

# HERBSTBERICHT

FAM Renten Spezial: Europas Nr. 1

**FAM**  
FRANKFURT  
ASSET MANAGEMENT



# 2021

## FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

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 einzelner

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

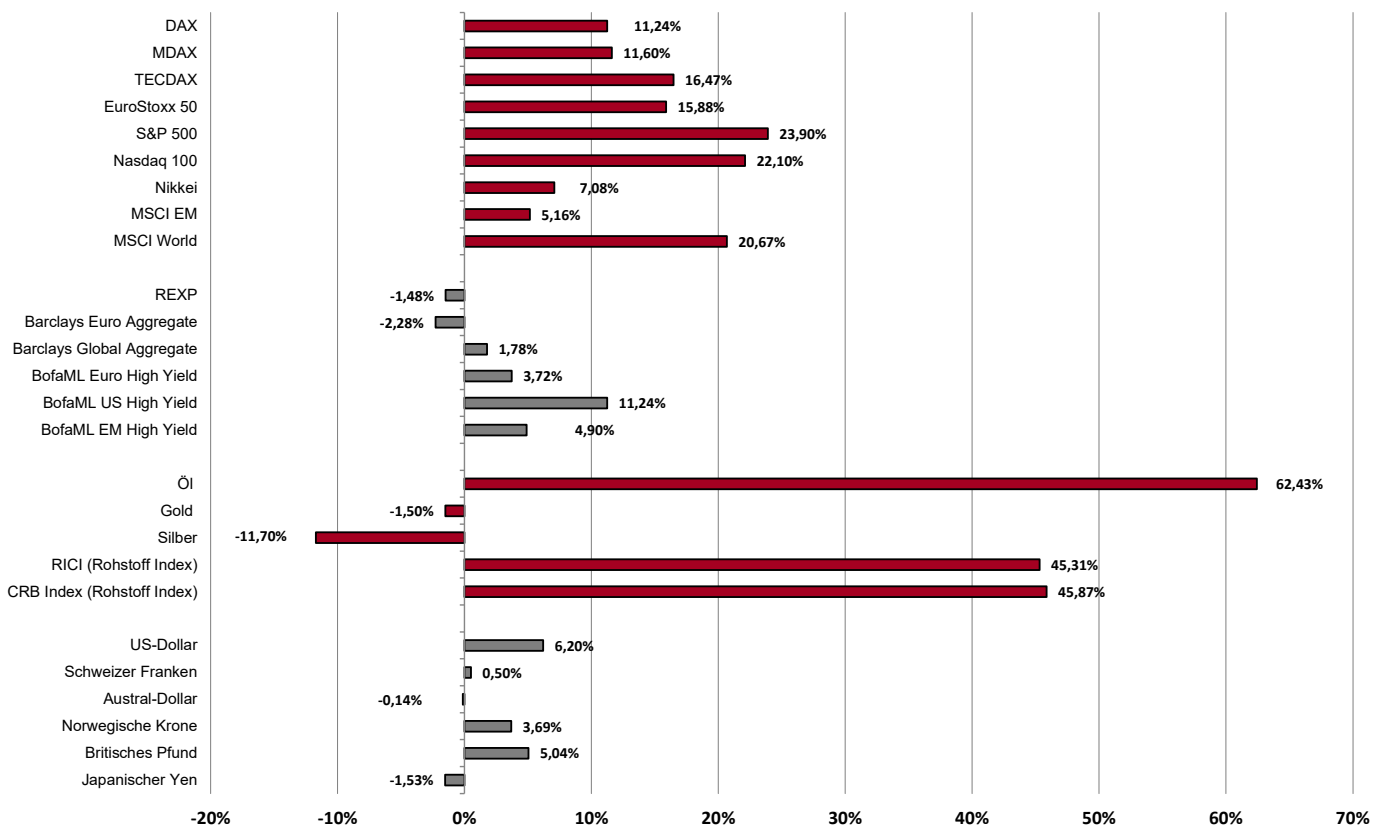
Der FAM-Investmentansatz ermöglicht die Generierung von interessanten Chance-Risiko-Profilen. Dabei ist der Ausgangspunkt stets die Rendite-Chance, wobei die dazugehörigen Risiken unter die Lupe genommen werden. Wenn dieses Verhältnis vorteilhaft erscheint, findet die Anlage den Eingang ins Portfolio.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

---

## INHALTSANGABE

Frankfurt Asset Management .....	2
Inhaltsangabe .....	3
Kapitalmarktübersicht – Performance 31.12.2020 - 30.09.2021 (in Euro) .....	4
Vorwort .....	5
High Yield schlägt Aktien, die FAM schlägt High Yield .....	7
Nullzinsen für immer – Wer nicht umdenkt, verliert! .....	16
„Wir folgen keiner Benchmark“, Interview mit Lutz Röhmeier .....	20
FAM Prämienstrategie R .....	24
FAM Renten Spezial I .....	26

## KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2020 - 30.09.2021 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg

## VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

„die Faszination der Anleihen liegt darin, dass man hier mit drei wesentlichen Kennziffern arbeiten kann: Ablaufrendite, Bonität und Duration. Anleihen sind dadurch im Gegensatz zu Aktien analysierbar und bringen kalkulierbare Erträge“.

Dieses Zitat stammt nicht von der FAM. Hätte aber sehr gut der Fall sein können. Denn wir haben eine sehr ähnliche Sichtweise auf Anleihen, wie sie unser Kollege Lutz Röhmeier aus Berlin im Videointerview vor ein paar Tagen ausgesprochen hat. Er ist Gründer von Capitulum Asset Management. Capitulum konzentriert sich auf weltweite Hochzinswährungsanleihen und bietet in diesem Segment einen – aus unserer Sicht - einzigartigen Investmentfonds an. Was diesen Fonds auszeichnet und was passieren muss, damit die Anlageklasse der Lokalwährungsanleihen ihr nunmehr achtjähriges „Mauerblümchen-Dasein“ hinter sich lassen kann, verrät uns Lutz Röhmeier im Interview ab Seite 20.

Gemeinsam teilen wir mit Capitulum die Leidenschaft für Hochzinspapiere und die Überzeugung, dass sich hier mit Fleiß und Geschick ein echter Mehrwert für Investoren



herausholen lässt. Dies funktioniert insbesondere deshalb, weil sich permanent Marktineffizienzen finden lassen. Der einzige Unterschied liegt darin, dass Capitulum nur Top-Bonitäten erwirbt und dafür Währungsrisiken eingeht, während die FAM auf Euro und US-Dollar lautende Hochzinsfirmenanleihen mit einem Non Investmentgrade Rating erwirbt und somit Kreditrisiken übernimmt.

Worin die Ineffizienzen am europäischen High Yield Markt begründet sind und welche Chancen sich daraus für einen aktiven Manager wie die FAM ergeben, lesen Sie ab Seite 7. Eine Rückschau auf inzwischen „6 Jahre FAM Renten Spezial“ nehmen wir ab Seite 16 vor. Gerade heute ist dieser Fonds eine echte Alternative für jeden Zinssparer. Auf Sicht der letzten fünf Jahre landet der FAM Renten Spezial übrigens auf Platz 1 von 404 Fonds in der Morningstar Peergroup „Euro Flexible Bond“.

Wir wünschen Ihnen allen eine sonnige und schöne Herbstzeit!

A handwritten signature in blue ink, reading "Wiederholt O. Wolf". The signature is written in a cursive, flowing style.

Peter Wiederholt und Ottmar Wolf



Skypers, Taunusanlage 1, Frankfurt

## HIGH YIELD SCHLÄGT AKTIEN, DIE FAM SCHLÄGT HIGH YIELD

Seit Entstehen des europäischen High Yield Marktes 1998 konnte diese Asset Klasse besser abschneiden als europäische Aktien. Bei Betrachtung der risikoadjustierten Rendite ist der Unterschied umso gravierender. Der Hauptgrund hierfür liegt in den enormen Ineffizienzen, die der europäische High Yield Markt aufweist. Worin diese begründet sind und welche Möglichkeiten sich aus ihnen für die FAM ergeben, zeigt der folgende Artikel.

Die langfristigen Ertragsaussichten von Aktien und High Yields sind mehr oder weniger vergleichbar. Allerdings sind die Returns von Hochzinsanleihen aufgrund der fixierten Cash-Flow-Struktur wesentlich besser kalkulierbar als die von Dividendenpapieren. Typischerweise fallen ihre Kurschwankungen (und Drawdowns) deshalb auch wesentlich geringer aus. So büßten europäische Aktien im Corona-Crash

zwischenzeitlich ca. 40% an Wert ein, High Yield verlor lediglich rund 20% und damit „nur“ halb so viel. Langfristig ist die Standardabweichung (Volatilität) bei Aktien fast viermal so hoch wie die von Hochzinsanleihen.

### High Yield vs. Aktien seit 1998

(ICE BofaML Euro HY Index, Index-Kalkulation seit 1. Januar 1998)



	Rendite pro Jahr	Volatilität	Maximum Drawdowns		
			Tech Bubble 2000/01	Finanzkrise 2008/09	Corona-Crash 2020
ICE BofaML Euro HY (TR)	5,39%	6,15%	-43,47%	-39,80%	-20,50%
EuroStoxx 50 (TR)	5,20%	22,74%	-65,21%	-58,00%	-38,20%
Differenz	0,19%	-16,59%	21,74%	18,20%	17,70%

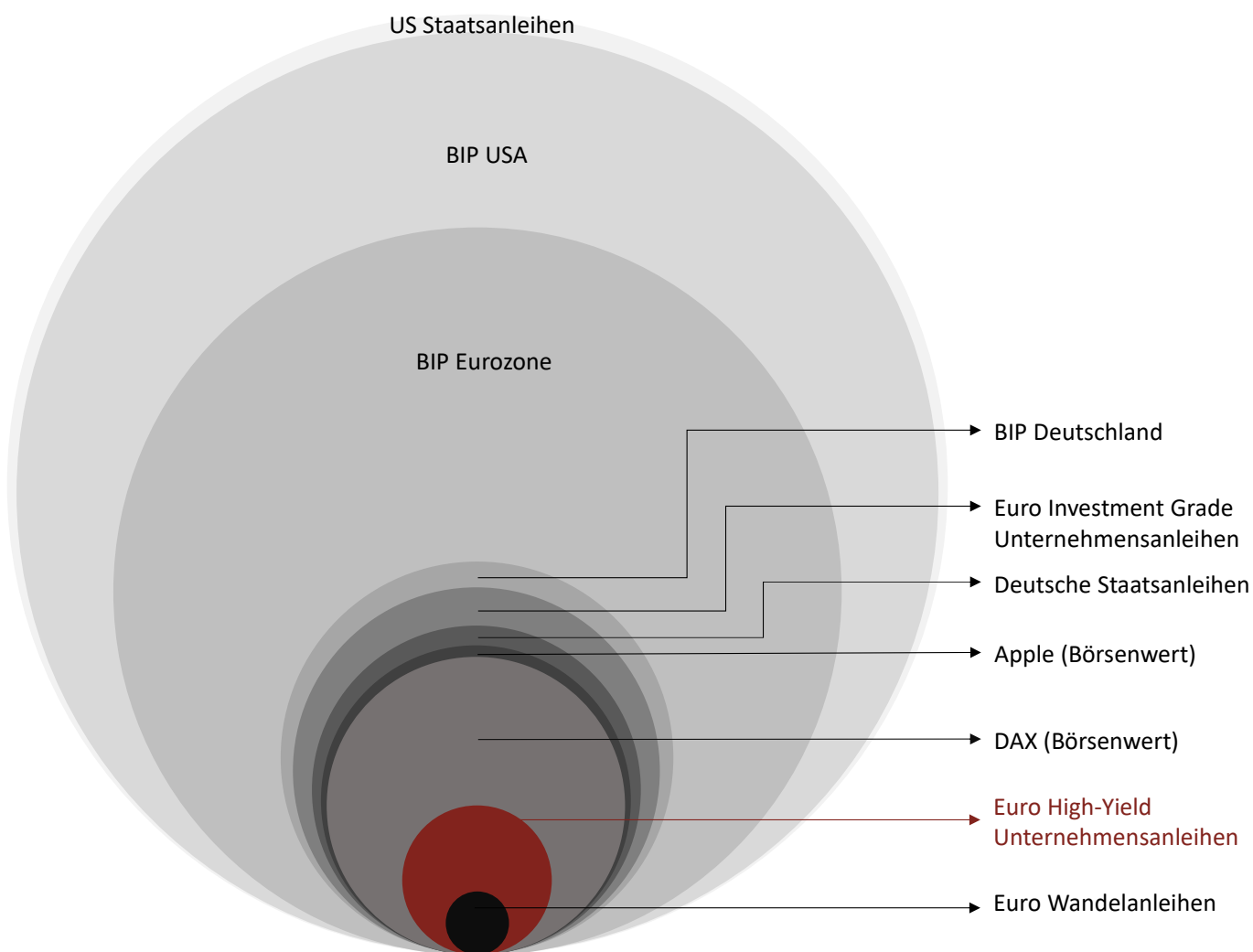
Quelle: Bloomberg, Stand: 30.09.2021

## ILLIQUIDITÄT UND RATING-REGIME ALS HAUPTGRÜNDE FÜR DIE MARKTINEFFIZIENZ

Ein wesentlicher Grund für die deutliche risikobereinigte Outperformance von Euro High Yields gegenüber Aktien ist sicherlich die Tatsache, dass es sich bei ersteren um einen Nischenmarkt handelt. Der europäische High Yield Markt umfasst ein Volumen von rund 470 Milliarden Euro, was im

globalen Kontext doch recht wenig ist. So ist z. B. der Börsenwert von Apple mehr als viermal so hoch und der Markt für US-Staatsanleihen macht mit 19 Billionen Euro gar das 40-fache aus.

### Apple: Der Börsenwert ist 4x so groß wie der gesamte europäische High Yield Markt



Quelle: IWF, SIFMA, Bloomberg, Stand: 30.09.2021

Aber nicht nur die Marktgröße spielt eine Rolle, sondern auch die Handelstätigkeit. Sie wird insbesondere von der durchschnittlichen Größe der Instrumente sowie dem Verhalten der Investoren bestimmt. Das durchschnittliche Emissionsvolumen einer Hochzinsanleihe liegt aber nur bei ca. 600 Millionen Euro, also etwa 0,03% der Marktkapitalisierung aller Apple-Aktien, und das Investorenverhalten besteht typischerweise aus einer „Buy-and-Hold“-Strategie.

Hat man nämlich eine attraktive Hochzinsanleihe entdeckt, bedeutet das noch nicht, dass man diese auch kaufen kann. Dies funktioniert nur, wenn sich jemand findet, der Stücke zum gewünschten Preis abgeben möchte, was in vielen Fällen wiederum impliziert, dass der Verkäufer für seine Anlagegelder eine vermeintlich noch bessere Ersatzinvestition findet. Ein wenig lässt sich diese Situation mit dem aktuellen Mietmarkt in Großstädten vergleichen. Selbst Wohnungen, die nicht mehr optimal zu den eigenen Bedürfnissen passen, weil sie etwa zu groß sind, werden nicht freigegeben, da sich nichts Geeigneteres zu angemessenen Preisen findet.

Früher wurde die „Vermittlerrolle“ von den Investmentbanken übernommen. Dabei hat die Bank sowohl Stücke verkauft, die sie nicht hatte (und war dann eben zwischenzeitlich „short“), als auch Stücke gekauft, die sie dann aufs eigene Buch genommen hat („Long Position“). Die Lehman-Pleite hat hier jedoch für eine Zeitenwende gesorgt. Seither sind die Bankbücher Richtung null geschrumpft und die HY-Händler der Bank treten eigentlich nur noch als Makler auf.

Gleichzeitig, und das ist ein weiterer Grund für die geringe Liquidität von Euro High Yield, werden die Handels- bzw. Investitionsaktivitäten der allermeisten Marktteilnehmer von den Credit Ratings der großen Agenturen Moody's, S&P und Fitch getrieben. Teils erfolgt dies aufgrund regulatorischer Gegebenheiten. So müssen etwa Versicherungen die schwächeren Bonitäten mit mehr Eigenkapital unterlegen, teils aber auch aus Überzeugung. Viele Portfoliomanager „glauben“ nämlich sklavisch an die Ratings und verlassen sich auf die Agenturen. Beides führt dazu, dass es für die Ratingkategorien Single-B und erst recht Triple-C nur noch eine sehr kleine Investorenbasis gibt.

Die Vergangenheit hat jedoch gezeigt, dass die schematische und eher aus der Rückschau betriebene Systematik der Ratingagenturen nicht immer zu optimalen Ergebnissen führt. Während es einerseits zwar verständlich und für die Rating-Agenturen andererseits vermutlich auch gar nicht anders lösbar ist, als auf alle Unternehmen standardisierte Benutzungsprozesse anzuwenden, führt eine individuellere Beurteilung über die firmenspezifischen Kennzahlen hinaus im High Yield Portfoliomanagement aus unserer Sicht zu besseren Ergebnissen. Denn viele Unternehmensanleihen mit einem Non Investmentgrade-Rating weisen gerade aus den genannten Gründen höhere Renditen auf, als es vom tatsächlichen Ausfallrisiko her gerechtfertigt wäre. Grund für diese „Überrendite“ ist unseres Erachtens oftmals einzig und allein die schwache Bonitätsnote.

## High Yield Bonds vs. andere Asset Klassen - Ineffizienz-Skala

Markt	Devisen (z.B. EUR-USD)	Aktien (Standardwerte)	Investment Grade Bonds	High Yield Bonds	Immobilien (gewerblich)
Anzahl der Marktteilnehmer	•••••	••••	•••	••	•
Liquidität (Handelsvolumen)	•••••	••••	•••	••	•
Zugang zu Informationen	•••••	•••••	•••	••	•
Verarbeitungsgeschwindigkeit der Informationen	•••••	•••••	••••	•••	•
Geringe Transaktionskosten	•••••	•••••	••••	•••	•
Stückelung (geringe Mindestordergröße)	•••••	•••••	••	••	•
Effizienz des Handelssystems	•••••	•••••	•••	••	•
Einfachheit der Finanzprodukte	•••••	•••••	•••	••	•

Quelle: Bloomberg, FAM. Je mehr Punkte, desto effizienter ist der Markt.

## ANLEIHEN VON PRIVATE EQUITY-FIRMEN: STARKE GESCHÄFTSMODELLE, SCHLECHTE RATINGS, HOHE KUPONS

In der Praxis finden sich insbesondere bei Unternehmen, die in den Händen von Private Equity (PE) Sponsoren liegen, zahlreiche solcher Beispiele. Es handelt sich dabei fast immer um starke Geschäftsmodelle mit hohen Eintrittsbarrieren und guter Cashflow-Generierung. Ansonsten hätte sich die als Investment-Elite geltende PE-Gilde das Unternehmen auch nicht einverleibt. Zur Vorgehensweise gehört hier immer das „Hebeln“, also die Kaufpreisfinanzierung mittels Fremdkapital. Nur so lassen sich die von PE angestrebten zweistelligen Renditen erreichen. Die Haftung und die Bedienung der Schulden obliegen der aufgekauften Firma. Hieraus resultiert eine Bilanz, die zunächst von einer hohen Verschuldung gekennzeichnet ist.

Die wichtigste Kennzahl der PE-Branche ist das EBITDA, also der Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibung. Während die PE-Sponsoren die Unternehmensbewertung anhand eines EBITDA-Faktors vornehmen, sehen die Rating-Agenturen den Leverage, also das Verhältnis zwischen Nettoschulden und EBITDA, als wesentliches Kriterium für die Bonitätseinstufung an. Je höher der Leverage, desto schlechter das Rating. Aus diesem Grund weisen wirklich starke Geschäftsmodelle, die bei PE-Investoren für besonderes Interesse gesorgt haben, permanent schwache Credit Ratings auf.

Als eines von vielen Beispielen sei hier die TK Elevator genannt. Die ehemals zum Thyssen Konzern gehörige Firma ist einer von vier Weltmarktführern im Bereich Aufzüge und Rolltreppen und wurde 2020 für rund 17 Milliarden Euro von mehreren Private Equity Sponsoren erworben. Die TK Elevator verfügt zweifelsfrei über ein Geschäftsmodell mit sehr hohen Markteintrittsbarrieren, organischem Wachstum und guter Cash-Generierung (ca. 70% vom Gross Profit aus langlaufenden Serviceverträgen). Da die Kaufpreisfinanzierung jedoch zu einem großen Teil über Leveraged Loans und High Yield Bonds erfolgte, ist ihre Bilanz von einer hohen Verschuldung gekennzeichnet. Obwohl es sich somit um eine klassische „Strong Horse Company“ handelt, die kein Problem hat, auch eine hohe Schuldenlast zu tragen, ist die unbesicherte Senior Anleihe mit dem attraktiven Kupon von 6,625% nur mit Triple-C bewertet. Dabei müssen sich die Bondholder bei solchen Strong Horse Companies keine wirklichen Pleitesorgen machen. Und falls es doch zu diesem Worst Case kommen sollte, erfolgt immer noch eine Befriedigung vorrangig zu den Gesellschaftern, in diesem Fall also den PE-Sponsoren.

Über 60% der europäischen High Yield Bonds mit einem Rating von Single-B sind in den Händen von Private Equity. Insofern ist hier in vielen Fällen ein „Mis-Pricing“ zu vermuten. Das Rating-Regime diktiert somit große Teile des High Yield Marktes und führt dadurch zu Preisverzerrungen.

### Europäischen HY-Emittenten, die von Private Equity Firmen gehalten werden

Unternehmen	Private-Equity-Gesellschaft	Land	Branche	Anleihevolumen (in Mio. €)
Pfleiderer	SVP	Deutschland	Baugewerbe	750
Lonza SI	Bain, Cinven	Schweiz	Chemie	350
Alain Afflelou	Lion, CDPQ	Frankreich	Konsum	410
Birkenstock	L Catterton	Deutschland	Konsum	430
Douglas	CVC	Deutschland	Konsum	1.305
Upfield (ex-Unilever Margarine-Sparte: z.B. Rama)	KKR	Niederlande	Konsum	1.210
Stada (Nidida)	Bain, Cinven	Deutschland	Gesundheitswesen	1.885
Techem	Partners Group	Deutschland	Industrie	1.610
TK Elevator (Thyssenkrupp Elevator)	Advent, Cinven & Co	Deutschland	Industrie	1.600
TDC (Danish Telecom)	Macquarie & Co	Dänemark	Medien	1.550
Kantar	Bain	Großbritannien	Dienstleistungen	1.000
Verisure	H&F	Schweiz	Dienstleistungen	2.650
Hurtigruten	TDR Capital	Norwegen	Tourismus	300

Quelle: Lucror Analytics, Bloomberg, Stand: 30.09.2021

Weitere Faktoren, welche ebenfalls die Illiquidität bzw. Ineffizienz am High Yield Markt begünstigen, sind die Heterogenität und die Komplexität. So ist jeder Anleiheprospekt genau zu prüfen, etwa bezüglich der rechtlichen Einheit, aus welcher der Bond begeben wird, sowie hinsichtlich der

Rangstellung, der Besicherung oder auch der Kündigungsmodalitäten. Schließlich wird die Handelbarkeit auch dadurch eingeschränkt, dass die Mindeststückelung (kleinste handelbare Einheit) inzwischen fast immer bei 100.000 Euro liegt.

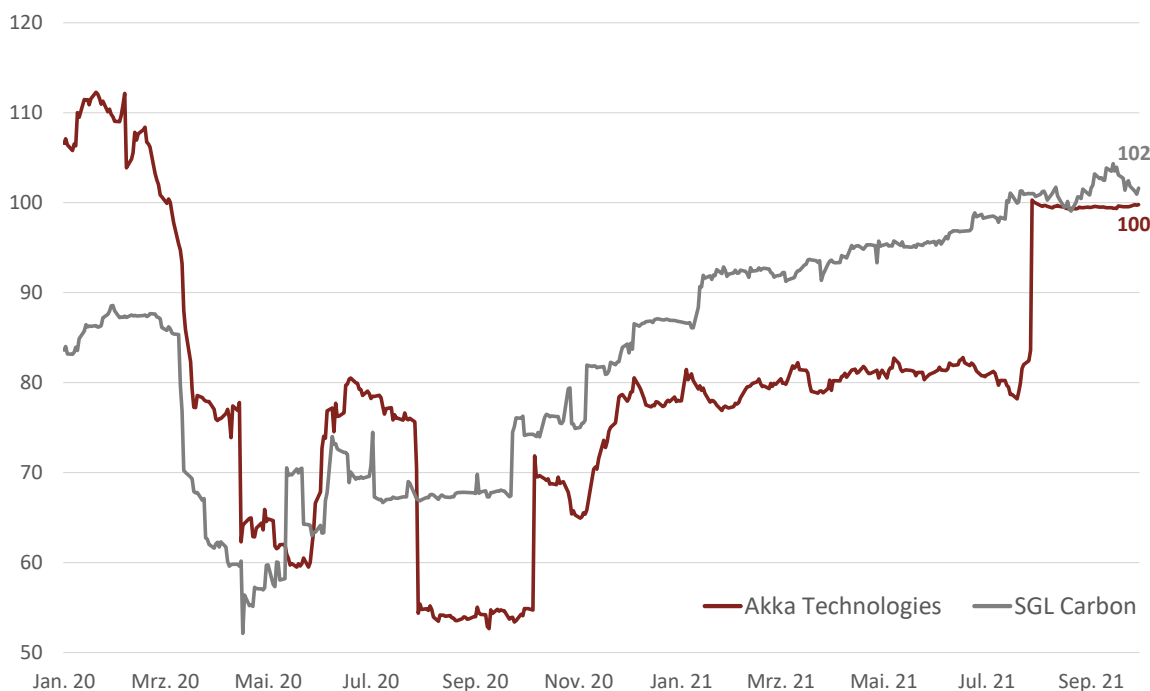
## SONDERFALL WANDELANLEIHEN

Ein weiteres „Spielfeld“ mit Ineffizienzen findet sich für unregulierte High Yield Manager, die bereit sind, über den Tellerrand hinauszuschauen, im Segment der Wandelanleihen („Wandler“). Die im internationalen Sprachgebrauch als Convertible Bonds bezeichneten Papiere verfügen so gut wie nie über ein Credit Rating. Dies verkleinert die Investorenbasis deutlich, denn viele regulierte Fixed Income Mandate verbieten „Not Rated“ von vornherein oder begrenzen solche Papiere zumindest stark. Gleichzeitig ist ein Credit Rating von einer der großen Agenturen auch für viele unregulierte Manager ein entscheidender Anhaltspunkt, d. h. selbst wenn es vom Mandat her erlaubt wäre, scheut sich so mancher Investor vor Anleihen ohne offizielles Rating. Schließlich ist der Rechtfertigungsdruck bei einem Default in diesem Fall umso höher. Naturgemäß sind es also eher aktienorientierte Manager und Hedge Funds („Convertible Arbitrage“), die sich mit Wandelanleihen befassen. Erstere haben das Wandlungsrecht im Blick und hoffen, an einer positiven Aktienkursentwicklung zu partizipieren. Letztere betreiben das sogenannte Delta-Hedging und Gamma-Trading. Sollte aber die zugrundeliegende Aktie abstürzen, wird das Wandlungsrecht quasi wertlos und nicht selten wird dann auch noch zeitgleich ein höherer

Credit Spread eingepreist: Der Wandler stürzt im Kurs ab und handelt deutlich unter Par. Die Rendite klettert dann bisweilen sogar in den zweistelligen Bereich. Hintergrund ist der Rückzug der aktienorientierten Wandelanleihe-Manager, die aufgrund des (wertlosen) Wandlungsrechts keine Upside-Möglichkeit mehr sehen. Auch die Strategie der Hedge Funds funktioniert dann nicht mehr, weil dann das Delta zu gering ist bzw. das Gamma quasi gar nicht mehr vorhanden ist, um Convertible Arbitrage erfolgreich betreiben zu können.

Gleichzeitig ist auch bei vielen High Yield Mandaten der Erwerb von Wandelanleihen explizit ausgeschlossen. Die mögliche Investorengruppe ist folglich äußerst klein. Hieraus resultiert bei zunehmenden Desinteresse oftmals ein Absturz, der fundamental nicht gerechtfertigt ist. Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit für solche Situationen sind etwa die Wandler von SGL Carbon (Spezialchemie-Unternehmen aus Wiesbaden) und der belgischen Ingenieursberatungsfirma AKKA Technologies, die beide zwischenzeitlich mit deutlich zweistelligen Renditen gehandelt wurden, ohne dass es jemals eine wirklich akute Pleitegefahr gegeben hätte.

## Wandler von AKKA und SGL Carbon: Absturz brachte außergewöhnliche Chancen



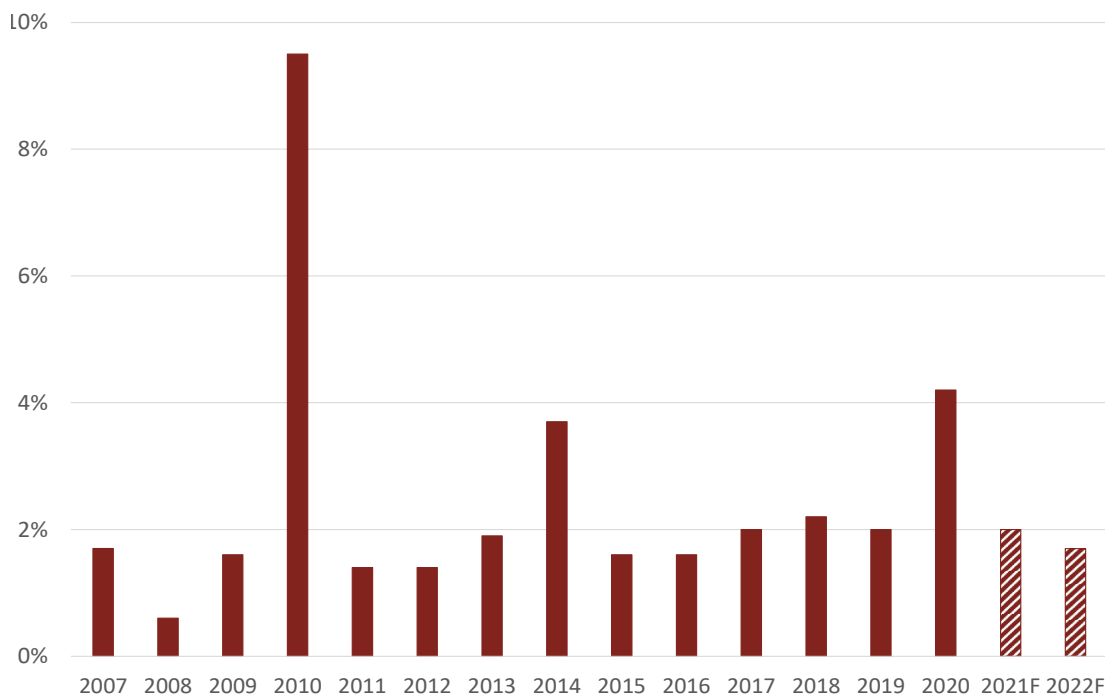
Quelle: Bloomberg, Stand: 30.09.2021

## ÜBERSCHÄTZTES DEFAULT RISK

Aber nicht nur bei Anleihen in Händen von PE-Gesellschaften und bei Convertible Bonds wird das Ausfallrisiko („Default Risk“) häufig überschätzt. Vielmehr handelt es sich im gesamten Bereich der Hochzinsfirmenanleihen hierbei um ein weit verbreitetes Phänomen. High Yield gilt in der medialen Betrachtung, aber auch innerhalb der Asset Management Branche oftmals als eine zu risikoreiche Anlageklasse, die es zu meiden gilt. Der Hauptgrund liegt wohl darin, dass Manager, die in ihrem Depot einen Default zu verzeichnen haben, mit

ihrem Engagement in der entsprechenden Anleihe immer negativ aus der Masse herausstechen (die Mehrheit der Manager wird in der jeweiligen Anleihe nicht investiert sein), was erheblichen Rechtfertigungsdruck zur Folge haben kann. Damit kommt zu den wirtschaftlichen Überlegungen noch eine persönliche Angst vor Defaults hinzu. De facto gab es jedoch nie zwei Jahre hintereinander, in denen die Ausfallrate am europäischen HY-Markt über 2,5% lag.

## Historische Ausfallraten europäischer High Yield Anleihen



Quelle: Bloomberg, Moody's, Stand: 30.09.2021. Prognose für die Jahre 2021 und 2022

Zusätzlich ist zu berücksichtigen, dass selbst eine nicht fristgerechte Kuponzahlung schon offiziell als Kreditausfall bezeichnet wird, jedoch nicht zwangsläufig gleichbedeutend mit einer Insolvenz ist. Zu vorübergehenden Zinsausfällen kann es beispielsweise aufgrund kurzfristiger Liquiditätsprobleme kommen, die sich dann aber als lösbar darstellen, so dass die Insolvenz vermieden und die Kuponzahlung nachgeholt werden können. Aber selbst wenn – und dies ist wohl noch wichtiger – eine Firma Insolvenz anmeldet, bedeutet das für den Anleihegläubiger noch lange keinen Totalverlust des eingesetzten Kapitals. Insolvente Firmen haben i. d. R. Vermögenswerte, die verwertet werden können, wodurch zumindest ein Teil der Schulden / ausstehenden Anleihen zurückgezahlt werden kann. In der Praxis häufig zu sehen ist auch die sog.

„Schuldenrestrukturierung“, bei der die Schuldverschreibung oder ein Teil von ihr in Eigenkapital umgewandelt und/oder die Laufzeit verlängert wird. Der sogenannte Loss-given-Default (Verlust beim Default) ist somit das ausschlaggebende Kriterium, das in der Praxis allerdings viel zu selten hinreichend berücksichtigt wird. Wenn die Ausfallrate im breiten HY-Markt bei 2% liegt und der Loss-given-Default bei 50%, bedeutet dies für einen Anleger, der in einen Hochzinsanleihefonds investiert, letztendlich nur eine Return-Minderung von 1%. Beispielsweise wird aus einer „ex ante Portfoliorendite“ von 4,5% später dann ein realisierter Ertrag von 3,5%.

## Defaults sind noch lange kein Totalverlust

Anleihen nach Seniorität (Reihenfolge der Rückzahlung im Falle von Insolvenz)	Recovery Rates* (loss-given-default)
1st Lien Bond	53%
2nd Lien Bond	45%
Sr. Unsecured Bond	37%
Sr. Subordinated Bond	31%
Subordinated Bond	31%
Jr. Subordinated Bond	23%

Quelle: Moody's, \*Historische Recovery Rates im Moody's Coverage Universum

Stellt sich abschließend noch die Frage, warum die Ausfallraten im breiten HY-Markt in der Realität viel niedriger als in der allgemeinen Wahrnehmung sind. Zum einen ist die Kreditqualität besser als es viele Kapitalanleger vermuten. So haben knapp 70% aller HY-Anleihen im europäischen Markt ein Double-B Rating und damit das höchstmögliche Bewertungsniveau im HY-Bereich. Und zum zweiten kommt, wie bereits erwähnt, ein Großteil der mit Single-B eingestuften Emittenten (über 20% des HY-Universums) aus der PE-Branche und verfügt somit über starke Geschäftsmodelle.

Dabei führt die systematische ex ante Überschätzung des Ausfallrisikos neben den Restriktionen vieler institutioneller und privater (z. B. Mindeststückelung und Know-how) Investoren dazu, dass sich mit Euro High Yield langfristig eine risikoadjustierte Outperformance des Aktienmarktes erzielen lässt.

## MARKTINEFFIZIENZEN PLUS QUALITATIVE KREDITANALYSE = OUTPERFORMANCE

Darüber hinaus sind die geschilderten Bedingungen aber auch eine wesentliche Grundlage dafür, dass aktiven Managern die Outperformance des Euro High Yield Marktes gelingen kann. Als weitere Bedingungen müssen (i) die Möglichkeit des restriktionslosen Investierens (ii) ein überschaubares Anlagevolumen sowie (iii) eine hauseigene fundamentale Kreditanalyse mit Fokus auf der Qualität der jeweiligen Geschäftsmodelle hinzukommen. In Bezug auf letzteres beinhaltet der Ansatz der FAM folgende Bausteine:

1. Auf Rendite-Ebene: Wir screenen den Markt nach Rendite – und zwar sowohl bei den Neuemissionen als auch am Sekundärmarkt. Von Interesse sind dabei grundsätzlich nur High Yield Bonds, die zum Erwerbszeitpunkt auf Jahressicht eine Return-Perspektive von mindestens vier Prozent aufweisen (Return-Perspektive = Kuponertrag plus etwaige Kursgewinne).

2. Auf Risiko-Ebene: Maximale Fokussierung auf die Verhinderung von Defaults, also die Vermeidung von Emissionen mit schwachen Risikoprofilen. Eine wichtige Rolle spielt hierbei das FAM Quick Credit Scoring Model. Dieses fragt drei Kriterien ab, von denen mindestens zwei erfüllt sein müssen:

Gesunde Bilanz, starke Cash-Generierung und Relevanz des Unternehmens. Die Relevanz kann sich dabei z. B. aus der strategischen Positionierung der Firma, einer Schlüsselrolle in der Wertschöpfungsketten, aus Kernaktionären mit „tiefen Taschen“ und echtem Interesse am Unternehmen oder aus einzigartigen Assets, die veräußerbar sind, ergeben. Von 100 Unternehmen, welche das FAM Quick Scoring durchlaufen, fallen 90 durch. Die restlichen zehn Prozent werden im Rahmen des Long Scoring einer detaillierten fundamentalen Analyse unterzogen, die neben den typischen Finanzkennzahlen insbesondere eine qualitative Analyse des Geschäftsmodells umfasst. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass diese Vorgehensweise der Schematischen und eher aus der Rückschau betriebenen Systematik der Ratingagenturen überlegen ist.

3. Aktives Portfoliomanagement: Sollte der Relative Value nicht mehr passen, z. B. weil die Restrendite in Folge von Kursgewinnen zu gering wird und es bessere Alternativen gibt, wird eine Gewinnrealisierung vorgenommen. Sollte sich das Risikoprofil deutlich verschlechtern, finden ggf. auch Abverkäufe statt. Der FAM-Ansatz im High Yield Management ist quasi das Gegenteil vom weit verbreiteten „Buy-and-Hold“-Prinzip.

## Aktuelle Top Holdings der FAM im Quick Scoring

Emittent	Laufzeit	Rendite	Bilanz	GuV/CF	Relevanz	Quick Score
Seaspan Corp (Nr. 1 Container Ship Owner)	2026	4,3%				
Copper Mountain Mining - Secured (kanadische Kupfermine)	2026	6,3%				
Norican A/S - 1st lien (Maschinenbau, globale Marken)	2023	5,0%				
Summer BC Holdco (Kantar, führendes Marktforschungsuntern.)	2027	4,5%				
Sunshine Mid BV (Nr. 1 Getränkeabfüllunternehmen)	2026	5,6%				

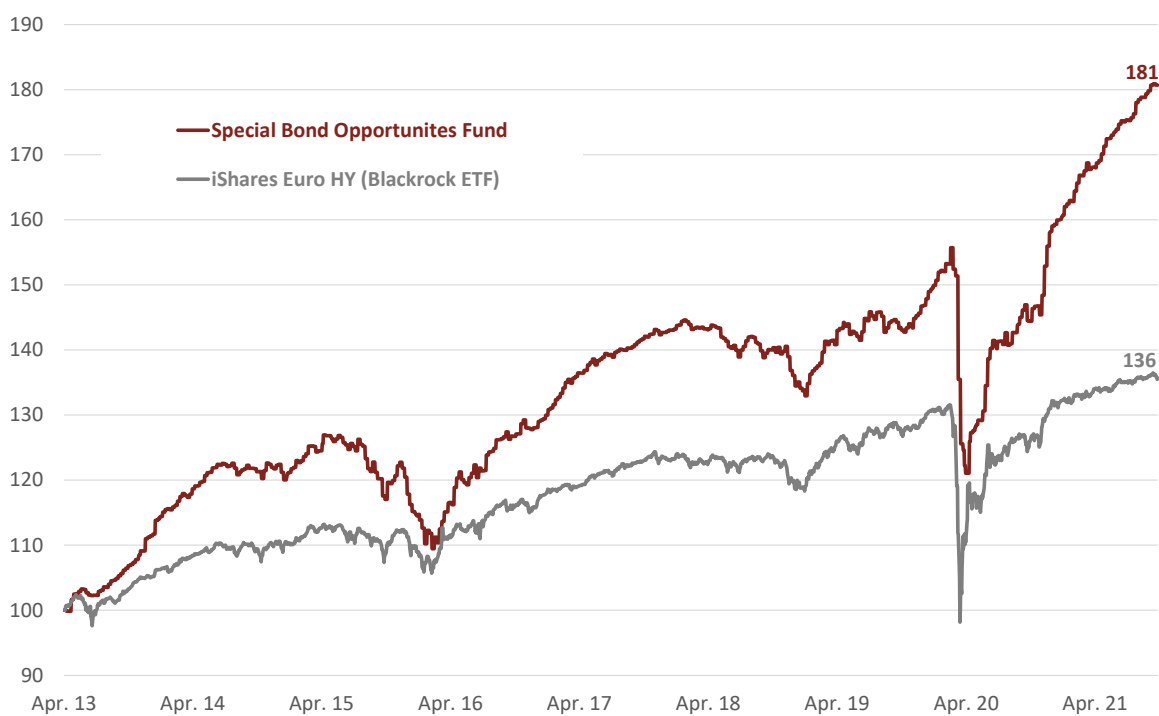
Mittels dieser Vorgehensweise konnten sowohl der Special Bond Opportunities Fund als auch der FAM Renten Spezial seit Fondsaufgabe ein passives Investment deutlich schlagen:

## Performance FAM HY-Fonds vs. HY ETF

	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	seit 15.09.2015*(p.a.)
FAM Renten Spezial	8,9%	17,3%	18,2%	20,4%	34,4%	6,4%
Special Bond Opportunities Fund	12,4%	25,1%	26,0%	29,0%	42,6%	7,4%
iShares Euro HY (Blackrock ETF)	2,8%	8,5%	6,3%	10,2%	17,4%	3,9%

Quelle: Bloomberg, Stand: 30.09.2021, \*Der FAM Renten Spezial wurde am 15.09.2015 aufgelegt.

## Performance Special Bond Opportunities vs. HY ETF (05.04.2013 - 30.09.2021)



Quelle: Bloomberg, Stand: 30.09.2021

## BLICK NACH VORNE: WAS IST VON HIER AB MÖGLICH?

Sowohl für die bestehenden Investoren als auch für neue Anleger ist die Frage entscheidend, ob die Asset Klasse Euro High Yield kombiniert mit dem aktiven Ansatz der FAM auch in Zukunft attraktive Renditen ermöglichen wird. Wir sind zuversichtlich, dass die Ineffizienzen weiterhin bestehen werden und sehen eine realistische Möglichkeit, auch von hier ab den breiten europäischen High Yield Markt outperformen zu können. Ein Indikator hierfür ist die Tatsache, dass unsere Fondsportfolios aktuell doppelt (FAM Renten Spezial) bzw.

dreimal (Special Bond Opportunities) höhere Endfälligkeitsrenditen aufweisen wie dies beim iShares Euro HY ETF der Fall ist. Gleichzeitig hat der ETF automatisch jeden Pleitekandidaten mit dabei, während der FAM Renten Spezial in seiner Historie noch keinen Default hinnehmen musste. Insofern ist es unsere Zielsetzung, mit unseren High Yield Fonds auch in den kommenden Jahren mittlere einstellige Returns zu erzielen.

	Yield to Maturity	Durchschnittliches Rating	Modified Duration
FAM Renten Spezial	5,00%	Ba3/B1	4,1
Special Bond Opportunities	7,40%	B2	3,0
iShares Euro HY	2,69%	Ba3/B1	3,0

Quelle: Bloomberg, Stand: 30.09.2021



Europäische Zentralbank, Blick von der Osthafenbrücke

© Peter Wiederholt

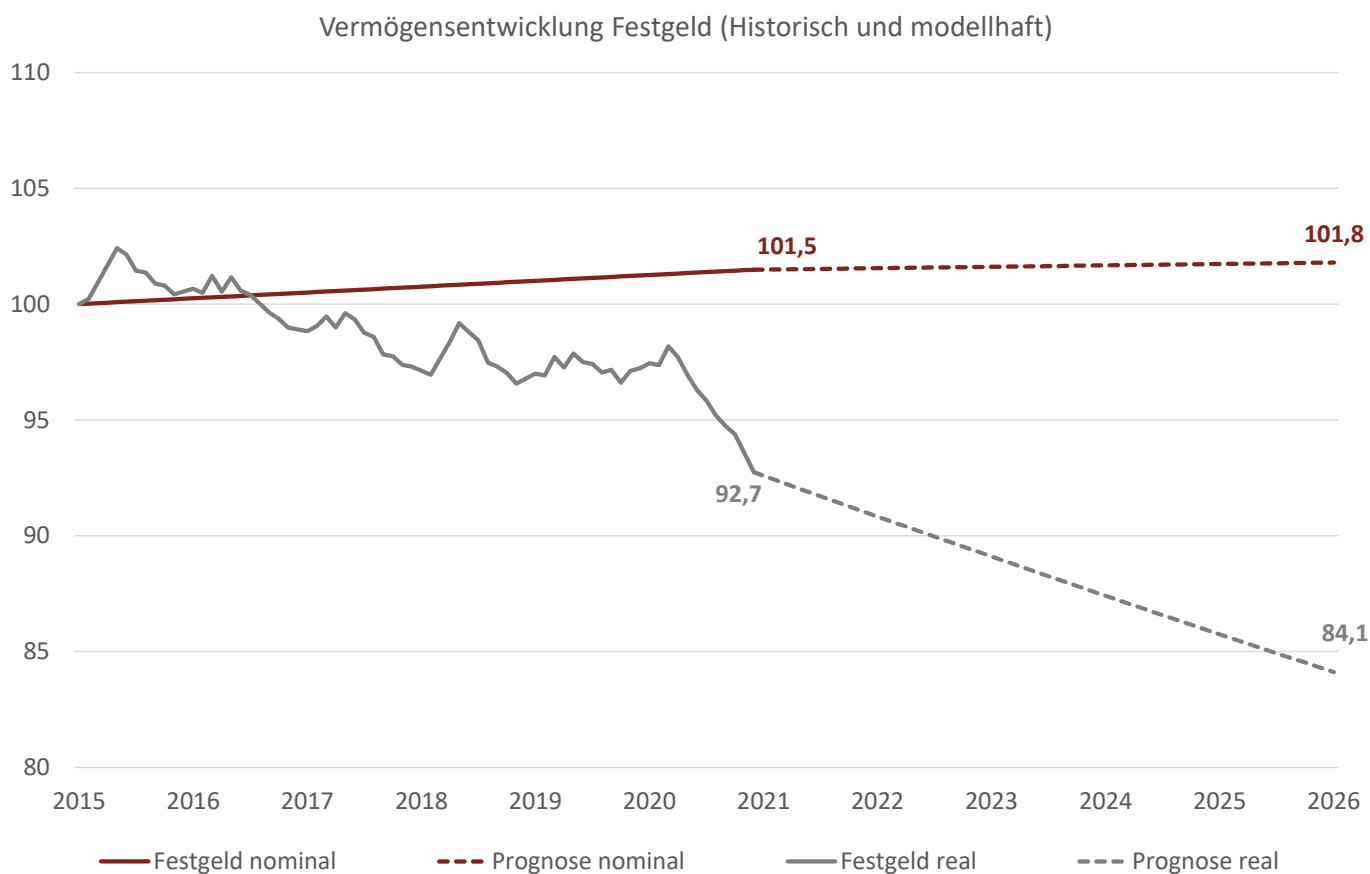
## NULLZINSEN FÜR IMMER: WER NICHT UMDENKT, VERLIERT!

*Deutschland, ein Land der Festgelder und Bundesanleihen. Keine andere Sparform ist hierzulande so beliebt wie das zinslose Ausleihen an Banken oder den Staat. Dabei sind die Ertragsperspektiven schon vor Jahren abhandengekommen, inzwischen fallen aber auch noch Strafzinsen an und steigende Inflationsraten sorgen für zunehmenden Kaufkraftverlust. Ein Umdenken ist deshalb dringender erforderlich, wobei es gerade für konservative Anleger nicht unbedingt Aktien sein müssen.*

Auch wenn ausgehend von Amerika aktuell über einen Schwenk in der Notenbankpolitik diskutiert wird, ist doch zu 99% sicher, dass europäische Geldanleger auch in den kommenden Jahren weiterhin mit Null- bzw. sogar noch schlimmer mit Negativzinsen konfrontiert sein werden.

Gleichzeitig findet eine „schleichende Geldentwertung“ über die Verbraucherpreisinflation statt - real wird das Vermögen von Festgeld- und Sparbuchliebhabern in den kommenden Jahren somit weiter abnehmen.

### Permanenter Verlust an Kaufkraft bei Festgeldsparern ...



Quelle: Statista und Check24. Ab 01.10.2021 modellhafte Darstellung. Annahme von 2% Inflationsrate. Keine Berücksichtigung von Steuern.

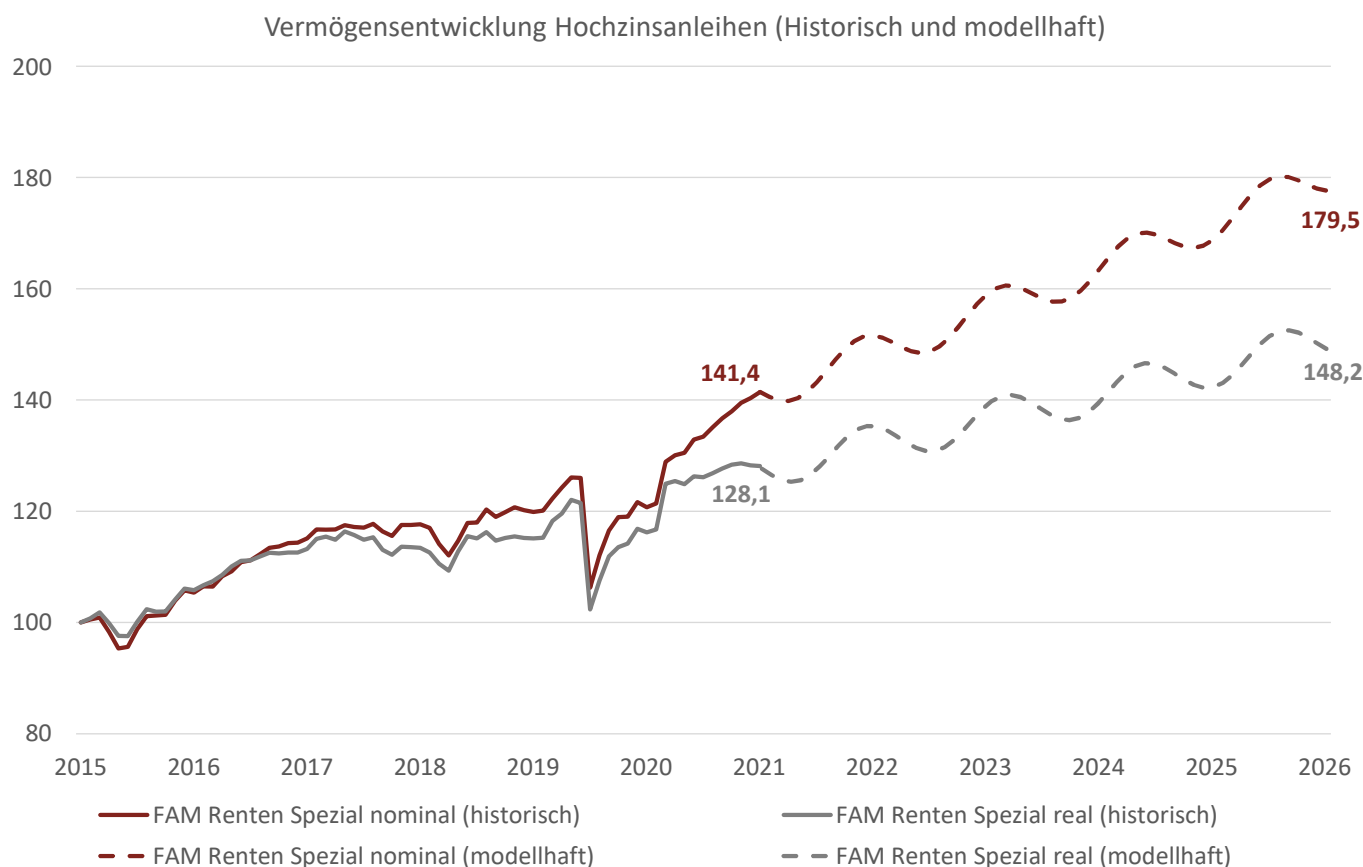
## ABWARTEN IST KEINE ALTERNATIVE

Entgehen lässt sich dieser Entwicklung durch einen radikalen Schwenk bei der Vermögensanlage hin zu Sachwerten (z. B. Aktien, Immobilien, Rohstoffe, Kunst, Uhren, etc.), die eine hohe Resistenz gegenüber Inflationsgefahren aufweisen. Dazu sind allerdings ein langfristiger Anlagehorizont und eine ausreichende Risikobereitschaft, also die mentale Stärke, auch größere Rückschläge oder sogar Crashes mit der nötigen Gelassenheit auszusitzen, erforderlich.

Gerade in Bezug auf das langfristige Anlegen von Cashbeständen zeigen die Erfahrungen jedoch, dass aktienbasierte Strategien nicht unbedingt zum Nervenkostüm der allermeisten Privatanleger passen. Sie sollten den Blick deshalb zwar unbedingt weg vom Festgeld richten, statt des Aktienmarktes im Zweifel aber eine Anlageform wählen, die bei weitem nicht so viel Nerven kosten kann. Diesen Investoren empfiehlt es sich, im Zinsbereich zu bleiben, zwecks Ertragsmöglichkeiten bei den Bonitäten aber gewisse Abstriche in Kauf zu nehmen.

Mit dieser Intention wurde bereits 2015 der FAM Renten Spezial ins Leben gerufen. Zwar weist der auf Hochzinsanleihen ausgerichtete Rentenfonds durchaus auch gewisse Kursschwankungen auf, diese liegen im Vergleich zum Aktienmarkt aber nur bei ca. einem Viertel. Die sog. Standardabweichung (oder Volatilität) beträgt beim FAM Renten Spezial 4,9% gegenüber 19,2% beim EuroStoxx 50. Zudem ist aufgrund seiner Charakteristika die schnelle Wertaufholung bei etwaigen Rückschlägen quasi automatisch eingebaut („Pull-to-Par-Effekt“). Das Fondsportfolio ist breit gestreut und umfasst i. d. R. mindestens fünfzig verschiedene Emittenten. Im Konkurrenzvergleich schneidet der FAM Renten Spezial über alle gängigen Zeiträume sehr gut ab. Auf Sicht von fünf Jahren (Zeitraum 01.09.2016 bis 31.08.2021) belegt er bei der Fondsrating-Agentur Morningstar Platz 1 von 404 Fonds in seiner Peergroup.

## ... vs. Kaufkraft-Steigerung bei den Investoren des FAM Renten Spezial



Quelle: Bloomberg. Ab 01.10.2021 modellhafte Darstellung. Annahmen sind 5% Rendite beim FAM Renten Spezial im Schnitt pro Jahr und 2% Inflationsrate. Keine Berücksichtigung von Steuern.

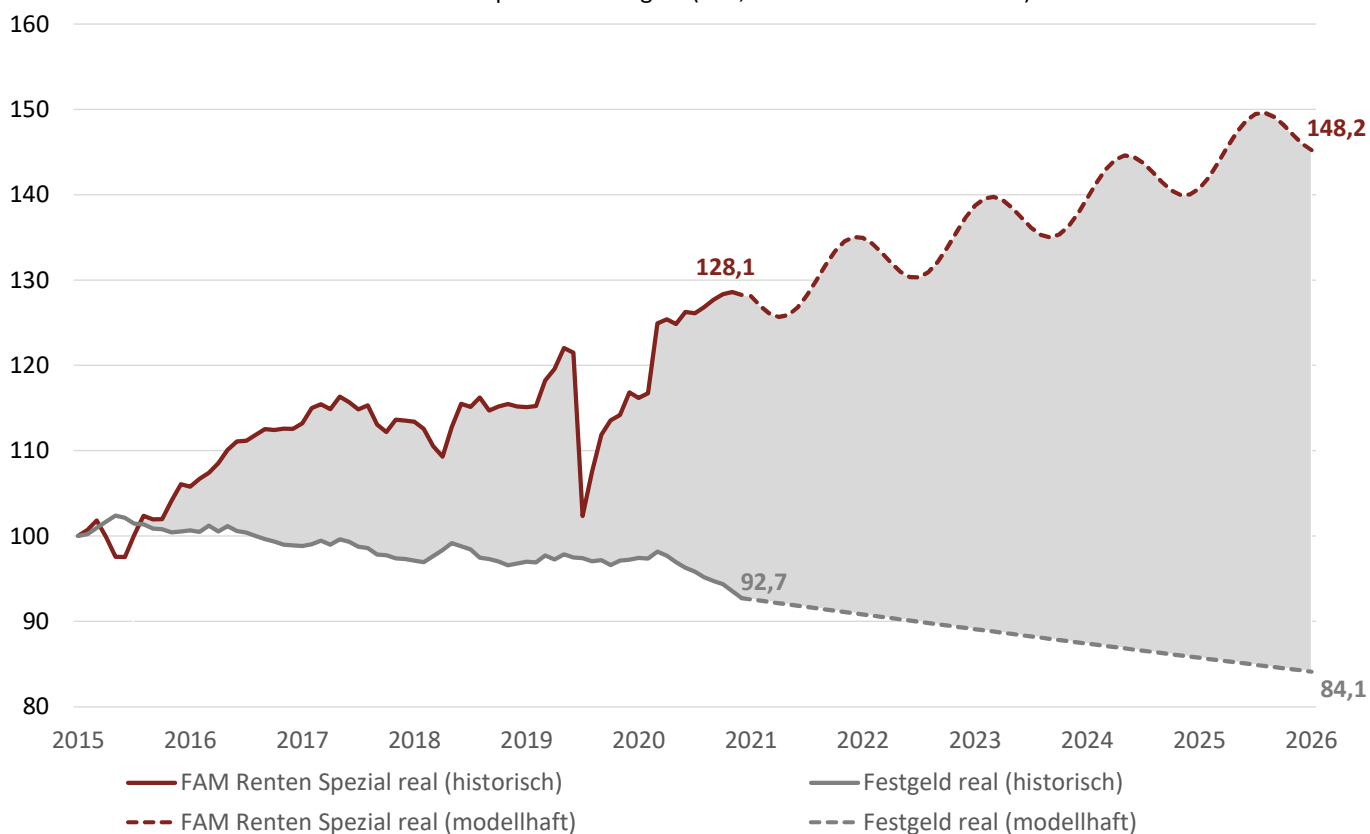
Damit ist der Fonds eine Alternative für Zinssparer, die auch nach Abzug der Inflationsrate einen Zugewinn an Kaufkraft erreichen wollen. Seit seiner Auflage am 15. September 2015 erreichte der FAM Renten Spezial einen Gesamtertrag von 41,4% bzw. 5,9% Rendite pro Jahr. Oder in realen Werten ausgedrückt: Während Festgeldsparer bei damals noch sehr moderater Inflation in den vergangenen sechs Jahren real rund 7% an Kaufkraft einbüßten, konnten die Erstinvestoren des FAM Renten Spezial ihre Kaufkraft um 28,1% steigern.

von zwei Prozent pro Jahr, also die langfristig von der Europäischen Zentralbank angepeilte Zielmarke, einen Festgeldsatz von plus 0,06% (den es teilweise für einjährige Festgelder wohl noch gibt, wobei die vorzeitige Verfügbarkeit dann entsprechend ausgeschlossen ist) und eine jährliche Rendite von 5% beim FAM Renten Spezial. Während Festgeldsparer in fünf Jahren (2026) nur noch ca. 84% ihrer Kaufkraft aus dem Jahr 2015 übrig hätten, könnte sich der Fondsanleger über eine mehr als 48%ige Erhöhung der damaligen Kaufkraft freuen.

Noch interessanter ist der Blick in die Zukunft. Für die kommenden fünf Jahre unterstellen wir dabei eine Inflationsrate

## Reale Vermögensentwicklung im Vergleich: Die Schere geht immer weiter auseinander

FAM Renten Spezial vs. Festgeld (real; historisch und modellhaft)



Quelle: Bloomberg, Statista, Check24. Ab 01.10.2021 modellhafte Darstellung. Annahmen sind 5% Rendite beim FAM Renten Spezial im Schnitt pro Jahr, ein Zinssatz von 0,06% für einjährige Festgelder, und 2% Inflationsrate. Keine Berücksichtigung von Steuern.



*Japan Center, Frankfurt*

© Peter Wiederholt

## „WIR FOLGEN KEINER BENCHMARK“

*Der globale Anleihemarkt bietet nach wie vor attraktive Investmentmöglichkeiten. Davon ist Lutz Röhmeier, Geschäftsführer der Berliner Boutique Capitulum Asset Management, überzeugt. Seine Leidenschaft gilt dabei seit über 20 Jahren den Anleihen in lokalen Währungen, mit denen er ein Fondsportfolio zusammengestellt hat, welches eine jährliche Ablaufrendite von rund sieben Prozent aufweist. Im Interview erläutert er den speziellen Ansatz seines Fonds Capitulum Weltzins-Invest Universal und was passieren muss, damit die Anlageklasse das nunmehr achtjährige „Mauerblümchen-Dasein“ hinter sich lassen kann.*



*Lutz Röhmeier begann seine Karriere 1996 im Konzern der Landesbank Berlin AG. Er hat ein betriebswirtschaftliches Studium zum Diplom-Kaufmann absolviert und den international renommierten Abschluss als Chartered Financial Analyst (CFA). Seit 2002 ist Lutz Röhmeier als Fondsmanager im Segment der globalen Anleihen tätig. Sein Schwerpunkt liegt auf den Märkten der Schwellenländer, insbesondere bei Titeln, die in lokalen Währungen ausgestellt sind.*

*Die Capitulum Asset Management wurde im Jahr 2018 als unabhängige Investmentboutique mit Sitz in Berlin gegründet. Das Team um Lutz Röhmeier verfügt über eine langjährige Erfahrung im Portfoliomanagement und wurde für seine Leistungen wiederholt von den Ratingagenturen mit Bestnoten ausgezeichnet. Bei der Umsetzung der Anlageideen wird ein besonderer Fokus auf die Auswahl nachhaltiger Emittenten gelegt.*

### **Herr Röhmeier, beschreiben Sie bitte kurz die Strategie des Capitulum Weltzins-Invest Universal.**

Meine Leidenschaft galt direkt nach dem Berufseinstieg bereits den Anleihen – und das ist bis heute so geblieben. Mich fasziniert es, dass man hier mit drei wesentlichen Kennziffern arbeiten kann: Ablaufrendite, Bonität und Duration. Anleihen sind dadurch im Gegensatz zu Aktien so analysierbar und bringen kalkulierbare Erträge. Da viele Anleger unnötige Bonitätsrisiken begrenzen wollen, habe ich recht schnell das Segment der Lokalwährungsanleihen für mich entdeckt, denn hier gab es zahlreiche Papiere mit bester Kreditqualität und gleichzeitig hohen Kupons. Dies gilt umso mehr im heutigen Niedrigzinsumfeld. Der Capitulum Weltzins-Invest Universal ist sehr breit gestreut und investiert aktuell in Anleihen in mehr als 70 verschiedenen Währungen. Das Fondsportfolio wirft bei einer Duration von unter drei Jahren aktuell rund sieben Prozent laufende Rendite ab – und dies bei einem Durchschnittsrating von Single-A. Sie sehen also, dass die Aussage vieler Marktteilnehmer, der Anleihemarkt bringe nichts mehr, in dieser Absolutheit falsch ist.

### **Das klingt in der Tat erst einmal spannend. Inwiefern ist diese hohe Rendite denn auch „greifbar“ d.h. materialisierbar? Eine Gefahr besteht vermutlich in Währungsabwertungen?**

Ja, das Hauptrisiko liegt in den Währungsbewegungen. Rund 80% der Schwankungen im Fondspreis resultieren hieraus. Hinsichtlich der Frage, inwiefern sich die Rendite auch für die in Euro denkenden Investoren materialisieren lässt, muss in zwei Phasen unterschieden werden: die Zeit bis 2013 und die danach. Aus heutiger Sicht war die Tapering-Diskussion über steigende Zinsen in den USA 2013 ein Wendepunkt, wengleich dies für mich nicht nachvollziehbar ist. Aber es löste eine Kapitalflucht insbesondere aus den Hochzinswährungen der Schwellenländer aus, die bis heute nicht kompensiert wurde. Daher beträgt unsere jährliche Wertentwicklung für den Zeitraum von 2013 bis heute auch nur etwa vier Prozent. Zuvor, also zwischen 1999 und 2013, generierte die Strategie eine Rendite von rund sechs Prozent p.a., wo wir übrigens auch in diesem Jahr zum aktuellen Zeitpunkt wieder stehen.

### **Vier Prozent ist in der heutigen Nullzinswelt ja auch recht ordentlich. Aber Sie klingen so, als wäre das für Sie eher enttäuschend?**

Aus unserer Sicht führt die Anlageklasse seit 2013 ein Mauerblümchen-Dasein. Privatinvestoren hatten sich damals panikartig fast komplett aus ihrem Engagement verabschiedet, und auch institutionelle Gelder kehren erst jetzt langsam wieder zurück. Aktuell sollte jedoch noch immer ein guter Einstiegszeitpunkt sein, denn so viel Gegenwind wie in den letzten acht Jahren dürfte es von der Währungsseite her in Zukunft nicht mehr geben.

### Rechnen Sie also mit einer Trendumkehr, d.h. einer Aufwertung der Hochzinswährungen gegenüber dem Euro?

Nein, nicht unbedingt. Ich habe in den letzten 20 Jahren noch niemand getroffen, der eine halbwegs sichere Prognose zum Euro-Dollar-Wechselkurs abgeben konnte. Bei den nicht alltäglichen Währungen aus Grenzmärkten, wie z. B. dem Ghanaischen Cedi oder dem Aserbaidschanischen Manat, ist dies erst recht unmöglich. Wir erstellen deshalb auch keine eigenen Währungsprognosen als Grundlage unserer Anlagen und greifen auch nicht auf externe Einschätzungen zurück. Aber persönlich halte ich es durchaus für möglich, dass es zumindest ein Ende des Abwertungstrends gibt, auch wenn dies für die

meisten Anleger momentan schwer vorstellbar ist. Wir rechnen aufgrund der Attraktivität im aktuellen Niedrigzinsumfeld damit, dass in Zukunft verstärkt Gelder in hochverzinsten Lokalwährungsanleihen angelegt werden. Die damit verbundene erhöhte Nachfrage könnte so eine Stabilisierung bewirken. Betonen möchte ich aber, dass wir zur Erzielung von ordentlichen Erträgen gar keinen Rückenwind von der Währungsseite brauchen, denn unser laufender Kuponertrag liegt ja bei rund sieben Prozent. Selbst in einer Seitwärtsbewegung wären mit dieser Wertentwicklung und der daraus resultierenden Ausschüttung sicherlich alle zufrieden.

### Attraktive Bewertung von Lokalwährungen



Quelle: Deutsche Bank, Capitulum Asset Management AG. \*bestehend aus 21 EM-Währungen (Bloomberg: EMFX)

**Nun müssen wir aber doch noch einmal nachfragen. Sie managen einen Währungsanleihe-Fonds und teilen uns mit, dass Sie keinerlei Währungsprognosen erstellen bzw. nutzen. Wie ist das zu verstehen?**

Unsere Strategie basiert auf einem systematischen Ansatz, der gemäß dem alten Motto „das einzige Free Lunch an der Börse ist die Diversifikation“ eine extrem breite Streuung beinhaltet. Daher resultiert eben auch das am Markt einzigartige Portfolio aus über 70 verschiedenen Währungen. Wir bilden anhand der Liquidität der Währungen und der Attraktivität der damit erzielbaren Zinsen drei Gruppen. Die erste besteht aus hochliquiden Währungen mit überdurchschnittlichen Zinssätzen. Zu ihr gehören beispielsweise der Brasilianische Real oder die Indonesische Rupie. Sie werden jeweils mit ca. 3% gleichgewichtet. Gruppe zwei umfasst die durchschnittlich bewerteten lokalen Märkte mit einer Gewichtung von rund 2%. Hierzu zählen unter anderem Anleihen in Ukrainischen Grywna und Ägyptischen Pfund. Die dritte Gruppe umfasst die eher kleineren bzw. relativ gering verzinsten Währungsmärkte, wie etwa der Kirgisische Som oder der Thailändische Baht. Ihr Anteil liegt bei jeweils rund einem Prozent. Durch unser regelmäßiges Rebalancing agieren wir grundsätzlich antizyklisch. Wird eine Währung deutlich abgestraft, stocken wir sie bis zum Zielgewicht auf. Umgekehrt nehmen wir bei Aufwertungen automatisch Gewinne mit. Wie sie gemerkt haben, reduzieren wir unser Portfolio nicht nur auf die Anleihemärkte der Schwellenländer. Der Fondsname ist Programm, es handelt sich bewusst um ein weltweit offenes Universum.

**Die fundamentale Analyse spielt bei Ihnen also keine Rolle?**

Doch. Natürlich machen wir hier zuerst auch unsere Hausaufgaben. Wir haben eine entsprechende Datenbank mit den gängigen Kennzahlen der Staaten weltweit. Alle Marktteilnehmer verfügen jedoch im Bereich der Länderanalyse zeitgleich über identische Informationen, jeder benutzt die einschlägig bekannten Werte wie z. B. Leistungsbilanz, Devisenreserven etc. Das hilft jedoch nur zu erkennen, was offensichtlich schief gehen muss, es bringt aber ansonsten keinen Informationsvorsprung. Deutlich hilfreicher, um etwaige politische Veränderungen absehen zu können, ist unser über Jahrzehnte gewachsenes Netzwerk an Research- und Handelspartnern vor Ort.

**Sie haben auffällig viele AAA-Bonds im Bestand. Wie ist das zu erklären?**

Wir investieren gerne in Anleihen von Förderbanken bzw. supranationalen Banken wie z. B. die KfW oder die Europäische Investitionsbank (EIB). Denn wenn wir schon das Währungsrisiko übernehmen, dann möchten wir zumindest von der Bonität her auf Nummer sicher gehen. Wenn man dagegen die Staatsanleihen eines Schwellen- oder Frontier-Emittenten erwirbt, hat man zusätzlich ein Bonitätsrisiko und damit ein

doppeltes Exposure zum entsprechenden Land. Das ist nicht nur unnötig, sondern auch unter Risiko-/Rendite-Aspekten nicht optimal.

**Wieso das? Ist die Rendite bei den AAA-Bonds in etwa höher?**

Ja, das ist oftmals der Fall. Es handelt sich hier um eine Marktineffizienz, von der wir profitieren. Hintergrund ist hauptsächlich die aus unserer Sicht mangelhafte Konstruktion der relevanten Rentenindizes für Schwellenländer, die erstens nur ein sehr begrenztes und konzentriertes Währungsspektrum von aktuell gerade einmal 20 Devisen beinhalten und zweitens nur aus Staatsanleihen bestehen. Aufgrund der allgemein vorherrschenden Orientierung sowie sogar der direkten Abbildung durch passive Investments dieser Benchmarks sind die Renditen bei vielen betroffenen Staatsanleihen zu niedrig. Oder kurz gesagt: Die Indexzugehörigkeit ist ein Nachteil. Dazu kommt, dass viele der von Förderbanken begebenen Emissionen ein kleines Volumen aufweisen und sich damit unter dem Radar der sehr großen Investoren bewegen.

**Also haben Sie keine Angst vor den ETFs, die sich ja derzeit allgemein auf dem Vormarsch befinden?**

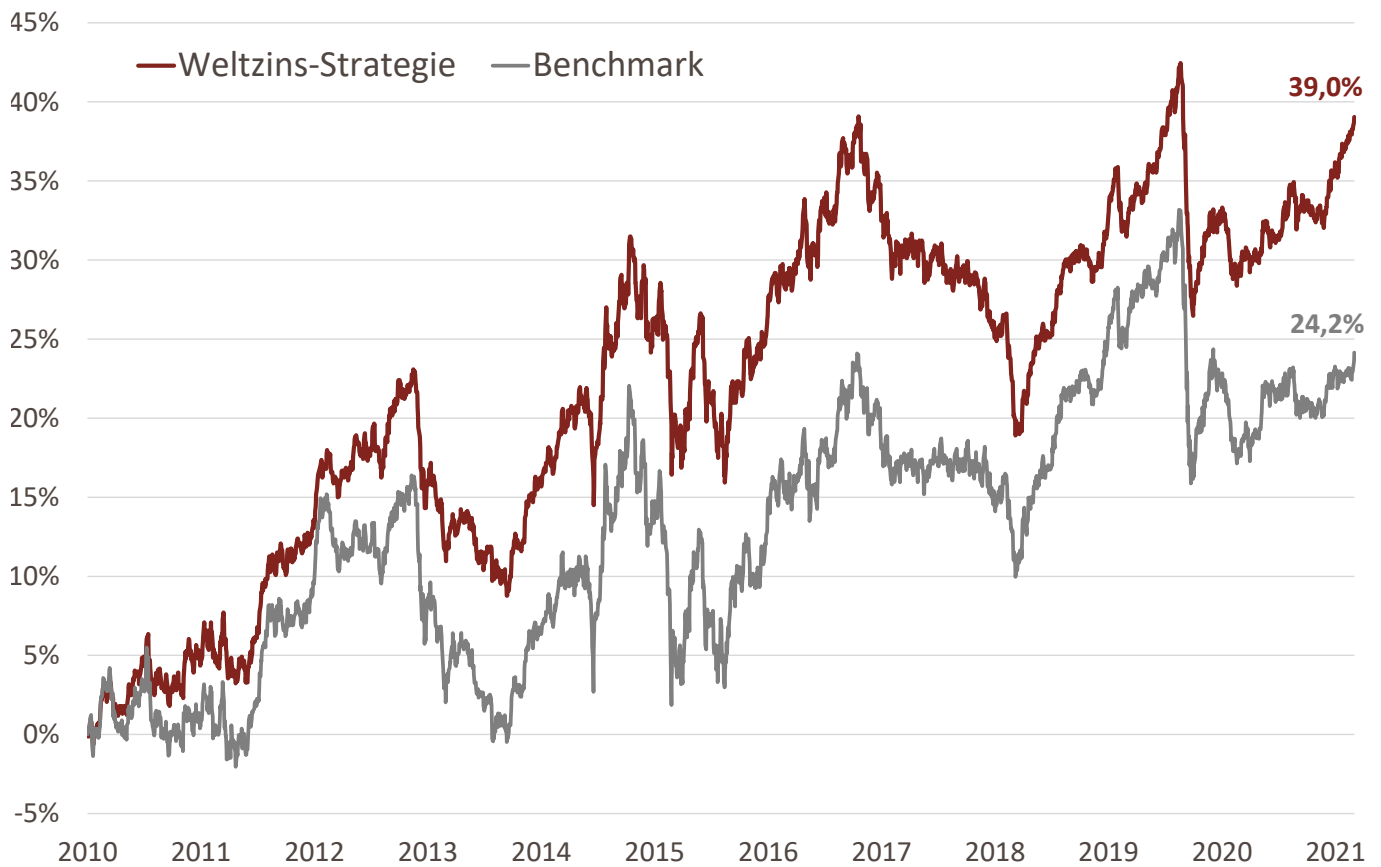
Überhaupt nicht, denn aufgrund der eben geschilderten Ineffizienzen halten wir bei den Lokalwährungsanleihen einen aktiven Ansatz für deutlich überlegen. Das zeigt nicht zuletzt auch die historische Performance unseres Fonds. Wir konnten seit Fondsaufgabe 2018 mit unserem Capitulum Weltzins-Invest Universal etwa den iShares JP Morgan EM Local Government Bond ETF nach anfallenden Kosten um über sieben Prozentpunkte übertreffen.

**Also ein klares Plädoyer für aktives Fondsmanagement, zumindest im Bereich der Währungsanleihen. Welche anderen aktiven Fonds in ihrem Segment sehen Sie denn als die härtesten Konkurrenten an?**

Es gibt nur sehr wenig Anbieter von Anleihestrategien in lokalen Währungen, die sich fernab der gängigen Indizes bewegen. Damit garantiert man zwar die Kompatibilität mit einer Schublade, aber zumeist nicht den tatsächlichen Anspruch der Investoren. Der längjährige, über verschiedenste Marktphasen bewährte Ansatz der Capitulum ist somit als einzigartig zu bezeichnen. Wir folgen keiner Benchmark und sehen uns als Standardprodukt für alle Investoren, die ohne Beschränkungen eines Index in die Vorzüge der globalen Zinsmärkte in lokalen Währungen investieren möchten. Gleichzeitig folgen wir den immer wichtiger werdenden Ansprüchen an die Nachhaltigkeit der uns anvertrauten Investorengelder. Neben den dezidierten Green-, Blue- und Social Bonds entsprechen die von uns überwiegend eingesetzten Anleihen der Förderbanken den 17 SDG-Zielen der Vereinten Nationen.

**Herr Röhmeier, ganz herzlichen Dank für die interessanten Einblicke und weiterhin viel Erfolg!**

## Aktiv schlägt passiv: Die Weltzinsstrategie bringt gut 50% mehr Return



Quelle: Capitulum Asset Management AG. Benchmark: 50% JPM GBI-EM und 50% ELMI+

# FAM PRÄMIENSTRATEGIE R

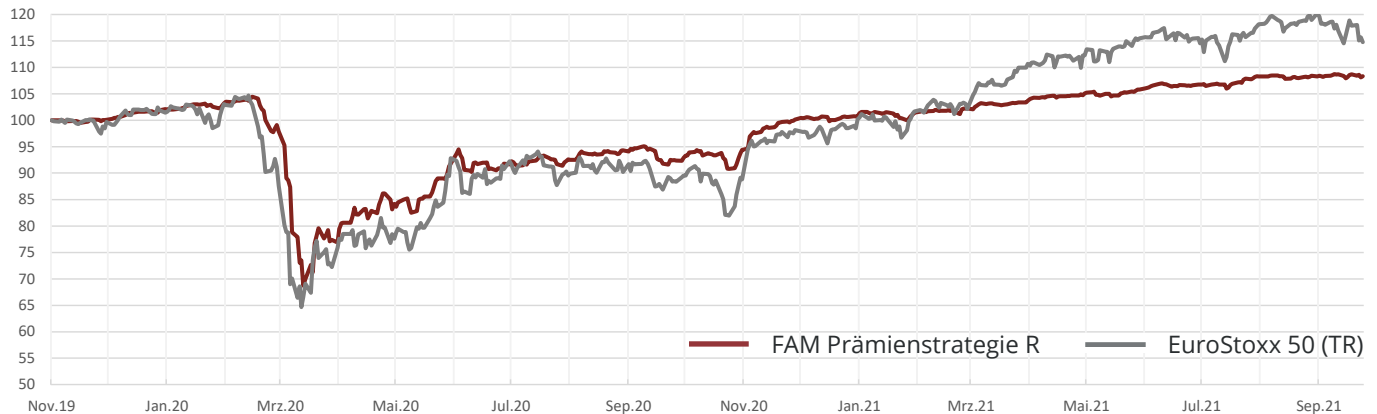
## ANLAGESTRATEGIE

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\* - 30.09.2021)

\*Auflage des FAM Prämienstrategie R



## MANAGERKOMMENTAR: DER AKTIENMARKT WACKELT. DIE PRÄMIENSTRATEGIE BLEIBT STABIL

Evergrande. US Debt Ceiling Debate im US Congress. Inflationssängste. Risiken dominierten die Investorenwahrnehmung am Aktienmarkt im September: DAX und EuroStoxx gaben jeweils rund 3,5% nach. Die Prämienstrategie konnte eine schwarze Null verbuchen.

Wir werden nicht müde zu betonen, dass das Ziel der Prämienstrategie darin liegt, über einen vollen Wirtschaftszyklus aktienähnliche Renditen zu generieren - aber mit einer anderen Verteilung der Rendite über die Zeit: weniger Rendite als mit Aktien in starken Börsenphasen, bessere Renditen als mit Aktien in seitwärtslaufenden oder fallenden Märkten. Oder anders gesagt: Die Prämienstrategie ermöglicht dem Anleger im Vergleich zu einer direkten Aktienanlage eine bessere emotionale Erfahrung (weniger Volatilität und geringere Drawdowns), ohne dass dabei langfristig auf Rendite verzichtet werden muss. Diese Qualitäten der Prämienstrategie werden in einem Aktienmarktumfeld wie jetzt im Berichtsmonat sichtbar.

Ein Teil der im September fällig gewordenen Put Optionen haben wir zu guten Konditionen durch neue Positionen ersetzen können: für 12- und 15-monatige Puts auf den Euro Stoxx, mit einem ca. 20% unter dem Index-Monatshoch liegenden Strike, konnten wir eine jährliche Rendite von 4% einfahren. Die Seitwärtsrendite des Fonds liegt jetzt bei 6,7% und das Optionsportfolio hat einen Risikopuffer („Durchschnittlicher Discount“) von 23,6%. Dies bedeutet, dass die Aktienmärkte um rund 20% fallen müssten, damit wir ernsthaft im Optionsportfolio „gebissen“ werden.

Unsere Investmentstrategie beinhaltet, dass zu jeder Zeit eine Seitwärtsrendite im mittleren einstelligen Bereich generiert wird. Gleichzeitig wollen wir einen ausreichenden Risikopuffer haben und über ein zusätzliches Investitionsbudget von 25% verfügen, damit wir im Falle einer Aktienmarktkorrektur von 15%-20% (und einem dann zu beobachtenden Anstieg der Options-Volatilität) durch den Verkauf von weiteren Put-Optionen eine zusätzliche Rendite von 1,5% bis 2% einfahren können.

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

EuroStoxx 50	81,1 %
DAX	3,9 %
S&P500	3,5 %
BP PLC	2,2 %
BERKSHIRE HATH-B	2,1 %
INDITEX	1,9 %
PAYPAL HOLDINGS	1,9 %
NEWMONT CORP	1,9 %
BOOKING HOLDINGS	1,6 %
ROYAL DUTCH SH-A	1,6 %

## Optionen – Laufzeit

> 12 Monate	5,3 %
9 - 12 Monate	10,8 %
6 - 9 Monate	23,1 %
3 - 6 Monate	24,9 %
< 3 Monate	36,0 %

## Optionen – Sektoraufteilung Basiswerte

Indizes	83,1 %
Rohstoffe	5,3 %
Technologie	5,0 %
Pharma	2,7 %
Konglomerat	2,0 %
Textilien	1,9 %

## Performance Kennzahlen (per 30.06.2021)

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	0,0 %	7,3 %	16,7 %	n.v.	n.v.	7,5 %
EuroStoxx 50 (TR)	-3,4 %	16,5 %	29,9 %	n.v.	n.v.	15,1 %
Differenz	3,4 %	-9,3 %	-13,2 %	n.v.	n.v.	-7,6 %

## STAMMDATEN

ISIN	LU2012959123
WKN	A2PNH5
Rücknahmepreis (EUR)	51,87
Fondsvermögen (EUR Mio.)	21,95
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
TER	1,79 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	1,00 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Ja

## AUSSCHÜTTUNG

07.12.2020	1,00 €
------------	--------

## FONDS-KENNZAHLEN

## Optionsportfolio

Investitionsgrad	102,00 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	4,23 %
Max. Rendite p.a.	5,84 %
Ø Discount (zum Underlying)	23,58 %
Delta Optionsportfolio + Aktien	0,17
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	199
Ø Strike	79,17 %

## Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	85,97 %
Rendite bis Endfälligkeit	2,46 %
Ø Kupon	3,14 %
Ø Bonität	Baa3
Ø Fälligkeit (Jahre)	5,34
Fremdwährungsexposure	0,00 %
Anzahl Emittenten	52

## Statistik

Volatilität (seit Auflage)	15,60 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	0,51
Maximum Drawdown	-34,23 %
Time-to-Recovery (Tage)	412

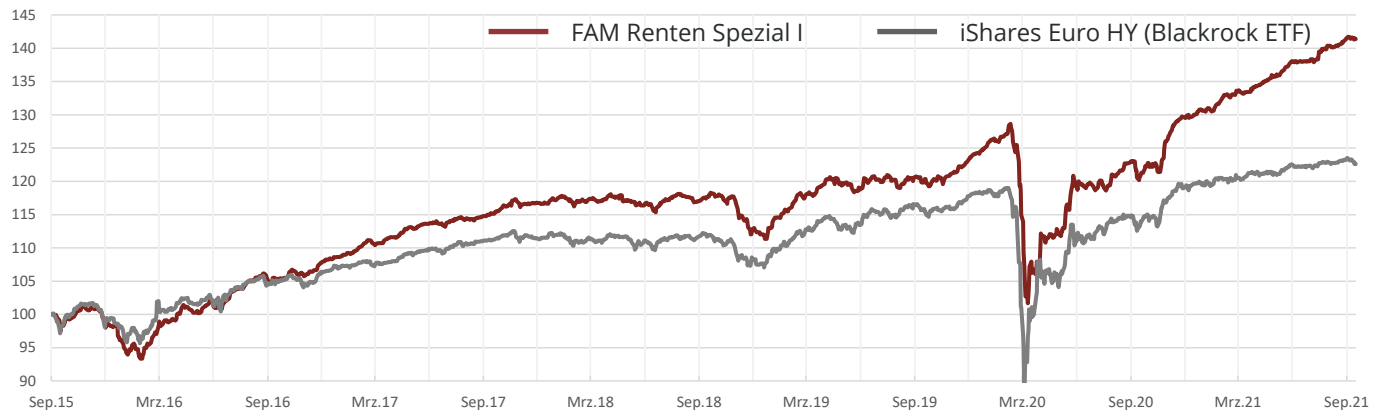
# FAM RENTEN SPEZIAL I

## 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-Investmentgrade-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. HY ETF (15.09.2015\* - 30.09.2021) \*Auflage des FAM Renten Spezial



## MANAGERKOMMENTAR: DREI PROZENT FÜR VW-RISIKO UND EIN ACHTPROZENTER, HINTER DEM AGNELLI STEHT. PLATZ 1 VON 404 FONDS AUF SICHT VON FÜNF JAHREN.

Nach der Sommerpause kam es im September zum ersten Mal seit langer Zeit zu etwas Volatilität am Kapitalmarkt, vor allem bei den Aktien. Hintergrund waren Sorgen um den chinesischen Immobiliensektor und um eine möglicherweise straffere Notenbankpolitik. Entsprechend kamen nur einige wenige High Yield Neuemissionen an den Markt, trotz einer großen HY Pipeline für das Schlussquartal. Der FAM Renten Spezial partizipierte an vier Neuemissionen.

Bei Solenis handelt es sich um ein Spezialchemieunternehmen und Marktführer im Bereich der Wasseraufbereitung mit Wurzeln bei BASF und Ashland. Das Unternehmen hat sowohl Verbraucher- als auch Industriekunden und gehört jetzt dem PE Sponsor Platinum Equity mit einem Unternehmenswert von \$ 5,3 Mrd. Der Solenis-Bond hat eine Laufzeit bis 2029 und wurde mit einem Kupon von 5,375 ausgestattet.

Die Refinanzierung von Welltec mit einer besicherten Single B Anleihe ist sicherlich der interessanteste neue Deal. Welltec ist der marktführende Anbieter von robotischen Bohrlochlösungen für die Öl- und Gasindustrie. Das Flaggschiff des Unternehmens ist der „Well Tractor“, ein ferngesteuertes Gerät, welches andere Interventionsinstrumente transportieren und drahtgebundene Operationen durchführen kann. Welltecs Technologie ermöglicht es den Ölmultis, die CO2-Emission deutlich zu reduzieren. Das Unternehmen wird jeweils zur Hälfte von Exor (Investment-Vehikel der Agnelli-Familie) und 7 Industries Holding (Familie Wertheimer, zählt zu den reichsten Israelis) gehalten, die im Juni ihre ursprünglichen Minderheitsbeteiligten

aufstockten. Die fünfjährige Dollar-Anleihe von Welltec hat einen Kupon von 8,25% und schneidet im FAM Credit Scoring hervorragend ab.

Zudem wurden die Neuemissionen von Europcar und Grifols ins Portfolio aufgenommen. Europcar wird seit Juli 2021 zu 66% von VW als strategisches Investment gehalten. Wenngleich der Sektor Autovermietung grundsätzlich als schwierig zu beurteilen ist, sehen wir hier inzwischen eine deutliche Erholung und Europcar ist auch der klare europäische Marktführer. Am allerwichtigsten ist aber die Tatsache, dass der Volkswagen Konzern sich Europcar einverleibt hat. Insofern bewerten wir den fünfjährigen Europcar-Bond als VW-Risiko und dafür ist die Rendite mit 3% sehr attraktiv.

Grifols ist ein börsennotiertes multinationales Biotech-Unternehmen mit Fokus auf Derivate aus Blutplasma und hat jüngst Biotest mit Sitz in Dreieich übernommen. Hintergrund der Akquisition sind hohe Synergien, eine starke Produktpalette mit hohem Wachstumspotential sowie ein geographisch komplementärer Fit, da Grifols bislang am stärksten in den USA aufgestellt war. Die neuen siebenjährigen Bonds weisen einen Kupon von 3,875% auf und dienen der Kaufpreisfinanzierung von Biotest.

**In der Morningstar Peergroup liegt der FAM Renten Spezial im Fünfjahreszeitraum mit einer annualisierten Rendite von 5,82% auf Platz 1 von 404 Fonds.**

## Top Emittenten Renten

5,500% SLM Solutions Group AG 2022		3,9%
6,500% Seaspac Corp 2026		3,0%
8,250% Welltec International ApS 2026		2,8%
2,188% Stichting AK Rabobank Certificaten Perp		2,7%
6,000% Mutares SE & Co KGaA 2024		2,6%
8,000% Copper Mountain Mining Corp 2026		2,6%
2,500% HOCHDORF Holding AG Perp NC 2023		2,5%
9,000% Ithaca Energy North Sea PLC 2026		2,2%
4,000% Coty Inc 2023		2,2%
3,000% EC Finance PLC 2026		2,2%

## Bonitätsaufteilung

A		0,6%
Baa		13,2%
Ba		29,5%
B		46,6%
Caa		10,1%

## Währungsallokation

EUR		95,0%
USD		2,4%
CHF		2,6%

## Asset Allocation

Renten		97%
Kasse		3,0%

## Performance-Kennzahlen (per 30.09.2021)

	1 Monat	1fd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage	seit Auflage
FAM Renten Spezial	0,7%	8,7%	17,1%	18,0%	20,2%	41,4%	5,9%
iShares Euro HY*	-0,2%	2,5%	8,1%	5,9%	9,8%	22,6%	3,4%
Differenz	0,9%	6,3%	9,0%	12,0%	10,4%	18,8%	2,5%

\*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY

## STAMMDATEN

ISIN	DE000A14N878
WKN	A14N87
Rücknahmepreis (EUR)	111,18
Fondsvermögen (EUR Mio.)	27,84
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 TER	0,71%
Bestandsprovision	0%
Management-Fee	0,40%
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	100
Sparplanfähig	Ja

## AUSSCHÜTTUNGEN

15.02.2021	4,00 €
24.02.2020	4,00 €
04.03.2019	4,00 €
27.02.2018	3,00 €
27.02.2017	1,85 €
06.12.2016	2,69 €

## FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	97,00%
Rendite bis Endfälligkeit	5,00%
Laufende Rendite	5,10%
Durchschnittliche Fälligkeit (Jahre)	4,5
Modified Duration	4,1
Durchschnittlicher Kupon	5,40%
Fremdwährungsexposure (FX)	5,00%

## STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	6,00%
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	1,06
Maximum Drawdown	21,00%
Time-to-Recovery (Tage)	248



LIPPER FUND AWARDS  
FROM REFINITIV  
GERMANY  
2019

**BEST FUND OVER 3 YEARS**  
BOND EUR



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:** 04.10.2021  
**Auflage:** 250 Stück

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

**Bilder:** Peter Wiederholt  
© 2021 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.