

WINTERBERICHT

Private Credit: Demokratisierung der Kakerlaken?

FAAM
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 Assetklassen 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

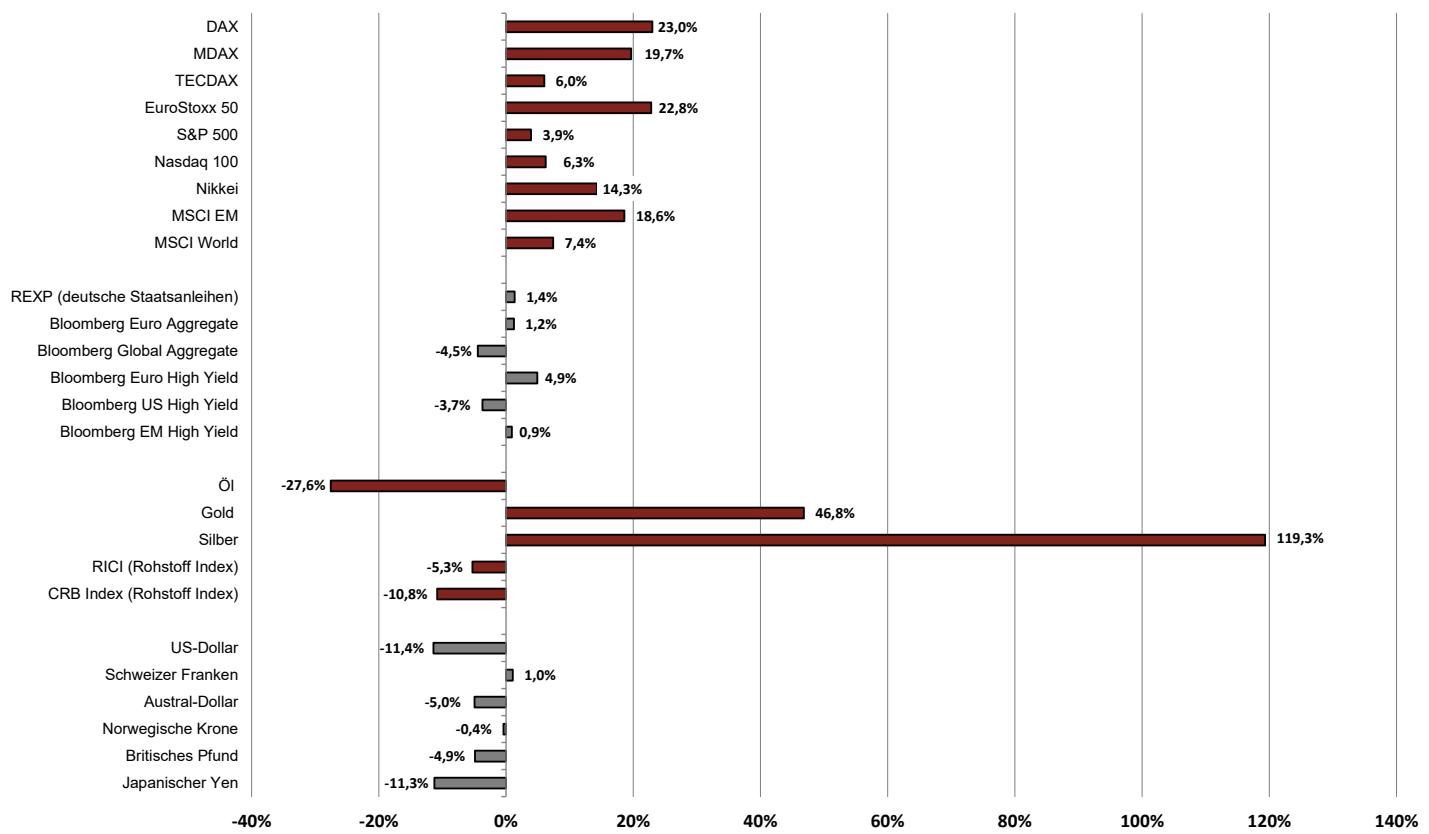
Firmen gelegt. Dabei stützt sich die FAM auf Senior-Mitarbeiter mit insgesamt über 100 Jahren Kapitalmarkterfahrung.

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 31.12.2024 - 31.12.2025 (in Euro)	4
Vorwort	5
Private Credit: Demokratisierung der Kakerlaken?	7
Private Credit Bubble – Finanzkrise Reloaded?	13
Interview mit Mark Burridge: „Ein nahezu perfektes Umfeld für Goldminen – und das auf Jahre“	21
Erlebnisse einer 98-jährigen Zeitzeugin	26
Vom überzeugten Kunden zum Vorstand	29
FAM Renten Spezial I	32
FAM Credit Select I	34
FAM Prämienstrategie I	36
FAM Convex Opportunities I	38

KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2024 - 31.12.2025 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg

VORWORT

EIN NEUER VORSTAND, EINE 98-JÄHRIGE ZEITZEUGIN UND EINE FINANZBRANCHE, DIE SICH ALTRUISTISCH GIBT

Sehr geehrte Damen und Herren,

first things first: Herzlich willkommen im FAM-Vorstand, lieber Sascha! Wie Sascha Rangoonwala den Weg zur FAM gefunden hat, wo er sich überall einbringen wird und welche spannenden Stationen seine Business-Reise hatte, lesen Sie ab Seite 29. Unser Dank gilt diesbezüglich auch unserem Aufsichtsrat!

Jeder Jahreswechsel gibt Anlass zur Einordnung der eigenen Performance. Öffentlich sichtbar ist diese bei den FAM-Fonds. Daher drehen sich die Managerkommentare um die Frage, ob die jeweilige Leistung im Jahr 2025 gestimmt hat. In einem Fall sind wir vollauf begeistert, in einem anderen dagegen nicht so ganz zufrieden. Wer die FAM intensiv verfolgt, kennt unsere authentischen Monatsberichte, die das Herzstück eines jeden Factsheets sind. Ab Seite 32 lesen Sie, wie das vergangene Jahr für die einzelnen FAM-Fonds gelaufen ist.

Die Multi-Assets-Depots unserer Privatkunden erstrahlten in hellem Glanz. Kein Wunder, denn die Edelmetallkomponente ließ nichts anderes zu. Daher haben wir den Manager des Bakersteel Precious Metal Funds, Mark Burridge, zum Interview gebeten, siehe Seite 21. Kann die Monster-Edelmetall-Rallye anhalten und was würde das für seinen Fonds bedeuten?

Gleichzeitig treiben uns die fast schon galoppierenden Edelmetallpreise die eine oder andere Sorgenfalte auf die Stirn. Denn letztlich werden nun deutlich mehr Geldeinheiten benötigt, um eine Feinunze Silber, Gold oder Platin zu erwerben – also eine Form der Geldentwertung, ein Vertrauensverlust



in Euro, Dollar & Co. Daher haben wir kürzlich die 98-jährige Oma Rottmann in Hamm besucht – sie hat verschiedene Papiergeldwährungen kommen und gehen sehen und auch die Tauschwirtschaft erlebt. Ob ihr Enkel Philipp in ihrem Alter (also im Jahr 2096) dann noch mit dem Euro bezahlen wird, erfahren Sie ab Seite 26.

Das Thema „Private Markets“ und im Speziellen deren „Demokratisierung“ wurde im letzten Jahr dermaßen bemüht angepriesen, dass es jeden stutzig machen sollte. Mitten in die Dauerbeschallung „ach wie toll das jetzt auch für die Retail-Investoren werden wird“, kam dann im Oktober der jähre Zwischenruf von keinem Geringeren als dem J.P. Morgan Chef Jamie Dimon. Mit seinem inzwischen berühmt gewordenen Spruch „Wo eine Kakerlake ist, sind wahrscheinlich auch mehrere“ warnte er vor einer Bubble bei Private Credit. Anlass für uns, der Sache mal auf den Grund zu gehen, was wir unter der Überschrift „Demokratisierung der Kakerlaken“ ab Seite 7 gemacht haben. Jamie Dimon hat darüber hinaus Ängste geweckt, dass wir möglicherweise vor einer „Finanzkrise Reloaded“ stehen. Ob diese Sorgen gerechtfertigt sind, lesen Sie ab Seite 13.

Wir wünschen Ihnen viel Spaß mit dem diesmal picke-packevollen FAM Winterbericht und natürlich ein erfolgreiches und zufriedenes Jahr 2026!

Ihr Team der FAM

O. Wolf

Ottmar Wolf

S. Rangoonwala

Sascha Rangoonwala



PRIVATE CREDIT: DEMOKRATISIERUNG DER KAKERLAKEN?

Zwei Schlagwörter haben sich 2025 bezüglich der sogenannten „Private Markets“ in die Köpfe informierter Investoren eingebrennt. Dabei handelt es sich (1) um die ganzjährig angepriesene „Demokratisierung“ dieser Assets und (2) um das berühmt gewordene Zitat vom J.P. Morgan Chef Jamie Dimon „Wo eine Kakerlake ist, sind wahrscheinlich auch mehrere“, welches er im Zusammenhang mit der First Brands Pleite im Oktober über den Private-Credit-Markt tätigte.

Bei den sog. Private Markets handelt es sich um die Zusammenfassung der drei Anlageformen Private Equity (Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen), Private Credit (bilaterale Kredite an ein Unternehmen) und Infrastrukturinvestments. Mit Demokratisierung ist gemeint, dass in Zukunft nicht nur institutionelle Investoren, also Versicherungen, Pensionskassen, große Stiftungen etc., sondern auch Privatanleger die Möglichkeit haben sollen, in diese

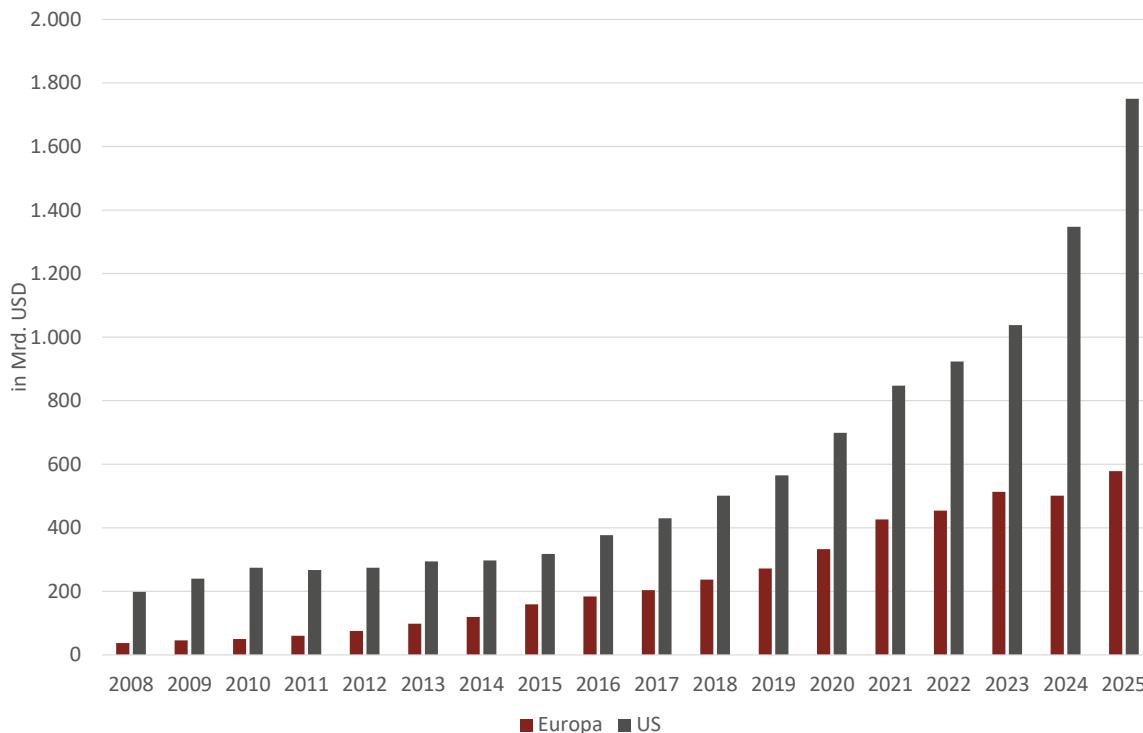
Bereiche zu investieren. Im Folgenden fokussieren wir uns auf den Bereich Private Credit, der artverwandt mit den Anlageformen High Yield und CLOs ist, die wir in den Kundenportfolios einsetzen. Gleichzeitig gibt es aber dennoch wichtige Unterscheidungsmerkmale der einzelnen Segmente im Bereich Credit, wie in der tabellarischen Übersicht dargestellt.

Assetklasse	Private Credit	Asset-Based Lending (ABL)	Leveraged Loans	High-Yield-Anleihen	CLOs
Beschreibung	Direkt verhandelte Unternehmenskredite, bis zur Endfälligkeit gehalten. In der Regel bilateral, d.h. es existiert nur ein oder sehr wenige Kreditgeber	Kredite, die primär durch Forderungen, Vorräte oder Sachanlagen besichert sind	Kredite, die primär durch Forderungen, Vorräte oder Sachanlagen besichert sind	Öffentlich platzierte Anleihen von Unternehmen mit Non-Investment Grade Rating (i.d.R. Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad)	Strukturierte Investmentvehikel mit diversifiziertem Portfolio aus Leveraged Loans, welches in diverse Tranchen aufgeteilt wird (mit allen Credit Ratings von AAA bis B). Somit völlig unterschiedliche Chancen-Risiko Profile
Unternehmensgröße des Kreditnehmers	Kleine bis mittelgroße Unternehmen (Typischer Umsatz = EUR 100 - 500 Mio)	Breites Spektrum: sehr kleine bis große Milliardenunternehmen	Breites Spektrum: sehr kleine bis große Milliardenunternehmen	Mittelgroße bis große Unternehmen (Typischer Umsatz > EUR 500 Mio)	Zugrundeliegende Kreditnehmer von Leveraged Loans: Mittelgroße bis große Unternehmen (Typischer Umsatz > EUR 500 Mio)
Origination	Direkt, bilateral oder Club-Deals	Direkt, bilateral oder Club-Deals	Von Banken strukturiert und syndiziert	Öffentliche Kapitalmärkte	Auflage durch spezialisierten CLO-Manager und Vertrieb durch eine Investmentbank
Zinsart (fest vs. variabel)	Variabel	Variabel	Variabel	Überwiegend fest	Variabel
Seniorität in der Kapitalstruktur	Fast immer Senior Secured	Super-Senior	Fast immer Senior Secured	Sowohl Senior Secured oder „First Lien“ (gleichauf mit den Bankkrediten) als auch Senior Unsecured (steht hinter den besicherten Bankkrediten)	Zugrundeliegende Leveraged Loans sind Senior Secured (zumindest 90% oder mehr). CLO Tranchenstruktur verändert de facto die Seniorität für den Anleger: AAA CLO-Tranche ist de facto super-senior während die Equity Tranche junior ist
Investorenbasis	Private Credit Fonds. Begrenzt: Versicherer, Pensionsfonds, Family Offices	Banken, Specialty Finance Fonds	CLOs, Loan Funds, Versicherer, Banken	HY Publikumsfonds, Hedge Fonds, ETFs. Begrenzt: Versicherer, Pensionsfonds	Spezialisierte Credit Fonds, Hedge Fonds, Asset Manager, Versicherer, Pensionsfonds
Dokumentation Offenlegung von Information	Asymmetrie der Informationslage zwischen Kreditgeber und Fund Investor	Asymmetrie der Informationslage zwischen Kreditgeber und Fund Investor	Für Investoren besteht die Möglichkeit, detaillierte Informationen zu erhalten	Bei Emission Anleiheprospekt, danach Quartalsberichterstattung durch das Unternehmen sowie ggf. „Ad-hoc News“. Außerdem Research Coverage durch Banken und Spezialanbieter	Monatliche „Trustee Reports“ mit allen wichtigen Kennzahlen. Keine Durchschau auf die Finanzkennzahlen bei den einzelnen Leveraged Loans
Handel / Liquidität	Kein fortlaufender Handel, illiquide	Illiquide	Permanenter OTC-Handel, mittlere Liquidität	Permanenter OTC-Handel und Börsennotiz, in normalen Marktphasen recht gute Liquidität	Permanenter OTC-Handel, mittlere Liquidität
Preistransparenz / Bewertung	Bewertung fast immer bei 100%	Bewertung fast immer bei 100%	Trading Runs & Offer Sheets von Investmentbanken	Tägliche Preise via Bloomberg, i.d.R. marktgerechte Bewertung möglich	Trading Runs & Offer Sheets von Investmentbanken
Ausfallraten	Begrenzte Erfahrungswerte	Sehr niedrig	Niedrig, historisch ca. 2% im Schnitt pro Jahr	Niedrig, historisch ca. 2% im Schnitt pro Jahr	Äußerst niedrig. So gut wie keine Defaults. Für Investment Grade Tranchen historisch Null. Für Junior Mezzanine Tranchen (BB / B Ratings) vor der Finanzkrise („CLO 1.0“) geringe Ausfälle und bei „CLO 2.0“ keine Ausfälle in Europa
Renditepotential (in EUR)	Hohe einstellige Renditen	Niedrige bis mittlere einstellige Renditen	Mittlere einstellige Renditen	Mittlere bis hohe einstellige Renditen	Breites Spektrum: IG-Tranchen - niedrige bis mittlere einstellige Renditen Mezzanine Tranchen (BB/B) - hohe einstellige bis niedrig zweistellige Renditen Equity Tranche - zweistellige Renditen

Kommen wir zunächst zu den Kakerlaken. Der redegewandte J.P. Morgan Chef hat seine Aussage vermutlich nicht versehentlich getätigt. Er warnte nach den Pleitefällen Tricolor (US-Subprime Auto Lender) und der amerikanischen Autoteile-

Firma First Brands davor, dass im zuletzt stark gewachsenen Private Credit Markt noch weitere Problemfälle auftauchen könnten.

Private Credit immer gefragter: Assets under Management in Europa und den USA

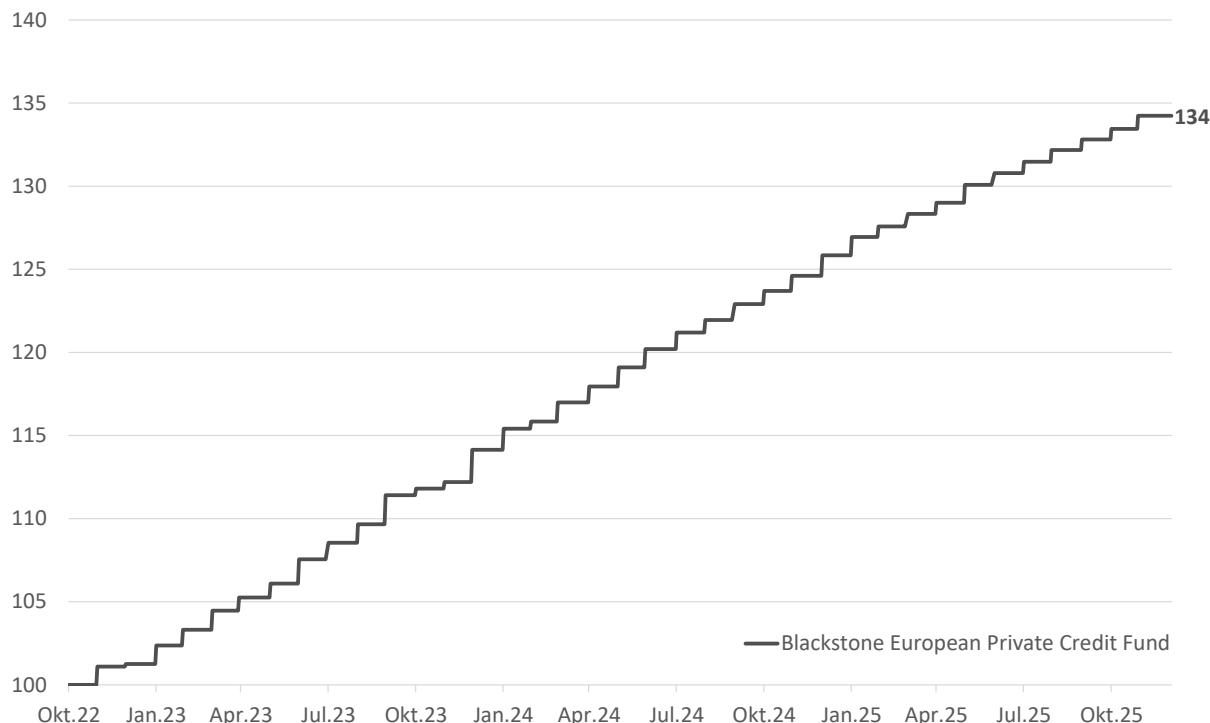


Quelle: Prequin, Fed, EZB, BIS, FAM Berechnung, Stand 31.12.2025

Da es sich sowohl bei First Brands als auch bei Tricolor um Betrugsfälle handelt, ist eine Einschätzung unseres Erachtens schwierig zu treffen. Was sich allerdings abzeichnet, ist eine gewisse Entmystifizierung von Private Credit. Einige US-Anbieter haben mit Aussagen wie „bei uns ist in zwanzig Jahren noch nie ein Default aufgetreten“ doch recht vollmundig agiert. Diese Aussage könnte bei genauer Betrachtung insbesondere auf die Definition eines Anleihe-Ausfalls zurückzuführen sein. So ist das Vorliegen eines Ausfalls im High-Yield-Markt wesentlich strenger definiert als bei Private Credit, wo z.B. die Verlängerung eines eigentlich fälligen Kredits nicht als Default gewertet wird. Etwas überspitzt gesagt: Wenn ein Schuldner nie zurückzahlen muss, geht er auch nie pleite. Gleichzeitig darf festgehalten werden, dass Private Credit zu den stärksten Performern innerhalb des Fixed Income Universums gehört und das Selbstbewusstsein dieser Branche insofern auch ein solides Fundament hat.

Die Assetklasse Private Credit dürfte in der Vergangenheit ca. zwei Prozentpunkte mehr an Jahresperformance gebracht haben als High-Yield-Bonds. Ein Marktbarometer oder Index, wie etwa bei High Yield, existiert naturgemäß zwar nicht, gemäß unserer Marktrecherche erscheint dieser Rendite-Vorsprung aber realistisch. Aufgrund der folgenden Aspekte ist die Mehrrendite gegenüber High Yield nachvollziehbar: (1) Eine gewisse „Illiquiditäts- bzw. Intransparenz-Prämie“; (2) eine „Small-Cap-Prämie“, da es sich oftmals um Darlehen an kleinere Unternehmen handelt und (3) der Leverage, der auch ein Teil der „Magic“ ist. Typischerweise hat ein Private Credit Fonds pro 100 Euro Eigenkapital nochmals 50 bis 150 Euro Fremdkapital. Beim „Blackstone European Private Credit Fund“, der im Herbst 2022 aufgelegt wurde, sind es aktuell 80 Euro Fremdkapital pro 100 Euro Eigenkapital. Da die Bewertung der einzelnen Private Credits quasi immer bei 100% liegt, ergibt sich seit Fondsauflage dieser doch recht schönen aussehende Chart:

Blackstone European Private Credit: 2-stellige Performance, keine Drawdowns?!



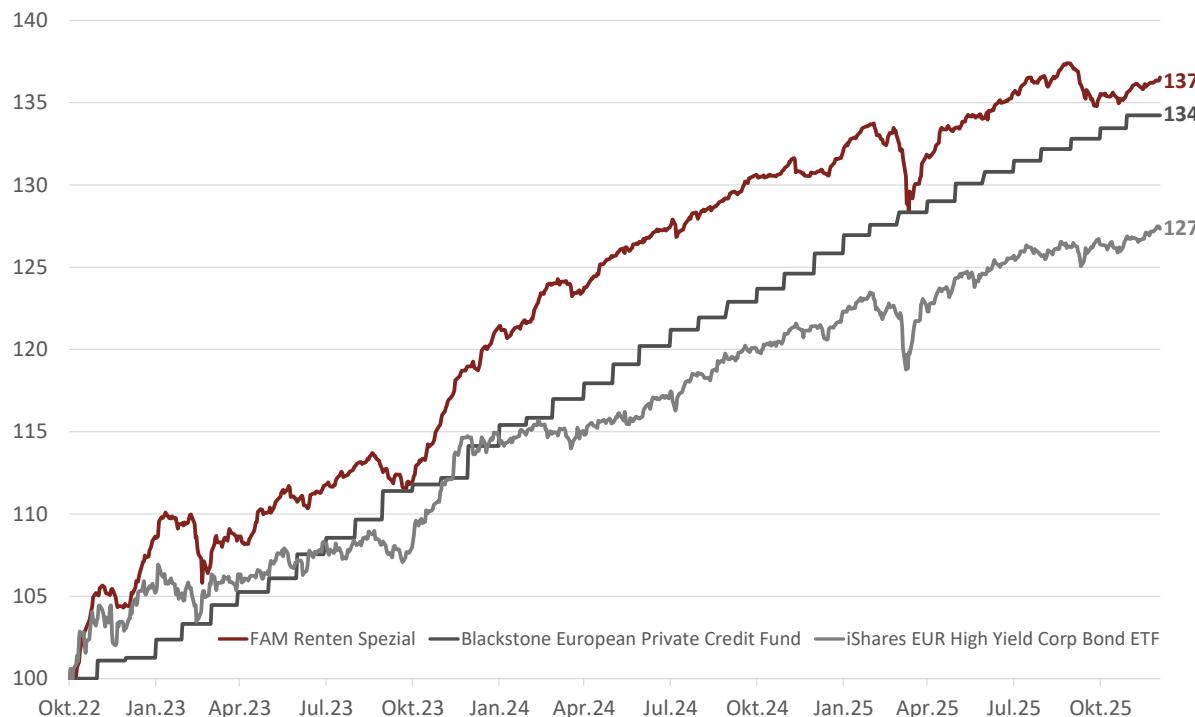
Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2025. Auflagedatum des Blackstone European Private Credit Fund am 01.10.2022

Was trotz aller historischen Erfolge allerdings etwas stutzig macht, ist die Tatsache, dass die Finanzbranche schon fast händeringend nach einer ganz neuen Käuferschicht für Private Equity sucht. Während Branchen-Leader vor den Gefahren einer „Private Credit Bubble“ warnen, hoffen selbst Discount- und Neo-Broker auf das große Private-Equity-Geschäft mit Kleinanlegern. Da scheint eine gesunde Zurückhaltung durchaus angebracht zu sein. Zwar muss sich nicht jede neue Bestrebung, die aus der Finanzbranche kommt, später automatisch als Flop erweisen. Wie immer gilt aber, dass in der Vergangenheit erreichte Leistungen nicht ohne Weiteres in die Zukunft fortgeschrieben werden können. Die geplante Erweiterung der Investorenbasis könnte zu mehr Anlagevolumen führen, das dann eine bestehende Grundgesamtheit an Targets jagen würde. Oder es könnte zu einer

Verlagerung der Investorengelder kommen, d.h. weniger institutionelles Kapital und mehr privates Geld. Hier würde sich die Frage stellen, ob beide Investorengruppen die gleiche Qualität erhalten. Last but not least spielen auch die Gebühren eine wichtige Rolle. Diese werden vermutlich bei den Offerten für die Privatanleger (auch langfristig) um einiges höher ausfallen.

Einen „First Mover Advantage“ wird es daher keinesfalls geben. Allein aufgrund der vorhandenen Alternativen drängt sich Private Credit unseres Erachtens nicht sonderlich auf. Unter Berücksichtigung der Liquidierbarkeit, der Transparenz und des fehlenden Hebels ist das Chance-Risiko-Verhältnis bei aktiven High-Yield-Fonds derzeit für den typischen Privatanleger interessanter.

Aktives High Yield Management entmystifiziert Private Credit



Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2025. Auflagedatum des Blackstone European Private Credit Fund am 01.10.2022

Bei Betrachtung der letzten drei Jahre schneidet Private Credit – hier repräsentiert durch den Blackstone European Private Credit Fund – zwar sehr gut ab, der aktiv gemanagte FAM Renten Spezial liegt jedoch gleichauf. Die etwas kleineren Schwankungen beim Erstgenannten resultieren daraus, dass Private Credit Funds die einzelnen Darlehen immer bei 100% bewerten und es typischerweise nur monatliche Fonds-kurse gibt. Dadurch wird eine gewisse „Schein-Stabilität“ suggeriert. Einen Schritt weitergedacht, müsste ein Investor fast schon einkalkulieren, dass im Blackstone European Private Credit Fund möglicherweise die eine oder andere (zukünftige) „Kakerlake“ enthalten sein könnte, die aktuell aber noch mit 100% bewertet wird. Demgegenüber sind die schwierigen Fälle im FAM Renten Spezial aufgrund des fortlaufenden Handels am High-Yield-Markt bereits mit ihren Bewertungsabschlägen täglich eingepreist.

Für Anleger ist jedenfalls eine saubere Differenzierung zwischen den unterschiedlichen Segmenten im Credit-Markt wichtig. Aktuell ist das Thema für viele noch recht neu. So konnte die FAM auf diverse Anfragen unserer Fondsinvestoren

antworten, dass wir bei Tricolor und First Brands kein Exposure haben. Es war uns allerdings technisch schlachtweg auch nicht möglich, weil es von diesen Unternehmen keine handelbaren Anleihen gab. Auch im Bereich der Senior Secured Loans (oder Leveraged Loans) sind wir mit unseren hauseigenen Fonds nicht aktiv – und zwar schon aufgrund unseres Setups, welches eine Abbildung von nicht börsen gehandelten Krediten verhindert.

Fazit: Die Assetklasse Credit bleibt ein attraktiver Baustein für jedes Multi-Asset-Depot. Hier werden gute Renditeausichten mit kalkulierbaren Risiken kombiniert. Welche der einzelnen Segmente dabei für den jeweiligen Investor allerdings am sinnvollsten sind, steht auf einem anderen Blatt und kann je nach Ausgangslage (Risikobereitschaft, Anlagehorizont, Liquidierbarkeitserfordernis, Ausschüttungsbedarf, etc.) sehr unterschiedlich sein. Aus Sicht der meisten FAM-Kunden sind derzeit die Bereiche High Yield (mit aktivem Management!) und Collateralised Loan Obligations (CLOs) am spannendsten.

3 Fragen an Hans Jörg Niederreuther



Mit Abschluss seiner Ausbildung als Bankkaufmann bei der Sparkasse Leverkusen und seinem Betriebswirtschaftsstudium in Köln begann Hans Jörg Niederreuther seine Karriere bei der AachenMünchener Gruppe (heute Generali) im Finanzanlagen Management. Dort spezialisierte er sich auf Derivative Strategien und Strukturierte Produkte. Nach weiteren Stationen als Partner bei Investment Boutiquen (Io Capital Partners und Rheinberg Associates) arbeitete er bei Bantleon, einem Spezialisten für konjunktur- und regelbasiertem Asset Management. Seit September 2024 ist er Co-Portfoliomanager des FBAM CLO Opportunities Fonds der FBAM Swiss AG.

Jamie Dimon hat vor den „Kakerlaken“ im Private-Credit-Markt gewarnt. Ist Private Credit eigentlich dasselbe wie CLOs – oder etwas völlig anderes?

Private Credit und CLOs (Collateralised Loan Obligations) werden häufig miteinander vermischt, sind aber strukturell klar zu unterscheiden.

Private Credit ist bilaterales, illiquides Kreditgeschäft, oft mit begrenzter Transparenz und ohne laufende Marktpreisbildung. CLOs hingegen investieren in syndizierte, fortlaufend gehandelte Senior Secured Loans und bündeln diese in einer hochstandardisierten, regulierten Struktur mit klar definierter Cashflow-Struktur.

Gemeinsam ist beiden in manchen Fällen der zugrunde liegende Kreditnehmer, so wie z.B. bei First Brands, wo es sowohl Senior Secured Loans als auch Private Credit gab. Der Risiko-, Liquiditäts- und Governance-Rahmen ist jedoch fundamental verschieden. Während Private Credit stark vom Underwriting einzelner Manager abhängt, sind CLOs von vornherein so konstruiert, dass sie auch Stressphasen und Konjunkturzyklen aushalten müssen.

Sehen Sie vor diesem Hintergrund Abstrahleffekte vom Private-Credit-Markt auf CLOs?

Psychologische Effekte ja, strukturelle Ansteckung eher nicht.

CLOs werden täglich bewertet, sind breit diversifiziert und unterliegen strengen Tests auf Cashflow- und Kapitalebene. Private-Credit-Portfolios dagegen sind oft nur quartalsweise bewertet und reagieren zeitverzögert auf Stress. Zudem wird Private Credit oftmals nur von kleineren Ratingagenturen bewertet, während die Senior Secured Loans immer mindestens eine Bonitätseinstufung von S&P, Moodys oder Fitch aufweisen.

Im Oktober kam es aufgrund der First Brands Pleite zu kleineren Abstrahleffekten bei den CLOs, d.h. zu einer

gewissen Volatilität bei den untersten Tranchen, insbesondere beim Equity. In Bezug auf die allermeisten CLO-Portfolios kann ich allerdings Entwarnung geben, hier sieht es zumindest für alle Tranchen mit Rating weiterhin gesund aus und dementsprechend haben sich die Preise inzwischen wieder erholt.

Übertragen wir Jamie Dimons Bild einmal auf CLOs: Wie viele „Kakerlaken“ braucht es, um einen CLO zu killen?

CLOs sind so aufgebaut, dass sie mit Ausfällen rechnen. Unsere Cashflow-Analysen zeigen, dass der durchschnittliche CLO in unserem Portfolio jährliche Ausfallraten ca. 8% über mehrere Jahre hinweg verkraften kann, ohne dass es auf Mezzanine-Ebene zu Kapitalverlusten kommt. Dies liegt deutlich über dem, was der europäische Leveraged-Loan-Markt historisch selbst in ausgeprägten Stressphasen erreicht hat.

Auch die Erfahrung ausgewählter, etablierter CLO-Manager bestätigt dieses Bild. Defaults traten auf, blieben jedoch in einem Rahmen, den die Strukturen absorbieren konnten. Nachhaltige Verluste waren nicht das Ergebnis einzelner Problemfälle, sondern wären erst bei langanhaltend hohen Ausfallraten über viele Jahre hinweg zu erwarten.

Hinzu kommt die Diversifikation auf Portfolioebene. In unserem Fonds überschneiden sich die Loans der einzelnen CLOs im Durchschnitt nur zu rund 50 %. Risiken verteilen sich damit über unterschiedliche Manager, Portfolios und Jahrgänge.

Kurz gesagt:
Es braucht nicht eine Kakerlake – und auch nicht zehn. Es bräuchte über viele Jahre hinweg eine ganze Plage.

Genau deshalb ist es sinnvoll, nicht in einzelne CLOs zu investieren, sondern in ein breit diversifiziertes CLO-Portfolio, z.B. der FBAM CLO Opportunities Fund.

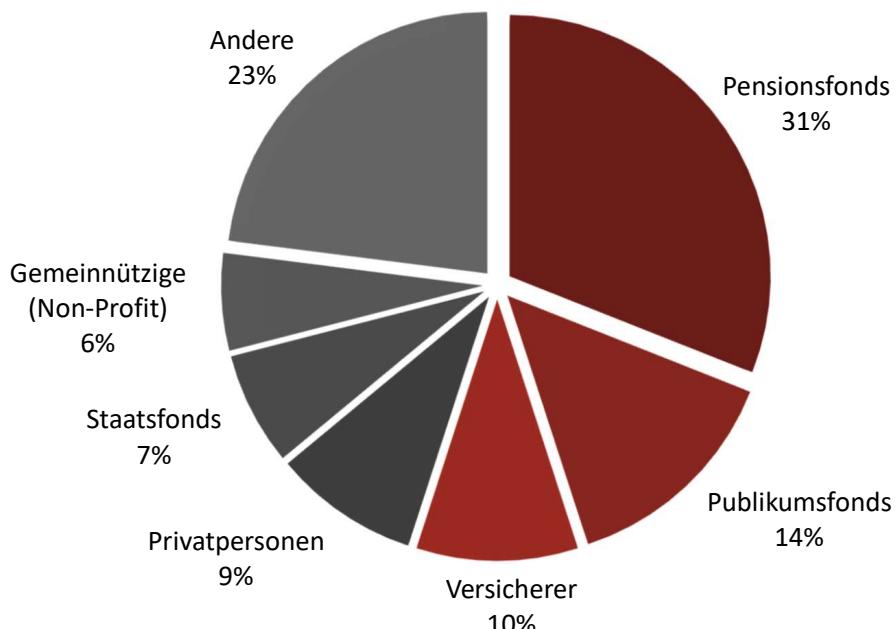
PRIVATE CREDIT BUBBLE – FINANZKRISE RELOADED?

Rund eineinhalb Jahrzehnte liegt die globale Finanzkrise inzwischen zurück. Auslöser war damals das Platzen der spekulativ aufgeblähten Blase am US-amerikanischen Immobilienmarkt (insbesondere Subprime-Markt) mit der Pleite der US-Großbank Lehman Brothers am 15.11.2008. In letzter Zeit kamen nun vermehrt Sorgen auf, dass es zu einer neuen Finanzkrise à la 2008 kommen könnte, dieses Mal ausgelöst durch das Platzen einer Private Credit Bubble.

Private Credit ist ein Segment des Kreditmarktes, bei dem nicht Banken, sondern vor allem spezialisierte Fonds (Private Credit Funds oder Debt Funds) sowie in geringerem Umfang andere institutionelle Investoren (Versicherungen, Pensionskassen, Family Offices, usw.) direkt Kredite an Unternehmen vergeben. Im Gegensatz zu Unternehmensanleihen werden diese Kredite nicht an der Börse emittiert oder dort gehandelt. Diese individuell verhandelten Unternehmensdarlehen sind daher illiquide und sie bieten dafür einen Renditeaufschlag

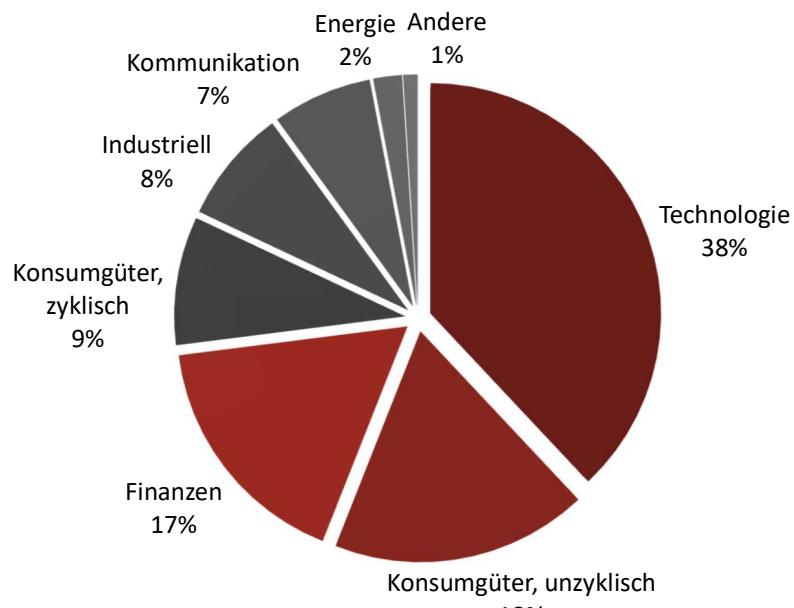
gegenüber Unternehmensanleihen oder Bankdarlehen ähnlicher Bonität. Der Private-Credit-Sektor ist im Wesentlichen nach der Finanzkrise 2008/09 entstanden und er füllt die Lücke, die traditionelle Banken aufgrund strengerer Vorschriften (Stichwort „Basel III“) hinterlassen haben, also vornehmlich die Kreditvergabe an kleine mittelständische, junge oder hoch verschuldete Unternehmen. Private Credit Funds sind häufig stark im Technologiesektor investiert.

Breite Investorenbasis bei Private Credit Fonds



Quelle: BIS Quarterly Review, Stand: 03.2025

Private Credit Fonds – Deal Volumen 2023-2025



Quelle: IIF – Institute of International Finance (Investments in 2023-2025), Stand: 12.2025

Anfang Oktober gab es mit First Brands einen großen Insolvenzfall im US-amerikanischen Private-Credit-Bereich. Der Automobilzulieferer für den Auto-Aftermarket hatte 6 Mrd. USD „on balance sheet“-Schulden – ca. die Hälfte davon gehalten von Private Credit Funds. Die starke mediale Aufmerksamkeit hat das Interesse der Öffentlichkeit für den Private-Credit-Sektor geweckt. Und in der Tat zeigt der US-Private-Credit-Markt einige Anzeichen von Schwäche. Dies lässt sich am VanEck BDC Income ETF, einem ETF-Fonds der in BDCs (Business Development Companies) investiert,

ablesen. BDCs sind börsennotierte Investmentvehikel, die kleinen und mittelständischen Unternehmen hauptsächlich Kredit (80-95% der Assets under Management) und in geringerem Maße Eigenkapital (5-20% der AuM) zur Verfügung stellen. Mit anderen Worten, BDCs sind gelistete Private Credit Fonds mit eingebautem Steuervorteil, so lange 90% der Gewinne als Dividende ausgeschüttet werden. Damit handelt es sich um ein Äquivalent im Private-Credit-Bereich zu den deutlich bekannteren REITS im Immobiliensektor.

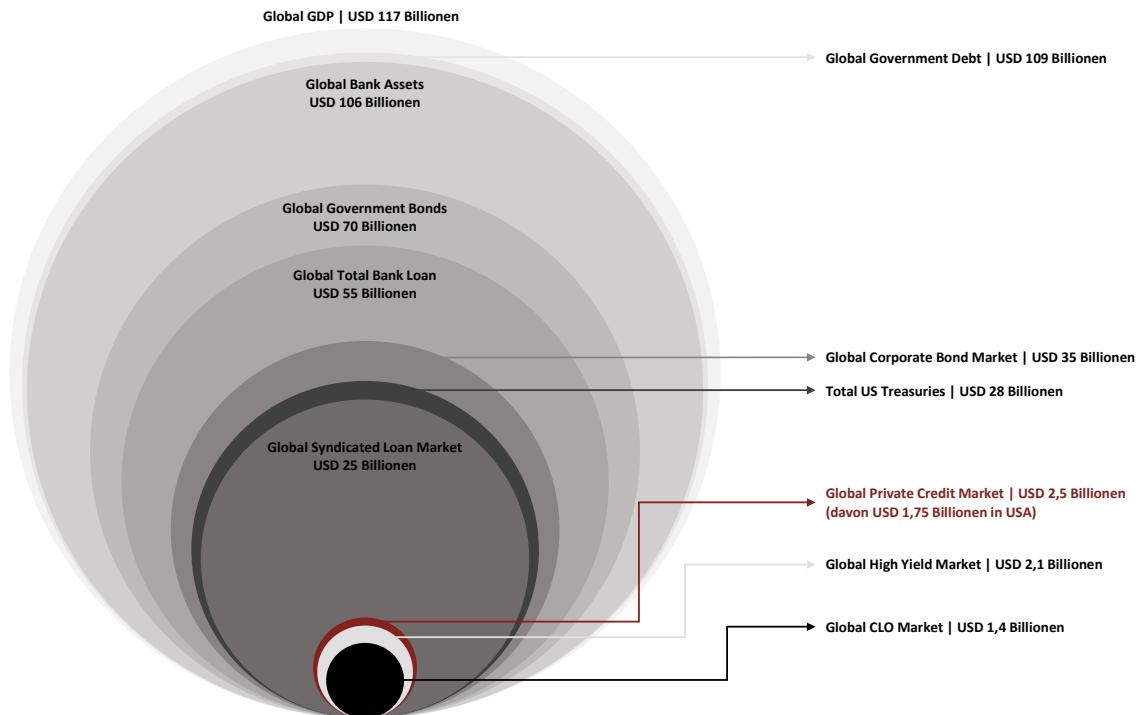
US-Aktienmarkt und US Private Credit: Erst parallel, dann trennen sich die Wege



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2025

Dabei lässt die Pleite von First Brands bei einigen Anlegern die Befürchtung aufkommen, dass eine Implosion des US-Private-Credit-Bereichs bevorstehen könnte. Ist First Brands der „Kanarienvogel in der Kohlemine“? Könnte eine Implosion im US-Private-Credit-Bereich die nächste globale Finanzkrise auslösen? Sicherlich interessante Fragen. Relevant für Anleger, die nicht bzw. nur sehr marginal in Private Credit investiert sind (wie z.B. die FAM), ist de facto aber nur letztere.

Trotz des Wachstums der letzten Jahre: Noch ist Private Credit eine Nische



Quelle: Bloomberg, BIS, EZB, Fed, IIF – Institute of International Finance, FAM-Berechnungen, Stand: 2024-2025

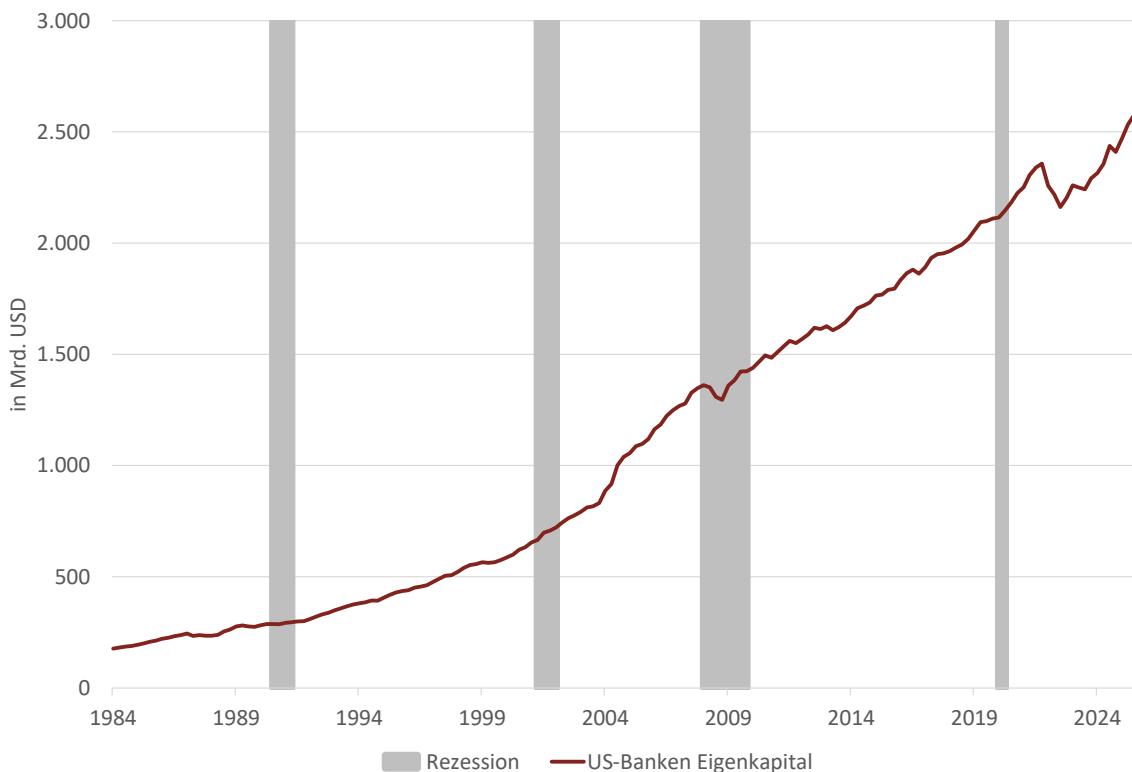
Um eine Finanzkrise auszulösen, müsste der Private-Credit-Markt implodieren und infolgedessen die Bankbilanzen kontaminiert werden („contagion effect“), was einen „Credit Crunch“ auslösen und die Wirtschaft in eine Rezession stürzen könnte.

Wie aber könnte eine Implosion des Private-Credit-Bereichs die Bankbilanzen kontaminiieren? Private Credit Funds sind laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im Schnitt mit ca. 1:1 gehobelt (für je 100 USD an Eigenkapital gibt es 100 USD an Fremdkapital). Die AuM des US-Private-Credit-Markts betragen wie erwähnt 1,75 Billionen USD. Das bedeutet, dass ca. 875 Mrd. USD der den Private Credit Funds zur Verfügung stehenden Finanzmittel Fremdkapital sind.

Nehmen wir an, dass 2/3 dieses Fremdkapitals von Banken bereitgestellt wird. Dann würde das gesamte direkte Exposure

Hier die Antwort: Der US Private Credit Market ist mit einer Größe von ca. 1,75 Billionen USD relativ klein im Kontext der globalen Kredit- und Finanzmärkte. Dasselbe gilt für den globalen Private-Credit-Markt der insgesamt ca. 2,5 Billionen USD groß ist.

Eigenkapital der US-Banken auf Rekordniveau



Quelle: Fred / FDIC, Stand: 01.07.2025

Nun der zweite Blick: „In the big picture“ mag der Private-Credit-Markt klein sein. Was aber ist mit möglichen indirekten Verbindungen zu anderen bzw. größeren Bereichen des Kreditmarktes? Im Falle einer Implosion des Private-Credit-Sektors werden einige Banken stärker davon betroffen sein als andere. Eine kleinere Bank könnte eventuell Pleite gehen. Dies könnte eine Panikwelle bei Kunden anderer kleinerer Banken, die eventuell auch als „exposed“ zum Private-Credit-Sektor wahrgenommen werden, auslösen – und zwar unabhängig davon, ob diese Wahrnehmung fundamental gerechtfertigt ist oder nicht. „Bank Runs“ könnten stattfinden und durch die hohe „connectivity“ im Bankensektor (Banken leihen sich im Interbankmarkt gegenseitig Geld) könnten auch systemisch relevante Großbanken angesteckt werden. Eine von den USA ausgehende globale Banken- und Finanzkrise wäre dann theoretisch möglich.

Ist ein derartiges Szenario aber auch in der Praxis denkbar? Hat eine derartige Krise eine mehr als marginale Eintrittswahrscheinlichkeit? Werden die Fed und eventuell andere Zentralbanken in einem solchen Szenario nicht aggressiv intervenieren, um einen „circuit breaker“ (Notschalter) zu installieren und die ungehemmte Ausbreitung zu stoppen?

Oder anders gefragt, werden die Fed und Zentralbanken im Falle einer entsprechenden Krise nicht mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit viel schneller einschreiten als 2008/09? Schließlich hat die aktuelle Generation von Zentralbankern die damalige Krise live miterlebt und sie gibt sich fast schon „paranoid“ in Bezug auf mögliche Auslöser einer neuen Finanzkrise. Würde sie nicht alles tun, um etwas Ähnliches wie damals zu vermeiden?

All diese Fragen wurden bereits im Jahr 2023 im Zusammenhang mit der Silicon Valley Bankenkrise positiv beantwortet. Im Zusammenhang mit der Insolvenz der Silicon Valley Bank (SVB) kam es unter Anlegern zu hoher Unsicherheit, es gingen bedeutende Vermögenswerte verloren und mit der SVB, Signature Bank und Silvergate Bank mussten drei zum Teil durchaus große Finanzhäuser Insolvenz anmelden. Ein Überspringen der Krise auf weitere Kreditinstitute und die Börsen konnte durch das Einschreiten der Fed in Koordination mit der US-Regierung, die alle Einlagen auch über die üblichen Einlagensicherungsfonds hinaus garantierte, und der FDIC jedoch verhindert werden. Die ergriffenen Maßnahmen waren als „circuit-breaker“ effektiv und sie haben den US-Bankensektor recht schnell wieder stabilisiert.

SILICON VALLEY BANKENKRISE – KURZABLAUF

- Im März 2023 kollabierte die Silicon Valley Bank (SVB) in den USA. Sie war stark auf Start-ups, Tech-Firmen und Venture-Capital-Investoren spezialisiert.
- Auslöser war unter anderem die schnelle Zinsanhebung der US-Notenbank sowie der Zinsanstieg am langen Ende, durch welchen die von der SVB gehaltenen langlaufenden US-Staatsanleihen stark an Wert verloren haben.
- Viele Einlagen der Bank stammten von Tech-Start-ups mit hohen, oft nicht versicherten Guthaben. Um Abhebungen zu bedienen, musste die Bank Teile dieser US-Staatsanleihen mit Verlust verkaufen und Verluste realisieren, dadurch schrumpfte das Eigenkapital auf null. Dies löste Panik aus und Kunden zogen innerhalb von Stunden Milliarden USD ab (Bank Run).
- Die SVB wurde von den Behörden geschlossen – und es kam zu einer der größten Bankenpleite in der US-Geschichte.
- Auch andere Institute (Signature Bank und Silvergate Bank) gerieten unter Druck und gingen in die Insolvenz.
- Um eine weitere Ansteckung zu verhindern, garantierte die US-Regierung alle Einlagen, auch die über die üblichen Einlagensicherungssysteme hinausgehenden.
- Außerdem wurde eine Fed Liquiditätslinie namens „Bank Term Funding Program“ (BTFP) ins Leben gerufen. BTFP bedeutete, dass die Banken sich bei der Fed für ein Jahr unbegrenzt Kapital beschaffen konnten, in dem sie dort US-Staatsanleihen hinterlegten. Diese wurden zu 100% des Nominalwerts als Kollateral angenommen, auch wenn der Kurs weit darunter notierte.

Die größten Bankenpleiten in den USA

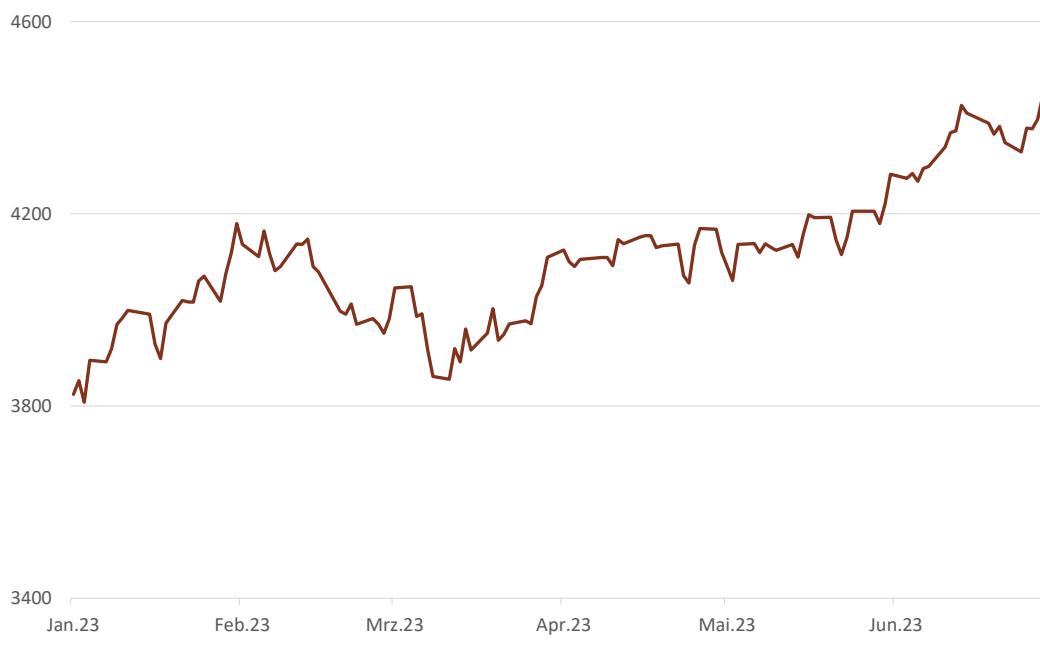
Rang	Bank	Datum der Insolvenz	Bilanzsumme
1	Lehman Brothers	15.09.2008	USD 639 Mrd.
2	Washington Mutual Bank	25.09.2008	USD 307 Mrd.
3	First Republic Bank	01.05.2023	USD 212 Mrd.
4	Silicon Valley Bank	10.03.2023	USD 209 Mrd.
5	Signature Bank	12.03.2023	USD 110 Mrd.
6	IndyMac Bank	11.07.2008	USD 31 Mrd.
7	Colonial Bank	14.08.2009	USD 25 Mrd.
8	First Republic Bank-Dallas	29.07.1988	USD 17 Mrd.
9	Guaranty Bank	21.08.2009	USD 13 Mrd.
10	Bank of New England	06.01.1991	USD 13 Mrd.

Quelle: FDIC, SIPC Bankruptcy Filings

Infofern ergibt sich durch einen möglichen Zusammenbruch des Private-Credit-Marktes auch auf den zweiten Blick keine Gefahr für das Bankensystem. Er ist zu klein, um eigenständig eine Finanzkrise auszulösen. Potenzielles „contagion“ (Kontaminierung weiterer Bankbilanzen) kann die Fed (in Kooperation mit der US-Regierung und der FDIC) stoppen. Ein großes Risiko bestünde nur, wenn Private Credit ein „canary

in the coal mine“, also ein Vorbote generell massiver Probleme in der Wirtschaft wäre – quasi als Indikator für eine heftige Pleitewelle. Dann wären eine Rezession und eine starke Korrektur an der Börse so gut wie unvermeidbar – auch wenn die Fed (in Kooperation mit anderen Zentralbanken) eine Finanzkrise „à la 2008/09“ mit ihren Interventionen einräumen würde.

Keine langfristige Auswirkung: SVB Pleite strahlte im Frühjahr 2023 nur kurz auf den US-Aktienmarkt ab



Quelle: Bloomberg, Stand: 1. Hj. 2023

3 Fragen an Rui Soares



Jamie Dimon wieder mal: er hat vor den „Kakerlaken“ im Private-Credit-Markt gewarnt. Wie viele „Kakerlaken“ sind im Private Credit Bereich bereits eingepreist? Und wie vergleicht sich das mit dem High-Yield-Markt?

Wenn man den größten ETF im Bereich Private Credit als Referenz nimmt, den VanEck BDC (Business Development Companies), ist eine Default Rate von 10%-12% im breiten US-Private-Credit-Markt über die nächsten 3 bis 5 Jahre bereits eingepreist. Sollte sich dies materialisieren, würde man auf eine Rendite in Euro (nach Währungsabsicherungskosten) von 5,5% kommen. Sollte sich dies nicht materialisieren, ist ein 10%-ige Rendite per annum über die nächsten 3 Jahre möglich. Im Falle einer tatsächlichen Default Rate, die um 10 Prozentpunkte über dem was momentan eingepreist liegt, d.h. 20%, wären mehr als 20% Verluste für die Anleger die Folge. No risk no fun?

Wenn man das Know-How hat, wie wir bei der FAM, um im europäischen HY-Markt selektiv vorzugehen, kann man ein Euro-High-Yield-Portfolio zusammenstellen mit einer Endfälligkeitserendite von ca. 8% p.a. Auch wenn dann eine Default Rate über die nächsten 3 bis 5 Jahren von 10% stattfinden würden (mit Recovery Rate von 40%), wären wir bei einer Rendite von 5,7% bis 6% per annum. Brauchen wir wirklich Private Credit „Fun“?

Was würde das Platzen der Private-Credit-Markt Blase für andere Assetklassen bedeuten?

Angenommen es gibt eine Private-Credit-Blase und diese platzt: Wenn es ein rein auf den Private-Credit-Markt

begrenztes Event bleiben würde, dann hätte ein Platzen der Blase keine großartigen Auswirkungen auf andere Assetklassen - wie wir in der Analyse in diesem Q-Bericht erläutern. Sollte die Schwäche in Private Credit allerdings „the canary in the coal mine“ und Vorbote von allgemeiner wirtschaftlichen Schwäche in den USA sein, dann hätten wir ein Problem. Das Problem wäre eine US-Rezession, die auch Europa anstecken würde. In so einem Fall würden alle Risiko-Assetklassen unter Druck geraten, angefangen mit Aktien. Ein Crash von 30%-40% im amerikanischen und europäischen Aktienmarkt wäre dann absolut vorstellbar, um nicht zu sagen unvermeidbar.

Angesichts der Risiken: Wie sollte man sich im aktuellen Umfeld positionieren?

Es gibt keine beweisbaren Gewissheiten im Universum. Das Risiko von Tail-Risk Events ist aber immer vorhanden. Bedeutet: man sollte Strategien ins Portfolio aufnehmen, die (a) im Falle eines Crashes kein Geld verlieren, und mit denen man sogar in so einem Szenario Gewinne machen kann, und (b) falls doch kein Crash stattfindet, und wir weiterhin ein „blue sky Szenario“ durchleben, in der Lage sind eine Rendite von 5% bis 7% per annum zu generieren.

Ganz konkret: Jeder, der eine gewisse Angst hat, sollte sich den FAM Convex Opportunities Fonds – die „Crash-Ab- sicherung mit Rendite“ - ins Portfolio legen. Da der Fonds inzwischen seit zweieinhalb Jahren existiert und knapp davor ist die Euro 50-Millionen-Marke an verwalteten Vermögen zu knacken, ist dies allerdings kein Geheimtipp mehr. Tja, was soll ich sagen? Es gibt nicht neues unter der Sonne. Sorry dafür!



„EIN NAHEZU PERFEKTES UMFELD FÜR GOLDMINEN – UND DAS AUF JAHRE“

Gold, Silber und andere Edelmetalle haben in den vergangenen zwölf Monaten geglanzt wie keine andere wichtige Assetklasse. Über die Gründe hierfür, die direkten Anlagechancen und -risiken sowie insbesondere die Aussichten für Goldminen-Aktien hat die FAM mit Mark Burridge, Goldminen-Fondsmanager des Bakersteel Precious Metals Fund, der sich auch in vielen unserer Kundendepots befindet, gesprochen.



Mark Burridge ist für die Titelauswahl und -gewichtung des im Jahr 2008 lancierten Baker Steel Precious Metals Fund verantwortlich. Seither hat sich der Anteilswert in etwa vervierzehnfach (14x).

Herr Burridge, Gold gilt als eines der ältesten Wertaufbewahrungsmittel. Was fasziniert die Menschheit an dem glänzenden Metall? Es ist doch eigentlich ein nahezu wertloses Asset ohne intrinsischen Wert, ähnlich wie eine Banknote, Muschel oder Zigarette.

Nun, es gibt sicherlich viele Gründe, warum Gold seit mehr als 6.000 Jahren gefördert wird. Die Farbe und der Glanz machen es attraktiv für Schmuck, aber auch die hohe Formbarkeit, Dichte und Dehnbarkeit. Für die Verwendung als Wertaufbewahrungsmittel sind natürlich die begrenzten Vorkommen entscheidend. Dies spielt auch heute noch in Zeiten von Rekord-Staatsverschuldung eine wichtige Rolle. Viele kennen das Voltaire-Zitat kennen: „Papiergegeld kehrt schließlich zu seinem inneren Wert zurück – null“. Zu guter Letzt wird Gold auch zunehmend als Technologiemetall verwendet, da es eine fast so gute elektrische Leitfähigkeit wie Silber hat, aber weicher und korrosionsbeständiger ist.

PS: Der Vergleich mit Zigaretten ist amüsant, da ja sowohl Gold als auch die Raucherware unmittelbar nach dem Krieg

als Währung verwendet wurde – nur heute raucht kaum noch jemand, aber quer durch die Gesellschaft, inklusive Krypto-Millionäre, wird weiterhin in Gold investiert.

2025 hat sich Gold in USD gerechnet um über 60% verteuert. Was sind aus Ihrer Sicht die wichtigsten Treiber für die aktuelle Goldrallye, die sich seit Ende 2023 massiv beschleunigt hat?

Interessanterweise ist es nicht der Faktor, der für Jahre oder sogar Jahrzehnte der entscheidende Wertetreiber für Gold war – die Realzinsen. Seit circa drei Jahren hat hier die inverse Korrelation aufgehört zu existieren. Für den jetzigen Gold-Bullenmarkt sind vielmehr drei andere Gründe entscheidend: Erstens, seit 2022 kaufen Zentralbanken mit pro Jahr konstant über 1.000 Tonnen etwa dreimal so viel Gold wie die Jahre davor. Zweitens legen asiatische ETF-Investoren seit Ende 2024 signifikant mehr in Gold an und drittens gibt es einen neuen Retail-Trend in den USA, wobei Goldbarren quasi über den Landeisch in Supermärkten verkauft werden, bspw. von CostCo allein für 100-200 Millionen Dollar pro Monat.

Wie nachhaltig sind diese Faktoren?

Die Zentralbankkäufe sind sehr konstant und nachhaltig. Viele östliche Notenbanken wollen sich aus verschiedenen Gründen sukzessive mehr von Dollarfremdwährungsreserven trennen. Auch die asiatischen ETF-Käufe, insbesondere die aus China und Indien, gehen weiter. Einzig die Retail-Käufe in den USA werden sicherlich volatil sein. Dafür sind die westlichen ETF-Investoren bisher kaum investiert, was sich durch potenziell fallende Leitzinsen ändern kann. .

Folgt der Goldpreis einem bestimmten Zyklus?

Ja und nein. In den vergangenen Dekaden konnte man oft eine Korrelation mit dem allgemeinen Wirtschaftszyklus beobachten, wobei in Zeiten von schwächerem Wachstum auch die Realzinsen niedriger waren, was dann den Goldpreis nach oben trieb. Allerdings gab es immer schon eine Vielzahl anderer Faktoren, wie die Entwicklung des Dollars oder geopolitische Krisen, die dazu führten, dass auch in anderen wirtschaftlichen Umgebungen der Goldpreis stieg. Ich denke, dass die jetzigen säkularen Trends der hohen Verschuldung, der Aufstieg Chinas und der BRICS und einer Zunahme von ökonomischen und politischen Krisen eher zu einem geringeren zyklischen Verhalten des Goldpreises führt.

Wie viele Tonnen Gold gibt es global („above ground“) und wie viele kommen jährlich hinzu?

Stand Ende 2024 wurden insgesamt 216.000 Tonnen Gold gefördert, was ungefähr einem Würfel mit 22 Metern Länge entspricht. Pro Jahr kommen circa 3.600 Tonnen hinzu. Bis auf 2020 (wegen Covid) war die Fördermenge jedes Jahr recht stabil auf diesem Niveau.

Lässt sich abschätzen, wie viel Gold sich noch in der Erde befindet?

Ja, ungefähr. Aber es ist keine exakte Wissenschaft, obwohl durch neue Technik die Prognosen immer besser werden. Im Augenblick geht man von etwa 55.000 Tonnen weltweit aus.

Müssen Goldbesitzer nicht die Sorge haben, dass auf einmal riesige Vorkommen an Gold gefunden werden oder „Asteroid Mining“ das Angebot explodieren lässt?

Nein, mit Sicherheit nicht mit Blick auf die nächsten 30 Jahre und selbst danach gäbe es noch große Zweifel, was die Kosten dieses Bergbaus betrifft. Die zurzeit nächsten Asteroiden mit angenommenen Vorkommen sind Millionen von Kilometern entfernt und die Menschheit hat bisher keine geeignete Technologie für einen Abbau von Mineralien und Metallen auf Asteroiden, ganz zu schweigen vom Transport.

Statt direkt in das Metall oder in entsprechende Exchange Traded Commodities (ETCs) investiert der Baker Steel Precious Metals Fund ausschließlich in Goldminen-Aktien. Welches sind die wichtigsten Gründe hierfür?

Dafür gibt es drei Gründe: Erstens liegt unsere spezifische Expertise in der Geologie von Minen und der unternehmerischen Analyse von Metallproduzenten, zweitens gibt es Limits, wie viel indirekte Allokation zu physischen Rohstoffen ein Investmentfonds haben darf und drittens wollen wir unseren Investoren ein höheres Beta (allerdings mit mehr Volatilität) zum Goldpreis anbieten.

Durch den Ausschluss von Gold-Direktinvestments fällt der Diversifizierungseffekt in einem breit ausgerichteten Wertpapierdepot, aber nicht so stark aus, wie es andernfalls der Fall wäre?

Der Bakersteel Precious Metals Fund ist zwar konzentriert, aber breit diversifiziert bezüglich Regionen, Währungen, Arten von Edelmetallen (Gold, Silber, Platin etc.) und Kapitalisierungsgrad. Würden wir physische Edelmetalle hinzunehmen, wäre der Diversifikationsgrad sicherlich noch höher. Die meisten unserer Kunden haben ohnehin neben unserem Fonds auch separat in Gold direkt investiert.

BAKERSTEEL PRECIOUS METALS FUND

Der BAKERSTEEL Precious Metals Fund strebt ein langfristiges Kapitalwachstum aus einem Portfolio an, das hauptsächlich aus börsennotierten Edelmetallaktien besteht. Die Anlagestrategie legt großen Wert auf die Identifizierung von Wertpotenzialen und die Auswahl von Aktien durch das Investmentteam von Bakersteel.

Der Fonds vollzieht die Entwicklung entsprechender ETFs (z.B. iShares Gold Producers ETF, VanEck Gold Miners ETF, ...) mehr oder weniger nach. Wo liegen die Vorteile eines aktiven Managements in diesem Segment?

Es gibt natürlich einige Fonds in unserem Sektor, die man im Englischen als „Index-Hugger“ bezeichnet, also nahe an deren Wertentwicklung oder der von passiven ETFs liegen, weil sie eine ähnliche Portfoliostruktur haben. Viele Investmentboutiquen, wie wir, fokussieren sich aber stark auf das aktive Management, welches sich in den meisten Jahren auch durch Outperformance auszahlt.

Sie spielen möglicherweise auf den 5-Jahres-Chart an, hier sehen wir ähnlich aus wie ein ETF. Aber in fast allen anderen gängigen Perioden, insbesondere auch auf längere Sicht, schneiden wir wesentlich besser ab. Unsere Outperformance wird dabei in den Bullenmärkten erzielt.

Unser Vorteil ist, dass wir nicht über 100 Werte halten müssen – wie viele ETFs – und auch nicht über die Hälfte unseres

Kapitals in die drei größten Unternehmen investieren müssen. Jede Position muss sich nach einer grundsätzlichen Analyse selbst rechtfertigen und kein Titel liegt bei uns über 6% Portfolio-Anteil.

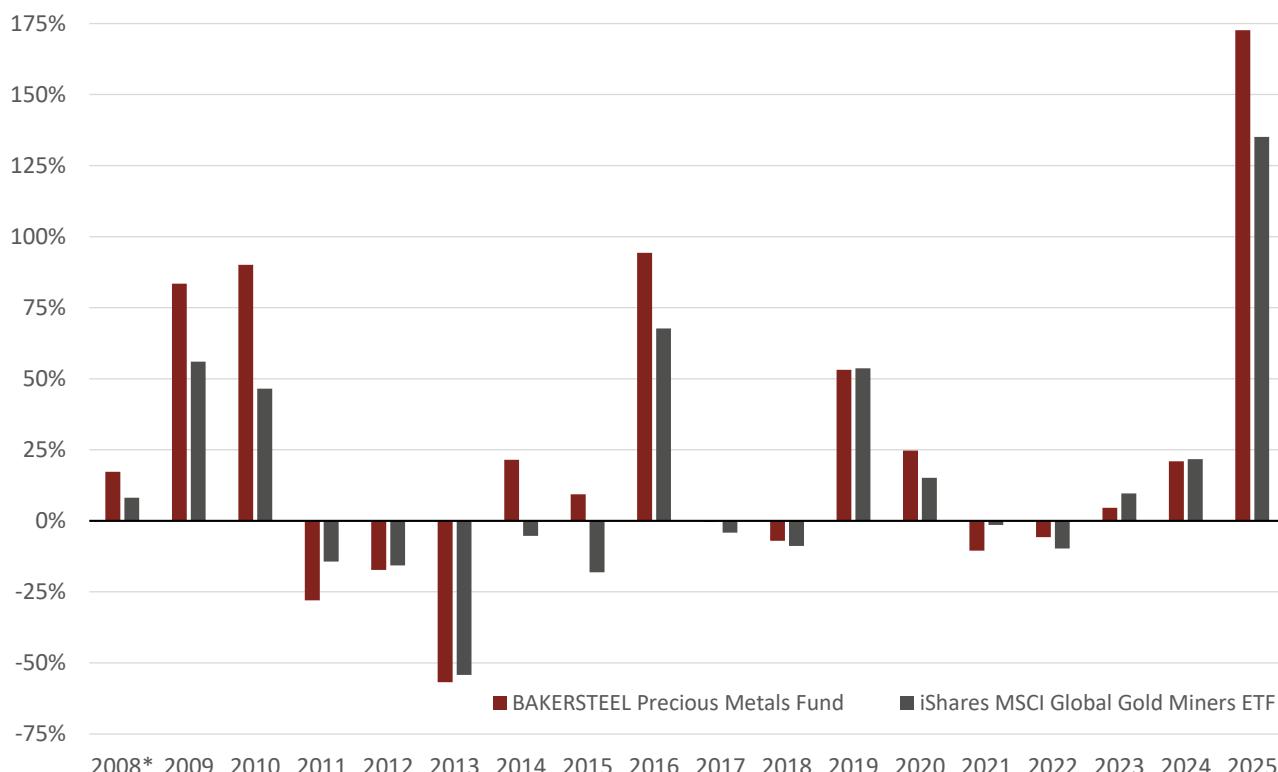
Wie sensitiv ist Ihr Portfolio gegenüber einer Goldpreisänderung von ±1.000 USD je Feinunze?

Das hängt einmal von dem allgemeinen Marktbeta der Goldminen-Aktien zum Goldpreis und von unserer Aktienauswahl ab. Man kann in der Regel von einem Faktor zwischen zwei und drei ausgehen.

Wenn der Goldpreis auf dem aktuellen Niveau verharrt (ca. 4.000/4.500 USD), wie viel Upside hat dann Ihr Fonds und in welchem Zeitraum sollte sich dies materialisieren?

Circa 70% auf Jahressicht. Aber es ist wichtig festzuhalten, dass dies nicht das Gleiche ist wie Performance-Entwicklung. Das Upside-Potential wird am inneren Wert errechnet und nicht unbedingt immer vom Markt gewürdigt.

In Bullenmärkten besser als der ETF: BAKERSTEEL Precious Metals Fund Performancevergleich seit Auflage



Quelle: Bloomberg, Stand 29.12.2025, *Seit dem 16.09.2008

Mit welchem Goldpreis-Szenario arbeiten Sie für die Bewertung Ihrer Goldminen-Aktien?

Es gibt hier zwei Gesichtspunkte: 1) Sind die Goldpreisannahmen der Goldproduzenten bei deren eigenen Budgetprozessen konservativ genug? – Das sind sie dieses Jahr bei den meisten Unternehmen mit einem Durchschnitt von 2.500 Dollar. 2) Was ist unsere eigene Meinung bezüglich des tatsächlichen Goldpreises? Um in unser Portfolio zu kommen, rechnen wir zurzeit mit Annahmen ähnlich der von Goldproduzenten; um zukünftige Margen von verschiedenen Minenunternehmen zu vergleichen, benutzen wir auch optimistischere Prognosen von beispielsweise 3.500 bis 5.000 Dollar in 2026.

Was fällt alles unter die „All-In Sustaining Costs“ (AISC) einer Goldmine und wie haben sich diese zuletzt entwickelt?

Die AISC-Kosten sind lediglich eine grobe Richtgröße der variablen, direkten Produktionskosten und nicht ausreichend für eine gründliche Kostenanalyse. Lohn-, Energie-, Umwelt-, Raffinierungs- und Transportkosten sind in den AISC-Kosten enthalten. Dazu kommen Investitionen in die Instandsetzung von existierenden Minen. Allerdings sind bestimmte Arten von Kosten, die auch erheblich sein können, nicht berücksichtigt. Hierzu zählen beispielsweise Investitionen in neue Minen, Explorations- und Finanzierungskosten, Steuern oder einmalige Unternehmensausgaben, Gerichtskosten, usw. Die AISC-Kosten haben sich zuletzt sehr moderat entwickelt und liegen im Durchschnitt zwischen 1.400 und 1.650 Dollar. Damit ergeben sich sehr attraktive Margen für Goldproduzenten, die vom Markt noch nicht adäquat honoriert werden.

Besteht die Gefahr, dass die AISC-Kosten aufgrund bestimmter Ereignisse (z.B. politischer Verwerfungen in weniger stabilen Ländern, starker Ölpreisanstieg, ...) zumindest in manchen Regionen deutlich ansteigen?

Das kann man pauschal nicht sagen. Die zwei größten Kostenblöcke sind Löhne und Energie, die durch politische Ereignisse wenig beeinflusst werden. Ein starker Ölpreisanstieg würde schon zu einer kräftigeren Kosteninflation führen, wobei man bedenken muss, dass viele Minenbetreiber Sonnenenergie direkt vor Ort nutzen.

Wie sieht es mit den nötigen Investitionsausgaben (Capex) für weitere Förderprojekte aus. Wie lohnend sind diese aktuell? Oder anders gefragt: Besteht die Gefahr, dass es bei einzelnen/mehreren Projekten Ihrer Portfoliounternehmen verstärkt zu negativen NPVs (Net Present Values) kommt?

Wir erachten vernünftiges Wachstum für wichtig, konzentrieren uns aber zunächst auf Profitabilität, Free Cash Flow und

Shareholder Value eines Goldproduzenten. Bei neuen Förderungsprojekten kommt es einmal auf die Qualität der Mine an (z.B. Goldgehalt der Erze), dann auf Risiken der Geografie und Genehmigungsverfahren. Wir sehen zwar hier und da Projekte in der Explorations- oder auch Genehmigungsphase, aber nur wenig befindet sich in der unmittelbaren Vorbereitung zur Produktion, was der mit Abstand teuerste Teil ist. Das bedeutet verhältnismäßig wenig Capex und somit viel Spielraum für Dividenden und Aktienrückkäufe.

Fazit hierzu: Unsere Portfoliounternehmen haben keine signifikanten Projektrisiken, die zu negativen Net Present Values (NPVs) führen könnten.

Bestehen im Hinblick auf den gestiegenen Goldpreis eventuell die Chance auf einen neuen M&A-Zyklus bei Minenwerten, verbunden mit übertrieben hohen Aktienkursen auf der einen (Übernahmeziele) und höherer Verschuldung auf der anderen Seite (Übernehmer)?

Ja, man kann einen Anstieg von M&A beobachten, besonders im Mid Cap-Segment. Wir haben die letzten zwei bis drei Jahre Übernahmeprämien von zwischen 20% und 40% gesehen; im letzten Bullenmarkt lagen diese eher bei 35% bis 50%, zeitweise darüber. Zudem beruhen viele dieser Deals auf Share Deals (Aktientausch) oder Cash, sprich nicht auf zusätzlicher Verschuldung. Seltener zuvor waren die Bilanzen so stark wie heute.

Oder ist es im Gegenteil sinnvoll eher konservativer zu investieren – also weg von Junior-, hin zu Senior-Unternehmen?

Unser Fokus liegt seit jeher auf Mid Cap-Unternehmen, die im Idealfall die Stabilität von Seniors mit dem Explorationspotential von Juniors verbinden. Allerdings investieren wir auch in Large Caps und partiell in Juniors. In der Mitte der Goldrallye ist es oft ratsam, etwas mehr in Juniors zu investieren, da sich die Liquidität des Marktes dorthin verlagert. Gegen Ende wird man das Portfolio normalerweise defensiver ausrichten.

Was müsste passieren, damit Sie Ihren optimistischen Ausblick für Goldminen-Aktien radikal nach unten revidieren?

Dazu müssten entweder die Aussichten für den Goldpreis komplett anders sein (beispielsweise wegen eines völlig andren Kauverhaltens der Zentralbanken oder eines sehr signifikanten Anstiegs der Realzinsen, bzw. des Dollars) oder die Goldminenindustrie würde zu den Managementfehlern des letzten Bullenmarktes zurückkehren – beides sehen wir zurzeit nicht.

Was waren diese Managementfehler?

Im Bullenmarkt 2000-2011 war das Motto „Chasing Higher Gold Prices“, d.h. viel zu viel Capex für Minenprojekte, die sich nur bei anhaltend hohen Goldpreisen halbwegs gerechnet hätten. Es folgte dann ein ausgedehnter Bärenmarkt.

Zum Abschluss noch eine persönliche Frage: Welche waren Ihre größten Investmentfehler und was haben Sie daraus gelernt?

Zum Glück habe ich die letzten Jahre größere Investmentfehler vermieden. Allerdings waren wir mit den Übergewichten von Silberaktien ungefähr ein halbes Jahr zu früh.

Herr Burridge, vielen Dank für das interessante Gespräch und die großartige Performance!

Goldminen schlagen Gold: BAKERSTEEL Precious Metals Fund vs Gold seit Auflage



Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2025

ERLEBNISSE EINER 98-JÄHRIGEN ZEITZEUGIN: „HABE IN FRANKFURT UNSER WERTVOLLES PORZELLAN GEGEN SCHUHE EINGETAUSCHT.“

Menschen, die in Westdeutschland schon drei Währungen miterlebt haben, sterben langsam aus. Das gilt insbesondere für Personen, die über ihre „Währungserfahrungen“ so klar, offen und aufgeklärt berichten können wie die 98-jährige Irmgard Rottmann. Mit ihr trafen wir uns deshalb zu einem interessanten Gespräch.

Kurz vor Weihnachten wurden Ottmar Wolf und Philipp Rottmann (Enkel) in Hamm von der 98-jährigen Irmgard Rottmann in ihrem Haus (Baujahr 1889) empfangen. Auslöser des Termins war unser Gefühl, dass die Stabilität bzw. die Kaufkraft des Euros in den letzten Jahren ins Wanken geraten sind. Dieses Gefühl resultiert u.a. aus der enormen Edelmetall-Rallye des Jahres 2025, die durchaus als Vertrauensverlust in die Papiergegeldwährungen wie den US-Dollar oder den

Euro interpretiert werden kann. Daher galt unser Interesse speziell auch den wirtschaftlich schwierigen Zeiten, wie z.B. dem 2. Weltkrieg mit der Geldentwertung. Oma Rottmann erzählte uns, welche Bedeutung Gold damals hatte, wie die einst werthaltige Reichsmark verfiel, was die westfälischen Bauern für ihre Lebensmittel im Tausch bekamen und ob der Euro im Jahr 2096 noch existieren wird.



Irmgard Rottmann in ihrem Wohnzimmer im Gespräch mit der FAM

Frau Rottmann, wir beschäftigen uns im FAM Winterbericht mit Edelmetallen und den treibenden Kräften hinter deren Preisentwicklung. Sie sind im März 1927 geboren und haben seitdem die Reichsmark, die Deutsche Mark und den Euro miterlebt. Sie haben also ein paar Währungen kommen und gehen gesehen. Was ist Ihre persönliche Erfahrung mit Edelmetallen?

Ich kann mich noch sehr gut an den 22. April 1944 erinnern. Es gab einen schweren Luftangriff der Briten, da die Stadt Hamm einen der größten Verschiebebahnhöfe Europas hatte. Ich habe sofort kehrt gemacht und bin gemeinsam mit meiner Mutter in den Bunker gerannt. Da wir nicht wussten, was vom Haus überbleibt, hatte sie sich in den Rocksau und den Hut ihren Goldschmuck eingenäht, welcher auch heute noch seinen Wert hat. In dieser Zeit haben die Barreserven natürlich enorm an Wert verloren!

Wie haben Sie denn in dieser Zeit Ihre alltäglichen Dinge gekauft?

Zum Glück im Unglück ist eine Luftmine nur in den Garten gefallen und unser Haus wurde größtenteils verschont, so dass wir viele Gegenstände zum Eintauschen behalten haben. Wir konnten die Bauern für ihre Lebensmittel auf dem Schwarzmarkt etwa mit Teppichen bezahlen. Es wurden vom Staat zwar Höchstpreise für alltägliche Produkte eingeführt, aufgrund der Warenknappheit wurden diese aber nur unter der Hand für ein Vielfaches verkauft, was die Reichsmark de facto wertlos machte. Dementsprechend waren wir auf die Ausgabe von Lebensmittelmarken angewiesen, womit der Staat quasi die Grundnahrung bereitstellte.

Und nach dem Krieg kehrte alles wieder zur Normalität zurück?

Erst einmal leider noch nicht! Zum Beispiel bin ich mit einer Freundin im Jahr 1946 zur Deutsch-Amerikanischen Tauschzentrale nach Frankfurt gefahren, als die Bahn in Deutschland übrigens noch zuverlässig war. Mit dabei hatte ich Meissner-Porzellan und so bekam ich genug Punkte von den Amerikanern für eigene Schuhe. Nachdem wir uns anschließend ohne Erfolg um eine Unterkunft bemüht hatten, kamen wir an einer Telefonzelle mit einem Studenten in Kontakt. Er erfuhr von unserer Notlage und bot uns für eine Nacht seine Studentenwohnung an, da er über das Wochenende bei seinen Eltern war. Heute unvorstellbar, dass ein Unbekannter uns einfach so sein Zimmer überlässt. Aber zu dieser Zeit hat man eng zusammengehalten!

Welche Unterschiede gibt es aus Ihrer Sicht noch von früher zu heute?

Mein Vater betrieb damals einen Baustoffhandel in Hamm und er hätte damals beispielsweise nie an eine GmbH

geliefert, da man mit Inhabern Geschäfte machen wollte, die für ihr Handeln hafteten und Eigenverantwortung trugen! Er sagte GmbH stehe für „Gehste mit, biste hin“. Heutzutage habe ich manchmal das Gefühl, dass die Eigenverantwortlichkeit in manchen Lebensbereichen gänzlich abhandengekommen ist.

Noch einmal kurz zurück zu den Währungsumbrüchen. Wie haben Sie damals im Jahr 1948 die Einführung der Deutschen Mark (D-Mark) erlebt?

In diesem Jahr wurde ich mit 21 Jahren volljährig und habe unsere Baustoffhandlung übernehmen müssen. Ich kann mich noch gut erinnern, dass die D-Mark direkt akzeptiert wurde und wir mit dem Geschäft loslegen konnten. Ein wichtiger Grund war bestimmt auch das große Vertrauen, das Ludwig Erhard in der Bevölkerung genossen hat. So einen Politiker haben wir heute nicht mehr.

Wie sah es dann um die Jahrtausendwende aus, als es zur Einführung des Euros kam?

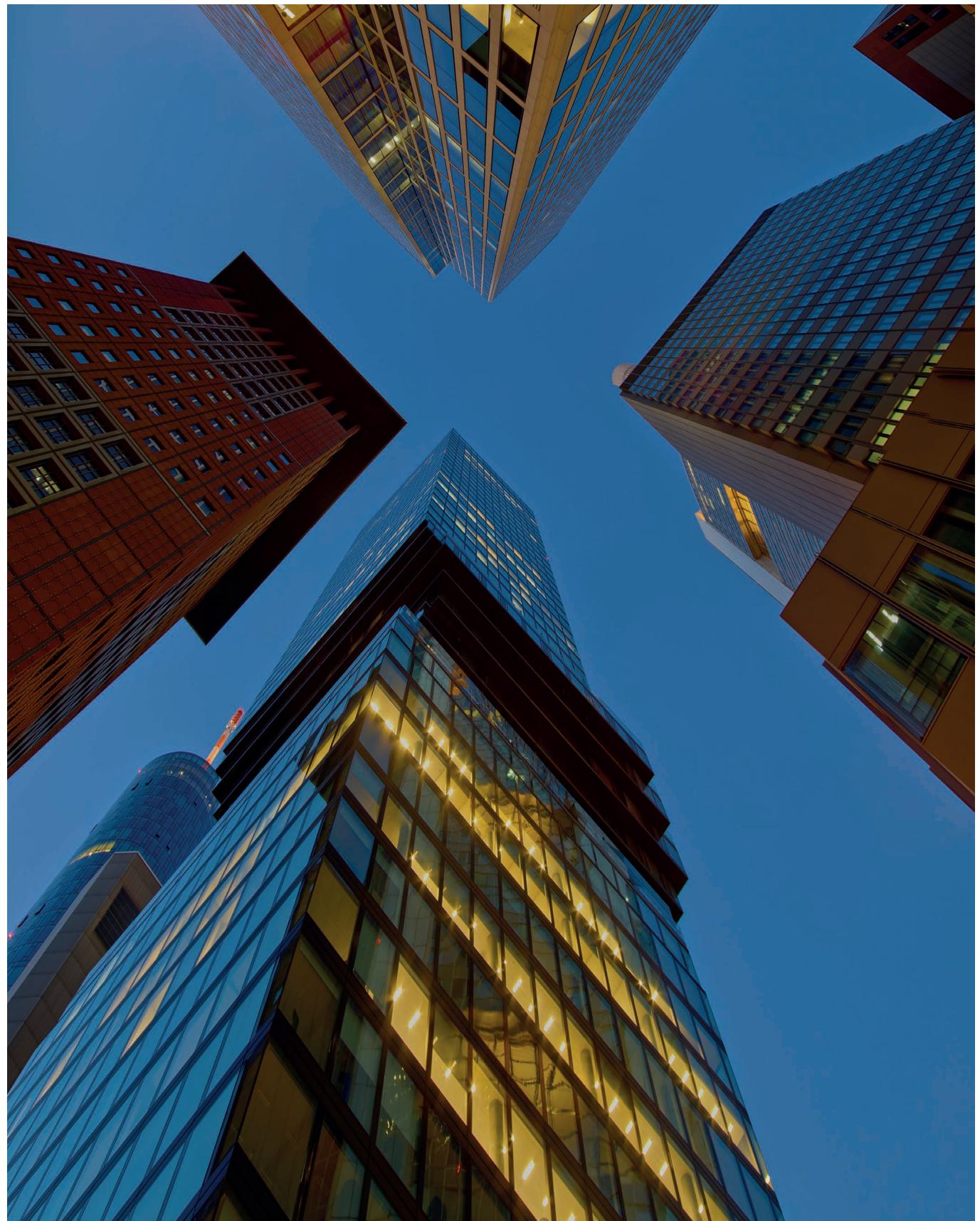
Die D-Mark war für uns eine wunderbare Währung, weshalb wir etwas traurig waren, dass wir sie verloren haben. Sie war für uns ein Zeichen von Stabilität und Wohlstand. Das Gefühl gegenüber dem Euro war anfänglich nicht so berauschend. Viele Leute sprachen auch vom Teuro.

Im Jahr 2096 wird Ihr Enkel Philipp so alt sein wie Sie heute. Glauben Sie, dass es dann noch den Euro geben wird?

Die Hoffnung stirbt zuletzt, aber darauf wetten würde ich nicht.

Eine letzte Frage, welche wir uns selbstverständlich alle stellen: Was ist das Geheimnis im Alter noch so fit zu sein wie Sie?

Mir wurde in meinem Leben sehr viel geboten, aber dafür wurde ich auch stark gefordert und mir wurde früh viel Verantwortung übertragen. Vor allem mein Vater hat mich bereits in jungen Jahren geprägt. So musste ich bspw. als 7-jähriges Kind den Einkauf erledigen oder für mein Taschengeld eigene Rechnungen schreiben, damit ich das Geschäft lerne. Falls ich mal bockig war, höre ich noch heute meine Mutter sagen: „Wenn du keine Lust hast, verschaff dir welche.“ Und auch deshalb gehe ich heute noch jeden Tag bei Wind und Wetter eine Stunde spazieren, damit ich fit bleibe. Im Endeffekt kommt es für mich auf drei Dinge an: Humor, Disziplin und gute Gene!



VOM ÜBERZEUGTEN KUNDEN ZUM VORSTAND

Im Oktober 2025 ist Sascha Rangoonwala in den Vorstand der FAM Frankfurt Asset Management AG eingetreten. Hier wird er die Geschicke des Frankfurter Vermögensverwalters nunmehr zusammen mit dem Mitgründer und zuletzt alleinigem Vorstand Ottmar Wolf leiten. Über die Aufgaben von Sascha Rangoonwala, seine Vorstellungen und Qualifikationen nehmen die beiden Vorstände gegenüber dem Finanzjournalisten Dr. Martin Ahlers Stellung.



Dr. Martin Ahlers (rechts) im Gespräch mit Sascha Rangoonwala und Ottmar Wolf

Herr Wolf, Herr Rangoonwala, zunächst würde mich interessieren, wie Sie eigentlich zusammengekommen sind. Bestehen schon längerfristige Kontakte? Gab es eine Empfehlung?

Rangoonwala: Ich bin schon seit längerem Kunde der FAM. Dabei hat sich mein Kontakt zu Ottmar immer weiter intensiviert und wir haben uns häufiger getroffen. Ein rein äußerlicher Punkt ist dabei sicherlich auch die Tatsache, dass wir beide aus Hofheim kommen.

Wolf: Durch unsere Gespräche über Vermögensverwaltung generell und die FAM im Speziellen ist über die Zeit eine Beziehung entstanden, die deutlich über das Verhältnis Dienstleister/Kunde hinausging. Das hat sich so weit entwickelt, dass schon lange bevor wir Sascha als Vorstand gewinnen konnten, Aspekte aus unseren Diskussionen in die Geschäftstätigkeit der FAM eingeflossen sind.

Können Sie dafür ein Beispiel geben?

Wolf: Ich denke da z.B. an unsere Krypto-Sparpläne. Um die Diversifikation in den FAM-Kundendepots weiter zu erhöhen, haben diese seit rund vier Jahren die Möglichkeit, quartalsweise je nach Chance/Risiko-Empfinden zwischen 0,2% und 0,5% des Depotvermögens in Bitcoin und Ethereum zu investieren. Durch die Umsetzung in Form von Sparplänen erfolgt ein ganz behutsamer Aufbau der Positionen und die Einstiegskurse werden stark geglättet. Aufgrund der relativ hohen Wertschwankungen macht sich dieser sogenannte Cost-Average-Effekt, der mit Sparplänen im Allgemeinen verbunden ist, bei Bitcoin und Co. deutlich stärker bemerkbar als bei anderen Assetklassen. Die Gedanken hierzu sowie die Methodik der Umsetzung sind im Wesentlichen auf Saschas Know-how in diesem Bereich, das unter anderem aus seiner Tätigkeit als Deutschlandchef der weltweit führenden Kryptobörse Coinbase herrührt [Sep. 2020 - Feb. 2023], in unseren gemeinsamen Gesprächen entstanden. Die FAM war damit einer der ersten Vermögensverwalter, die in diesem Segment Kundengelder angelegt hat!

Herr Rangoonwala, was war Ihre Hauptmotivation, die Vorstandsaufgabe bei der FAM aufzunehmen?

Rangoonwala: Die FAM ist aus meiner Sicht ein sehr gut aufgestelltes Unternehmen mit toller Kultur, starkem Kundenfokus und attraktiven Produkten und Dienstleistungen in einem wachsenden Markt. Das allein machte die Position spannend. Für mich kam hinzu, dass ich das Unternehmen aus der Nähe bereits kannte. Ich bin seit 2022 Kunde der FAM. Zunächst habe ich bei der FAM in erster Linie in High-Yield-Produkte investiert, da diese besser als der vergleichbare ETF performten. Inzwischen habe ich mein Portfolio substanzell ausgebaut, mein Investmentspektrum stärker diversifiziert und damit attraktiver und robuster aufgestellt. Heute bin ich u. a. in CLOs, Hedgefonds, Hybridstrategien und CAT Bonds investiert, der Impuls und der Zugang kam von der FAM. Seit einiger Zeit sind auch weitere Mitglieder meiner Familie Kunde der FAM. Ich hatte die Gelegenheit, die FAM beispielsweise im Rahmen von Beratungsgesprächen und Kundenevents besser kennenzulernen. Die Chemie mit Ottmar, dem Aufsichtsrat und den Mitarbeitern hat sofort gestimmt, sodass ich nicht lange überlegen musste, als sich die Gelegenheit zum Einstieg ergab.

Herr Wolf, ursprünglich sollte die Vorstandsposition nach dem Ausscheiden Ihres Mitgründers Peter Wiederholt relativ schnell wiederbesetzt werden. Nun hat es doch etwas länger gedauert?

Wolf: Nachdem Peter seinen Vertrag im Sommer 2024 nicht mehr verlängert hat, musste ich feststellen, dass es keineswegs ganz einfach ist, für die FAM einen passenden Vorstandskollegen zu finden. Die Qualifikationen müssen stimmen und die Person muss zum Anforderungsprofil des Aufsichtsrates und der Firmenphilosophie unserer

Vermögensverwaltung passen. Sie oder er muss eigene Ideen haben und sich in das Team einbringen können. Nicht jeder kommt zudem mit der in unserem Büro gelebten Hochleistungskultur klar oder sie/er fühlen sich in einem großen Finanzkonzern dann doch wohler als in einer eher kleinen Organisation mit viel Entscheidungsverantwortung auf allen Positionen. Nicht zuletzt muss sich ein möglicher Kandidat auch mit mir ergänzen und dazu in der Lage sein, mit meinen „Macken“ klarzukommen.

Nach meinem Empfinden als Außenstehender hat sich die FAM prächtig entwickelt. Ihre Fonds performen überdurchschnittlich gut, die FAM wird regelmäßig mit Auszeichnungen bedacht und die Assets unter Management sind inzwischen auf 1,2 Mrd. EUR angestiegen. Wozu bedarf es da eines weiteren Vorstands? Sind die Vorstandsaufgaben von einer Person allein einfach nicht mehr zu bewältigen oder bereiten Sie sukzessive Ihren Ausstieg aus dem operativen Geschäft vor – möglicherweise verbunden mit einem Wechsel in den Aufsichtsrat?

Wolf: Das Wachstum und die Expansionsgeschwindigkeit der letzten Jahre ließen sich mit einem Vorstand einfach nicht mehr aufrechterhalten. Es bestanden deshalb nie Zweifel daran, dass wir einen zweiten Vorstand benötigen. Die viele Arbeit ist auf jeden Fall ein wichtiger Punkt, zumal wir mit einer Fortsetzung des organischen Wachstums rechnen. Neben den für mich erfreulichen Aspekten wie z.B. dem Portfoliomanagement und der Kundenbetreuung haben aber auch diverse organisatorische Dinge einen immer größeren Teil meiner Zeit eingenommen, Stichwort „Regulatorik“. Nur exemplarisch sei in diesem Zusammenhang die neue DORA-Verordnung genannt, mit der die operationale Resilienz von Finanzinstituten gestärkt werden soll. Diese organisatorischen Dinge werden ab sofort von Sascha federführend verantwortet.

Noch einmal ganz konkret zum zweiten Teil der Frage: Ein Ausstieg auf Raten ist es von Ihrer Seite aus also definitiv nicht? Sie werden dem Vorstand langfristig erhalten bleiben?

Wolf: In der Finanzbranche wird ja unterschieden zwischen dem „Markt-Vorstand“ und dem „Marktfolge-Vorstand“. Im Prinzip bin ich der Markt-Vorstand, also vereinfacht gesagt zuständig für die Kunden, und Sascha ist quasi der Innenminister, der dafür Sorge trägt, dass unsere organisatorischen und regulatorischen Prozesse möglichst reibungslos funktionieren.

Jeder, der mich kennt weiß, wie sehr mir die FAM am Herzen liegt. Es macht mir weiterhin großen Spaß und ich freue mich samstags auf den Montag. Einen Rückzug aus dem Unternehmen oder einen Wechsel in den Aufsichtsrat kann ich definitiv ausschließen.

Und Sie können auch damit leben, die Entscheidungsbefugnis über die Belange „Ihres Babys“ zukünftig wieder mit einem Vorstandskollegen teilen zu müssen?

Wolf: Das wird kein Problem sein. Letztendlich hatte ich in den vergangenen Monaten in vielen Dingen zwar die alleinige Verantwortung, wichtige Entscheidungen habe ich aber nie allein getroffen. Im operativen Geschäft ist hier unser starkes Team zu erwähnen. Hinzukommt die Unterstützung durch unseren 3-köpfigen Aufsichtsrat unter der Leitung von Arne Mühlholm, der mich bei allen Fragen und insbesondere auch der Gewinnung von Sascha sehr unterstützt hat. Dabei kann es gut sein, dass es hier und da in Zukunft durchaus Entscheidungen von Dir, Sascha, geben wird, die für die FAM zwar gut sind, mir im ersten Moment aber wehtun werden.

Herr Rangoonwala, wo sehen Sie die Schwerpunkte Ihrer Tätigkeit bei der FAM?

Rangoonwala: Wir haben natürlich eine gewisse Aufgaben-teilung vorgesehen, die sich auch im Organigramm widerspiegelt. Marktorientierte Tätigkeiten werden weiterhin eher bei Ottmar liegen, während ich mich stärker um organisatorische und regulatorische Belange kümmern werde. Das Unternehmen wird entlang beider Achsen weiter wachsen. Da benötigt man irgendwann mal andere Strukturen, noch stärker optimierte Prozesse und/oder eine erweiterte Infrastruktur. Hier sehe ich u. a. meine Aufgaben. Dazu gehört auch die Verantwortung für die IT, das Berichtswesen und die Kommunikation mit Aufsichtsbehörden, wie etwa der BaFin und der Bundesbank. Nichtsdestotrotz werden wir die wichtigen Dinge zukünftig natürlich gemeinsam entscheiden.

Welche Stationen in Ihrer bisherigen Tätigkeit in der Finanzindustrie qualifizieren Sie hierfür jeweils besonders?

Rangoonwala: Als Diplom-Informatiker habe ich bei Accenture und McKinsey überwiegend IT-Beratung gemacht und dabei breite Kenntnisse in den Bereichen IT Entwicklung und Betrieb, Projektmanagement und Strategie erworben. Für mich persönlich prägend waren auch die vielen Auslandsprojekte, u. a. in den USA, Frankreich, UK und der Schweiz. Diese Erfahrungen und Kenntnisse waren für mich Grundlage meiner Tätigkeit als Venture Capital bzw. Private Equity Manager

bei 3i und Cornerstone Capital, da sie mir halfen, Unternehmen, speziell solche mit Technologiefokus, sowohl von der finanziellen als auch von der strategischen sowie operativen Seite zu beurteilen und zu unterstützen. Anschließend habe ich viele Jahre in der Marktinfrastruktur gearbeitet. Davon elf Jahre bei der Deutschen Börse, wo ich zunächst als Strategieleiter des Marktdatengeschäfts u. a. Akquisitionen und Innovationen verantwortet habe und später als Leiter des gruppenweiten Projekt Portfolio Managements tätig war. Speziell in der letzten Position hatte ich Berührungspunkte mit der gesamten Wertschöpfungskette der Marktinfrastruktur und auch der Finanzmarktregulation. Eine weitere wichtige Station war meine Tätigkeit bei der US Krypto-Börse Coinbase, wo ich für das Geschäft in DACH und als Geschäftsführer für die deutsche Gesellschaft verantwortlich war. Dabei ging es vor allem um den Aufbau der Strukturen und des Teams, aber auch um das Management des Wachstums und den Erwerb der notwendigen Lizenzen. Coinbase Germany war das erste Unternehmen, das von der BaFin eine Kryptoverwahrlizenz und eine Eigenhandelslizenz für Krypto erhalten hat, entsprechend intensiv war der Dialog mit der Aufsicht. Bei der FAM kommen viele dieser Erfahrungen zum Tragen, insbesondere die Themen Strategie, Portfolio Management, Wachstumsmanagement, IT/Operations und Regulatorik, gekoppelt mit einem breiten Hintergrund in vielen Bereichen der Finanzindustrie.

Wie wird sich die Vorstandserweiterung für die Kunden der FAM bemerkbar machen? Was wird sich für diese konkret ändern?

Wolf: „Hinter den Kulissen“ wird sich mittelfristig sicherlich einiges ändern und die Prozesse werden noch effizienter und robuster werden. Die FAM wird mit Sascha an Bord also deutlich resilenter werden!

Nach außen wird dies für unsere Kunden aber kaum sichtbar sein. Unserer bisher sehr erfolgreichen Anlagestrategie, bei der neben einer attraktiven Wertentwicklung auch der psychologische Wohlfühlfaktor unserer Kunden eine ganz entscheidende Rolle spielt, werden wir auch zukünftig treu bleiben.

Ich wünsche der FAM mit ihrem erweiterten Vorstand weiterhin viel Erfolg.

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-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 VS. HY ETF (15.09.2015 - 31.12.2025)



MANAGERKOMMENTAR: WORAN HAT'S GELEGEN?

Der Fonds beendete das Jahr 2025 mit einem Plus von 4,3% und blieb damit leicht unter dem iShares Euro Corporate High Yield ETF. Wenngleich der FAM Renten Spezial in diversen Peergroups (Morningstar Top 18. Perzentil, Bloomberg Top 6. Perzentil) auch in diesem Jahr gut im Rennen liegt und wir weiterhin großes Vertrauen unserer Investoren spüren, so können wir – das Jahr 2025 isoliert betrachtet – bei uns selbst keine maximale Begeisterung erkennen.

Daher stellt sich für uns die Frage „Woran hat's gelegen?“, die wir alle aus dem Fußball kennen. Etwas vereinfacht beantwortet: Der High Yield Markt hat Risiko in 2025 nicht belohnt. Eine sehr defensive Strategie, die nur auf die solidesten Titel setzt, überwiegend also Ratings von Ba, wäre überlegen gewesen. Das, was Anfang 2025 „teuer war, wurde noch teurer und das, was billig war, wurde noch billiger“ wie es ein renommierter Kollege aus dem HY-Fondsmanagement treffend zusammengefasst hat.

Manches ist sicherlich nur aufgeschoben und nicht aufgehoben, d.h. einige der aktuellen (Buch)Verluste können sich 2026 in Gewinn verwandeln. Das bedeutet dann eine Verschiebung der Performance vom alten ins neue Jahr. Anderes

musste aber 2025 „rausgemanagt“ werden, weil die Gefahr einer Schuldenrestrukturierung zu groß wurde. Hier findet dann logischerweise auch keine Wertaufholung statt.

Inzwischen ist das Portfolio aufgeräumt und etwas vorsichtiger positioniert als in den letzten Jahren üblich. Die Restlaufzeit ist weiterhin kurz, was den Fonds zusätzlich stabilisiert. Unsere Vorgehensweise reflektiert (1) die in einigen Sektoren schlechte wirtschaftliche Lage; (2) die Tatsache, dass es aktuell nicht so viele wirklich klare Chancen im unteren Ratingsegment gibt und (3) die Spreads im oberen Ratingsegment eng sind.

Fazit und Einordnung: Bei einer kurzen Duration und vertretbaren Kreditrisiken beträgt die Portfoliorendite 8,1%, was rund das 1,5x der Marktrendite ist. Seit Start zeigte der FAM Renten Spezial ein Alpha von rund zwei Prozent pro Jahr und liegt seit 2021 bezogen auf seine rollierende 5-Jahresrendite konstant an der Spitze seiner Morningstar Peergroup, die aus über 400 Fonds besteht. Bei Citywire belegt der FAM Renten Spezial im 10-Jahresranking Platz 2 von 46 und im 5-Jahresranking Platz 1 von 64 Fonds.

Top Emittenten Renten

8,625% Sigma Holdco BV 2031	5,2 %
6,875% Ardonagh Finco Ltd 2031	3,1 %
9,500% Adler Pelzer Holding GmbH 2027	2,9 %
9,000% Lenzing AG Perp NC 2028	2,5 %
11,625% EnQuest PLC 2027	2,4 %
3,700% Bank of Nova Scotia/The Perp NC 2026	2,4 %
3,650% Royal Bank of Canada Perp NC 2026	2,4 %
10,500% Mutares SE & Co KGaA 2027	2,2 %
5,750% SGL Carbon SE 2027	2,0 %
12,000% BLUENORD ASA Perp NC 2030	1,8 %

Bonitätsaufteilung

A	3,3 %
Baa	27,4 %
Ba	27,1 %
B	34,8 %
Caa	7,5 %

Währungsallokation

EUR	97,5 %
USD	1,1 %
CAD	0,1 %
CHF	1,3 %

Asset Allocation

Renten	96,3 %
Kasse	3,7 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Renten Spezial	0,5 %	4,3 %	4,3 %	30,5 %	27,7 %	66,1 %	5,0 %
iShares Euro HY*	0,5 %	5,0 %	5,0 %	23,7 %	15,4 %	38,0 %	3,2 %
Differenz	0,0 %	-0,7 %	-0,7 %	6,8 %	12,3 %	28,1 %	1,8 %

*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY

STAMMDATEN

ISIN	DE000A14N878
WKN	A14N87
Rücknahmepreis (EUR)	119,14
Fondsvermögen (EUR Mio.)	101,33
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

03.03.2025	4,00 €
12.02.2024	4,00 €
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	96,3 %
Rendite bis Endfälligkeit	8,1 %
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,7
Modified Duration	2,4
Spread Duration	3,3
Ø Kupon	6,9 %
Ø Anleihepreis	99,1
Fremdwährungsexposure (FX)	2,5 %
Anzahl der Emittenten	64

STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	4,4 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	1,04
Maximum Drawdown	-21,0 %
Time-to-Recovery (Tage)	248



Best Fund over 3 Years
Bond EUR High Yield



Best Fund over 5 Years
Bond Global EUR



Best Fund over 3 Years
Bond Global EUR



Gewinner der Kategorie
RENTEN



FAM CREDIT SELECT I

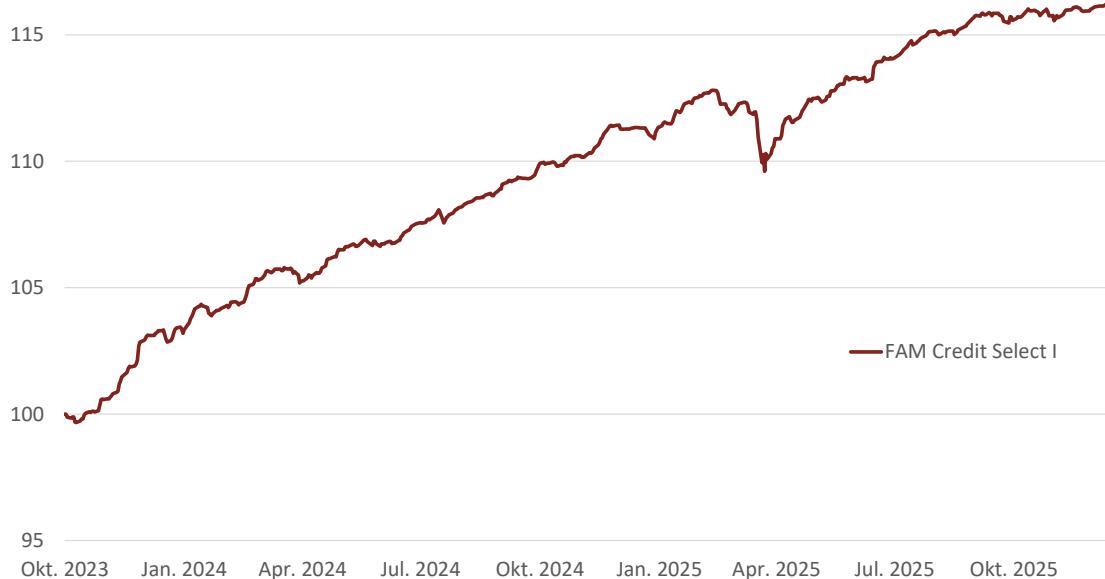
Vertriebsstatus: Offen

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* - 31.12.2025) *Auflage des FAM Credit Select



MANAGERKOMMENTAR: “SHORT DURATION CREDIT” IS THE NAME OF THE GAME, DENN WEDER NIVEAU NOCH STEILHEIT DER BUNDKURVE GEBEN ETWAS ANDERES HER.

Jeder, der heute eine 10-jährige Bundesanleihe „zum Hinlegen“ kauft, setzt auf eine sinkende und vor allem dauerhaft tief bleibende Inflation in Deutschland. Diese liegt aktuell bei 2,3%, weshalb eine Kapitalbindung über zehn Jahre nur dann zu einer halbwegs sinnvollen Realverzinsung führt, wenn die Teuerungsrate auf deutlich unter zwei Prozent zurückgeht. Denn selbst nach dem jüngsten (leichten) Zinsanstieg weisen die 10-jährigen Bunds mit 2,86% immer noch keine attraktive Rendite auf. Ebenso ist festzuhalten, dass die zum Fondsstart noch inverse Zinskurve inzwischen längst zu einer sog. „normalen Kurve“ geworden ist, d.h. die Renditen steigen mit zunehmender Laufzeit an. Man spricht von einer „steilen Zinskurve“, wobei die Steilheit, gemessen am Abstand zwischen dem kurzen Ende (einjährige Bundesanleihe) und dem langen Ende (10 Jahre) nach wie vor nicht wirklich beeindruckend ist. Historisch sind rund 150 Basispunkte Differenz üblich gewesen, aktuell liegen wir bei 85 Basispunkten. Damit ist der „Roll-Down-Effekt“ nur sehr schwach ausgeprägt.

Fazit: Die Zinskurve insgesamt ist auf einem zu niedrigen Level und zu wenig steil, um bei Top-Bonitäten überhaupt darüber nachdenken zu können, ans lange Ende zu gehen.

Der FAM Credit Select orientiert sich folgerichtig im Bereich der Rating-Kategorien Aaa und Aa streng am kurzen Ende. Nur wenn es einen attraktiven Credit Spread gibt, können

mittlere oder längere Laufzeiten sinnvoll sein. Die Grundstrategie des Fonds mit sehr kurzer Zins- und ebenso recht kurzer Spread-Duration bleibt also auch in 2026 bestehen. Dabei hat der Fonds so gut wie gar kein Exposure zu Staatsanleihen, da hier ggf. die nächste Krise entstehen könnte. Solide Unternehmen erscheinen mit Blick auf die kommenden Jahre kreditwürdiger als Staatspapiere. Das Salz in der Suppe bleiben weiterhin die Hybridanleihen und die High Yield Bonds, wodurch es das Fondsportfolio auf eine Rendite schafft, die ca. 2,5x höher ist als der Festgeldsatz oder eine Bundesanleihe mit kurzer Restlaufzeit.

Das Jahr 2025 ist für den FAM Credit Select ordentlich gelungen. Die I-Tranche erreichte einen Return von 4,46%, was im Rahmen der Erwartungen liegt. Gleichzeitig blieb der Fonds sehr stabil und hatte mit 2,84% seinen Maximum Drawdown rund um den sog. „Liberation Day“ im April. Dieser zwischenzeitliche Rückschlag wurde sehr schnell wieder aufgeholt, die Time-to-Recovery betrug ca. zwei Monate. In der Citywire Peergroup reichte diese Leistung für Platz 3 von 51 Fonds.

Seit Fondsauflage im Oktober 2023 liegt der Fonds in allen Rankings weit vorne. Bei Citywire etwa auf Platz 2 von 51 Fonds. Die Gesamtrendite für Erstinvestoren beträgt 16,3% oder annualisiert 7,1%.

Top Emittenten Renten

2,375% Alphabet Inc 2028		2,5 %
3,700% Bank of Nova Scotia/The Perp NC 2026		2,4 %
3,650% Royal Bank of Canada Perp NC 2026		2,4 %
6,875% Flora Food Management BV 2029		2,3 %
2,625% Allianz SE Perp NC 2030		2,3 %
2,500% State of Lower Saxony 2030		2,3 %
2,020% Zuercher Kantonalbank 2028		2,3 %
9,000% Lenzing AG Perp NC 2028		2,1 %
2,680% AXA SA Perp NC 2026		1,9 %
6,750% Landesbank Baden-Wuerttemberg Perp NC 2030		1,7 %

Bonitätsaufteilung

Aaa		9,2 %
Aa		10,6 %
A		9,3 %
Baa		26,4 %
Ba		24,9 %
B		19,6 %

Währungsallokation

EUR		99,2 %
USD		0,8 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Credit Select	0,3 %	4,5 %	4,5 %	12,6 %		16,3 %	7,1 %

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3D1WP8
WKN	A3D1WP
Rücknahmepreis (EUR)	1101,5
Fondsvermögen (EUR Mio.)	132,9
Auflagedatum	18.10.2023
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	KSK Köln
KVG	Monega KAGmbH
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	3,00 %
TER	1,02 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,70 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	100.000
Sparplanfähig	Nein

LETZTE AUSSCHÜTTUNGEN

08.12.2025	30,00 €
06.12.2024	30,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	99,2 %
davon Corporate Hybrids	5,6 %
davon Banken Hybrids	17,9 %
davon Versicherungs Hybrids	12,9 %
Rendite bis Endfälligkeit	5,6 %
Ø Rating	Baa2
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,4
Modified Duration	2,4
Spread Duration	2,7
Ø Kupon	5,0 %
Fremdwährungsexposure (FX)	0,8 %
Anzahl der Emittenten	103

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	1,7 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	2,51
Maximum Drawdown	-2,8 %
Time-to-Recovery (Tage)	63

FAM PRÄMIENSTRATEGIE I

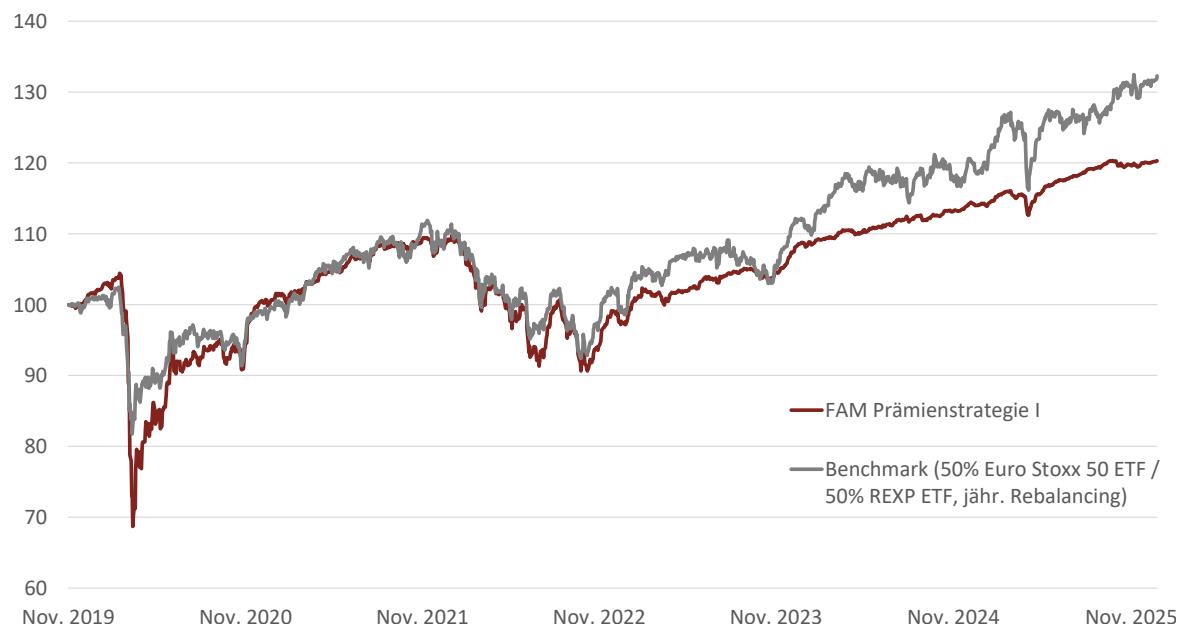
Vertriebsstatus: Offen

ANLAGESTRATEGIE

Ziel der Strategie ist es, über einen vollen Wirtschaftszyklus (7-10 Jahre) aktienähnliche Renditen mit niedriger Volatilität und geringere Drawdowns zu erzielen. Die Strategie besteht aus drei Renditebausteinen: Short Put Optionen auf Aktien-Indizes, High Yield Bonds (Hochzinsanleihen) und Investment Grade Anleihen. Die Gewichtung

der einzelnen Komponenten wird je nach Relative-Value angepasst. Letztendlich soll ein Portfolio mit einem asymmetrischen Risiko-Rendite-Profil aufgebaut werden: in einem positiven Marktumfeld sollte der Fonds eine positive Rendite erwirtschaften; in einem negativen Marktumfeld deutlich weniger verlieren als der Aktienmarkt.

PERFORMANCE FAM PRÄMIENSTRATEGIE I VS. BENCHMARK (08.11.2019* - 31.12.2025)



MANAGERKOMMENTAR: RISIKO-ADJUSTIERT WEITERHIN TOP

Der Fonds beendete das Jahr 2025 mit einem Plus von 5,4% und blieb dabei im April stabil, als die Aktienmärkte um rund 20% abtauchten. Stabil heißt in diesem Kontext, dass der Maximum Drawdown bei 3,0% lag (zum Vergleich: Die Benchmark verzeichnete einen MDD von 9,4%; der DAX 16%; der S&P 500 knapp 19%). In seiner Citywire Peergroup liegt der Fonds auf Sicht von fünf Jahren auf Platz 18 von 315 Fonds und hat bei Morningstar die Top-Bewertung von fünf Sternen.

Das Kernziel des Fonds ist und bleibt der Kapitalerhalt bei gleichzeitigem Ausnutzen von klaren Chancen. Diese waren auf der Optionsseite rund um den „Liberation Day“ gegeben, wo der Fonds mehrere Short Put Positionen eröffnete. Bei einem Verlustpuffer von rund 20% lag der jährliche Return damals im Bereich von 6%, was äußerst attraktiv war. Die recht schnelle Stabilisierung an den Aktienbörsen war dabei nachteilig, denn so war das Schreiben weiterer Puts nicht möglich. Disziplin hat also einen Preis: Der Verzicht auf etwaige noch höhere Returns.

Aktuell konzentriert sich der Fonds auf sein breit gestreutes Bondportfolio mit einer sehr kurzen Duration von 2,0 und einem ordentlichen Durchschnittsrating von Ba1, welches eine

Rendite in Höhe von gut fünf Prozent abwirft. Diese solide Basisverzinsung ermöglicht es dem Fonds, bei den Optionen opportunistisch zu agieren.

Als Risikofaktor für das laufende Jahr ist die ausufernde Staatsverschuldung zu nennen, insbesondere in den USA. Kombiniert mit politisch vorgegebenen Fed-Zinssenkungen könnte das Inflationsgespenst schneller auftauchen als uns lieb ist. Außerdem wird sich die Situation rund um KI bzw. der Wettlauf um die größten Daten-Center zuspitzen. Es wird einige Gewinner geben, aber auch Verlierer, bei denen sich die Investitionen nicht auszahlen. Die Cash Flows einiger großer Tech-Player leiden bereits jetzt. Die Bewertungen des S&P 500 scheinen ausgereizt.

Fazit: Der Fonds passt jederzeit Ex-ante auf das Kapital auf. Ex-post wirkt das dann entweder weniger sinnvoll (wenn die Aktienmärkte über lange Zeit ohne größere Rückschläge nach oben marschieren) oder eben sehr umsichtig (wie kurz nach dem Liberation Day). In einem Multi-Asset-Depot leistet der FAM Prämienstrategie Fonds einen wertvollen Beitrag zur Stabilisierung und kann gleichzeitig im richtigen Moment „auf Angriff“ umschalten.

Top Basiswerte Optionen (Notional in % des Fondsvolumen)

EuroStoxx50		2,9 %
-------------	--	-------

Optionen – Laufzeit

3-6 Monate		100 %
------------	--	-------

Top Emittenten Renten (Notional in % des Fondsvolumen)

2,020% Zuercher Kantonalbank 2028		3,3 %
0,125% Bayerische Landesbank 2028		2,6 %
0,750% Traton Finance Luxembourg SA 2029		2,5 %
3,650% Royal Bank of Canada 2081		2,3 %
0,500% Citigroup Inc 2027		2,3 %

Renten – Laufzeit

> 8 Jahre		10,0 %
5 - 8 Jahre		16,1 %
3 - 5 Jahre		33,1 %
1 - 3 Jahre		33,3 %
< 1 Jahr		7,6 %

Marktumfeld

Portfolio

ANLEIHEN

Unattraktiv

Attraktiv

Defensiv

Offensiv

High Yield Credit Spread

HY-Quote (30-60%)

Bund Rendite 5J

Duration (0-10)

OPTIONEN

Unattraktiv

Attraktiv

Defensiv

Offensiv

KGV Euro Stoxx 50

Delta (0-0,5)

VSTOXX

Vega

Performance Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	0,3 %	5,4 %	5,4 %	23,8 %	19,4 %	20,3 %
Benchmark	0,9 %	11,4 %	11,4 %	34,1 %	32,9 %	32,4 %
Differenz	-0,6 %	-6,0 %	-6,0 %	-10,3 %	-13,5 %	-12,1 %

STAMMDATEN

ISIN	LU2012959396
WKN	A2PNH6
Rücknahmepreis (EUR)	934,70
Fondsvermögen (EUR Mio.)	25,84
Strategievermögen (EUR Mio.)	429,0
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	1,28 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,60 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	500.000
Sparplanfähig	Nein

LETZTE AUSSCHÜTTUNGEN

03.12.2025	40,00 €
06.12.2024	40,00 €
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.	5,3 %
Max. Rendite p.a.	5,3 %

Optionsportfolio

Investitionsgrad	2,9 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	0,1 %
Max. Rendite p.a.	0,1 %
Wimbledon Put	-0,1 %
Ø Discount (zum Underlying)	15,6 %
Delta Optionsportfolio	-0,00
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	165
Ø Strike	84 %

Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	87,8 %
Rendite bis Endfälligkeit	5,3 %
Ø Kupon	5,0 %
Ø Bonität	Ba1
Ø Duration (Jahre)	2,0
Fremdwährungsexposure	0,4 %
Anzahl Emittenten	57

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	9,7 %
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) an positiven Marktphasen zu partizipieren und (b) in sehr schlimmen Krisen eine Quelle von Stabilität zu sein. Schwachpunkt der Strategie ist ein relativ langsamer (6-8 Wochen) mittelgroßer Rückgang am US-Aktienmarkt.

PERFORMANCE FAM CONVEX OPPORTUNITIES I (12.06.2023 - 31.12.2025)



MANAGERKOMMENTAR: WAR 2025 DAS BESTE JAHR SEIT AUFLAGE? UND WO KOMMT EIGENTLICH DIE RENDITE HER?

Nach zweieinhalb Jahren das beste Jahr zu küren, ist auf den ersten Blick vielleicht absurd. Aber die Frage unterstreicht, wie gut sich der Fonds 2025 geschlagen hat. Dominiert wurde die erste Jahreshälfte von President Trump's Amtsantritt und dem bald darauffolgenden Liberation Day, welcher den S&P 500 Index um ca. 20% Marktkapitalisierung befreite. Der maximale Drawdown im FAM Convex Opportunities betrug 7,5% und lag damit weit unter den Verlusten, welche sowohl die engen Peers als auch viele andere bekannte Optionsstrategien erlitten haben.

Die zweite Jahreshälfte verlief ähnlich wie 2024: eine stetige Rallye im US-Aktienmarkt, getrieben vom Thema Künstliche Intelligenz. Entscheidender Unterschied zu 2024: der USD wertete gegenüber dem EUR um ca. 12% ab. So wurden europäische Investoren für die hohe Volatilität im S&P 500 Index mit einer Rendite von nur 3,9% kompensiert. Der FAM Convex Opportunities schaffte hingegen solide 5,9% Rendite. Ca. 2/3 dieser Rendite kamen aus dem Optionsportfolio, während 1/3 durch das Anleiheportfolio und die Guthabenverzinsung der Liquidität verdient wurde.

Seit den Marktverwerfungen im April handeln Absicherungen im 3-6 Monatsbereich persistent teurer und zeigen sich weiterhin unbeeindruckt von der positiven Entwicklung im zweiten Halbjahr. So erklärt sich auch die aktuelle Seitwärtsrendite i.H.v. 7,4% vor Kosten. Das Optionsportfolio steuert 5,3% bei, die restlichen 2,1% stammen aus dem Kollateral. Sollte sich 2026 als ein stabiles Jahr an der Börse entpuppen, sind ca. sechs bis sieben Prozent Return denkbar.

Sinn und Zweck des FAM Convex Opportunities ist es, absolute Ausnahmesituationen („Tail-Risks“) kapitaleffizient abzusichern. Dieses Ziel wird durch den Verkauf von Put-Optionen nahe am Spot-Preis (Ertrags-Komponente) und dem zeitgleichen Kauf von Put-Optionen weiter weg vom Spot-Preis (Absicherungs-Komponente) verfolgt. Da es schwer bis unmöglich ist, die kurzfristige Entwicklung von Aktienmärkten vorherzusagen, setzen wir die Strategie systematisch um. Die Performance der aktuellen Positionierung in diversen Phasen wird in der unteren Tabelle gezeigt, wobei die zugrunde liegenden Annahmen realitätsnah sind.

Optionsportfolio

	Short Puts	Long Puts
Durchschnittliche Moneyness	91 %	69 %
Investitionsgrad	194 %	369 %
Anzahl Kontrakte	172	433
Delta	0,31 %	-0,08 %
Durchschnittliche Restlaufzeit	80	80

Collateral Portfolio

	YTM	Mod. Duration	Rating	Anteil
Cash	1,78 %	0		19,7 %
Government	1,97 %	0,39	Aa1	33,1 %
Pfandbriefe	2,22 %	1,02	Aaa	4,5 %
Corporates	2,43 %	0,75	A2	42,7 %
Gesamtporfolio	2,14 %	0,49	Aa3	100 %

Stress Test (30 Tage)*

	Finanzkrise	Eurokrise	Taper Tantrum 2.0	Corona Krise
FAM Convex Opportunities	-11,3 %	-8,1 %	-6,4 %	-5,8 %
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

	1 Monat	lfd. Jahr	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Convex Opportunities	0,8 %	5,9 %	17,9 %	6,6 %

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3E3Z11
WKN	A3E3Z1
Rücknahmepreis (EUR)	1.178,55
Fondsvermögen (EUR Mio.)	48,1
Auflagedatum	12.06.2023
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Hauck Aufhäuser Lampe
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Thesaurierend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	5,00 %
TER	0,82 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,50 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Nein

Statistik

Maximum Drawdown	-7,5 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	0,7
Time-to-Recovery (Tage)	89
Volatilität p.a.	5,6 %



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: 07.01.2026
Auflage: 600 Stück

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

Fotos: Michael Wicander
© 2025 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.