofaktoren (unknown unknowns) sind erst recht nicht eingepreist. Die Margin of Safety fehlt beim S&P 500 und beim DAX damit vollständig.

Es ist allerdings zu konstatieren, dass nicht alle Segmente des Aktienmarktes am All-Time-High notieren bzw. Shiller-KGVs aufweisen, die ein dramatisches Warnsignal aussenden. So sind die Bewertungen beim Euro Stoxx 50 derzeit etwas weniger ambitioniert als etwa an der Wallstreet. Fällt das Shiller-KGV (CAPE) beim S&P 500 mit einem Wert von 28,6 aktuell so hoch bzw. sogar höher als in 99% aller vorangegangenen Zeitpunkte seit 2010 aus, gilt dies mit einem aktuellen CAPE von 16,8 beim Euro Stoxx 50 „nur“ für 70% der Fälle. Zu bedenken ist dabei aber, dass der US-Aktienmarkt typischerweise die Leitbörse ist, welche die Richtung für den Rest der Welt vorgibt.

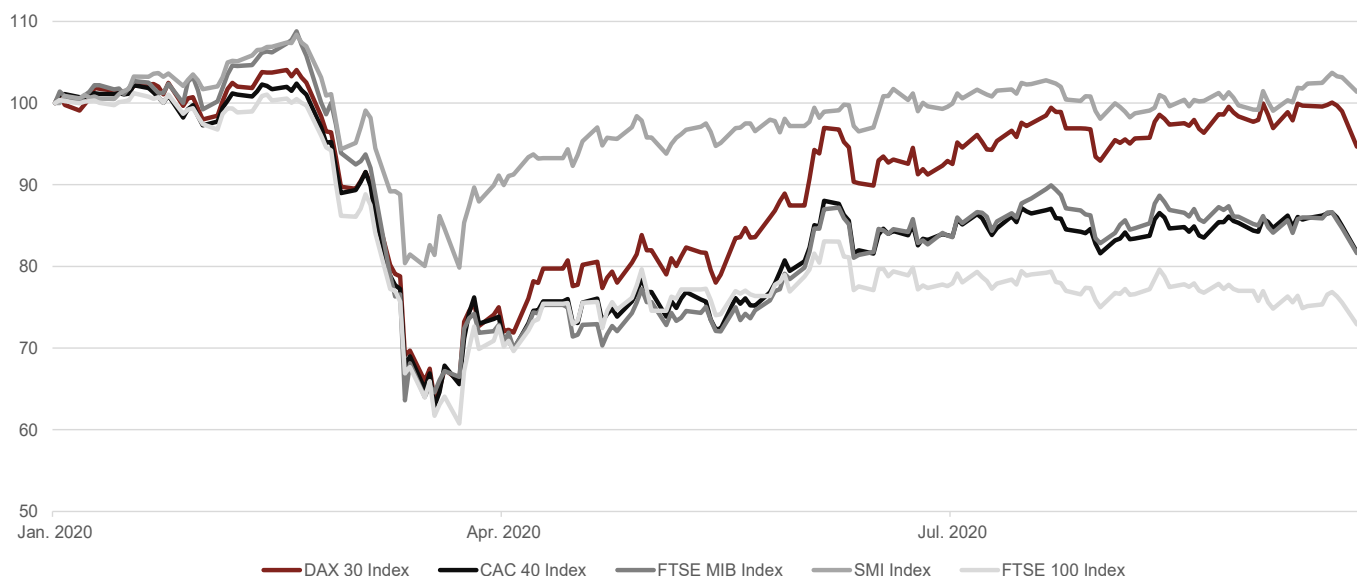
Index	CAPE Sep. 2020	CAPE Perzentil	KGV 2021e	KGV Perzentil
DAX 30	17,4	70%	15,3	99%
CAC 40	20,4	81%	16,3	99%
FTSE MIB	17,9	76%	13,4	91%
FTSE 100	15,9	76%	13,6	70%
SMI	25,2	98%	17,1	99%
EuroStoxx 50	16,8	70%	15,6	99%
S&P 500	28,6	99%	20,4	99%
MSCI Emerging Markets	17,4	83%	13,8	99%
<b>Marktkapitalisierungs-gewichteter Durchschnitt</b>	<b>23,1</b>	<b>89%</b>	<b>17,3</b>	<b>98%</b>

Quelle: Bloomberg, FAM (Stand 23. September 2020)

Für risikoaverse Investoren, die Wert auf eine ausreichende Margin of Safety legen, bieten sich long-only Aktieninvestments in ETFs auf den US-Aktienmarkt derzeit deshalb nicht

an. Etwas bessere Chance-Risiko-Profile weisen die europäischen Aktienmärkte auf, wobei die Sicherheitsmarge auch hier eher gering ausfällt.

## Europäische Aktienmärkte im Vergleich: Schweiz und Deutschland vorne, UK hinten



Quelle: Bloomberg (Stand 23. September 2020)

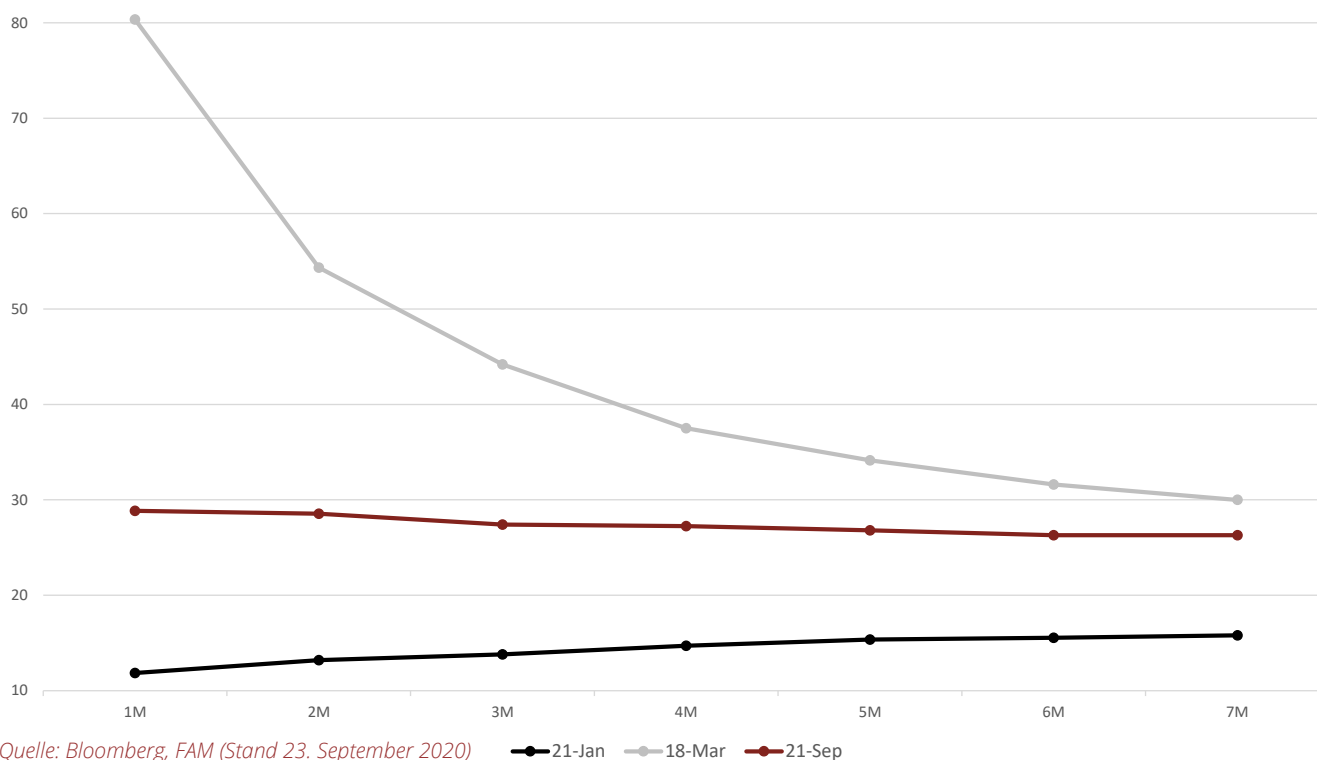
## AUSWEITUNG DER SICHERHEITSMARGE DURCH OPTIONSBASIERTES INVESTIEREN

Da die Assetklasse Aktien trotz ihrer aktuell hohen Bewertung sowohl im Hinblick auf ihre langfristigen Renditeperspektiven wie auch aus Diversifizierungsgründen in keinem ausgewogenen Wertpapierdepot fehlen sollte, muss es nun darum gehen, sich die bei Aktien-Direktinvestments fehlende Sicherheitsmarge auf andere Weise zu beschaffen. Die Frankfurt Asset Management greift zu diesem Zweck auf die hauseigene Prämienstrategie zurück, die dank einer erheblichen Margin of Safety zusätzlichen Komfort bietet.

Bei der FAM Prämienstrategie werden Put-Optionen auf europäische Aktien und Aktienindizes verkauft und dafür regelmäßig Optionsprämien vereinnahmt. Dabei liegt der Basispreis der Put-Optionen (Strikelevel) deutlich unter den jeweiligen Kursen der Underlyings – und zwar i.d.R. etwa 15-20% tiefer. Aus diesem Abstand sowie der vom Optionskäufer zu zahlenden Optionsprämie ergibt sich der bereits angesprochene Sicherheitspuffer. Oder anders ausgedrückt: Die Margin of Safety ist in die FAM Prämienstrategie unabhängig von der Bewertung der zugrundeliegenden Basiswerte automatisch implementiert.

Hinsichtlich der aktuellen Marktlage ist zudem das Phänomen zu beobachten, dass der Optionsmarkt im Gegensatz zum Aktienmarkt sehr wohl die bestehenden Risiken einpreist, wie sich an der impliziten Volatilität, die derzeit weitaus überdurchschnittlich hoch ausfällt, unschwer ablesen lässt. So beträgt diese bei Optionen auf den Euro Stoxx 50 auf Sicht von sechs Monaten noch immer 26 und sie liegt damit rund zwei Drittel über dem Wert unmittelbar vor dem Beginn der Corona-Krise. Der Optionsmarkt rechnet also auch zukünftig mit starken Schwankungen.

## Implizite Volatilität am Beispiel von Euro Stoxx 50 Optionen: Langes Ende immer noch attraktiv



Aus dieser hohen impliziten Volatilität resultieren attraktive Optionsprämien. Daher bietet die Prämienstrategie nicht nur eine hohe Margin of Safety, sondern auch ein Ertragspotenzial,

welches auf Jahressicht im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich liegt.

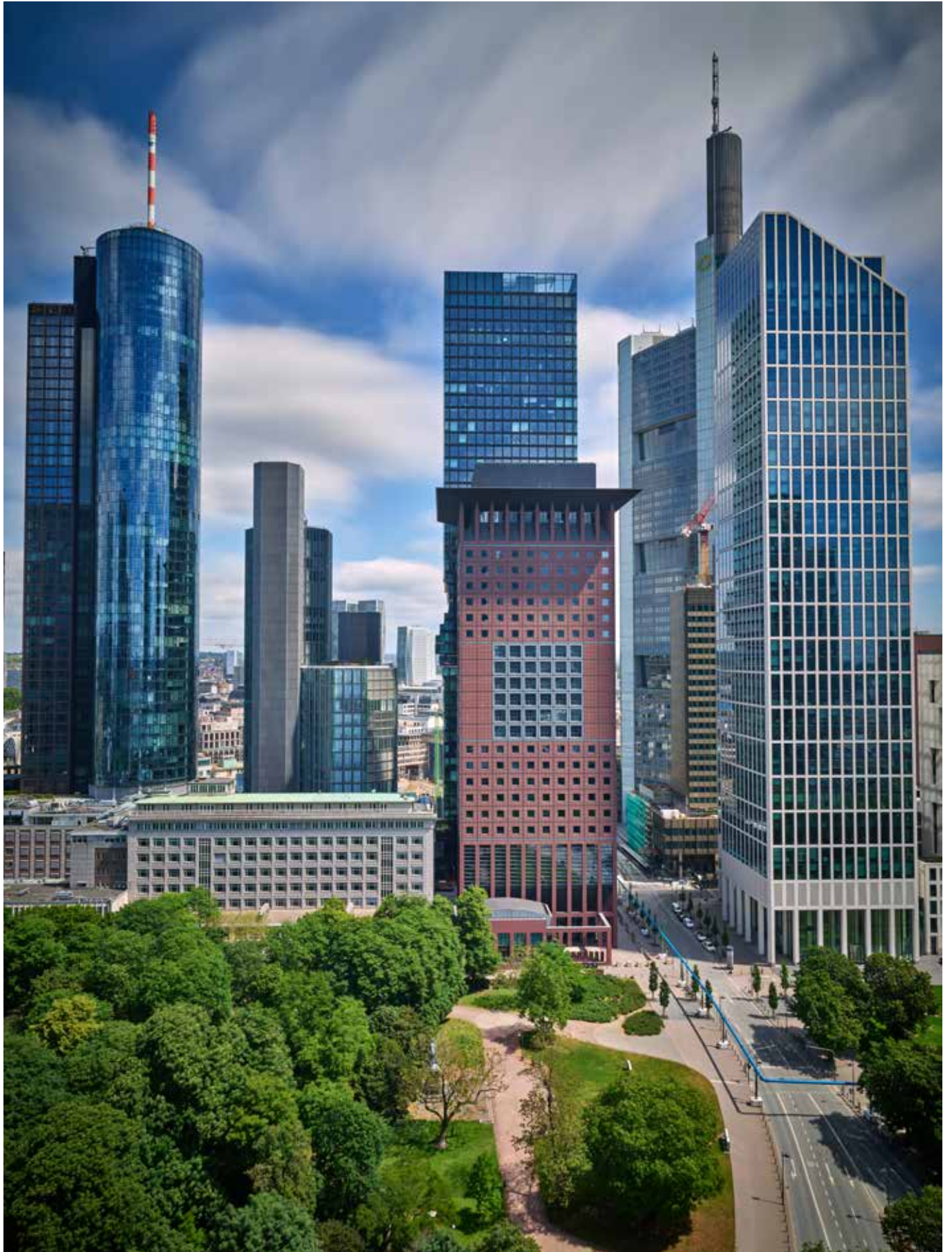
### Diverse Put-Optionen auf den EuroStoxx 50 mit Laufzeit 18. Juni 2021

Basispreis ("Strike")	2.475	2.675	2.875
Kurs EuroStoxx50 aktuell	3.184	3.184	3.184
Prämie der Put Option	83,2	114,2	168,4
Verlustpuffer ("Margin of safety")	24,87%	19,57%	14,99%
"Break Even" Kurs	2.392	2.561	2.707
Ertrag	3,36%	4,27%	5,86%
Seitwärtsrendite (annualisiert)	4,61%	5,86%	8,06%
Delta	0,16	0,23	0,32
Implizite Volatilität	31,17	28,51	25,92

Quelle: Bloomberg, FAM (Stand 23. September 2020)

**Fazit:** Portfoliomanagement bedeutet immer, Entscheidungen treffen zu müssen, ohne eine hundertprozentige Sicherheit über das Eintreten bestimmter Ereignisse zu haben. Die Frankfurt Asset Management erwartet hierfür einen ausreichenden Risikopuffer („Margin of Safety“). Dieser Risikopuffer ist bei Direktinvestments in den breiten Aktienmarkt, z.B.

über entsprechende ETFs, derzeit nicht (USA) bzw. nur sehr begrenzt (Europa) zu finden. Wir sehen ihn aktuell aber nach wie vor bei intelligenten Stillhalterkonzepten. Neben der FAM Prämienstrategie setzen wir hier zusätzlich auf die Kompetenz von Lupus Alpha aus Frankfurt und 7orca aus Hamburg.



*Blick aus dem FAM-Büro über die Taunusanlage*

## FÜNFMAL KLASSE STATT MASSE – DIE FAM-BEST-IDEAS STRATEGIE

*Aktive Aktienfondsmanager scheitern nicht selten an ihrer Benchmark. Dabei ist das Zurückbleiben hinter dem Vergleichsindex weniger auf die mangelnde Fähigkeiten der Finanzprofis zurückzuführen, sondern vielmehr auf das institutionelle Set-Up. Mit der FAM-Best-Ideas Strategie wird diese Problematik umgangen und die besten Ideen hoch spezialisierter Fondsmanager in einem Portfolio gebündelt.*

„90% aller aktiv gemanagten Aktienfonds sind unter Einbeziehung von Kosten und Gebühren nicht dazu in der Lage, ihre Benchmark langfristig (über einen vollen 10-jährigen Wirtschaftszyklus) zu schlagen.“ So lautet die Standardaussage typischer Untersuchungen in diesem Bereich. Die Schlussfolgerungen liegen auf der Hand und münden stets in der Empfehlung, eigenständig agierende Fondsmanager zu meiden und stattdessen ausschließlich auf ETFs zu setzen. Dabei fallen die Ergebnisse in der Regel so eindeutig aus, dass es sich fast verbietet, nach den Gründen für das schlechte Abschneiden im Vergleich zur Benchmark zu fragen. Liegt es an den mangelnden Fähigkeiten der Finanzprofis, der Unmöglichkeit der Aufgabe in vermeintlich effizienten Märkten, Kosten und Gebühren wieder einzuspielen, oder sind es die regulativen und institutionellen Einschränkungen, die dem Fondsmanager schlicht und einfach die Möglichkeit nehmen, sein Können möglichst frei und unabhängig unter Beweis zu stellen?

### DIE KRUX MIT DER BENCHMARK

Aus unserer Sicht ist es gerade der letzte Punkt, der für das unterdurchschnittlich gute Abschneiden vieler aktiv gemanagter Fonds verantwortlich ist. So verfügen die meisten Fondsmanager über eine Benchmark, die es bestenfalls zu schlagen gilt. Der Lohn ist ein vorderer Platz auf den regelmäßig erscheinenden Fonds-Ranglisten und damit verbunden eine verbesserte Reputation und die Aussicht auf Mittelzuflüsse zum verwalteten Vermögen. Im weniger guten Fall bleibt das Ergebnis hinter dem Vergleichsindex zurück. Leichte Abweichungen werden dabei noch toleriert, stärkere Defizite (hintere Plätze auf den Ranglisten) führen zu Abflüssen, werden sanktioniert und können letztendlich sogar die Auswechslung des Fondsmanagements zur Folge haben.

Gibt man einem Aktienmanager nun eine Benchmark vor, die z.B. 500 Aktien beinhaltet, und verbietet ihm gleichzeitig direkt oder indirekt, von dieser Benchmark signifikant abzuweichen und einen höheren Tracking Error in Kauf zu nehmen, zwingt man ihn de facto dazu, die große Mehrheit der im zugrundeliegenden Index enthaltenen Aktien in das Portfolio aufzunehmen. Dabei dürfte jedem Anleger klar sein, dass kein Fondsmanagement der Welt dazu in der Lage ist, 500 Unternehmen oder auch nur ein Drittel davon bis ins kleinste Detail hinein zu kennen und optimal bewerten zu können. Im Rahmen des oben beschriebenen institutionellen Set-Ups sind sie damit gezwungen, eine große Anzahl von Aktien zu halten, von denen sie salopp gesagt keine Ahnung haben. Ein Zurückbleiben hinter der Benchmark ist damit vorprogram-

miert, vor allem auch unter Berücksichtigung der Tatsache, dass solche auch als „Index-Schmuser“ bezeichnete Fonds für einen eigentlich passiven Job eine aktive (= hohe) Managementgebühr verlangen.

### AKTIVE FONDSMANAGER BESSER ALS IHR RUF

Konträr zu vielen anderen Fondsperspektive-Studien hat der Finanzwissenschaftler Christopher Polk, Finance Professor an der London School of Economics, allerdings bereits 2010 und noch einmal in Zusammenarbeit mit zwei Kollegen in der im Juni 2020 veröffentlichten empirischen Untersuchung „Best Ideas“ nachgewiesen, dass die Mehrheit der Fondsmanager durchaus über die nötige Fähigkeit verfügt, Aktien richtig zu selektieren (aktives Stock Picking). Analysiert man nämlich nur die Performance ihrer „besten Ideen“, also der Aktien, die sie im Portfolio weit überdurchschnittlich hoch gewichtet haben, was eine große Überzeugung signalisiert („Strong Conviction“), fällt das Ergebnis relativ eindeutig aus. So schlagen diese Werte sowohl die übrigen Titel im Portfolio wie auch die Benchmark im Schnitt um 2,8% bis 4,5% pro Jahr. Transaktions- und Verwaltungsgebühren wurden bei dieser Berechnung zwar unberücksichtigt gelassen, aber selbst bei einem großzügigen Kostenansatz verbleibt noch immer eine jährliche Outperformance von 1% bis 2,5%.

Die meisten Aktien in den großen Portfolios bringen Fondsbesitzern somit keinen Mehrwert, und die gute Performance der „Perlen“ kommt aufgrund ihrer insgesamt zu geringen Gewichtung im Verhältnis zum gesamten Fondsvolumen nicht hinreichend zum Tragen. Die Manager bzw. die Fondsgesellschaften erreichen so zwar i.d.R. die aus dem institutionellen Set-Up resultierenden Ziele: erstens die Benchmark in keinem einzelnen Jahr wesentlich zu unterbieten und zweitens die Volatilität des Portfolios stets relativ gering zu halten, um ihre Anteilsbesitzer in keinem Fall zu verschrecken. Beide Aspekte führen allerdings zu einer „Überdiversifizierung“ des Portfolios, die dem Kunden langfristig schadet.

### HOHE DIVERSIFIKATION TROTZ KONZENTRATION AUF BEST IDEAS

Die FAM-Best-Ideas Strategie besteht aus aktiv gemanagten Aktienfonds, die einen konsequenten Investmentansatz fahren und sich bei ihrer Portfoliozusammenstellung somit auf 15-25 Aktien beschränken. Derartige Fonds werden naturgemäß eine höhere Volatilität aufweisen als solche mit

100 oder noch mehr Titeln. Schließlich können im Extremfall bereits 1-2 Aktien mit sehr schlechter Entwicklung die Jahresperformance verhaseln.

Enttäuschte Anleger neigen in diesem Fall dazu, den jeweiligen Fonds überhastet zu verkaufen. Auch wenn die Manager die in sie gesteckten Erwartungen in den folgenden zehn Jahren erfüllen und wie erwartet eine überdurchschnittlich gute Performance erzielen, werden die in der Zwischenzeit ausgestiegenen Anteilseigner hiervon nicht mehr profitieren. Den Investoren eine über viele Jahre hinweg gute emotionale Erfahrungen zu bieten (Achterbahnfahrten vermeiden) ist deshalb genauso wichtig, wie die Auswahl renditestarker Produkte.

Unsere Lösung: Die hoch konzentrierten Best-Ideas-Fonds, in die wir investieren, sind deshalb als aggregiertes Portfolio zu betrachten, das unbedingt als Einheit gesehen werden sollte. Auf diese Weise ist die notwendige Diversifikation gegeben, ohne hinsichtlich der langfristig überdurchschnittlichen Renditeerwartungen Abstriche machen zu müssen. Bei striktem Festhalten an der beschriebenen Betrachtungsweise – aber auch nur dann – entfällt zudem die Gefahr, sich von kurzfristigen Kursschwankungen einzelner Fonds nervös machen zu lassen, und Bestandteile des aggregierten Portfolios trotz guter Perspektiven über Bord zu werfen.

### QUALITY-AKTIEN FIRST

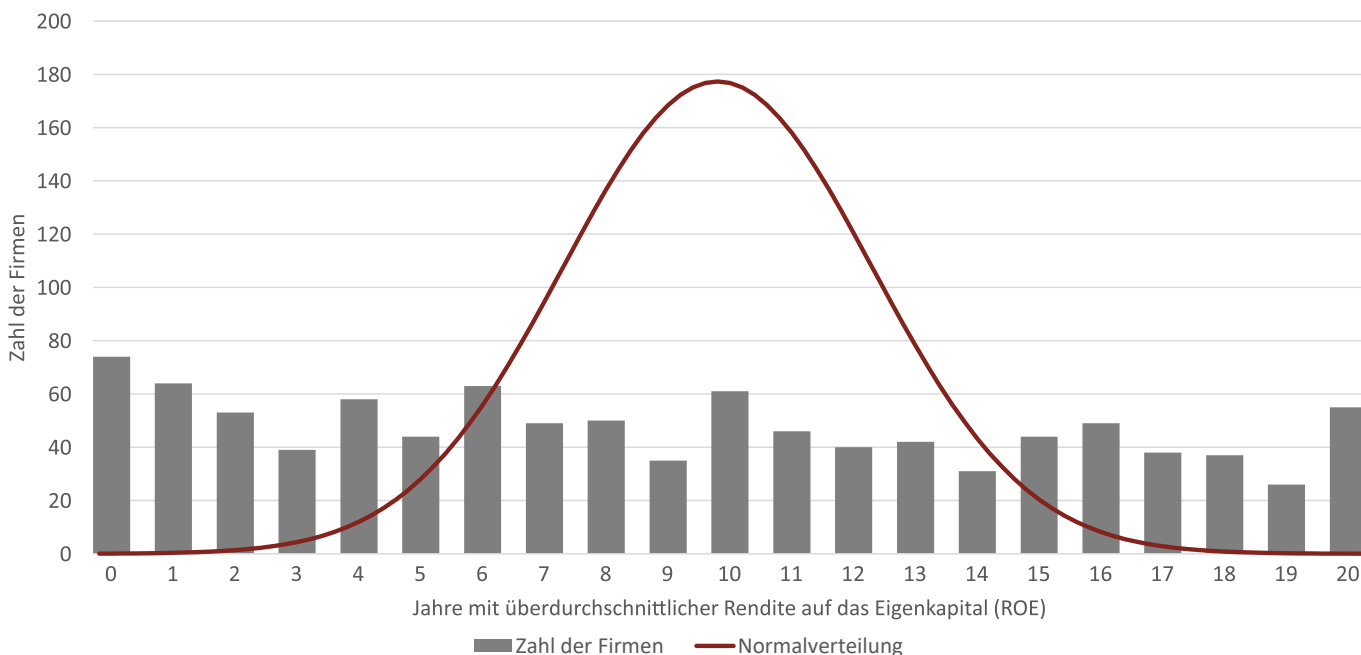
Über die FAM-Best-Ideas Strategie hinaus ist allerdings noch ein weiterer Aspekt, den die FAM bei der Fondsauswahl be-

rücksichtigt, von besonderer Bedeutung. So gibt es eine ganze Reihe von Geschäftsmodellen und Investmentsituationen, die auch von den fähigsten Analysten und Fondsmanagern nur schwer zu bewerten sind und deshalb tendenziell zu hohen Fehlerquoten führen. Hierzu zählen etwa Turnaround-Kandidaten und Zykliker. Auf der anderen Seite des Spektrums, auf der wir uns wohl fühlen, finden sich dagegen sogenannte Quality-Aktien, also Unternehmen mit soliden Bilanzen, stabilen Free Cash Flows und hohen Renditen aufs eingesetzte Kapital, die von nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen profitieren.

Dabei stellt sich die Frage, ob es sich bei „Quality“ um ein vages, diffuses Marketingkonzept handelt, oder um eine greifbare Vorgehensweise mit nachgewiesenem Erfolg.

Diese Frage beantwortet James Bullock von der Londoner Investmentfirma Lindsell Train in einer Studie von 2019. Der Fondsmanager hat für den Zeitraum von 1997-2016 die 998 Unternehmen des MSCI World analysiert, für die eine komplette Datenhistorie vorhanden war. Als „Quality-Indikator“ verwendete er dabei den ROE (Return on Equity – Eigenkapitalrendite). Sollte „Quality“ eine rein zufällige, vorübergehende, nicht einschätzbare Eigenschaft sein (also ein „diffuses Marketingkonzept“), müsste die Anzahl der Unternehmen, die es schaffen, das gewählte Quality-Kriterium über die Jahre hinweg zu erfüllen, einer Normalverteilung folgen. Anders ausgedrückt: Von den 998 Firmen dürfte es statistisch betrachtet maximal 2 gelingen, die vorgegebene Kapitalrendite mindestens 18 Jahre in Folge zu erreichen. In der Realität haben es aber 118 Gesellschaften und damit 11,8% des Auswahluniversums geschafft.

### Quality schlägt Normalverteilung



Quelle: Bloomberg, MSCI, Lindsell Train

„Quality“ ist somit greifbar und ermittelbar und weist darüber hinaus eine überdurchschnittlich hohe Langlebigkeit auf. Investmentstrategien, die auf Qualitätsaktien setzen, lassen bei der Entscheidungsfindung ex-ante deshalb eine geringere Fehlerquote erwarten.

### DIE FAM-BEST-IDEAS STRATEGIE

Die FAM-Best-Ideas Strategie leitet sich aus einer Kombination beider Aspekte ab. So umfasst das Portfolio fünf ausgewählte Best-Ideas-Aktienfonds, die sich auf Qualitätsaktien

spezialisiert haben und dabei genau die Investmentstrategie umsetzen, die wir implementieren würden, wenn wir ein reiner Aktienmanager wären und alle unsere Ressourcen der Aktienselektion widmen könnten. Wie empirisch gezeigt, ist damit das Potenzial für eine langfristig überdurchschnittliche Rendite gegeben. Gleichzeitig wird dem Diversifizierungsgedanken durch die indirekte Investition in 80-100 Aktien hinreichend Rechnung getragen. Jeder einzelne der ausgewählten fünf Fonds hat den Deutschen Aktienindex seit 2007 bzw. seit Auflage bei späterer Emission outperforms (siehe Tabelle).

### Die fünf Fonds der FAM-Best-Ideas Strategie

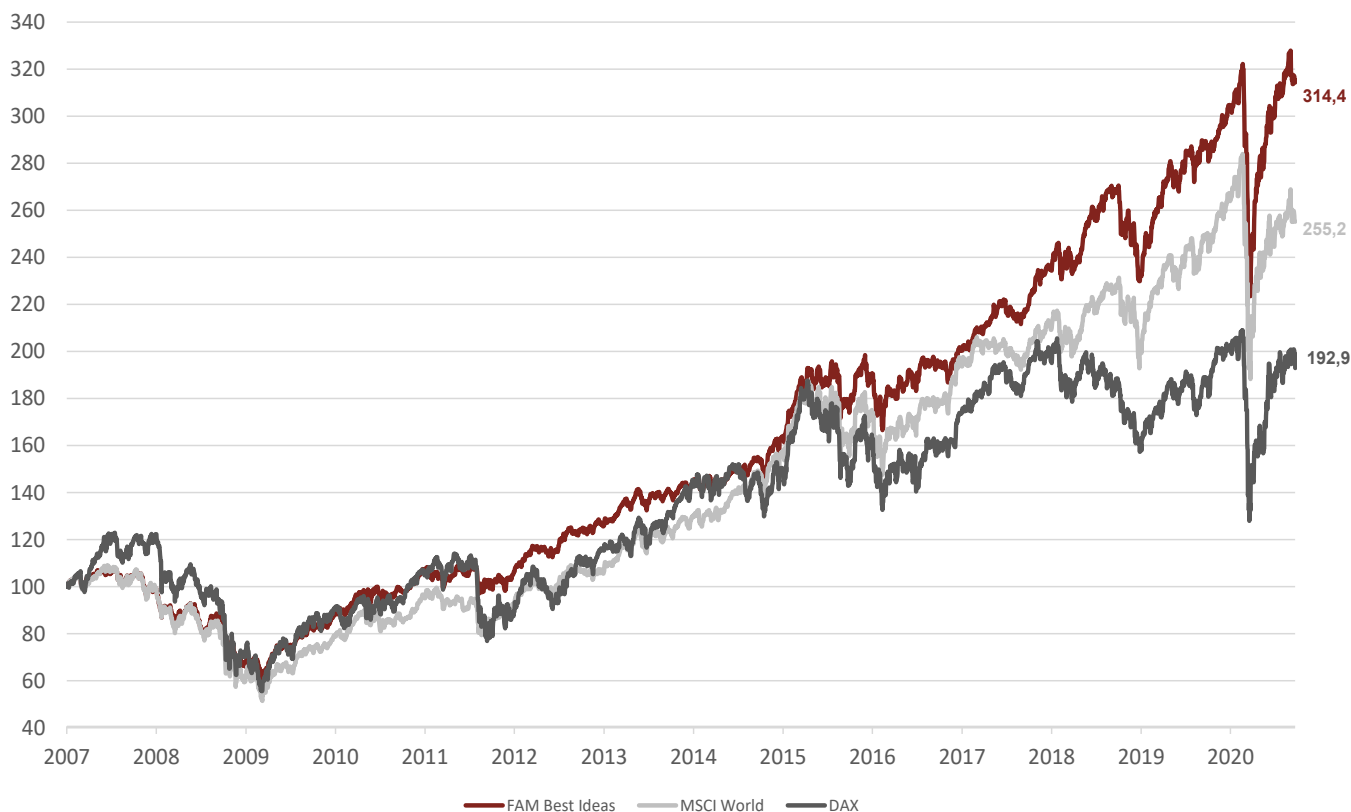
	Aufgelegt in	Geographische Ausrichtung	Gewicht TOP 10 Aktien	Annualisierte Performance	Annualisierte Volatilität	Outperformance vs. MSCI World	Outperformance vs. DAX
Fonds 1	Frankreich (1991)	Global	57%	7,8%	11,7%	0,83%	3,05%
Fonds 2	USA (2000)	Global	59%	10,2%	12,8%	3,23%	5,45%
Fonds 3	Frankreich (2000)	Europa	47%	10,4%	13,4%	3,38%	5,60%
Fonds 4	Deutschland (2009)	USA / Europa	58%	9,5%	8,2%	-2,95%	1,31%
Fonds 5	Großbritannien (2013)	USA / Europa	>90%	12,5%	18,5%	1,01%	6,16%

Quelle: Bloomberg, Fondsreports, FAM (Performance Kennzahlen: Fonds 1-3 seit 2007, Fonds 4+5 seit Fondsaufgabe)

Seit 2007 hätte die FAM-Best-Ideas Strategie im Schnitt jährliche Zugewinne von 8,7 % erzielt. Der MSCI World Index wäre um 1,6 % p.a. übertroffen worden, den DAX hätte die Strategie

im Durchschnitt sogar Jahr für Jahr um 3,8 % hinter sich gelassen – und das bei jeweils deutlich geringerer Volatilität.

### Performance FAM-Best-Ideas vs. Aktienmarkt



Bis 2013 FAM-Best-Ideas Strategie nur Fonds 1-3, ab 2013 alle fünf Fonds. Quelle: Bloomberg

## Performance FAM-Best-Ideas vs. Aktienmarkt

Performance Jan 2007 - Sep 2020	Performance p.a.	Outperformance p.a.	Annualisierte Volatilität
FAM Best Ideas	8,7%		10,0%
MSCI World	7,1%	1,6%	14,3%
DAX	4,9%	3,8%	18,8%

Quelle: Bloomberg, Fondsreport, FAM

Dabei ist es natürlich immer von besonderem Interesse, wie sich bestimmte Strategien in Krisenzeiten schlagen. Und auch diesbezüglich hätte sich die FAM-Best-Ideas Strategie gegenüber wichtigen Aktienindizes durchaus behaupten können. So hätte der maximale Drawdown unseres aggregierten Portfolios in der Finanzkrise bei 43,6% gelegen, während des Corona-Crashes wären es 30,6% gewesen. Wichtige amerikanische und europäische Aktienindizes mussten im ersten Fall Maximum Drawdowns von über 50% verkraften (siehe Tabelle), und auch im Frühjahr dieses Jahres ging es deutlich stärker nach unten. In Zeiten fallender Aktienmärkte baut die FAM-Best-Ideas Strategie tendenziell somit Outperformance („Alpha“) auf. Dabei hätte sie den Markt unabhängig von der Wahl der aufgelisteten Vergleichsindizes in mindestens 75% der Monate mit fallenden Kursen geschlagen. Bezogen auf die heimischen Marktbarometer wäre dies sogar in 90% (Euro Stoxx 50) bzw. 96% (DAX) der Monate der Fall gewesen.

Gleichzeitig hätte unsere Strategie die Verluste signifikant schneller wieder aufgeholt. Im Anschluss an den Corona-Crash war dies bereits nach 153 Tagen der Fall, während sich die betrachteten Indizes bisher noch nicht wieder vollständig erholt haben.

Grundsätzlich darf die Wertentwicklung der Vergangenheit natürlich niemals unbesehen in die Zukunft fortgeschrieben werden. Gleichwohl sind wir zuversichtlich, dass die FAM-Best-Ideas Strategie zum einen sehr robust sein wird und zum anderen das Potenzial hat, über die nächsten zehn Jahre hinweg überdurchschnittliche Aktien>Returns für unsere Kunden zu generieren.

## Maximum Drawdowns FAM-Best-Ideas vs. Aktienmarkt

Finanzkrise		
Fonds / Index	Maximaler Drawdown	Time to Recovery (Tage)
FAM Best Ideas	-43,6%	668
MSCI World	-52,8%	1257
S&P 500	-51,3%	1073
Euro Stoxx 50	-58,1%	2145
DAX	-54,8%	1517

Corona		
Fonds / Index	Maximaler Drawdown	Time to Recovery (Tage)
FAM Best Ideas	-30,6%	153
MSCI World	-33,7%	noch nicht recovered
S&P 500	-33,5%	noch nicht recovered
Euro Stoxx 50	-38,2%	noch nicht recovered
DAX	-38,8%	noch nicht recovered

Quelle: Bloomberg



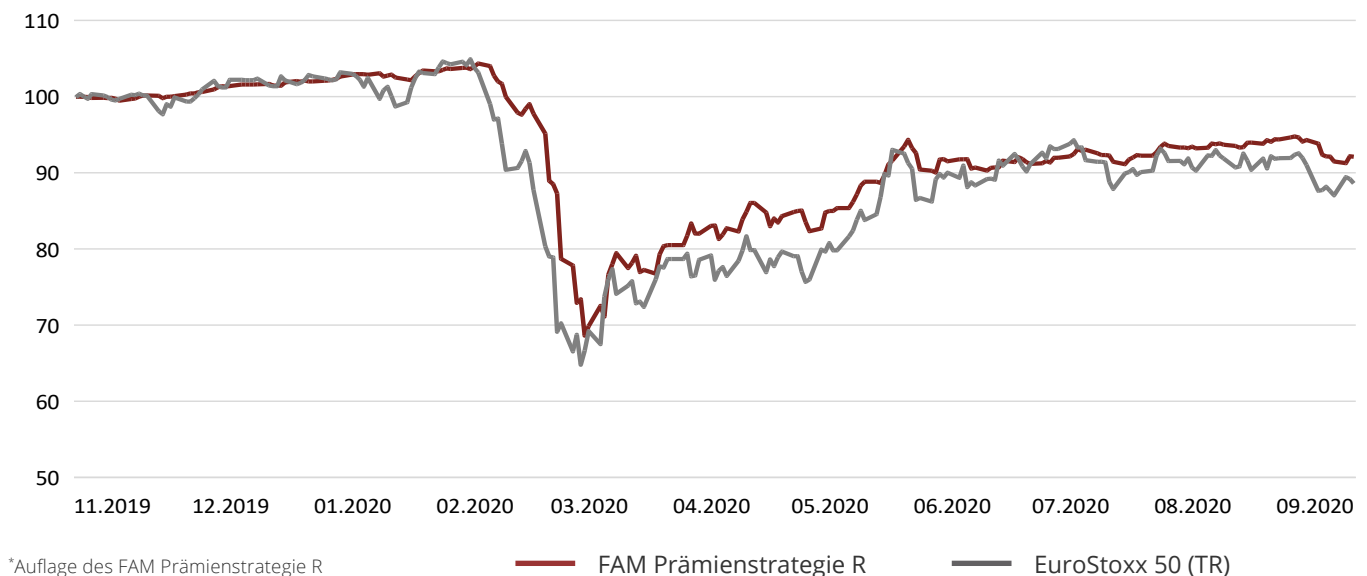
*Blick aus dem Skyper in Richtung Westen*

# FAM PRÄMIENSTRATEGIE R

## ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Prämienstrategiefonds baut Aktienmarkt-Exposure über Optionen auf und nutzt dabei strukturelle und ökonomisch begründbare Marktineffizienzen im Optionsmarkt aus. Parallel wird die verfügbare Liquidität in ein breit gestreutes Rentenportfolio angelegt (Senior-Firmenanleihen mit Investment und Non-Investment Grade-Rating). Ziele sind (a) eine mittel- bis langfristige aktienähnliche Rendite mit einer niedrigeren Volatilität im Vergleich zum Aktienmarkt zu erzielen und (b) auch in seitwärtstendierenden Börsenphasen eine deutlich positive Rendite zu generieren.

### PERFORMANCE FAM PRÄMIENSTRATEGIE R VS. EURO STOXX 50 (08.11.2019\* - 30.09.2020)



## MANAGERKOMMENTAR: TECH-PUTS MIT 33% ABSCHLAG UND 6% RENDITE

Angst vor einer zweiten Corona-Welle führte im Berichtsmonat zu Kursrückgängen am Aktienmarkt. Der zuvor etwas überhitzte Technologiesektor korrigierte am stärksten, der Nasdaq100 verlor in der Spitze ca. 13%. Insgesamt gilt Tech aber als Gewinner der Corona-Krise, da sich Trends wie Digitalisierung, E-Commerce etc. nun weiter beschleunigt haben. Der Fonds hat den Rückschlag genutzt, um bei sehr hoher impliziter Volatilität Put-Optionen auf Microsoft, Facebook und Paypal zu verkaufen. Dabei wurden die Strikes so gewählt, dass im Falle der Andienung die Einstandspreise unter dem Vor-Corona-Top aus dem Februar liegen. Im Schnitt betrug der Discount (oder „Verlust-puffer“) 33% bei einer Seitwärtsrendite von knapp 6%.

Da aufgrund des „Hexensabbats“ am 17.09. einige Optionen fällig wurden, hat der Fonds auch neue Index-Puts (EuroStoxx 50) geschrieben. Es wurden bewusst Langläufer (09/21 und 12/21)

gewählt, um die hohe Optionsvolatilität zu konservieren. Hier lag der Discount bei knapp 20% und die Seitwärtsrendite bei ca. 5%.

Wir blicken zuversichtlich ins vierte Quartal und darüber hinaus. Unsere These einer strukturell höheren Volatilität scheint sich zu bewahrheiten. Dadurch bedingt weist das Fondsportfolio auch eine knapp 2stellige Seitwärtsrendite (inkl. des Bondportfolios) bei einem Discount von 25% auf. Für den Fall von Rückschlägen am Aktienmarkt, z.B. rund um die US-Wahl, wird der Fonds neue Short Puts eingehen. Zwar liegt der Investitionsgrad (= gesamtes Notional in Prozent des Fondsvolumens) bereits leicht über 100%, jedoch ist ein deutliches Absinken aufgrund vieler Kurzläufer, die deutlich aus dem Geld liegen, absehbar. So werden im Oktober Puts mit einem Notional von 7% des Fondsvolumens fällig und im Dezember dann weitere 20%.

## Top Basiswerte Optionen (Notional in % des Fondsvolumen)

EuroStoxx 50	39,0 %
DAX	12,8 %
S&P500	7,0 %
FTSE MIB	3,8 %
BP PLC	2,3 %
FACEBOOK INC-A	2,2 %
PAYPAL HOLDINGS	2,1 %
CISCO SYSTEMS	2,1 %
MICROSOFT CORP	2,0 %
INDITEX	1,9 %

## Optionen – Laufzeit

> 12 Monate	16,2 %
9 - 12 Monate	8,1 %
6 - 9 Monate	20,0 %
3 - 6 Monate	27,6 %
< 3 Monate	28,0 %

## Optionen – Sektoraufteilung Basiswerte

Indizes	62,6 %
Technologie	13,2 %
Rohstoffe	6,5 %
Konsum	6,2 %
MedTech	4,3 %
Pharma / Chemie	3,1 %
Versicherung / Finanzsektor	1,4 %
Auto	1,1 %
Tourismus	0,9 %
Industrie	0,7 %

## Performance Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	-1,5 %	-9,2 %	n.v.	n.v.	n.v.	-9,4 %
EuroStoxx 50 (TR)	-2,3 %	-12,6 %	n.v.	n.v.	n.v.	-10,8 %
Differenz	0,8 %	3,4 %	n.v.	n.v.	n.v.	1,4 %

## STAMMDATEN Stand: 30.09.2020

ISIN	LU2012959123
WKN	A2PNH5
Rücknahmepreis (EUR)	46,1
Fondsvermögen (EUR Mio.)	18,72
Auflagedatum	08.11.2019
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	European Depository Bank
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Luxemburg
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	5,00 %
TER	1,79 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	1,00 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Ja

## FONDS-KENNZAHLEN

## Optionsportfolio

Investitionsgrad	104,35 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	5,97 %
Max. Rendite p.a.	11,00 %
Ø Discount (zum Underlying)	24,99 %
Delta Optionsportfolio + Aktien	0,23
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	213
Ø Strike	82,63 %

## Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	89,63 %
Rendite bis Endfälligkeit	4,40 %
Ø Kupon	2,63 %
Ø Bonität	Baa3
Ø Fälligkeit (Jahre)	5,26
Fremdwährungsexposure	8,18 %
Anzahl Emittenten	60

## Statistik

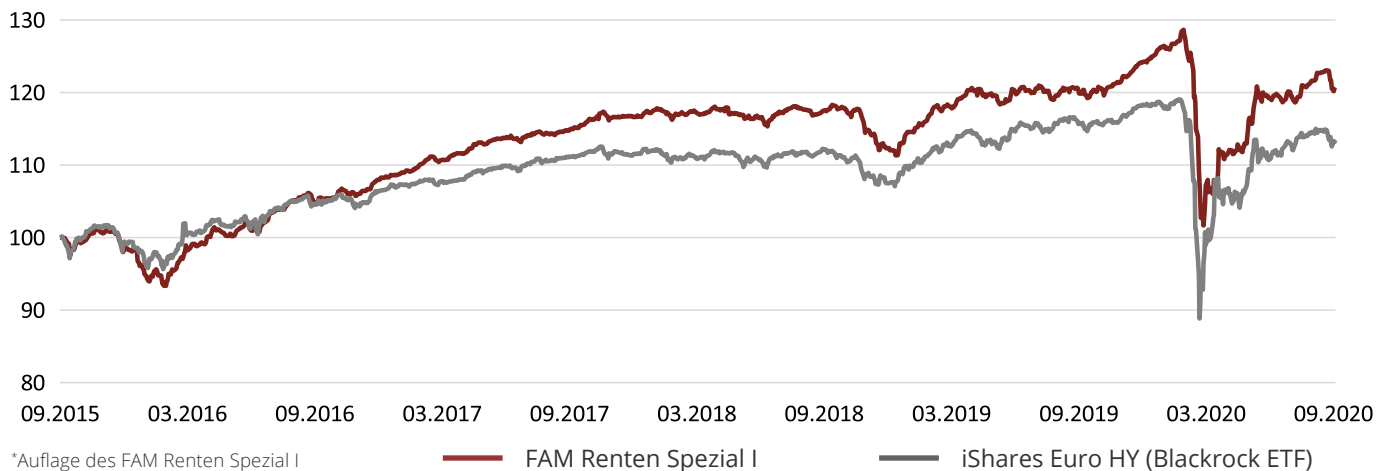
Volatilität (seit Auflage)	21,94 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	-0,34
Maximum Drawdown	-34,21 %
Time-to-Recovery	Not Yet Recovered

# FAM RENTEN SPEZIAL I

## ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Renten Spezial richtet sich an alle Zinssparer, die auch im aktuellen Niedrigzinsumfeld einen auskömmlichen Ertrag anstreben und dafür bereit sind, gewisse Risiken einzugehen. Der Schwerpunkt des breit gestreuten Rentenportfolios liegt bei Senior-Firmenanleihen aus Europa mit einem Non-Investment Grade-Rating. Daneben kann z.B. auch in Nachranganleihen von Industrie- und Finanzunternehmen investiert werden. Die Referenzwährung lautet auf Euro, wobei auch andere Währungen beigemischt werden können.

### PERFORMANCE FAM RENTEN SPEZIAL I VS. ISHARES EURO HY (15.09.2015\* - 30.09.2020)



## MANAGERKOMMENTAR: „NEVER SHORT A FRENCH NAME“ NOCH GÜLTIG?

Im Berichtsmonat war das beherrschende Thema die Angst vor einer zweiten Corona-Welle. Daher verzeichneten risikobehaftete Assets Verluste. Der Spread von europäischen Hochzinsfirmenanleihen weitete sich um ca. 22bps aus, bei US-High Yield sogar um 41bps.

Entgegen dem allgemeinen Trend konnte sich die größte Fondsposition erholen, der Kurzläufer von TUI. Hier wurde die für das geplante zweite staatliche Rettungspaket (weiteres KfW-Darlehen in Höhe von 1,05 Mrd. Euro und Wandelanleihe in Höhe von 150 Mio. Euro) erforderliche Zustimmung der Bondholder erfolgreich eingeholt. Im Zuge dieser Zustimmung zur Änderung der Anleihebedingungen kam es zu Nachverhandlungen zwischen dem Unternehmen und einem großen Bondholder. So wird sich der Kupon ab dem 01.10.2020 auf 9,50% erhöhen. Gleichzeitig hat sich TUI verpflichtet, etwaige Einnahmen aus einer Kapitalerhöhung zuerst für die vorzeitige Rückführung der Anleihe zu verwenden.

Der US-Anlagenbauer Fluor legte am 25. September Geschäftszahlen per Ende 2019 vor und wird in den kommenden drei Monaten nach und nach die Zahlen für Q1/Q2/Q3

2020 veröffentlichen und damit wieder in einen normalen Reporting-Rhythmus kommen. Wenngleich das operative Geschäft derzeit krisenbedingt schwach ist, so verfügt Fluor über eine sehr komfortable Liquidität in Höhe von 2,1 Mrd. US-Dollar. Nachdem nun Klarheit in Sachen Accounting herrscht und gleichzeitig eine nicht gerechtfertigte Diskrepanz zwischen den Dollarbonds und dem Eurobond von Fluor besteht, hat der Fonds eine Position in der 1,75% Fluor 2023 Anleihe bei ca. 82,- aufgebaut (Rendite ca. 10% bei einem Rating von Ba1).

Nachgekauft wurde nach Vorlage der H1-Zahlen die 7% Anleihe von EnQuest mit Laufzeit 2022 bei einem Kurs von leicht über 60%. EnQuest ist ein britisches Erdölexplorations- und Produktionsunternehmen mit Fokus auf drei Ölfelder, davon zwei in der Nordsee und eines in Malaysia. Die Stärke des Unternehmens liegt in der Ölförderung zu deutlich niedrigeren Kosten und einer effizienteren Ressourcennutzung gegenüber den Ölmultis. Der Free Cash Flow Breakeven liegt bei \$27 pro Barrel.

Nicht mehr im Portfolio vertreten ist Vallourec. Die geplante und von der Hauptversammlung beschlossene Kapitalerhöhung beim französischen Röhrenhersteller kann im aktuellen Umfeld nicht stattfinden. Gleichzeitig ist auch die Unterstützung durch den Aktionär Bpi France (ca. 15% am Aktienkapital) nicht so stark wie zuvor vermutet und auch die franzö-

sische Regierung wollte nicht als bedingungsloser Retter in der Not einspringen. Daher hat das Management sich dazu entschlossen, eine Schuldenrestrukturierung anzustreben. Ob das geflügelte Wort der High Yield Trader „Never short a French name“ noch weiterhin Bestand haben kann, wird sich zeigen. Der Fonds hat sich jedenfalls bei Preisen in den 50ern von Vallourec-Bonds getrennt, zumal diese sogar nach einer kurzen Schwächephase deutlich höher notierten als vor der Ankündigung der Restrukturierung. Die Verluste auf Fonds-

ebene halten sich in Grenzen, da die Bonds weit unter Par eingekauft wurden sind und zwischenzeitlich Kupons vereinbart wurden.

Mit einer Portfoliorendite von 7,4% bei einer Modified Duration von 4,2 und einem durchschnittlichen Rating von Ba3 gehen wir zuversichtlich ins letzte Quartal, denn aktuell befinden sich gemäß unserer Einschätzung keine akuten Sorgenkinder im Fondsportfolio.

#### Top Emittenten Renten

9,500% TUI AG 2021		5,1 %
2,875% AT&T Inc Perp NC 2025		3,8 %
6,500% Stichting AK Rabobank Certificaten Perp		3,4 %
2,875% thyssenkrupp AG 2024		2,9 %
3,250% PPF Telecom Group BV 2027		2,8 %
7,750% CMA CGM SA 2021		2,2 %
3,750% Faurecia SE 2028		2,2 %
6,000% Mutares SE & Co KGaA 2024		2,2 %
4,750% Coty Inc 2026		2,2 %
4,196% Eramet SA 2024		2,0 %

#### Bonitätsaufteilung

A		0,9 %
Baa		14,6 %
Ba		33,7 %
B		39,2 %
Caa		11,6 %

#### Währungsallokation

EUR		91,6 %
USD		8,0 %
GBP		0,4 %

#### Asset Allocation

Renten		94,4 %
Kasse		5,6 %

#### Performance-Kennzahlen

	1 Monat	1fd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p. a.
FAM Renten Spezial	-0,8 %	-2,9 %	0,7 %	2,6 %	4,9 %	20,7 %	3,8 %
iShares Euro HY*	-0,8 %	-4,1 %	-2,0 %	1,6 %	2,0 %	13,4 %	2,5 %
Differenz	0,0 %	1,2 %	2,7 %	1,1 %	2,8 %	7,3 %	1,3 %



**BEST FUND OVER 3 YEARS**  
BOND EUR

\*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY

#### STAMMDATEN

Stand: 30.09.2020

ISIN	DE000A14N878
WKN	A14N87
Rücknahmepreis (EUR)	103,71
Fondsvermögen (EUR Mio.)	17,78
Auflagedatum	15.09.2015
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Donner & Reuschel AG
KVG	Hansainvest Hanseatische Invest GmbH
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	3,00 %
TER	0,71 %
Bestandsprovision	0 %
Management-Fee	0,40 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	100
Sparplanfähig	Ja

#### AUSSCHÜTTUNGEN

24.02.2020	4,00 €
04.03.2019	4,00 €
27.02.2018	3,00 €

#### FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	94,37 %
Rendite bis Endfälligkeit	7,41 %
Laufende Rendite	4,85 %
Durchschnittliche Fälligkeit (Jahre)	4,7
Modified Duration	4,1
Durchschnittlicher Kupon	4,43 %
Fremdwährungsexposure (FX)	2,80 %

#### STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	6,07 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	0,30
Maximum Drawdown	-20,97 %
Time-to-Recovery	Not Yet Recovered



FAM Frankfurt Asset Management AG  
Taunusanlage 1  
60329 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69 244 500 50  
E-Mail [info@frankfurtasset.com](mailto:info@frankfurtasset.com)  
Web [www.frankfurtasset.com](http://www.frankfurtasset.com)

## IMPRESSUM

**Herausgeber:**  
FAM Frankfurt Asset Management AG  
Taunusanlage 1  
60329 Frankfurt am Main

**Redaktionsschluss:** 05.10.2020  
**Auflage:** 250 Stück

**Gestaltung & Realisierung:**  
motion one GmbH  
Wilhelmstraße 4  
65185 Wiesbaden

**Bilder:** Peter Wiederholt  
© 2020 Änderungen vorbehalten

## DISCLAIMER

Diese Publikation wurde von der FAM Frankfurt Asset Management AG erstellt. Sie ist kein Angebot, keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung und keine unabhängige Finanzanalyse und kann eine Anlageberatung nicht ersetzen. Die gesetzlichen Anforderungen zu Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen wurden nicht eingehalten. Ein Verbot des Handels der besprochenen Finanzprodukte vor oder nach der Veröffentlichung dieses Dokuments besteht nicht.

Die Publikation dient ausschließlich der Information unserer Kunden und darf nicht weitergegeben werden. Sie darf weder ganz noch teilweise an Dritte weitergegeben oder ohne schriftliche Einwilligungserklärung verwendet werden.

Die Informationen in diesem Dokument beruhen auf externen Quellen, die wir für zuverlässig halten, aber keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Wir übernehmen weder Gewähr noch Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in diesem Dokument vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen der Autoren dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsäußerungen müssen nicht publiziert werden.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Der Wert jedes Investments oder der Ertrag kann sowohl sinken als auch steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurück. Dort, wo ein Investment in einer anderen Währung als der lokalen Währung des Empfängers der Publikation denominated ist, könnten Veränderungen des Devisenkurses eine Negativwirkung auf Wert, Kurs oder Ertrag dieses Investments haben.