WINTERBERICHT

Statt Prognosen: Was bietet uns das Börsen-Buffet 2024?

FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

WERBUNG

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 31.12.2022 - 31.12.2023 (in Euro) 4

Vorwort 5

Yogi Berra, Albert Einstein und die kosteneffiziente Crash-Absicherung 7

Interview mit Felix Fischer „Wir erwarten bei deutlich erhöhten Renditen nur einen leichten Anstieg der Default Rate." 13

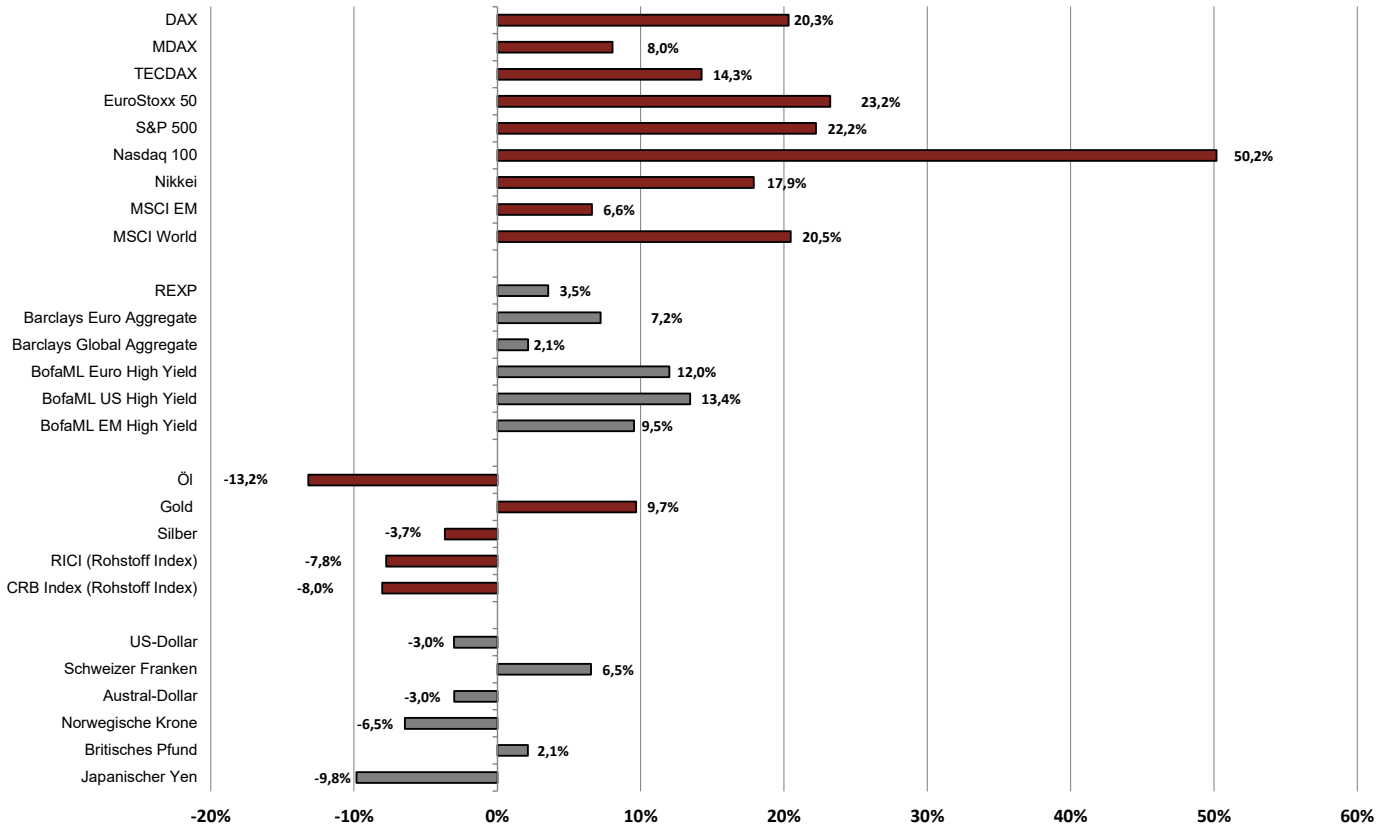
FAM Renten Spezial I 20

FAM Credit Select I 22

FAM Prämienstrategie I 24

FAM Convex Opportunities I 26

KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2022 - 31.12.2023 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg

VORWORT

Viele haben es probiert – nur einer hat es geschafft, und was die Börse mit einem Buffet gemein hat

Sehr geehrte Damen und Herren,

zuletzt haben es mehrfach Journalisten versucht, davor immer wieder mal Mandanten und ganz aktuell, im Rahmen unserer Quartalsberichtserstellung, sogar zwei Mitarbeiter aus dem FAM-Team: uns einen Börsenausblick für das Jahr 2024 abzuringen.

Wer uns kennt, weiß, dass wir solche Vorhersagen eigentlich scheuen wie der Teufel das Weihwasser. Nur einer hat es geschafft: seit mehreren Jahren machen wir für einen Kunden eine Ausnahme, der uns eine Performance-Prognose für das uns erteilte Mandat abverlangt. Uns hat hier schlichtweg der Mut gefehlt, dieses für diesen speziellen Mandanten so wichtige Anliegen abzulehnen. Und nun hat für 2023 tatsächlich eine Punktlandung geklappt: 10% Performance waren von uns (zwangsweise) prognostiziert worden, bei 10,76% sind wir aus dem Jahr gegangen. Aber kommen wir von der Ausnahme unserer Grundregel zur Begründung, warum die FAM trotz dieser (vermutlich zufälligen) Punktlandung weiterhin keine (Markt)Prognosen abgibt, wenngleich sich viele Menschen genau nach solchen Zukunftsvorhersagen sehnen: Wir trauen es uns schlichtweg nicht zu.

Was wir uns dagegen zutrauen, ist ein Blick auf die Börse wie man sich ein Buffet anschauen würde. Die Ausgangsfrage ist dabei immer, welche Börsensegmente (Asset Klassen) haben welche Annahmen eingepreist. Die Börse als Buffet: Wo gibt es echte Schmankerl, die man sich auf den (Börsen)Teller laden möchte? Denn in fast jeder Situation existieren interessante Chance-Risiko-Profile, die (hoffentlich) teilweise unkorreliert sind. Heute mögen wir zum Beispiel die Asset Klassen „Credit“ und „Cat Bonds“, wohingegen wir z.B. bei den Aktien etwas verhaltener sind, weil hier nach der starken Jahresend-Rallye das Best Case Szenario „Soft Landing“ bereits eingepreist scheint.

Ab Seite 7 befassen wir uns unter der Überschrift „Yogi Berra, Albert Einstein und die kosteneffiziente Crash-Absicherung“ mit einer möglichen Lösung für Investoren, die prognosefrei an Aktienmärkten partizipieren möchten, ohne die enormen Schwankungsrisiken von Aktien aushalten zu müssen.

Eine alte Weisheit lautet: „Erfolg hat viele Väter“. Dies gilt auch für den FAM Renten Spezial. Einer der Erfolgsfaktoren bei der Alpha-Erzielung ist das High Yield Research von Lucror Analytics, welches wir seit Firmenstart abonniert haben. Lucror stellt für uns quasi eine „verlängerte Werkbank“ dar. Wie bereits vor exakt drei Jahren konnten wir Felix Fischer, einen der Gründer von Lucror, erneut für ein Interview gewinnen. Ende 2020 landete er mit seiner Prognose, dass es keine Pleitewelle bei European High Yield geben wird, einen „antizyklischen Volltreffer“. Ab Seite 13 lesen Sie, wie Felix Fischer heute den Markt für europäische Hochzinsfirmenanleihen beurteilt. Kleiner Spoiler: Auch diesmal fällt die von vielen befürchtete Pleitewelle aus.

Die FAM blickt äußerst dankbar auf 2023 zurück und geht mit Zuversicht das neue Jahr an. Aufgrund des weiter intakten organischen Wachstums verantwortet die FAM inzwischen Gelder in Höhe von rund 800 Millionen Euro. Noch wichtiger als die stetigen – und sich beschleunigenden – Mittelzuflüsse ist uns allerdings die Wertentwicklung der uns anvertrauten Gelder. Diesbezüglich sind wir erfreut über die positive Performance des abgelaufenen Jahres. So konnten unsere Kernstrategien im High Yield Bereich neue All-Time-Highs erreichen und bei den Optionsprämien-Mandaten liegen wir ganz in der Nähe des Top-Levels. Auch die breit gestreuten Multi-Asset-Depots unserer Privatkunden erlebten eine starke Wertaufholung, wenngleich hier und da noch ein kleines Stück bis zum historischen Hoch fehlt.

Wir bedanken uns ganz herzlich bei allen Investoren und wünschen alles Gute für das (Börsen)Jahr 2024!

Ottmar Wolf und Peter Wiederholt

Sonne über Tirol

© Peter Wiederholt

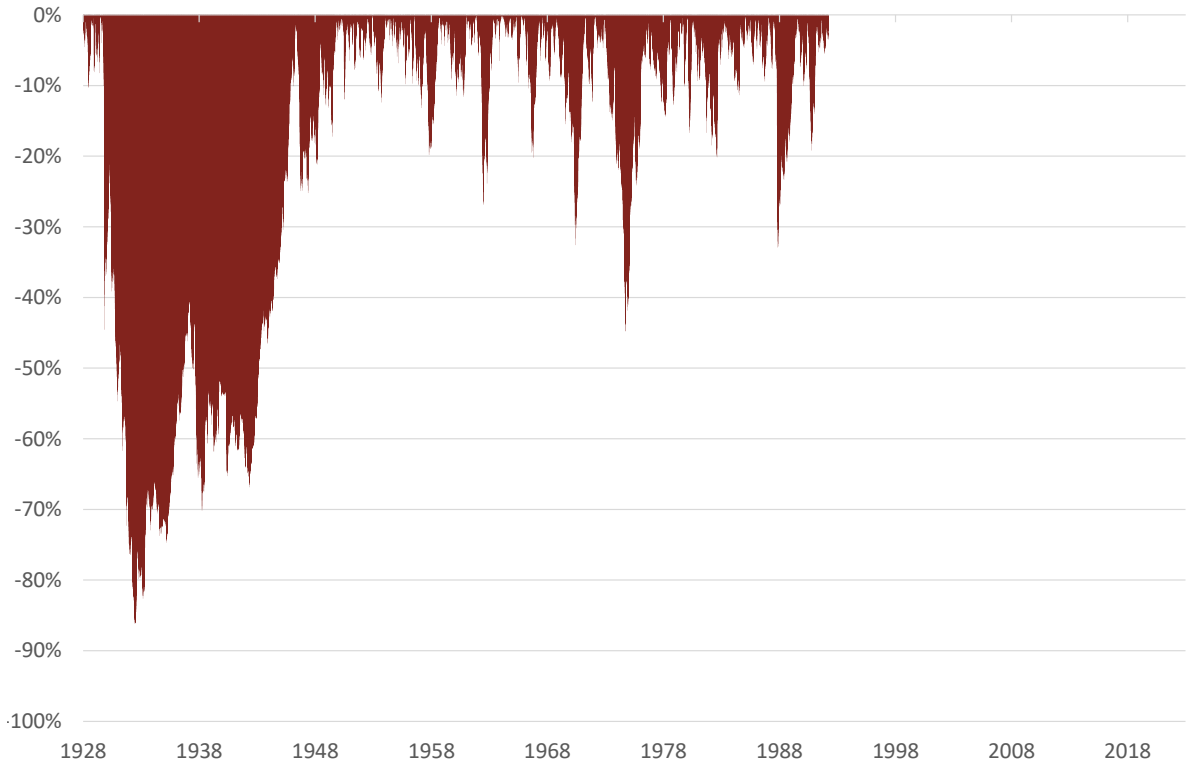
YOGI BERRA, ALBERT EINSTEIN UND DIE KOSTENEFFIZIENTE CRASH-ABSICHERUNG

Aktien sind langfristig betrachtet die beste Anlageklasse. Das Problem ist: Kurzfristig können Aktienkurse stark schwanken. Diese Schwankungen auszuhalten, gelingt den wenigsten Anlegern. Das verhindert, dass sie das volle Renditepotenzial einfahren. Starke Kursschwankungen könnte es auch im Anlagejahr 2024 geben. Gegen die können sich Anleger aber absichern.

Langfristig geht es an den Aktienmärkten nach oben. Der S&P 500 weist seit Januar 1928 eine Rendite von 9,4% p.a. aus. Dies entspricht einer Verdopplung des investierten Kapitals alle acht Jahre. Nicht zu Unrecht hat Albert Einstein (angeblich) früh erkannt, dass „der Zinseszins das achte Weltwunder ist".

Das Problem ist: Kurzfristig können Aktienkurse stark schwanken. Darum ist es oft nicht leicht, langfristig zu investieren. Es bedeutet, zeitweise hohe Rückschläge aushalten zu müssen. Genau das kann die überwiegende Mehrheit der Menschen nicht. Die Psychologie kann gut erklären, warum Menschen Kursverluste an den Börsen nur schwer aushalten können und in solchen Phasen oft falsch handeln. Wir Menschen leiden alle – einige mehr, einige weniger – unter kognitiven Verzerrungen („cognitive biases"). Eine davon ist z.B. die Verlustaversion („loss aversion"). Ein Verlust verursacht mehr Schmerzen als ein Gewinn in derselben absoluten Höhe Freude erzeugt. Dies führt dazu, dass Aktien bei anfänglichen Rückgängen zunächst nicht verkauft werden, um eine Verlustrealisierung zu vermeiden. Irgendwann wird der Verlustschmerz aber so groß, dass Anleger schließlich das Handtuch werfen und doch verkaufen. Dies passiert typischerweise oft dann, wenn der Aktienmarkt nahe seiner Tiefstände notiert.

S&P 500: Drawdowns (Verlust relativ zum letzten Höchststand)



Quelle: Bloomberg

YOGI BERRA: UNTERSCHIED ZWISCHEN THEORIE UND PRAXIS

Das volle Renditepotenzial bei Aktien einzufahren ist somit zwar theoretisch möglich, in der Praxis jedoch schwierig. Oder wie Yogi Berra, der legendäre US-Baseball-Spieler und -Trainer gesagt hat: „In der Theorie gibt es keinen Unterschied zwischen Theorie und Praxis. In der Praxis schon." Ein Blick auf Anlage-Szenarien, die sich an typischen Verhaltensmustern von Anlegern orientieren, verdeutlicht den Effekt. Wir berechnen die Rendite im S&P 500 seit Januar 1928 auf Grundlage von drei Szenarien:

a. Buy & Hold des S&P 500. Anleger halten alle Schwankungen des Aktienmarktes aus, bleiben immer investiert und schöpfen so das volle Aktien-Renditepotenzial aus. Die Rendite beträgt 9,4% p.a.

b. Anleger steigen aus, wenn die Verluste 30% vom jüngsten Allzeithoch (ATH) ausmachen und steigen erst wieder ein, wenn der Markt nur noch 10% vom vorherigen ATH entfernt ist (Rendite 7,2% p.a.)

c. Anleger steigen aus, wenn die Verluste 30% vom jüngsten Allzeithoch ausmachen, sie steigen aber erst wieder ein, wenn sich der Markt wieder vollkommen von den Verlusten erholt hat (Rendite: 6,3% p.a.).

Die Erkenntnis ist: Das durch Emotionen verursachte Investment-Timing („mistiming") kostet richtig Geld. Anstatt das Kapital wie bei Buy & Hold über 30 Jahre hinweg fast zu verfünfzehnfachen, wird es in den anderen Szenarien nur verachtfacht oder wächst nur mit dem Faktor 6.

Strategie	Rendite p.a.
(a) Buy & Hold	9,4%
(b) Ausstieg bei -30% zum ATH / Einstieg bei -10% zum ATH	7,2%
(c) Ausstieg bei -30% zum ATH / Einstieg beim Erreichen des ATH	6,3%

Quelle: Bloomberg, FAM

DAS DOLLAR COST AVERAGING (DCA) ALS LÖSUNG?

Wie können Anleger dieses Problem lösen, wenn sie nicht die Nerven haben, stur immer investiert zu bleiben? Ein häufig propagierter Ansatz ist die Dollar Cost Averaging (DCA) Anlagestrategie. Dabei steigen Anleger sukzessive in den Markt ein, anstatt auf einen Schlag zu investieren.

Der Effekt: Gibt es einen Crash von 30% an der Börse, verlieren Anleger weniger als 30% auf das insgesamt zu investierende Kapital und sie steigen im Durchschnitt zu verbilligten Kursen in den Aktienmarkt ein. Die Nerven werden geschont, Anleger steigen nicht (zum falschen Zeitpunkt) aus und erhöhen gleichzeitig den Investitionsgrad zu reduzierten Kursen.

Diese Strategie erleichtert es Anlegern unter Umständen größere Abwärtsbewegungen auszusitzen oder auch zu verkaufen. Allerdings wird die DCA-Strategie (Durchschnittskosten-Strategie) in steigenden Märkten zu einer niedrigeren Rendite führen als eine Einmalanlage. Da der Aktienmarkt im Trend steigt, wird der Anleger über lange Zeiträume hinweg mit der DCA im Durchschnitt weniger verdienen als mit Buy & Hold.

DCA IM TEST

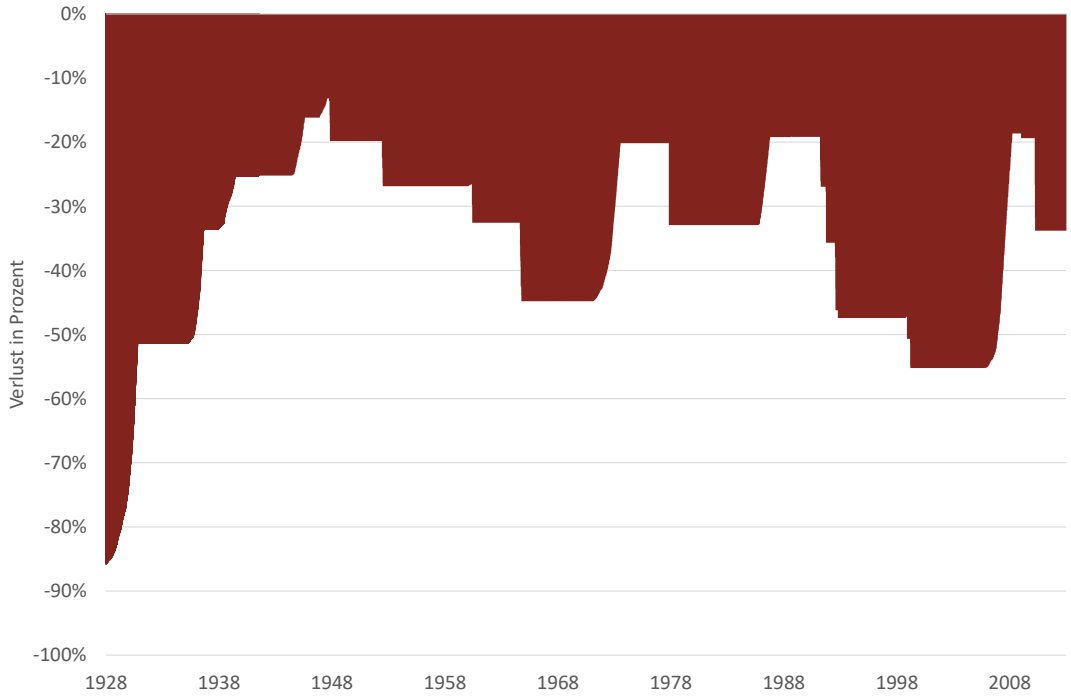
Die DCA-Strategie erhöht die Wahrscheinlichkeit, große Drawdowns zu vermeiden und auch während Börsen-Crashs investiert zu bleiben. Sie ermöglicht es, das Renditepotenzial von Aktien im Gegensatz zum einfachen Buy & Hold auch tatsächlich einzufahren, so die Argumentation der DCA-Befürworter. Aber stimmt das auch?

Um die Frage zu beantworten, haben wir eine Kontrollrechnung durchgeführt. Es wurden 100.000 US-Dollar über 24 Monate mit dem DCA-Ansatz (USD 4.167 pro Monat) investiert. Wir haben berechnet, wie hoch die Rendite nach zehn Jahren seit der Erstinvestition gewesen wäre. Diese Vorgehensweise haben wir ab dem 1. Januar 1928 täglich wiederholt. Der letzte Zeitraum beginnt am 31. Dezember 2012. Auf diese Weise lässt sich die rollierende 10-jährige annualisierte Rendite der DCA-Strategie ermitteln. Parallel dazu haben wir die rollierenden 10-jährigen annualisierten Renditen der Buy & Hold Strategie berechnet.

Der Vergleich zeigt, dass Anleger auf Basis von 10-Jahres-Zeiträumen mit Buy & Hold insgesamt mehr Rendite machen. Die Ausnahmen stellen 10-Jahres-Zeiträume dar, in denen in den ersten zwei Jahren ein Börsencrash stattgefunden hat. Allerdings sind die Kursrückschläge für Buy & Hold-Anleger höher. Auf den ersten Blick bietet die DCA-Methode Anlegern also einen Vorteil, die die Psycho-Falle des Panik-Verkaufs umgehen wollen. Ein detaillierterer Blick zeigt allerdings, dass die relativ kleineren Drawdowns als mit Buy & Hold noch immer sehr hohe absolute Drawdowns sind (Abb. 1).

So erleichtert die DCA-Strategie zwar den Aktieneinstieg, wenn es am Anfang der Investmentperiode zu einem Börsencrash kommt. Sie verhindert aber nicht den Ausstieg, wenn der Einbruch erst nach der Investitionsphase erfolgt. Und innerhalb eines ökonomischen Zyklus von zehn Jahren (acht nach Vollinvestition) ist es sehr wahrscheinlich, dass es zu einer Korrektur von 30% oder mehr kommen wird. Die bessere emotionale Erfahrung wird die DCA-Strategie dann auch nicht liefern können. Mit der DCA-Strategie ist es somit zwar theoretisch möglich, das volle Aktienrenditepotenzial einzufahren. In der Praxis bleibt es aber äußerst schwierig.

Maximale Drawdowns über rollierende 10-Jahres-Zeitfenster

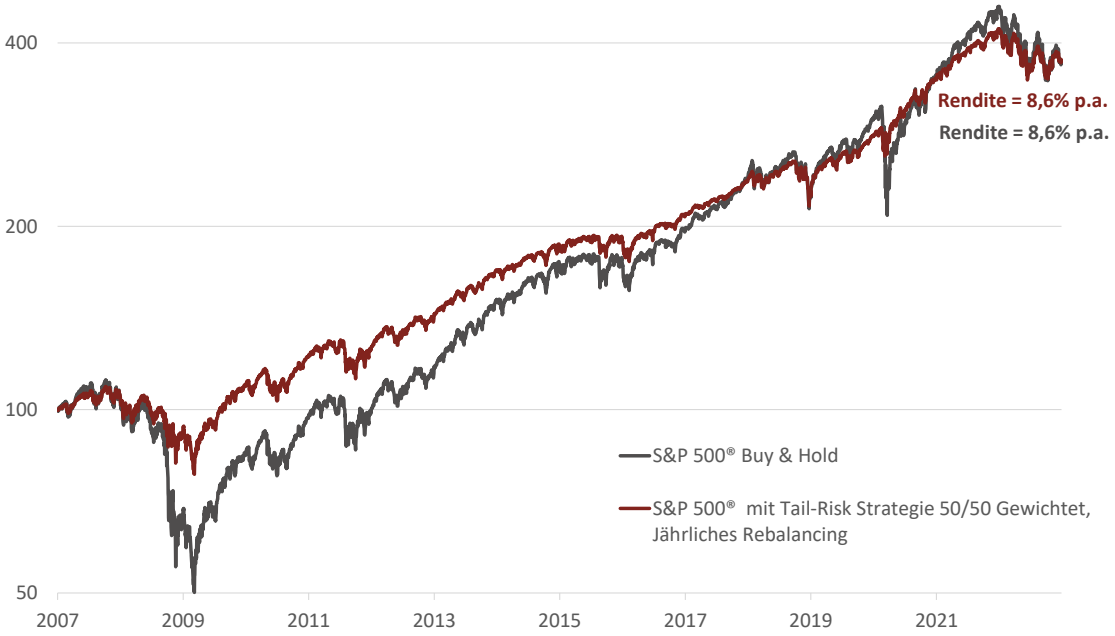


Quelle: Bloomberg, FAM

KOSTENEFFIZIENTE CRASH-ABSICHERUNG ALS LÖSUNG

Bleibt die Frage, ob es eine robuste Lösung für Anleger gibt, langfristig die maximal mögliche Performance zu realisieren, indem sie die Risiken von Verlusten durch Panikreaktionen reduzieren. Die Kombination einer Buy & Hold-Strategie mit einem sogenannten permanenten Tail-Risk Hedge löst dieses Problem.

S&P 500 Buy & Hold vs. 50/50 Buy & Hold / Tail-Risk Hedge



Quelle: Bloomberg, FAM

Bei Tail-Risks handelt es sich um Ereignisse mit einer sehr niedrigen Eintrittswahrscheinlichkeit, aber im Falle ihres Eintretens sehr negative Auswirkungen haben (z.B. Finanzkrise 2008/09, Corona-Crash 2020). Ein kosteneffizienter permanenter Crash-Absicherungsmechanismus (Tail-Risk Hedge) ist eine auf Put-Aktienoptionen basierende Investmentstrategie, die gleichzeitig in der Lage ist, in einem seltenen Extrem-Ereignis kein Geld zu verlieren oder sogar eine positive Rendite zu erzielen und zugleich in normalen Zeiten immer noch durchschnittliche Zuge-winne von 6% bis 7% pro Jahr zu generieren.

Eine solche Hedging Strategie lässt sich z.B. in Form eines Fonds umsetzen. Der Fonds verkauft dann Put-Optionen auf den S&P 500 mit einem Strike, der leicht unter dem jeweils aktuellen Stand des S&P 500 liegt (Short Put). Teile der dadurch eingesammelten Erträge werden für den Kauf von Puts auf den S&P 500 verwendet, die weit aus dem Geld liegen (Long Put). Da die Long Puts viel billiger sind als die Short Puts, wird der Fonds wesentlich mehr Long als Short Puts halten. Das Fondskapital als solches (die Zuflüsse der Investoren) wird in Anleihen bester Bonität investiert.

ABSICHERUNG GEGEN STEILEN KURSVERFALL

Die Netto-Erträge der Prämien aus den Put Optionen kombiniert mit den Erträgen aus einem Anleiheportfolio ermöglichen in normalen Börsenzeiten (bei steigenden oder seitwärts laufenden Aktienmärkten) Renditen von 6% bis 7% p.a. Im Falle eines großen Crashs wird der Long Put aber mindestens genau so viel an Wert gewinnen, wie der Short Put an Wert verliert. Das Ergebnis ist unter dem Strich eine schwarze Null oder sogar eine positive Performance der Crash-Absicherung.

Der Schwachpunkt der Strategie sind moderate, langsame Korrekturen von bis zu 20% am Aktienmarkt. In diesen Phasen verlieren Anleger „mark-to-market" mit den Short Puts, während die Long Puts relativ wenig an Wert gewinnen. In einem solchen Szenario würde die Tail-Risk Hedge Strategie ca. 12% bis 13% verlieren. Dies ist aber immer noch weniger als mit dem klassischen Buy & Hold.

Die Tail-Risk Hedging Strategie ist damit komplementär zum Buy & Hold Ansatz einsetzbar. Eine 50/50 Kombination aus beiden Strategien ermöglicht es, den Drawdown in großen Börsencrashs wesentlich zu reduzieren und dabei eine ähnliche Langfristperformance zu erzielen wie mit Buy & Hold. Die deutlich bessere emotionale Erfahrung ermöglicht es dem Anleger, dann trotz großen Börsencrashs durchgängig investiert zu bleiben und während des Crashs sogar Aktien zu einer günstigeren Bewertung nachzukaufen (durch Rebalancing des Portfolios).

Ein Backtest der Strategie im Zeitraum von Januar 2007 bis Dezember 2022 zeigt den Effekt gegenüber einer klassischen Buy & Hold-Strategie. Das Portfolio aus 50/50 Buy & Hold und Crash-Absicherungsstrategie liefert dieselbe Rendite von 8,6% p.a. wie Buy & Hold. Allerdings durchlebt der Investor deutlich geringere Drawdowns (siehe Tabelle).

Maximum Drawdowns

	Maximum Drawdown		
	Finanzkrise	Corona-Crash	Zinswende 2022
S&P 500® Buy & Hold	-55,2%	-33,8%	-24,5%
S&P 500® mit Tail-Risk Strategie 50/50 gewichtet, Jährliches Rebalancing	-28,3%	-12,5%	-17,6%

Quelle: Bloomberg, FAM

Fazit

Aktienkurse steigen langfristig im Trend, sie können aber erhebliche kurz- bis mittelfristige Schwankungen aufweisen. Anleger, die sich von diesen Schwankungen nervös machen lassen und die Aktien verkaufen, verlieren in der Regel signifikant Rendite. Am besten lässt sich das Potenzial von Aktien realisieren, wenn alle Krisen ausgesessen werden. Die großen Kursschwankungen auszuhalten schaffen aber die wenigsten Investoren.

Die oft als Lösung dargestellte DCA-Methode kann in der Praxis meistens nicht helfen. Die Kombination einer Buy & Hold Strategie mit einer kosteneffizienten laufenden Crash-Absicherung ist dagegen eine robuste Lösung, um die Renditechancen von Aktien wahrzunehmen, aber zugleich Extrem-Risiken vor allem in heftigen Börsen-Crashs zu begrenzen.

Mit dem kosteneffizienten permanenten Tail-Risk Hedge besteht eine echte Chance, Yogi Berras Dichotomie zwischen Theorie und Praxis zumindest im Bereich der Aktienanlage zu eliminieren. Der Aktienanleger kann dann von Einsteins „achtem Weltwunder" auch tatsächlich profitieren. Der FAM Convex Oppertunities bietet allen Investoren, die sich hiervon angesprochen fühlen, eine Umsetzungsmöglichkeit.

Drei Zinnen, Südtirol

© Peter Wiederholt

„WIR ERWARTEN BEI DEUTLICH ERHÖHTEN RENDITEN NUR EINEN LEICHTEN ANSTIEG DER DEFAULT RATE.“

Felix Fischer zur aktuellen Aufstellung von EUR High Yield Unternehmen, den zu erwarteten Default- und Recovery Rate sowie seinen Top 3 HY-Picks für 2024.

Felix Fischer ist Global Head of Research und Head of Europe bei Lucror Analytics, einem führenden Kredit- und ESG-Research-Spezialisten mit Sitz in Singapur. Fischer begann seine berufliche Laufbahn bei der DEKA in Frankfurt und arbeitete anschließend für die HypoVereinsbank (Unicredit) in München, Lehman Brothers in London und PIMCO in München. Er ist eines der Gründungsmitglieder von Lucror Analytics und arbeitet seit 2010 für das Unternehmen mit Schwerpunkt High Yield Research.

Herr Fischer, starten wir gleich mit einer Bestandsaufnahme zu European High Yield, einem Anlageschwerpunkt der FAM. Wie lief das Jahr 2023 in Bezug auf Neuemissionen?

2023 haben wir gegenüber 2022 eine deutliche Zunahme an Neuemissionen gesehen (über 40%). Allerdings lag das Volumen noch immer sehr deutlich unter dem der Jahre 2019-2021. Ein guter Teil der Neuemissionen wurde für Refinanzierungen verwendet, wohingegen die Zahl von Finanzierungen für Leveraged Buy-outs, Dividendenausschüttungen oder Rekapitalisierungen gering war. Dies lag zum einen an einer relativ niedrigen Anzahl von Private Equity Transaktionen und zum anderen am Anstieg der alternativen Finanzierungen. In diesem Zusammenhang gewinnen Private Credits an Bedeutung. So wird die geplante Übernahme der norwegischen Online-Plattform Adevinta voraussichtlich mit Hilfe eines Private Loans in Höhe von 4,5 Mrd. Euro finanziert werden, was einen Rekord für Private Credit darstellen würde. Insgesamt ist das ausstehende Volumen des europäischen High Yield Marktes um ca. 10% geschrumpft.

Was ist zu den Defaults zu sagen?

Die Default Rates für europäische High Yield Unternehmen sind gegenüber 2022 von knapp 2% auf ca. 3% leicht angestiegen. Prominentester Default war wohl der des französischen Handelskonzerns Casino, der sich derzeit um eine Umstrukturierung der Schulden bemüht. Insgesamt war 2023 für Investoren ein gutes Jahr mit einem Return von durchschnittlich rund 11%. Dies entspricht in etwa dem Verlust von 2022.

Q3-Earnings-Season – Lucrors Sektorbeurteilung

Enttäuschend waren die Zahlen von Unternehmen im Bereich Building Materials & Construction, die eine starke Abhängigkeit von Neubauten haben (z.B. Consolis). Allerdings konnten sich Gesellschaften, die ihre Umsätze hauptsächlich mit Renovierung/Infrastruktur erzielen, von diesem Trend abkoppeln und besser performen. Weiterhin, und für uns überraschend, haben auch einige Pharmaunternehmen, insbesondere im Bereich der medizinischen Tests, enttäuscht. Hier hat es auch einige negative Ratingveränderungen gegeben (z.B. Biogroup und Cerba). Die durch abnehmende Covid-Tests zurückgegangenen Umsätze konnten nicht adäquat kompensiert werden. Leicht unter unseren Erwartungen lagen zudem TMT-Unternehmen (Technologie-, Medien- und Telekommunikationsindustrie). Hauptgrund war hier der inflationäre Kostendruck. Auch andere zyklische Branchen wie Chemicals oder Shipping waren schwach, was jedoch im Rahmen unserer Erwartungen lag.

Auf der anderen Seite haben einige Unternehmen aus dem Konsumgüterbereich sehr solide Zahlen abgeliefert, die teilweise über unseren Erwartungen lagen. Starke Ergebnisse kamen z.B. aus dem Bereich Capital Goods. Hier profitierten die Unternehmen von einem hohen Auftragsbestand und rückläufiger Kosteninflation, die noch nicht vollständig an die Kunden weitergegeben wurde.

Gehen wir auf einige Punkte noch etwas näher ein. Die Defaults haben sich also in Grenzen gehalten, was in Anbetracht der schwächelnden Konjunktur und dem enormen Zinsanstieg zunächst überraschend erscheint. Worauf ist das zurückzuführen?

Der verhältnismäßig moderate Anstieg liegt zum einen an den überschaubaren Fälligkeiten in 2023. Außerdem haben sich viele Unternehmen gut aufgestellt, um einen Konjunkturabschwung abfedern zu können. Diesbezüglich haben natürlich einige Konzerne ihre Lehren aus der Lehman-Krise nach 2008 und auch den Corona-Auswirkungen gezogen. Sie müssen auch bedenken, dass es sich bei Unternehmen, die High Yield Anleihen emittieren, in der Regel um relativ große, gut positionierte Firmen handelt, die häufig unter den Weltmarktführern in den jeweiligen Branchen zu finden sind. Wir sprechen hier ja nicht von kleinen Firmen, die eine wesentlich dünnere Finanzdecke haben und anfälliger für einen Konjunkturabschwung sind. Davon abgesehen versuchen die meisten Anleger Defaults in ihren Portfolios ja auch tunlichst zu vermeiden. In diesem Zusammenhang haben einige der schwächeren Unternehmen – auch mit Zustimmung der Investoren – ihre jeweiligen Fälligkeiten in Anleihen mit einer längeren Laufzeit getauscht bzw. eine Anpassung an die Endfälligkeit der jeweiligen Anleihe vorgenommen. Ich denke, wir werden Laufzeitverlängerungen von schwächeren Unternehmen zunehmend häufiger sehen.

Wird es 2024 mehr Pleitefälle geben?

Für EUR High Yield Emittenten wird es wahrscheinlich einen moderaten Anstieg der Zahlungsausfälle geben. Wir erwarten jedoch nicht, dass der Wert wesentlich außerhalb der Bandbreite von 2-5%, die wir seit 2010 gesehen haben, liegen wird. Hierin stimmen wir mit der Meinung der Ratingagenturen überein, die von einem moderaten Anstieg der Default Rates ausgehen. Fitch erwartet für 2024 z.B. einen Anstieg auf ca. 4% als Base Case und auf 6% in einem Stressszenario. Der nur moderate Anstieg trotz schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ist auf die relativ gute Verfassung der meisten Unternehmen und ihre noch akzeptablen Finanzkennzahlen zurückzuführen. Zudem schätzt S&P den Refinanzierungsbedarf von europäischen High Yield Unternehmen für 2024 auf lediglich 68 Mrd. USD, was ebenfalls relativ moderat ist. Davon abgesehen ist nur ein sehr kleiner Anteil der Unternehmen, die refinanzieren müssen, schlechter als „B-“ geratet. Allerdings steigt der Refinanzierungsbedarf 2025 (USD 153 Mrd. nach S&P Schätzung) und 2026 (USD 232 Mrd.) signifikant an. Sollte der wirtschaftliche Abschwung also länger anhalten, könnte dies perspektivisch ein Problem werden.

Sie sprechen die Ratingagenturen an. Zuletzt gab es hier ein viel beachtetes Research von Fitch, in welchem die steigenden „Basiszinsen“ gerade für Unternehmen mit einem Rating von Single-B oder schlechter angesprochen werden. Sehen Sie in den steigenden/gestiegenen Zinsen ebenfalls eine signifikante Gefahr und besteht diese vor allem dort, wo neben den HY-Bonds mit fixen Kupon auch Loans, die quasi immer variabel verzinst werden, eine erhebliche Rolle spielen?

Das angestiegene Zinsniveau könnte mittelfristig zum Problem für schwächer aufgestellte Unternehmen werden, besonders weil auch Hedges auslaufen, mit denen sich einige Unternehmen gegen ein ansteigendes Zinsniveau abgesichert haben. In den letzten zwölf Monaten hat sich

deshalb die Zinsdeckung der Unternehmen verschlechtert - im Gegensatz zu dem Verschuldungsgrad, der relativ stabil geblieben ist. So beträgt die derzeitige durchschnittliche Zinsdeckung bei den Unternehmen, die wir bei Lucror Analytics analysieren, ca. 4,3x gegenüber ca. 4,9x zwölf Monate zuvor. Die Emittenten müssen also einen größeren Anteil ihres Cashflows zur Begleichung der Zinsen verwenden, was aber auf der anderen Seite auch zu einer gestiegenen Motivation zur Schuldenreduzierung führt und ggf. Auswirkungen auf Expansionspläne und Ausschüttungen an die Eigentümer hat.

Fitch geht davon aus, dass bei stabilem Zinsniveau etwa ein Drittel der „B" gerateten Unternehmen Probleme bekommen wird, Erhaltungsinvestitionen und Zinsen mit dem EBITDA zu decken. Statistisch betrachtet mag dies natürlich zutreffen, allerdings berücksichtigt Fitch nicht, dass zahlreiche Unternehmen auch Mittel haben, um gegenzusteuern und die Verschuldung zu senken, wie z.B. durch Verkauf von Assets oder Unternehmensteilen, Eigenkapitalaufnahme, Factoring oder das temporäre Zurückfahren des Maintenance Capex (Ersatz- und Instandhaltungsaufwendungen).

Vor drei Jahren haben Sie an gleicher Stelle gesagt: „Von einer Pleitewelle gehe ich nicht aus". Diese Aussage klang damals sehr mutig und hat der Mainstream-Meinung widersprochen, sich aber als goldrichtig erwiesen. Würden Sie das heute – trotz der von Ihnen beschriebenen zusätzlichen Belastungen – auch noch so sehen?

Wir glauben nach wie vor nicht, dass es zu einer signifikanten Pleitewelle kommen wird. Allerdings erscheint ein moderater Anstieg der Zahlungsausfälle in 2024 – wie gesagt – durchaus realistisch. Die Bonität der Unternehmen ist insgesamt relativ stabil geblieben.

Wenn es zu einem Default kommt, geht es ja um die sog. Recovery Rate, also darum, wie viel für die Investoren noch übrig bleibt. Historisch lag diese bei ca. 40%. Ist diese Quote weiterhin plausibel oder muss sie nach unten adjustiert werden? Die wenigen Pleitefälle 2023 waren diesbezüglich ja kein gutes Omen.

Das hängt von der jeweiligen Branche, den Anleihebedingungen (Besicherung, Rangfolge), den gesetzlichen Rahmenbedingungen, denen das Unternehmen unterliegt, usw. ab. Als grober Durchschnitt sollten die 40% aber Bestand haben, wobei es natürlich Ausreißer nach oben oder unten geben kann. Als wenig förderlich aus Investorensicht erweist sich aber die zunehmende Aufweichung von Anleihebedingungen (Covenants). Dies führt zu einer schlechteren Stellung der Gläubiger bei einer Restrukturierung. Außerdem sind die Emittenten weniger beschränkt, was Ausschüttungen an Eigenkapitalgeber oder M&As anbelangt.

Blicken wir nach vorne. Was erwarten Sie vom Jahr 2024? Welche Returns sind möglich? Wo lauern die größten Risiken?

Nach der Jahresendrallye, gerade auch am Anleihe- bzw. Kreditmarkt, sehen wir den europäischen High Yield Markt als fair bewertet an. Für 2024 erwarten wir ein solides Jahr. Wir denken, dass ein Return im mittleren bis hohen einstelligen Bereich möglich ist (in etwa im Bereich der derzeitigen Rendite). Risikofaktoren sind zweifellos ein stärker als erwarteter konjunktureller Abschwung, fehlende Entspannung auf der Zinsseite und geopolitische Risiken, wie eine Ausweitung des Israel- oder des Ukrainekonfliktes. Was die Märkte spätestens ab der zweiten Jahreshälfte beschäftigen wird, sind die US-Wahlen. Hier erscheint es durchaus möglich, dass Donald Trump zum zweiten Mal ins Weiße Haus einzieht, wobei dies nicht notwendigerweise negative Auswirkungen auf die High Yield Märkte haben muss. Die Volatilität könnte aber in der zweiten Jahreshälfte zunehmen.

Als HY-Research-Haus haben Sie bei Lucror einen guten Überblick über die Investorenbasis im europäischen HY-Markt. Wie hat sich die Zahl der „dedicated" HY-Investmentfonds in den letzten zehn Jahren entwickelt? Und welche Erwartung haben Sie diesbezüglich für die Zukunft?

In den vergangenen zehn Jahren sind die Anzahl und das Volumen der europäischen High Yield Bonds insgesamt gestiegen und dementsprechend sind auch mehr „dedicated" High Yield Fonds auf dem Markt aktiv. Allerdings stagniert die Entwicklung in der jüngeren Zeit. Unserer Einschätzung nach wird es weiterhin auch neue HY-Fonds geben, ein zunehmender Fokus wird jedoch auch auf alternativen Instrumenten, wie z.B. Loans oder Private Credit, liegen. Gerade im Bereich Private Credit sehen wir hohes Wachstumspotenzial, was dann auch eine erhöhte Anzahl von Fonds mit sich bringen sollte.

Felix Fischers Top 3 HY-Picks für 2024

Obwohl wir den Markt als insgesamt fair bewertet ansehen, gibt es natürlich durchaus attraktive Investitionsmöglichkeiten:

1. International Personal Finance vergibt Konsumentenkredite an Personen, die in der Regel keinen Zugang zum Bankenmarkt haben. IPF hat eine solide Finanzstruktur und ist relativ breit aufgestellt. Außerdem wird das Unternehmen unserer Meinung nach gut gemanagt. Die 9,75% 11/25 Anleihe (WKN A2843L) rentiert bei etwa 11%. Wir denken, dass IPF 2024 eine Refinanzierung vornehmen wird und halten die derzeitige Rendite für attraktiv.

2. Interessant finden wir auch die Anleihen von Klöckner Pentaplast. Das Unternehmen ist führender Anbieter von festen und flexiblen Verpackungen und Spezialfolienlösungen für Pharma- und Medizinprodukte, Lebensmittel, Getränke, usw. Zwar ist der kurzfristige Ausblick schwierig, das Unternehmen ist aber gut aufgestellt und das Kreditprofil sollte sich durch einige getätigte Wachstumsinvestitionen sowie Maßnahmen zur Reduzierung der Kostenstruktur mittelfristig verbessern. Wir mögen die Senior Secured Bonds mit einem Kupon von 4,25% und Fälligkeit 03/26 (WKN A3KLPG). Die Rendite liegt derzeit bei ca. 13%. Als spekulative Anlage halten wir auch die 6,5% Anleihe, die 09/26 (WKN A3KLN8) fällig wird, für interessant. Dieses Papier rentiert etwa bei 32%, allerdings sollten es nur Anleger mit einer hohen Risikobereitschaft in Erwägung ziehen.

3. Ebenfalls attraktiv sind unserer Einschätzung nach die Renditen von Anleihen der Polynt Gruppe, einem Spezialchemieunternehmen. Die Firma hat im Vergleich zu Konkurrenten zuletzt gut performt und mit relativ stabilen Margen überzeugt. Außerdem verfügt Polynt über eine hohe Liquidität und einen soliden Cashflow. Die 9,5% 07/28 Anleihe rentiert bei ca. 7%.

Auch dank Lucror Analytics: Der FAM Renten Spezial erzielt ein starkes Alpha

Quelle: Bloomberg, FAM

Jahr	FAM Renten Spezial	iShares Euro HY (Blackrock ETF)	Differenz (Alpha)
2016	10,2%	8,1%	2,1%
2017	7,7%	4,6%	3,1%
2018	-4,0%	-3,5%	-0,5%
2019	10,9%	9,8%	1,1%
2020	4,6%	1,2%	3,4%
2021	8,7%	2,9%	5,8%
2022	-10,0%	-9,4%	-0,6%
2023	13,9%	11,2%	2,7%
Gesamt	**44,9%**	**24,1%**	**20,8%**

Quelle: Bloomberg, FAM

Seceda

© Peter Wiederholt

PARTNER-PORTRÄT

FAM FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

Ottmar Wolf
Gründer und CIO

Philipp Bieber
Fondsmanager

Fondsdaten
FAM Credit Select

ISIN/WKN:	DE000A3D1WP8/ A3D1WP
Währung:	EUR
Benchmark:	-
Auflagedatum:	18. 10. 2023
Fondsmanager:	Ottmar Wolf & Philipp Bieber
Mindestanlage:	100.000 EUR (I-Tranche)

Firmenporträt

Die FAM Frankfurt Asset Management AG ist eine unabhängige und inhabergeführte Vermögensverwaltung mit einem starken Fokus auf der Assetklasse European Credit. Portfoliomanagement und Kundenbetreuung erfolgen bei uns aus einer Hand, der Portfoliomanager ist also gleichzeitig auch der Hauptansprechpartner für den jeweiligen Mandanten. Beim Portfoliomanagement legen wir großen Wert auf die fundamentale Analyse des Kapitalmarktes sowie einzelner Firmen. Hierzu haben wir aktuell fünf Investment Professionals mit unterschiedlichen Schwerpunkten, die den Kern unseres Investment Teams bilden.

Kontakt

FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1 (Skyper Tower)
60329 Frankfurt am Main

Tel.:	+49/69/244 500 50
E-Mail:	team@frankfurtasset.com
Internet:	**www.frankfurtasset.com**

FAM CREDIT SELECT

High-Yield-Rendite mit Investment-Grade-Rating

Gute Portfoliobonität und High-Yield-ähnliche Renditen: Diese Kombination strebt der FAM Credit Select an. Garant hierfür sind eine ausgewiesene Expertise im Anleihenmanagement, ein zuverlässiges Credit-Scoring-Modell und nicht zuletzt eine stark veränderte Zinssituation.

Gutes Timing: Mitte Oktober lanciert, kann der neue Rentenfonds der FAM Frankfurt Asset Management AG sein Anlagevermögen sowohl in bonitätsstarke Staats- und Unternehmensanleihen als auch in Corporate High Yields investieren. Damit passt der Fonds exakt in die aktuelle Zeit und das neue Zinsumfeld.

Verändertes Umfeld spricht für breites Bonitätsspektrum

So steht die europäische Wirtschaft von verschiedenen Seiten her unter großem Druck. Die Belastungen für anleihenemittierende Firmen haben deutlich zugenommen. Entsprechend hoch sind die Renditeperspektiven für hochverzinsliche Unternehmensanleihen. Außerdem versprechen auch Corporate Bonds mit Investment-Grade-Rating endlich wieder messbare Erträge, und selbst mit europäischen Staatsanleihen lässt sich der eine oder andere Prozentpunkt einstreichen. Das sah vor 18 Monaten noch ganz anders aus.
Gerade für Investoren, die kalkulierbare Renditen anstreben, spricht deshalb vieles für eine breite Abdeckung des gesamten Bonitätsspektrums. So lässt sich das Risiko des Portfolios deutlich verringern und dessen Volatilität senken. Langfristig strebt der FAM Credit Select eine jährliche Durchschnittsrendite von 6 bis 7 Prozent an.

Credit-Scoring-Modell und Investmentfokus

Das Management des FAM Credit Select verfügt über langjährige Erfahrung in der Kombination von Investment-Grade- und Non-Investment-Grade-Anleihen. Bei der Auswahl von Corporate High Yields greift das Fondsmanagement auf das inzwischen seit vielen Jahren erprobte FAM-Credit-Scoring-Modell zurück. Im Vergleich zur Bonitätseinstufung der Ratingagenturen richtet das stärker qualitativ orientierte Auswahlverfahren der FAM seinen Blick weiter in die Zukunft, und es legt dabei einen größeren Wert auf die Stärken des Geschäftsmodells sowie die Markt- und Wettbewerbssituation des Emittenten.
Mit dem Investmentprozess der FAM kann sich der Rentenfonds voll auf die Kreditselektion (Bonitätsrisiko) fokussieren. Hingegen werden die beiden weiteren wichtigen Stellschrauben im Bondmanagement, das Zinsänderungs- und das Fremdwährungsrisiko, weitestgehend über eine kurze Duration und konsequentes FX-Hedging mitigiert.

Mögliche Bonds für den FAM Credit Select

Kupon	Emittent	Fälligkeit	Land	Sektor	Rating	Rendite	Duration
0,000 %	German Treasury Bill	18.09.2024	DE	Staat	AAA	3,7%	0,9
1,300 %	Berkshire Hathaway Inc	15.03.2024	USA	Konglomerat	AA	4,0%	0,4
6,625 %	Athora Holding LTD	16.06.2028	Europa	Versicherung	BBB+	7,2%	3,8
7,000 %	Bayerische Landesbank	05.01.2034	DE	Bank	BBB	7,1%	4,2
1,750 %	Blackstone Private CRE	30.11.2026	USA	Finanzen	BBB-	6,5%	2,8
2,875 %	AT&T INC	Perp. (3/25)	USA	Telekom	BB+	6,5%	1,4
7,875 %	TEVA Pharm FNC NL II	15.09.2031	USA/Israel	Pharma	BB-	7,4%	5,8
5,750 %	Lenzing AG	Perp. (9/25)	Österreich	Textil	NR	14,1%	1,7
4,147 %					**BBB**	**7,1%**	**2,6**

Quelle: Bloomberg | Stand 26. 10. 2023

Wir sagen Danke für 100 Millionen Euro

Anfang Oktober wurde der FAM Renten Spezial für neue Anlagegelder geschlossen. Nur auf diese Weise ist es dem Fondsmanagement möglich, die überdurchschnittliche Langfristperformance bei hoher Anlagequalität dauerhaft zu halten.

Leere Ankündigungen sind nicht die Sache der FAM Frankfurt Asset Management AG. Das konnten Anleger Anfang Oktober einmal mehr eindrucksvoll erfahren. So wurde der FAM Renten Spezial mit dem Erreichen von 100 Millionen Euro Assets under Management mittels Hard Closing aus dem Vertrieb genommen. Weitere Anteilszeichnungen sind nun nicht mehr möglich.

Weiter wachsendes Fondsvolumen vorprogrammiert

Das Management des auf EUR Corporate High Yields spezialisierten Anleihenfonds hat sich zu diesem bereits seit Langem kommunizierten Schritt entschlossen, um die überdurchschnittliche Langfristperformance (siehe Chart) bei hoher Anlagequalität auch zukünftig gewährleisten zu können.

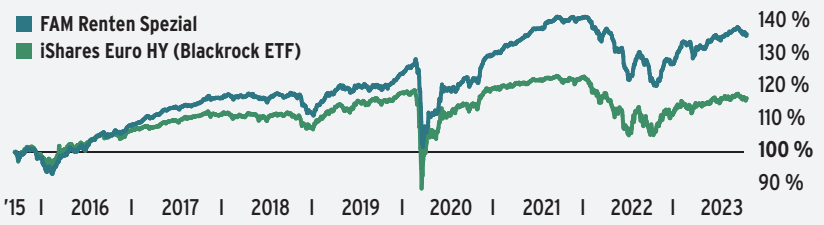
Mit einem weiter steigenden Fondsvolumen, das aufgrund der bisherigen Entwicklung sowie der breit gestreuten Investorenbasis ohne Schließung zu erwarten gewesen wäre, hätten Kaufideen oder auch Verkäufe ausschließlich im High-Yield-Segment nicht mehr ohne Weiteres zu sinnvollen Preisen umgesetzt werden können. Denn vernünftige Quotes lassen sich am recht engen Markt für europäische Unternehmensanleihen im Non-Investment-Grade-Bereich oft nur mit einem Volumen von 0,5 bis 1,0 Million Euro unmittelbar realisieren. Bei höheren Nominalbeträgen kommt es schnell zu einer zu großen Preisbeeinflussung bzw. müssen die Orders zeitlich „gestreckt" werden. Das kostet Rendite und mindert die Flexibilität des Fonds. Die selbst auferlegte volumenmäßige Beschränkung des mit fünf Morningstar-Sternen geratenen FAM Renten Spezial war damit unumgänglich. Selbstverständlich sind Anteilsrückgaben an die Fondsgesellschaft weiterhin möglich.

Dank und Angebot

Das starke Wachstum des FAM Renten Spezial und das Erreichen von über 100 Millionen Euro verwaltetem Fondsvermögen betrachten wir als Anerkennung für unsere Arbeit als Manager von Corporate High Yields. Gleichzeitig möchten wir nicht versäumen, unseren Anlegern, die am hohen kontinuierlichen Wachstum des Fonds mitgewirkt haben, für das entgegengebrachte Vertrauen zu danken.

Attraktive Anlagemöglichkeiten wird es bei der FAM Frankfurt Asset Management AG auch zukünftig geben. An unserer Anleihenexpertise interessierte Investoren verweisen wir in diesem Zusammenhang auf den jüngst lancierten FAM Credit Select. Dieser bietet High-Yield-ähnliche Renditen mit einem Portfolio, das im Durchschnitt ein Investment-Grade-Rating aufweist.

Performance
FAM Renten Spezial vs. iShares Euro High Yield Corp Bond ETF



Quelle: Bloomberg, Stand: 26. 10. 2023

PARTNER-PORTRÄT

FAM FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

Ottmar Wolf
Gründer und CIO

Philipp Bieber
Fondsmanager

Fondsdaten
FAM Renten Spezial

ISIN/WKN:	DE000A14N878/A14N87
Währung:	EUR
Benchmark:	iShares Euro High Yield Corp Bond ETF
Auflagedatum:	15. 9. 2015
Fondsmanager:	Ottmar Wolf & Philipp Bieber
Mindestanlage:	geschlossen

Firmenporträt

Die FAM Frankfurt Asset Management AG ist eine unabhängige und inhabergeführte Vermögensverwaltung mit einem starken Fokus auf der Assetklasse European Credit. Portfoliomanagement und Kundenbetreuung erfolgen bei uns aus einer Hand, der Portfoliomanager ist also gleichzeitig auch der Hauptansprechpartner für den jeweiligen Mandanten. Beim Portfoliomanagement legen wir großen Wert auf die fundamentale Analyse des Kapitalmarktes sowie einzelner Firmen. Hierzu haben wir aktuell fünf Investment Professionals mit unterschiedlichen Schwerpunkten, die den Kern unseres Investment Teams bilden.

Kontakt

FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1 (Skyper Tower)
60329 Frankfurt am Main

Tel.:	+49/69/244 500 50
E-Mail:	team@frankfurtasset.com
Internet:	**www.frankfurtasset.com**

FAM RENTEN SPEZIAL I

Vertriebsstatus: Hard Closing

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Renten Spezial richtet sich an alle Zinssparer, die einen überdurchschnittlichen 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 VS. HY ETF (15.09.2015* - 31.12.2023) *seit 01.03.2022 FAM Renten Spezial A Tranche, davor I-Tranche

MANAGERKOMMENTAR: WAS IST MIT DEM HIGH YIELD BUFFET NACH DER BETA-RALLYE?

Der Dezember war im Prinzip die nahtlose Fortsetzung der massiven Rallye, welche im Vormonat gestartet war. Wir reden hier über eine kombinierte Zins- UND Spread-Rallye mit einem extremen Ausmaß. Der FAM Renten Spezial konnte wiederum sehr gut partizipieren und die Jahresperformance auf wuchtige 13,9% hochschrauben. Damit wurde ein neues All-Time-High erreicht. Somit ist die scharfe Delle aus 2022, wo der schlimmste Bond-Crash aller Zeiten stattgefunden hat, inzwischen wieder mehr als ausgebügelt und die Asset Klasse High Yield hat einmal mehr gezeigt, dass jeder massive Rückschlag eine zwingende Einstiegsgelegenheit darstellt.

Aus unserer Sicht ist die Beta-Rallye überraschend gewesen, zumindest vom Ausmaß her. Im Gegensatz zu unserer seit rund 1,5 Jahren propagierten These „So reichlich wie heute war das High Yield Buffet noch nie gedeckt" muss nun konstatiert werden, dass eine etwas „wählerischere Herangehensweise" beim Befüllen des HY-Tellers nötig ist. Einzelne Namen haben nämlich dermaßen stark performt, dass die weiteren Aussichten nicht mehr ganz so attraktiv sind. Andere Titel sind (noch) zurückgeblieben und sollten aufgestockt werden. Aus diesem Grund erwarten wir für den Fonds einen aktiven Jahresauftakt mit einigen Transaktionen. Der abgedroschene Spruch „jetzt ist die Zeit für aktive Manager" sollte in Bezug auf den High Yield Markt in 2024 zutreffen, zumal vermutlich die Default Rate auch leicht in Richtung 4% (Basis-Prognosen der Ratingagenturen) ansteigen wird.

Mit einer Portfoliorendite von knapp zehn Prozent ist aber beim FAM Renten Spezial weiterhin viel Speck am Knochen, und somit sind die Performance-Aussichten für die kommenden 12-24 Monate intakt. Die Duration wird nach wie vor absichtlich kurz gehalten, um etwaige Schwankungsrisiken zu minimieren.

Mit Wirkung per 01.02.2024 wird eine leichte Preiserhöhung wirksam: Die Management-Fee der I-Tranche steigt um 10 Basispunkte an auf dann neu 0,50%. Eine Performance-Fee wird es weiterhin nicht geben.

Top Emittenten Renten

5,750% Sigma Holdco BV (Upfield) 2026	2,9 %
9,250% Summer BC Holdco A Sarl 2027	2,5 %
5,750% Lenzing AG Perp NC 2025	2,5 %
3,875% Tele Columbus AG 2025	2,4 %
7,375% LeasePlan Corp NV Perp NC 2024	2,4 %
2,875% AT&T Inc Perp NC 2025	2,3 %
1,750% CECONOMY AG 2026	2,0 %
8,500% Vallourec SACA 2026	2,0 %
7,000% Bayerische Landesbank Perp NC 2028	2,0 %
9,500% Adler Pelzer Holding GmbH 2027	1,9 %

Bonitätsaufteilung

Cash	4,0 %
Baa	8,0 %
Ba	32,5 %
B	42,9 %
Caa	12,5 %

Währungsallokation

EUR	98,4 %
USD	1,2 %
CHF	0,5 %

Asset Allocation

Renten	96,0 %
Kasse	4,0 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Renten Spezial	2,8 %	13,9 %	13,9 %	11,6 %	29,4 %	44,9 %	4,6 %
iShares Euro HY*	2,91 %	11,2 %	11,2 %	3,8 %	15,3 %	24,1 %	2,6 %
Differenz	-0,1 %	2,7 %	2,7 %	7,8 %	14,1 %	20,8 %	2,0 %

*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3C5448
WKN	A3C544
Rücknahmepreis (EUR)	111,56
Fondsvermögen (EUR Mio.)	106,43
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	0,78 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,50 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Geschlossen
Sparplanfähig	Ja

AUSSCHÜTTUNGEN

20.02.2023	4,00 €
28.02.2022	4,00 €
15.02.2021	4,00 €
24.02.2020	4,00 €
04.03.2019	4,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	96,0 %
Rendite bis Endfälligkeit	9,8 %
Durchschnittliche Fälligkeit (Jahre)	3,0
Modified Duration	2,4
Spread Duration	2,6
Durchschnittlicher Kupon	6,1 %
Durchschnittlicher Anleihepreis	92,7
Laufende Rendite	6,7 %
Fremdwährungsexposure (FX)	1,6 %

STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	4,0 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	1,03
Maximum Drawdown	-21,0 %
Time-to-Recovery (Tage)	248

REFINITIV LIPPER FUND AWARDS 2023 WINNER GERMANY
Best Fund over 3 Years Bond EUR High Yield

»HERAUSRAGEND« DEUTSCHER FONDSPREIS 2022 FONDS

REFINITIV LIPPER FUND AWARDS 2022 WINNER GERMANY
Best Fund over 5 Years Bond Global EUR

REFINITIV LIPPER FUND AWARDS 2022 WINNER GERMANY
Best Fund over 3 Years Bond Global EUR

2022 BOUTIQUEN AWARDS
Gewinner der Kategorie RENTEN

MORNINGSTAR ★★★★★

FAM CREDIT SELECT I

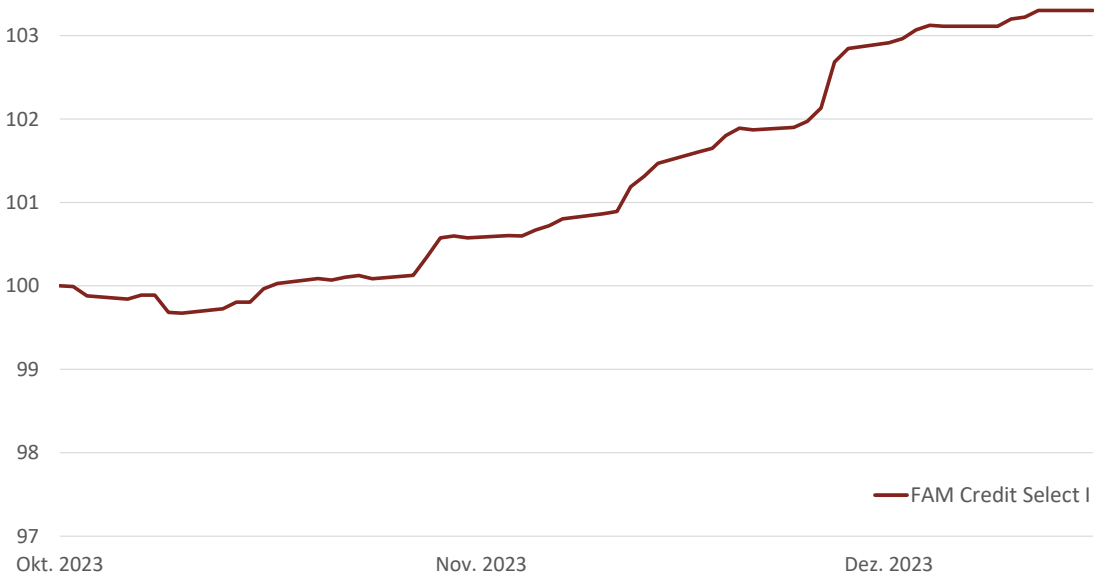
Vertriebsstatus: Offen

ANLAGESTRATEGIE

Ziel des Fonds FAM Credit Select ist die Vermögensbildung bzw. Vermögensoptimierung. Der Schwerpunkt des breit gestreuten Rentenportfolios (Ratingspektrum von Aaa bis B3) liegt bei Senior-Firmenanleihen aus Europa. 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 CREDIT SELECT (18.10.2023* - 31.12.2023)

*Auflage des FAM Credit Select



MANAGERKOMMENTAR: HIGH-YIELD ÄHNLICHE RENDITE MIT INVESTMENT-GRADE RATING

Mit dem FAM Credit Select lancierte die FAM Frankfurt Asset Management AG am 18. Oktober 2023 einen Rentenfonds, welcher sowohl in Investment Grade als auch in High Yield Anleihen investiert. Das Mindestrating der Schuldverschreibungen beträgt B3. Ausgeschlossen sind damit Bonds mit einem Rating von Caa1 und tiefer. Das durchschnittliche Rating des Bondportfolios befindet sich im Baa-Bereich und ist damit Investment-Grade Stufe. Die genaue Berechnung des Durchschnittsrating finden Sie auf Seite 8 in unserem FAM Herbstbericht 2023.

Die drei wichtigsten Stellschrauben im Bondmanagement sind Zins-, Währungs- und Bonitätsrisiken („Credit“). Mittels einer kurzen Duration und konsequentem FX-Hedging schalten wir die ersten beiden Risikotreiber weitgehend aus. Der Fokus liegt aufgrund unserer langjährigen Expertise voll auf dem Thema Credit Selection, weshalb auch dieser Fondsname gewählt wurde. Die Zielsetzung des Fonds besteht darin, bei durchschnittlichem Investment-Grade Rating mittels unseres Selektions-Prozesses High-Yield ähnliche Renditen zu generieren.

Nach der Zinswende bietet der (teilweise) ineffiziente Credit Markt eine Fülle an sehr guten Chance-Risiko-Profilen. Dies gilt auch nach der massiven Beta-Rallye, welche im November startete. Aktuell beträgt die Portfoliorendite 6,2% bei einem Rating von Baa2 und einer Modified Duration von 2,2. Aufgrund der Kombination aus guter Kreditqualität, hoher Grundverzinsung und kurzer Restlaufzeit handelt es sich beim FAM Credit Select um einen sehr soliden Portfolio-Baustein.

Top Emittenten Renten

0,000% German Treasury Bill 2024	2,8 %
1,750% CECONOMY AG 2026	2,6 %
0,625% Procter & Gamble Co/The 2024	2,3 %
0,000% ams-OSRAM AG 2025	2,2 %
2,750% Emirates Telecommunications Group Co PJSC 2026	2,0 %
4,000% Traton Finance Luxembourg SA 2025	1,8 %
7,375% LeasePlan Corp NV Perp NC 2024	1,8 %
4,000% Landesbank Baden-Wuerttemberg Perp NC 2025	1,7 %
1,125% Gemeinsame Kommunalanleihe NRW 2025	1,7 %
0,875% Apple Inc 2025	1,7 %

Bonitätsaufteilung

Cash	5,6 %
Aaa	9,6 %
Aa	12,5 %
A	4,5 %
Baa	22,0 %
Ba	25,9 %
B	20,2 %

Währungsallokation

EUR	100 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Credit Select	2,0 %						3,3 %

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3D1WP8
WKN	A3D1WP
Rücknahmepreis (EUR)	1033,02
Fondsvermögen (EUR Mio.)	34,5
Auflagedatum	18.10.2023
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	KSK Köln
KVG	Monega KAGmbH
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Thesaurierend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	3,00 %
TER	1,07 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,70 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	100.000
Sparplanfähig	Nein

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	94,4 %
davon Corporate Hybrids	6,0 %
davon Banken Hybrids	12,6 %
davon Versicherungs Hybrids	4,4 %
Rendite bis Endfälligkeit	6,2 %
Ø Rating	Baa2
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,0
Modified Duration	2,2
Spread Duration	2,3
Ø Kupon	3,9 %
Ø Anleihepreis	96,7
Laufende Rendite	4,0 %
Fremdwährungsexposure (FX)	0,0 %

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	1,7 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	n.v.
Maximum Drawdown	-0,3 %
Time-to-Recovery (Tage)	11

FAM PRÄMIENSTRATEGIE I

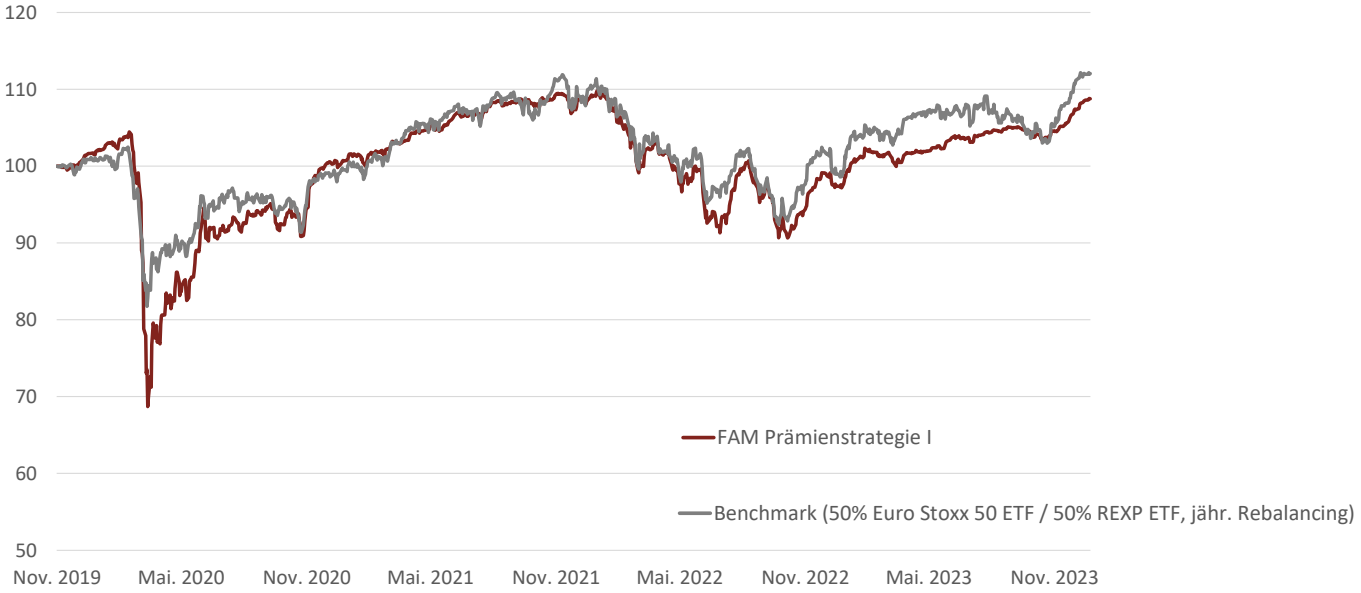
Vertriebsstatus: Offen

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 I VS. EURO STOXX 50 (08.11.2019* - 31.12.2023)

*Auflage des FAM Prämienstrategie I



MANAGERKOMMENTAR:
JAHR 2023: DIE FED, DIE VOLATILEN ZINSEN UND DIE STABILE PRÄMIENSTRATEGIE

Rasanter Jahresauftakt im Januar. Silicon Valley Bank (SVB) und Credit Suisse (CS) Kollaps im März, gefolgt von aggressiven Finanzstabilisierungmaßnahmen der relevanten Zentralbanken. „Soft Landing" als dominante Finanzmarkt-Narrative von April bis Juli. Ab August hieß es dann „Higher for Longer" bis zum Oktober. Danach plötzlich zurück zu „Soft Landing". Die Fed war die all-dominierende Figur an den globalen Finanzmärkten im Jahr 2023.

Die sich im Laufe des Jahres ständig wechselnden Investorenerwartungen bzgl. der US-Inflationsdaten hat die Marktentwicklungen bestimmt. Nirgends ist dies besser zu sehen als in der Rendite der 10-jährigen US-Treasuries: Diese stieg von 3,5% Anfang des Jahres auf knapp 5% im Oktober und fiel dann wieder zurück auf 3,9% im Dezember. Erst 150 Basispunkte Bewegung in einer Richtung, dann 110 Basispunkte in der anderen - in der Rendite des hochliquiden und relevantesten Financial Asset der Welt! Ein wahrer „Wild Ride" im „Risikofreien-Kapitalmarktzins".

Auch der Aktienmarkt stand völlig im Bann der Inflations- bzw. Zinsentwicklung. Bedingt durch die massive Jahresend-Rallye war es am Ende ein sehr starkes Börsenjahr: Der EuroStoxx 50 ist im Laufe des Jahres um +23% gestiegen; der DAX um +20% und der S&P 500 (unter Einfluss der „Magnificient 7") sogar um +26%. Aber der „Wild Ride" der Zinserwartungen hinterließ auch hier seine Spuren: Der Maximum Drawdown lag immerhin bei -11% im EuroStoxx 50; -12% im Dax und -12% im S&P 500.

Die Prämienstrategie hat eine Jahresperformance von 11,9% erzielt, mit einem Maximum Drawdown von Minus 2,3%. In einem starken Börsenjahr rund 50% der Performance des EuroStoxx 50 mit nur 1/5 der Volatilität und 1/5 des Maximum Drawdowns zu erzielen, ist das ein solides Ergebnis.

Im neuen Jahr bleibt die Prämienstrategie bei den Bonds aggressiv und auf der Optionsseite defensiv positioniert, da der bessere Relative Value (Aktienoptionen vs. Anleihen) auf der Anleiheseite zu finden ist. Sollte das „Soft Landing" tatsächlich eintreten, ist eine mittlere bis hohe einstellige Rendite in der Prämienstrategie im Jahr 2024 erzielbar. Käme es allerdings doch noch zum „Hard Landing" und würde der Aktienmarkt infolgedessen z.B. 20-30% verlieren, würde die Prämienstrategie wesentlich weniger leiden: Der Rückschlag würde höchstwahrscheinlich unter 10% liegen.

Für die Prämienstrategie gilt: neues Jahr, neue Ereignisse, selbe Konvexität.

Top Basiswerte Optionen (Notional in % des Fondsvolumen)

EuroStoxx50	10,0 %

Optionen – Laufzeit

3 - 6 Monate	50,0 %
< 3 Monate	50,0 %

Optionen – Sektoraufteilung Basiswerte

Indizes	100 %

Performance Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	2,2 %	11,9 %	11,9 %	-0,2 %	8,17 %	8,8 %
Benchmark	2,9 %	13,6 %	13,6 %	1,6 %	12,3 %	12,1 %
Differenz	-0,7 %	-1,7 %	-1,7 %	-1,8 %	-4,2 %	-3,3 %

STAMMDATEN

ISIN	LU2012959123
WKN	A2PNH5
Rücknahmepreis (EUR)	919,29
Fondsvermögen (EUR Mio.)	24,67
Strategievermögen (EUR Mio.)	318,5
Auflagedatum	08.11.2019
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Hauck Aufhäuser Lampe
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Luxemburg
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
TER	1,27 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,60 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	500.000
Sparplanfähig	Nein

LETZTE AUSSCHÜTTUNGEN

06.12.2023	40,00 €
06.12.2022	40,00 €
06.12.2021	40,00 €
07.12.2020	40,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Seitwärtsrendite p.a.	6,8 %
Max. Rendite p.a.	6,8 %

Optionsportfolio

Investitionsgrad	10 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	0,2 %
Max. Rendite p.a.	0,2 %
Wimbledon Put	-0,1 %
Ø Discount (zum Underlying)	15,7 %
Delta Optionsportfolio + Aktien	0,03
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	121
Ø Strike	84 %

Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	94 %
Rendite bis Endfälligkeit	6,8 %
Ø Kupon	2,8 %
Ø Bonität	Baa2
Ø Fälligkeit (Jahre)	2,6
Fremdwährungsexposure	2,0 %
Anzahl Emittenten	57

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	11,7 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	0,2
Maximum Drawdown	-34,2 %
Time-to-Recovery (Tage)	392

FAM CONVEX OPPORTUNITIES I

Vertriebsstatus: Offen

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Convex Opportunities verkauft Put-Optionen auf den S&P 500 Index, um einerseits an einer Wertsteigerung des Index zu partizipieren, sowie die Volatilitäts-Risikoprämie zu verdienen. Zeitgleich werden Absicherungen für sehr große Krisen (auch Tail-Risk Events genannt) gekauft, um das getragene Risiko zu steuern. Die verfügbare Liquidität wird in ein diversifiziertes Rentenportfolio mit sehr gutem Credit-Rating angelegt. Ziele sind (a) in positiven Marktphasen zu partizipieren und (b) in sehr schlimmen Krisen eine Quelle von Stabilität zu sein. Schwachpunkt der Strategie ist ein mittelgroßer Rückgang am US-Aktienmarkt.

PERFORMANCE FAM CONVEX OPPORTUNITIES I (12.06.2023 - 31.12.2023)

MANAGERKOMMENTAR: KAPITALEFFIZIENTER TAIL-RISK HEDGE

Die Jahresend-Rallye setzte sich im Berichtsmonat fort, angetrieben von sinkenden Inflations- bzw. Zins-Erwartungen. Die Yield für 10-jährige US Treasuries sank um 45 Basispunkte auf 3,88%, während die 10-jährige Bundrendite um 42 Basispunkte auf 2,02% sank. Da die Hauptrisikoquelle für solche Anleihen die realisierte Inflation über die nächsten zehn Jahre ist, spiegelt diese Entwicklung in erster Linie die sinkenden Inflationserwartungen für diesen Zeitraum wider.

Niedrigere Zinsen bedeuten u.a. geringere Finanzierungskosten für Unternehmen. So konnten Risiko-Assets wie Credit und Equities im Dezember deutlich zulegen. Der S&P 500 Index gewann +4,5% während implizite Volatilitäten im Berichtsmonat relativ unverändert blieben: der VIX-Index, welcher die impliziten Volatilitäten von 1-monatigen SPX-Optionen misst, sank leicht um 0,47 Punkte auf 12,45. In diesem Umfeld verzeichnete der FAM Convex Opportunities ein Plus von 0,75%.

An der mittel- bis langfristigen Ausrichtung ändern die jüngsten Marktentwicklungen nichts. Sinn und Zweck des Fonds ist es, absolute Ausnahmesituationen (Tail-Risks) kapitaleffizient abzusichern. Dieses Ziel wird durch den Verkauf von Put-Optionen nahe am Spot-Preis und dem zeitgleichen Kauf von Put-Optionen weiter weg vom Spot-Preis verfolgt. Da es schwer bis unmöglich ist, die kurzfristige Entwicklung von Aktienmärkten vorherzusagen, setzen wir die Strategie systematisch um.

Wie in jedem Monat rollierte der Fonds im Dezember einen Put-Spread. Da sich bei den impliziten Volatilitäten wenig getan hat, konnte die Long-Put-Komponente preiswert erworben werden und so Tail-Risks zu attraktiven Konditionen abgesichert werden. Die Positionierung für diverse Stressphasen werden in der unteren Tabelle gezeigt, wobei die zugrundeliegenden Annahmen realitätsnah sind.

Optionsportfolio

	Short Puts	Long Puts
Durchschnittliche Moneyness	91 %	69 %
Investitionsgrad	198 %	450 %
Anzahl Kontrakte	95	285
Delta	0,30 %	-0,09 %
Durchschnittliche Restlaufzeit	104	104

Collateral Portfolio

	YTM	Mod. Duration	Rating	Anteil
Cash	3,75 %	0	Aaa	27,3 %
Government	3,57 %	0,50	Aaa	39,6 %
Pfandbriefe	3,217 %	0,58	Aaa	3,4 %
Corporates	4,31 %	0,71	A	29,7 %
Gesamtportfolio	3,827 %	0,443	Aaa	100 %

Stress Test (30 Tage)*

	Finanzkrise	Eurokrise	Taper Tantrum 2.0	Corona Krise
FAM Convex Opportunities	**-4,3 %**	**-6,3 %**	**-8,8 %**	**12,5 %**
US Equity (S&P 500 Index)	-26,9 %	-16,7 %	-12,05 %	-29,2 %
EUR Equity (Stoxx 50 Index)	-25,2 %	-17,9 %	-5,0 %	-36,2 %
High Yield (HE00 Index)	-23,8 %	-3,9 %	-0,7 %	-14,4 %
Investment Grade (ER00 Index)	-5,6 %	-0,7 %	-0,1 %	-4,7 %
Datum der Volatilitätsfläche	10.10.2008	08.08.2011	24.12.2018	16.03.2020

*Annahmen:
Tiefpunkt einer Krise = (lokaler) Höchstwert des VIX
Drawdowns = Performance in den 30 Tagen vor dem Tiefpunkt (wie oben definiert)

Performance Kennzahlen

	p.a.	1 Monat	lfd. Jahr	seit Auflage
Rendite	-	0,8 %	3,7 %	3,7 %
Volatilität	-	0,9 %	5,3 %	5,3 %

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3E3Z11
WKN	A3E3Z1
Rücknahmepreis (EUR)	1036,51
Fondsvermögen (EUR Mio.)	18,7
Auflagedatum	12.06.2023
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Donner & Reuschel AG
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	5,00 %
TER	0,90 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,50 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Nein

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	5,2 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	0,55
Maximum Drawdown	-4,5 %
Time-to-Recovery (Tage)	52

FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69 244 500 50
E-Mail info@frankfurtasset.com
Web www.frankfurtasset.com

IMPRESSUM

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

Redaktionsschluss: 05.01.2024
Auflage: 750 Stück

Gestaltung & Realisierung:
motion one GmbH
Auf dem Bügen 2
65474 Bischofsheim

Fotos: Peter Wiederholt
© 2023 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 denominiert ist, könnten Veränderungen des Devisenkurses eine Negativwirkung auf Wert, Kurs oder Ertrag dieses Investments haben.