

# 2019

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

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

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

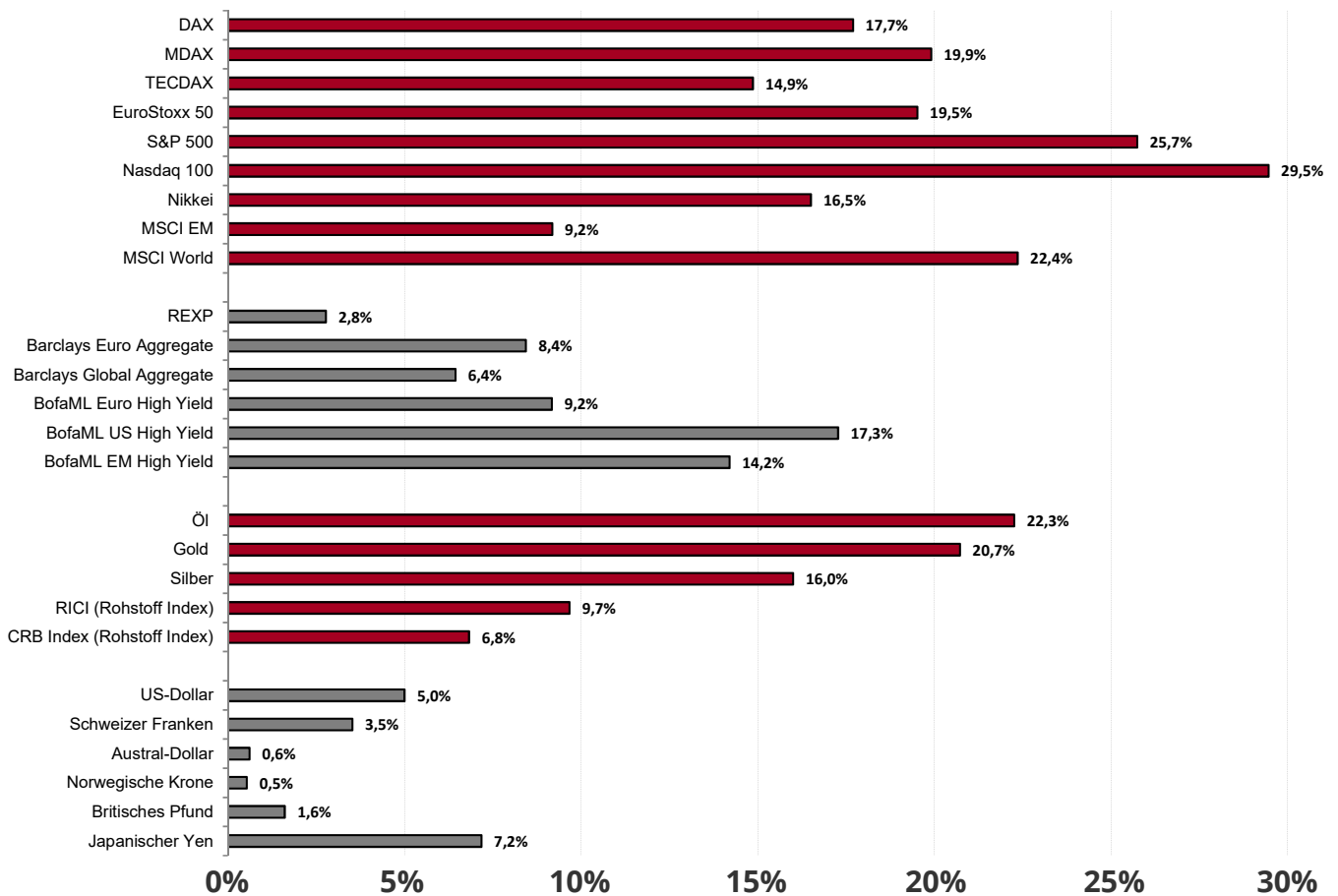
ner Firmen gelegt. Dabei stützt sich die FAM auf Senior-Mitarbeiter mit insgesamt über 100 Jahren Kapitalmarkterfahrung.

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

## INHALTSANGABE

Die FAM Frankfurt Asset Management AG.....	2
Inhaltsangabe .....	3
Kapitalmarktübersicht – Performance 31.12.2018 - 30.09.2019 (in Euro) .....	4
Vorwort .....	5
Gold in Euro auf Allzeithoch .....	7
Warum Timingaspekte bei der Prämienstrategie keine Rolle spielen.....	12
FAM Renten Spezial .....	18

## KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2018 - 30.09.2019 (IN EURO)



## VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

am 12. September hat der scheidende EZB-Präsident Mario Draghi eine bedeutsame Weichenstellung vorgenommen. In einer sehr umstrittenen Entscheidung hat der EZB-Rat beschlossen, den Einlagenzins um weitere 0,10% auf minus 0,50% zu senken und die Netto-Anleihekäufe ab November mit einem monatlichen Volumen von 20 Mrd. Euro auf unbestimmte Zeit wieder aufzunehmen. Somit prägt Draghi auch noch die Zinspolitik der kommenden Jahre, obwohl er Ende Oktober sein Amt an Frau Lagarde abgeben wird.

Für uns als Vermögensverwalter bedeutet dies, dass vor uns ein noch lange andauerndes Negativ-Zinsumfeld liegt. Dabei behalten wir unseren konstruktiven Blick. Die Zielsetzung lautet auch weiterhin, mit unseren beiden Kernkompetenzen „High Yield“ und „Prämienstrategie“ positive Erträge und damit einen Mehrwert für unsere Investoren zu erreichen.

Der vorliegende Quartalsbericht beschäftigt sich ab Seite 11 ausführlich mit dem Konzept der Prämienstrategie, die gerade im aktuellen Börsenumfeld aussichtsreich erscheint. Dazu passend wird in Kürze auch unser neuer Fonds „FAM Prämienstrategie“ an den Start gehen.



Sein älterer Bruder, der „FAM Renten Spezial“, hat vor wenigen Wochen den 4jährigen Geburtstag gefeiert. Mit seiner Performance von rund 20% seit Start hat der FAM Renten Spezial dem auch 2015 bereits herrschenden Nullzins-Regime erfolgreich Paroli geboten und dafür bereits diverse renommierte Auszeichnungen erhalten.

In unseren Multi-Asset Portfolios finden sich neben den wichtigen Bausteinen High Yield und Prämienstrategie auch Edelmetallinvestments. Zuletzt konnte das Gold wieder glänzen und erreichte kürzlich ein Allzeithoch in Euro. Die Gründe dafür und welche Rolle die Asset Klasse Edelmetalle aus Sicht der FAM in der Portfoliokonstruktion einnimmt, können Sie ab Seite 7 lesen.

Wir wünschen Ihnen einen schönen Herbst mit hoffentlich gutem (Börsen)Wetter!

Two handwritten signatures in blue ink. The first signature is 'O. Wolf' and the second is 'Peter Wiederholt'.

Ottmar Wolf und Peter Wiederholt



*Frankfurter Skyline, © Peter Wiederholt*

„Ich kenne nur zwei Menschen, die den Wert von Gold richtig verstehen, und das ist ein obskurer Angestellter im Tresor der Banque de France und einer der Direktoren der Bank of England. Aber leider sind beide unterschiedlicher Meinung.“

Nathan Mayer Rothschild (1777 - 1836),  
Gründer der Bank N. M. Rothschild & Sons.

## GOLD IN EURO AUF ALLZEITHOCH

*Gold polarisiert die Investorengemeinde: Von absoluter Begeisterung bis hin zu Kurszielen von null sind alle Einschätzungen vertreten. Aktuell glänzt Gold mal wieder mit satten Preissteigerungen. So wurden in vielen Währungen neue All-time-Highs erreicht, u.a. auch in Euro. In den Portfolios der FAM findet sich typischerweise eine kleine Gold-Beimischung – in erster Linie aber nicht aus Performancegründen.*

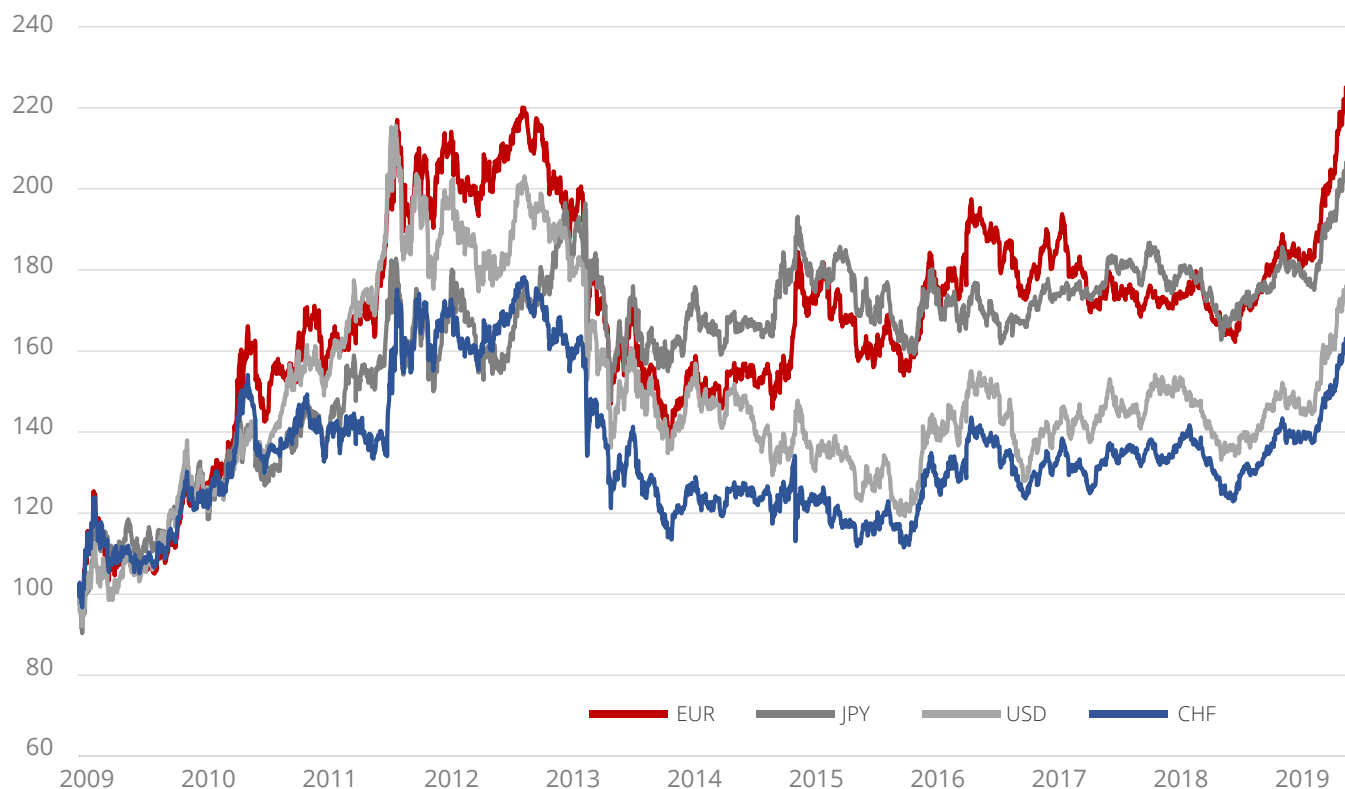
Während für den Goldpreis in US-Dollar bis zu seinem Höchststand von 1.920 Dollar pro Feinunze (August 2011) noch rund 25% Spielraum bestehen, wurden in vielen Währungen – auch im Euro – zuletzt neue Tops erzielt (siehe Chart). Dabei wird in der längerfristigen Betrachtung deutlich, dass das begrenzte Gut Gold gegenüber den beliebig vermehrbaren Papiergeld-Währungen aufwertet.

Das glänzende Metall kann als alternative Währung interpretiert werden, die einen Schutz vor schlechter Regierungs- und Notenbankpolitik bietet. Naturgemäß bildet sich der Goldpreis immer aus dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage.

Dabei bewegt sich die verhältnismäßig statische Angebotsseite seit dem Jahr 2010 in einer recht engen Bandbreite zwischen 4.340 und 4.640 Tonnen.

Entscheidend für seine Preisbewegungen ist daher die Nachfrageseite. Rund die Hälfte der Goldnachfrage entfällt jedes Jahr auf die Schmuckproduktion, ein knappes Zehntel wird von der Industrie verbraucht. Die restlichen rund 40 Prozent werden von drei Investorengruppen aufgesaugt: Zentralbanken, Privatanlegern (in Form von Münzen bzw. Barren) und Portfolioinvestoren, wie Investmentfonds, Hedge Funds und sonstige institutionelle Anleger.

### GOLD IN DIVERSEN WÄHRUNGEN: PAPIERGELD WERTET AUF LANGE SICHT AB



Quelle: Bloomberg, indexierte Darstellung

Die jährliche Nachfrage dieser drei Investorengruppen schwankt erheblich und stellt damit die wesentliche Determinante für die Entwicklung des Goldpreises dar.

Die entscheidende Frage ist somit, von welchen Faktoren sich Zentralbanken, Privatanleger und Portfolioinvestoren leiten lassen.

**1. Zentralbanken:**

Bei der Goldnachfrage der Zentralbanken handelt es sich im Wesentlichen um politisch getriebene Entscheidungen, die nicht pauschal eingeordnet werden können. Fakt ist jedoch, dass die Zeiten, in denen der Goldpreis durch Verkäufe der Notenbanken unter Druck geraten ist, seit rund zehn Jahren vorbei sind und seither Jahr für Jahr ein Nachfrageüberhang (mehr Käufe als Verkäufe) besteht. Auffällig ist, dass in den letzten Jahren insbesondere Russland seinen Goldbestand sukzessive ausgebaut hat. Im ersten Halbjahr 2019 wurde die Nettonachfrage der Zentralbanken von insgesamt 374 Tonnen allerdings von Polen angeführt, das Russland in Q2 auf den zweiten Platz verdrängt hat. An dritter Stelle folgt die chinesische Zentralbank.

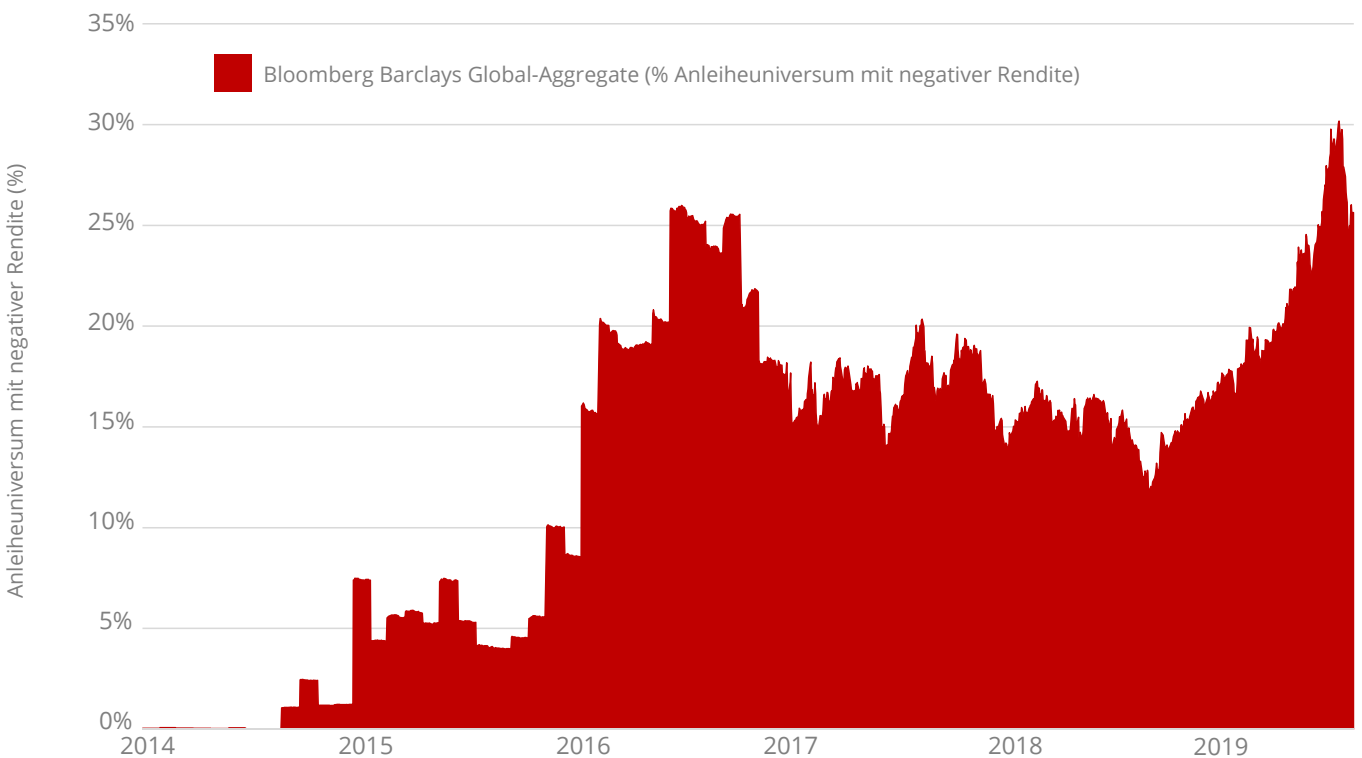
**2. Privatanleger:**

Bei der physischen Nachfrage nach Münzen und Barren für den privaten Besitz dürften insbesondere zwei Faktoren eine Rolle spielen: Erstens Ängste vor einem Kollaps des aktuellen Finanzsystems und zweitens das Wegbrechen der Zinsen (keine Opportunitätskosten mehr).

**3. Portfolioinvestoren:**

Für Investmentfonds, Hedge Funds und sonstige institutionelle Investoren ist die Vermeidung von Negativzinsen beim Goldkauf ein zunehmend wichtiger Aspekt geworden. Schließlich hat der Anteil der negativ rentierlichen Anleihen in den vergangenen Jahren tendenziell immer weiter zugenommen. Verstärkt wurde diese Entwicklung in den zurückliegenden Wochen durch die Zinssenkungen einer ganzen Reihe von Notenbanken. Unter anderem hat die Europäische Zentralbank ihren Einlagezinssatz für Banken Mitte September um zehn Basispunkte auf nunmehr minus 0,50% gesenkt. Während die Privatanleger hinsichtlich der Weitergabe der „Strafzinsen“ durch die Geschäftsbanken (noch) weitgehend verschont werden, müssen institutionelle Anleger bzw. Fonds schon bis zu 0,75% für ihre Cashbestände bei Kreditinstituten zahlen. Damit bekommt der mit Gold oftmals in Verbindung gebrachte Begriff „zinslos“ plötzlich eine ganz andere – und zwar positive Bedeutung. Bei den Portfolioinvestoren gibt es natürlich auch spekulative Anleger, die mit ihren Goldinvestments auf Kursgewinne setzen. Beispielsweise haben Hege Funds ihre Bestände zuletzt aufgestockt. Eine dritte Gruppe der Portfolioinvestoren investiert aus strategischen Gründen in Gold, lassen sich auf diese Weise doch z.B. Multi-Asset-Portfolios stabilisieren.

**GLOBALES INVESTMENT-GRADE ANLEIHEUNIVERSUM MIT NEGATIVER RENDITE (%)**



Quelle: Bloomberg

## PORTFOLIOSTABILISIERUNG DURCH GOLDINVESTMENTS

Zu diesen Investoren (Portfoliostabilisierung) gehört auch die FAM Frankfurt Asset Management AG. Eine konkrete Kursprognose haben wir dabei nicht. Da Gold keine Erträge / Cash Flows abwirft, ist eine fundamental basierte Bewertung des gelben Edelmetalls auch kaum möglich. Gleichwohl sprechen verschiedene Gründe für eine Beimischung von Gold in breit gestreuten Portfolios.

Da die Preisentwicklung des gelben Edelmetalls zum breiten Aktienmarkt in der Regel nur eine sehr geringe, zum Teil auch negative Korrelation aufweist, ist Gold ein guter „Diversifier“. Zwar schwankt die Korrelation je nach Betrachtungszeitraum, allerdings ist sie i.d.R. weit weg von 1,0 (was einem hundertprozentigen Gleichlauf entsprechen würde). Bei Goldminenaktien versus MSCI World ergeben sich oftmals sogar deutlich negative Werte von bis zu -0,79 (siehe Korrelationstabelle). Gold gilt bei vielen Investoren deshalb zu Recht als „Krisenwährung“ und kann i.d.R. genau dann Zugewinne verzeichnen, wenn es bei nahezu allen anderen risikobehafteten Assetklassen zu starken Einbrüchen kommt.

Davon abgesehen stellt die Notenbankpolitik mit sinkenden Zinsen sowohl in Europa als auch in den USA tendenziell Rückenwind für Edelmetallinvestments dar. Niedrige bzw. negative Realzinsen waren in der Vergangenheit insbesondere aus dem oben genannten Grund (fehlende Zinserträge) häufig ein positiver Treiber für den Goldpreis. In Zeiten, in denen die 12-Monats-Realzinsen in den USA oberhalb von 2,5% lagen, hat Gold in der Vergangenheit (Anfang 1971 bis Mitte 2019) im Schnitt um 0,3% pro Monat an Wert verloren. Bei moderaten Realzinsen von 0-2,5% kam es dagegen zu durchschnittlichen monatlichen Zugewinnen von 1% p.a., und bei negativen Realzinsen waren es sogar 1,2% pro Monat, also durchaus aktienähnliche Renditen.

In den FAM-Portfolios besteht die Edelmetall-Beimischung derzeit im Wesentlichen aus drei Komponenten: Einem Gold-ETC, einem Silber-ETC und einem Goldminenaktienfonds. Sollte sich die aktuelle Rallye, durch die sich die Edelmetallquote in den Portfolios signifikant erhöht hat, weiter fortsetzen, stehen möglicherweise schon bald erste Gewinnmitnahmen bevor („Rebalancing“). Grundsätzlich wird es in den FAM-Portfolios in der Regel jedoch immer einen kleinen strategischen Bestand an Edelmetallen geben. Denn schon Voltaire (1694-1778) wusste: „Papiergeld kehrt irgendwann zu seinem inneren Wert zurück – Null.“

### XETRA-GOLD – ZU FAST 100% PHYSISCH HINTERLEGT

Einfach und transparent abbilden lässt sich die Goldquote in einem Wertpapierdepot mit sogenannten Exchange Traded Commodities (ETC). Dabei handelt es sich um börsengehandelte Schuldverschreibungen, die die Wertentwicklung des Edelmetalls annähernd 1:1 widerspiegeln und in der Regel durch Wertpapiere sowie Lieferansprüche auf Gold oder physischem Gold gedeckt sind. Das hierzulande umsatzstärkste Gold-ETC ist Xetra-Gold. Jede einzelne Schuldverschreibung (WKN A0S9GB) verbrieft den Anspruch auf Lieferung von einem Gramm Gold. Mit dem Erlös aus der Emission erwirbt die Deutsche Börse Commodities GmbH als Emittentin Gold in physischer Form (mindestens 95%) sowie Buchgoldansprüche (max. 5%). Das physische Gold wird in den Tresoren der Clearstream Banking AG, einer 100-prozentigen Tochtergesellschaft der Deutsche Börse AG, in Frankfurt verwahrt.

Grundsätzlich dient das Gold allerdings nicht der Besicherung der Schuldverschreibung, sondern im Falle einer Insolvenz der Emittentin zur Abdeckung sämtlicher Forderungen gegen diese. Das Emittentenrisiko erscheint dennoch extrem gering, als die Emittentin abgesehen von der Ausgabe rohstoffhinterlegter Schuldverschreibungen keine weiteren Geschäftsaktivitäten verfolgt. Besitzer von Xetra-Gold können ihren Anspruch auf Lieferung der verbrieften Menge jederzeit gegen die Emittentin geltend machen und sich den entsprechenden Goldanteil ausliefern lassen. Dennoch sind theoretisch natürlich immer Szenarien denkbar, bei denen dem Auslieferungsanspruch nicht nachgekommen werden kann. Privatanleger können etwaige Gewinne bei Xetra-Gold bei einer Haltedauer von über zwölf Monaten übrigens steuerfrei vereinnahmen.

Korrelationen	<u>9/2005-9/2019</u>	<u>9/2009-9/2019</u>	<u>9/2014-9/2019</u>
Gold - Goldminen*	0,09	0,47	0,83
Gold - MSCI World	0,30	-0,31	0,59
MSCI World - Goldminen*	-0,67	-0,79	0,24

\* BI Global Senior Gold Valuation Peers Index

Quelle: Bloomberg

### 3 FRAGEN AN SVEN KUHLBRODT, BAKER STEEL CAPITAL MANAGERS



#### 1. Herr Kuhlbrodt, ist die Edelmetallrallye nach dem fulminanten Kursanstieg und dem Allzeithoch (in Euro) jetzt vorbei?

In der Tat werden wir aktuell von Investoren öfter gefragt, ob sie die Rallye vielleicht schon verpasst hätten, wenn sie bisher nicht in Gold/Goldaktien investiert waren. Das beantworten wir zumindest auf mittlere Sicht mit einem klaren Nein. Die Positivfaktoren bei Gold (u.a. niedrige Realzinsen, Angebot/Nachfragedynamik, weltweite Rekordschulden, geopolitische Spannungen) sind weiter vorhanden, bzw. haben sich noch verstärkt. Auf der anderen Seite gibt es unverkennbare Anzeichen eines sich abschwächenden Wirtschaftswachstums oder sogar einer Rezession, was Aktienkurse, auch bei einer lockeren Geldpolitik, drücken wird. Darüber hinaus ist der Goldpreis mit circa 1.500 US-Dollar pro Unze noch recht weit von seiner letzten Höchstmarke von 1.900 US-Dollar entfernt.

#### 2. Warum sollten Investoren in Goldminenaktien und nicht einfach in Gold investieren?

Grundsätzlich sind wir der Meinung, dass Anleger gleichzeitig sowohl physisches Gold als auch Goldaktien halten können. Es stimmt zwar, dass beide Anlageklassen kurzfristig sehr stark korrelieren können (Stand Mitte September betrug die 30-Tage Korrelation 0,9, der 90-Tage Wert lag bei 0,96 und über 250 Tage

korrelierten Gold und Goldaktien zu 0,97), längerfristig sinkt die Korrelation aber deutlich ab (bspw. auf 0.69 bei 1.500 Tagen [4,1 Jahre]).

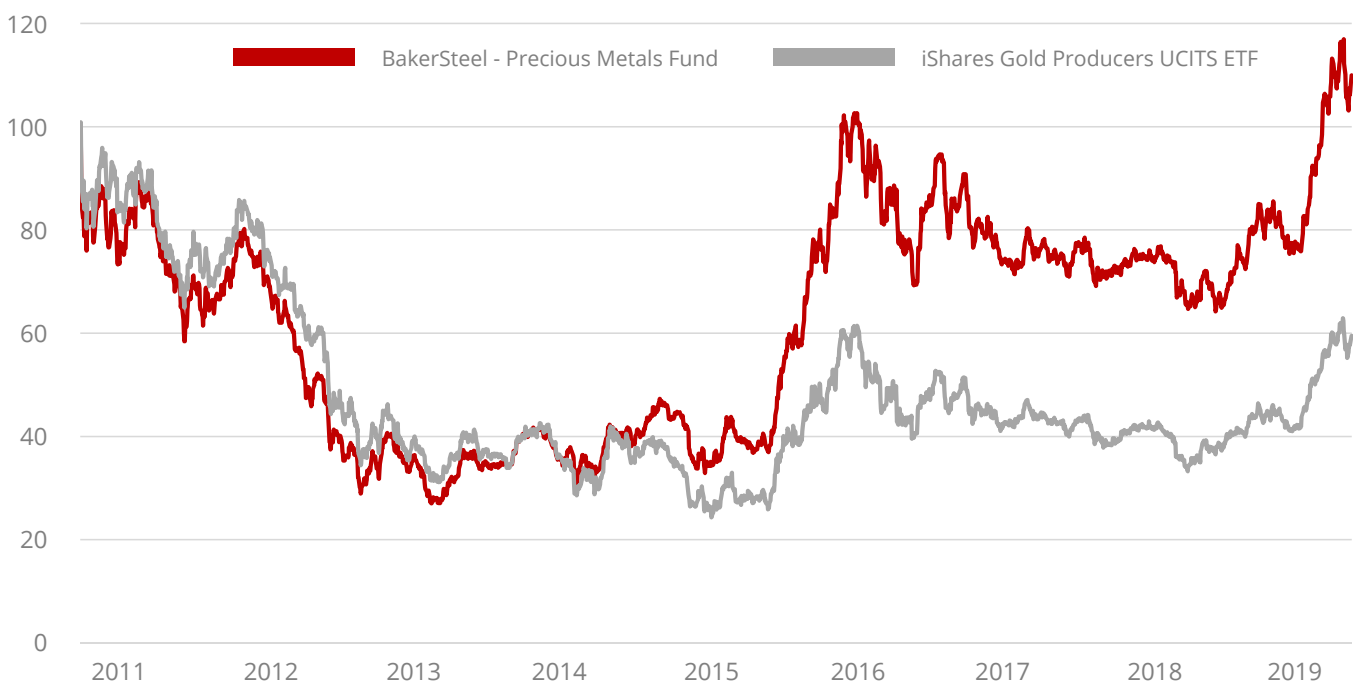
Das liegt einfach daran, dass bei Goldaktien nicht ausschließlich der Goldpreis der Werttreiber für den Aktienkurs ist, so dass sich die Kurse an einigen Börsentagen durchaus auch gegenläufig entwickeln. Neben der Korrelation, die letztendlich ja nur beschreibt, ob sich zwei Variablen in die gleiche Richtung bewegen, ist natürlich auch das Ausmaß einer positiven oder negativen Veränderung sehr wichtig. Die Hebelwirkung von Goldaktien gegenüber Gold ist für einige Phasen im Zyklus gut beschrieben und hat sich auch dieses Jahr wieder gezeigt.

#### 3. Was machen Sie bei Baker Steel anders und wo sehen Sie Unterschiede z.B. zu Goldminen-ETFs?

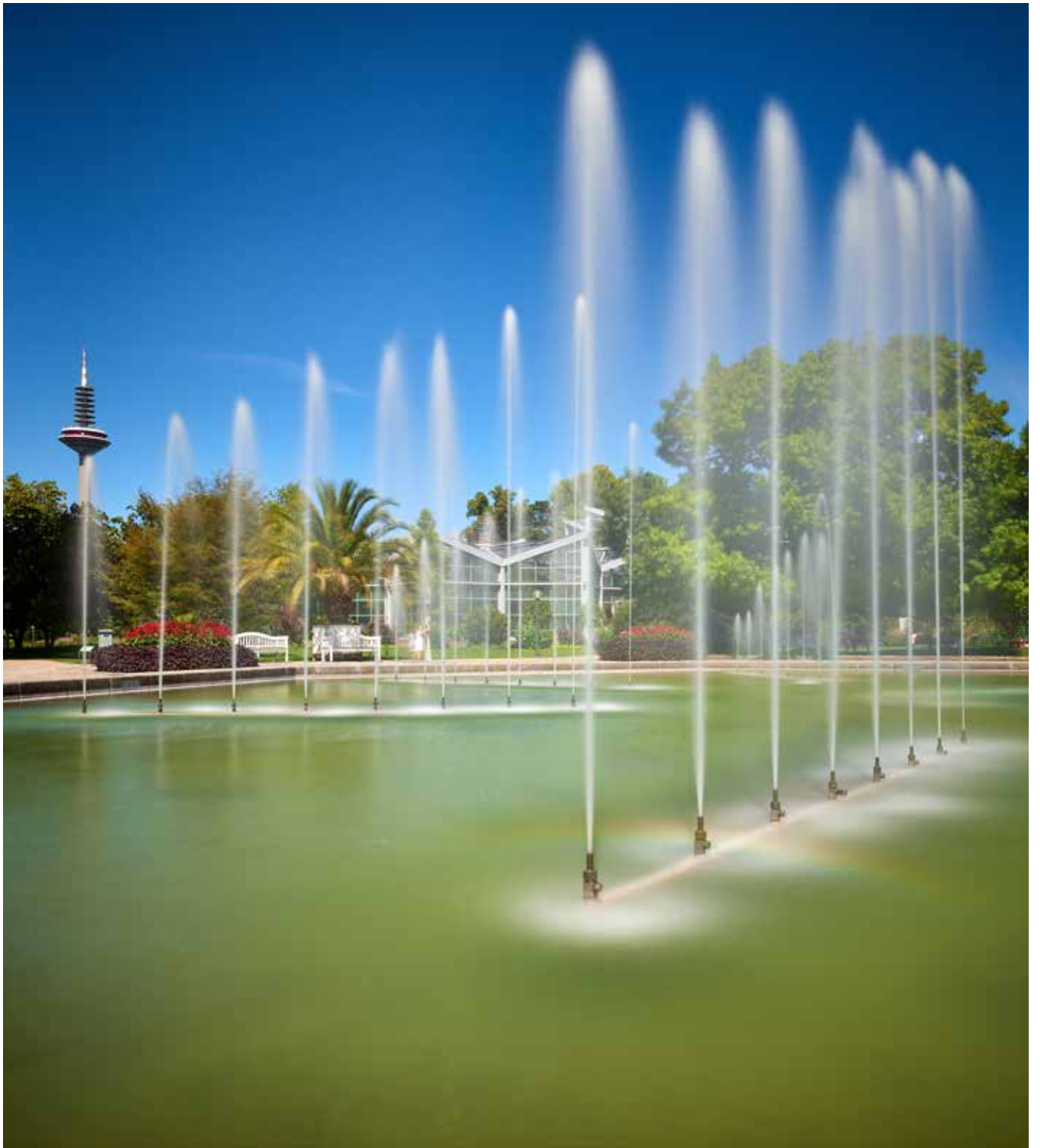
ETFs machen die strategische Asset Allocation, sprich das Einkauf von „Beta“, unkompliziert und billig. Baker Steel Capital Managers ist jedoch bestrebt, „Alpha“ für seine Kunden zu generieren. Und das gelingt dem Investmentteam stetig – über kurze und lange Zeiträume. Wie schaffen wir das? Es gibt dafür zwei gute Gründe: 1) Der Handel im Universum von Aktien im Bereich Edelmetallproduzenten ist im Vergleich zu breiteren Märkten recht ineffizient, da Investmentbanken seit der Finanzkrise kaum noch Analysten für diesen Sektor beschäftigen und der Bärenmarkt 2011-2015 viele Investoren verschreckt hat. 2) Bei Baker Steel arbeiten Fondsmanager, die ausgebildete Geologen und Metallurgen sind und darüber hinaus auch in der Industrie an leitender Stelle gearbeitet haben. Diese Erfahrung, zusammen mit einem disziplinierten Value-Ansatz, produziert ein konzentriertes Portfolio, das weniger volatil als Goldminen-ETFs ist, aber bessere Performanzerwerte erzielt.

*Baker Steel Capital Managers ist eine Londoner Investment-Boutique mit Fokus auf Edelmetallinvestments.*

### AKTIV SCHLÄGT PASSIV: BAKERSTEEL PRECIOUS METALS FUND VS. ISHARES GOLD PRODUCERS ETF (IN EURO)



Quelle: Bloomberg



Frankfurter Palmengarten, © Peter Wiederholt

## WARUM TIMINGASPEKTE BEI DER PRÄMIENSTRATEGIE KEINE ROLLE SPIELEN

*In der vermutlich noch viele Jahre andauernden Negativzinswelt werden Aktien oftmals als „alternativlos“ bezeichnet. Das mag bei einem sehr langen Anlagehorizont und hoher Leidensfähigkeit (große Verlusttoleranz) auch stimmen, de facto gibt es aber nur wenige Investoren, die tatsächlich beide Kriterien vollumfänglich erfüllen. Wenn jedoch Cash und Bundesanleihen sichere Verluste bringen und Aktienmärkte bisweilen zur Achterbahnfahrt neigen, dann braucht es andere sinnvolle Anlagelösungen, wie etwa die Prämienstrategie.*

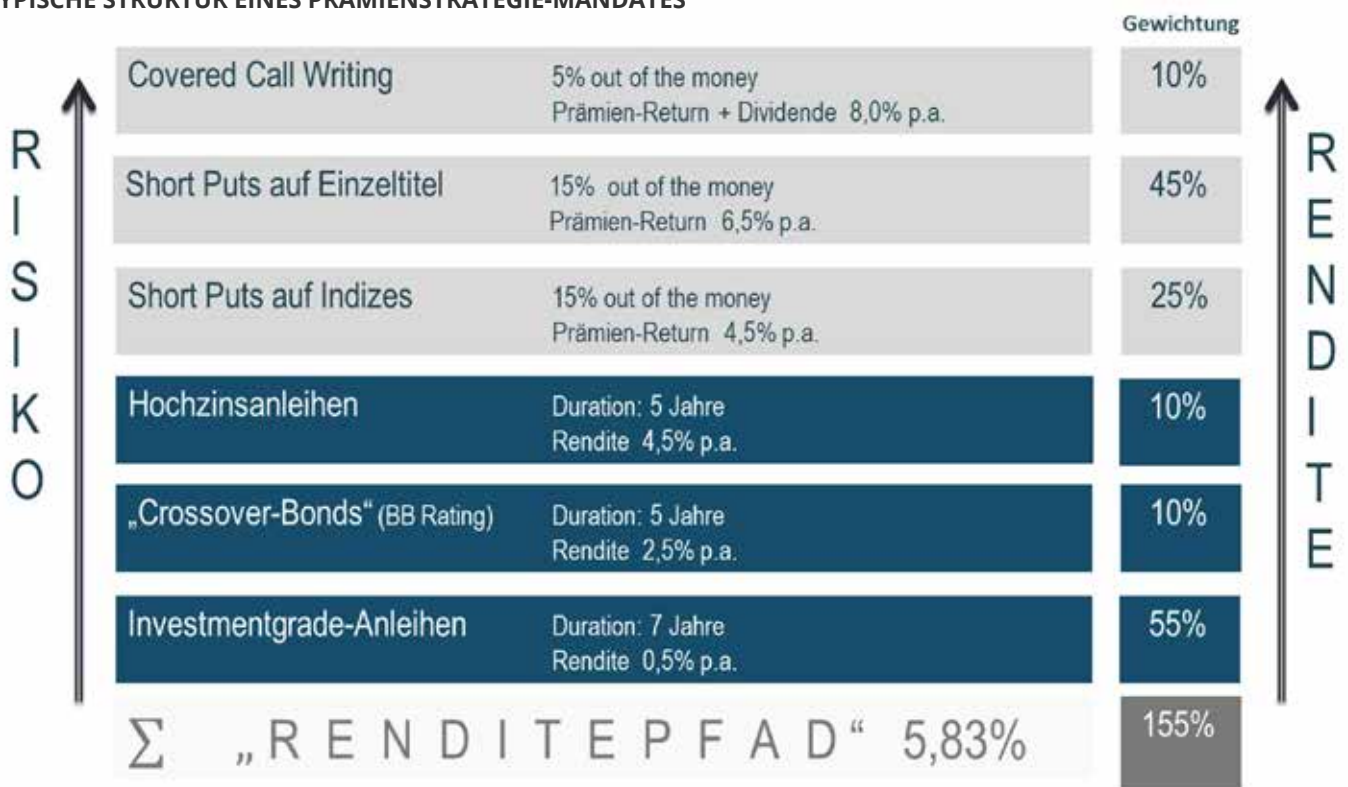
Börse ist eigentlich ganz einfach und wird nur von einer einzigen Regel bestimmt: „Unten einsteigen und oben aussteigen.“ Das klingt banal, hängt insbesondere aber vom optimalen Timing jeder einzelnen Transaktion ab, was in der Praxis auch nicht ansatzweise möglich ist. So ist uns bezeichnenderweise auch kein langfristig erfolgreicher Timing-Fonds bekannt. Denn Aktienmärkte fallen teilweise auch bei eindeutig positiven Nachrichten, während „Bad News“ immer mal wieder zu Kurssteigerungen führen. Gleichzeitig ist in aller Regel kaum prognostizierbar, ob es nach einem Kursrutsch noch weiter bergab geht, oder ob dem Allzeithoch schon bald ein neues, noch höheres Top folgen wird. Dabei wird der Anleger ex post betrachtet fast immer suboptimal gehandelt haben, da Käufe wie Verkäufe praktisch niemals zum bestmöglichen Zeitpunkt erfolgen werden.

Zur DNA der Frankfurt Asset Management (FAM) gehört es deshalb, das „Timing“ an der Börse möglichst zu vermeiden

und stattdessen auf Strategien zu setzen, mit denen sich die mentalen Herausforderungen bei der Vermögensanlage, auf die wir in unserem Sommerbericht („Psychologische Barrieren bei der Kapitalanlage“) ausführlich eingegangen sind, so weit wie möglich umgehen lassen. Deshalb ist die Zielsetzung der FAM eine Portfoliokonstruktion, die über einen vollen Börsenzyklus (ca. 10 Jahre Anlagedauer) zwar eine aktienähnliche Rendite generiert, dabei aber deutlich geringere Schwankungen aufweist als der Aktienmarkt selbst. Wichtig ist dabei insbesondere, dass sich die „maximalen Drawdowns“, also die zwischenzeitlichen Rückschläge von einem erreichten Top, in einem erträglichen Rahmen halten.

Ein wesentlicher Baustein, um diese Zielsetzung zu erreichen (aktienähnliche Rendite mit weniger Volatilität), ist bei der FAM die sogenannte „Prämienstrategie“.

### TYPISCHE STRUKTUR EINES PRÄMIENSTRATEGIE-MANDATES



Quelle: FAM Frankfurt Asset Management, modellhafte Darstellung

## DIE FUNKTIONSWEISE DER FAM-PRÄMIENSTRATEGIE

Basis der FAM-Prämienstrategie ist ein breit gestreutes Bondportfolio, das in der Regel aus Investmentgrade-Anleihen, „Crossover-Bonds“ (BB-Rating) und Hochzinsanleihen besteht (siehe Grafik). Mit diesem Anleiheportfolio wird eine Grundverzinsung generiert.

Die wesentliche Ertragsquelle und damit von größerer Bedeutung ist aber die Optionskomponente. So werden an der Terminbörse Eurex Put-Optionen auf Aktien und Aktienindizes verkauft. Dafür werden Optionsprämien kassiert, die den eigentlichen „Valuedriver“ der Prämienstrategie darstellen. Allerdings muss zum Kassieren der Prämie das Aktienmarkt- bzw. bei Einzelwerten das jeweilige Aktienkursrisiko eingegangen werden, denn mit dem Erwerb der Put-Option und der damit verbundenen Zahlung der Prämie, hat der Käufer das Recht erworben, dem Stillhalter das Underlying zum vorab festgelegten Preis (Basispreis oder Strikelevel) anzudienen.

Der Optionsbesitzer hat sich somit gegen größere Verluste abgesichert, während der Verkäufer der Put-Option eine Art Versicherungsfunktion übernimmt.

Gewinne werden bei der Prämienstrategie immer dann erzielt, wenn der Aktienmarkt steigt, stagniert oder leicht sinkt. Im letzten Fall gilt dies solange, wie der Kurs des Basiswertes am Ausübungstag nicht um mehr als die ursprünglich vereinbarte Prämie unter dem Strikelevel notiert.

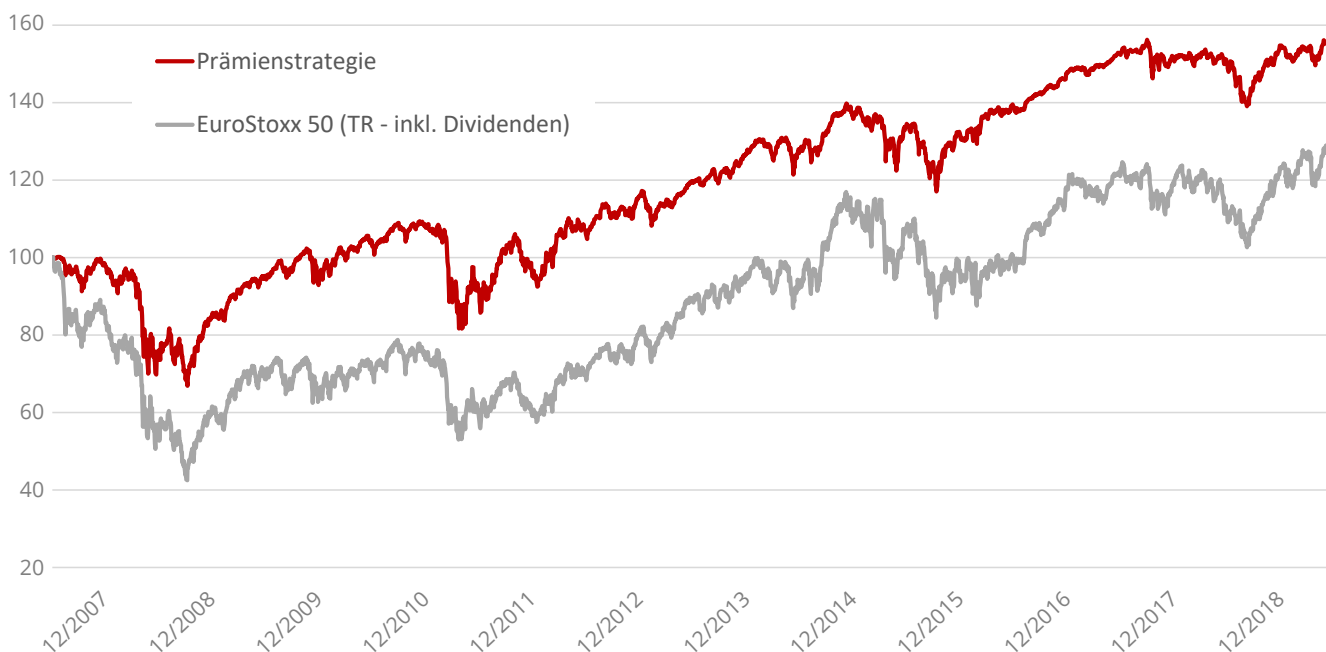
Bei stärkeren Kursrückgängen werden die Put-Optionen zwar ausgeübt und dem Stillhalter entstehen Verluste, diese fallen aufgrund der vereinnahmten Prämie sowie einer i.d.R. vorhandenen positiven Differenz zwischen dem Preis des Underlyings und dem Strikelevel beim Eingehen der Position (Out-of-the-Money Option) aber stets niedriger aus, als bei einem Direktinvestment in den Basiswert.

### PERFORMANCE

Jahr	Prämienstrategie	EuroStoxx 50 (TR)	Differenz
2008	-21,5%	-41,8%	20,3%
2009	23,6%	27,0%	-3,4%
2010	7,2%	-1,8%	9,1%
2011	-11,5%	-13,1%	1,6%
2012	19,5%	19,6%	-0,1%
2013	9,5%	22,7%	-13,2%
2014	6,1%	4,9%	1,2%
2015	0,2%	7,3%	-7,1%
2016	10,0%	4,8%	5,1%
2017	8,3%	9,9%	-1,6%
2018	-8,5%	-11,3%	2,8%
2019 (20.09.)	11,1%	22,9%	-11,7%
<b>Gesamt</b>	<b>55,3%</b>	<b>30,9%</b>	<b>24,5%</b>
Annualisierte Volatilität	12,0%	21,8%	

Quelle: Bloomberg, Axxion, INKA. Stand 31.08.2019. Bis 06/2018 Publikumsfonds A0M6N1 und ab 07/18 institutionelles Mandat.

### PRÄMIENSTRATEGIE VS. EUROSTOXX 50 (TR): DEZEMBER 2007 - SEPTEMBER 2019



Quelle: Bloomberg, Axxion, INKA. Stand 31.08.2019. Bis 06/2018 Publikumsfonds A0M6N1 und ab 07/18 institutionelles Mandat. Indizierte Darstellung

Im Zeitablauf wird es viele positive Jahre geben, in denen kontinuierlich Prämien kassiert werden, ohne dass der Schadensfall (Crash) eintritt. Es wird aber immer auch wieder zu Phasen oder sogar Jahren kommen, in denen Auszahlungen vorgenommen werden müssen, die die Prämieinnahmen übersteigen. Dies war 2008, 2011 und 2018 der Fall. In der Summe ergibt sich jedoch eine aktienähnliche Rendite mit geringeren Schwankungen.

Hinsichtlich der Schwankungen und der maximalen Draw-downs lässt sich die Überlegenheit der FAM-Prämienstrategie gegenüber klassischen Long-only-Aktieninvestments auch mittels des folgenden „Unter-Wasser-Charts“ verdeutlichen. Aus ihm lässt sich ablesen, zu welchen Zeitpunkten und in welchem Ausmaß der Euro- Stoxx 50 sowie der Wert des Prämienstrategie-Portfolios jeweils unter ihren in der Vergangenheit erreichten Maximalwerten notiert haben. Beim wichtigsten europäischen Aktienmarktbarometer war dies an 98,5% der Börsentage der Fall, bei der FAM-Prämienstrategie nur an 90,3%.

Viel entscheidender ist aber natürlich die Höhe der Ausschläge. Während der EuroStoxx 50 zu 64% der Zeit mindestens 10% und an 36% der Börsentage sogar mehr als 25% unter Wasser lag, betrug die entsprechenden Werte für die Prämienstrategie nur 17% bzw. 2%. Dabei fiel ihr Abschlag auf die zuvor erreichten Höchstkurse praktisch durchgängig signifikant niedriger als beim besagten Index aus.

Neben der guten Performance, sowie der beschriebenen „Ertragsverstärkung“ und der damit einhergehenden Schonung der Anlegernerven sprechen aber noch folgende weitere Gründe für den Einsatz der Prämienstrategie:

**1. Seitwärtsrendite:**

Es ist möglich, Geld zu verdienen, ohne dass die Börse steigt. Damit unterscheidet sich die Prämienstrategie signifikant von Long-only-Aktieninvestments. Gerade in der aktuellen Situation, in der die Aktienmärkte nahe des Allzeithochs notieren und möglicherweise eine Rezession droht, ist die Attraktivität klassischer Long-only-Aktieninvestments kritisch zu hinterfragen.

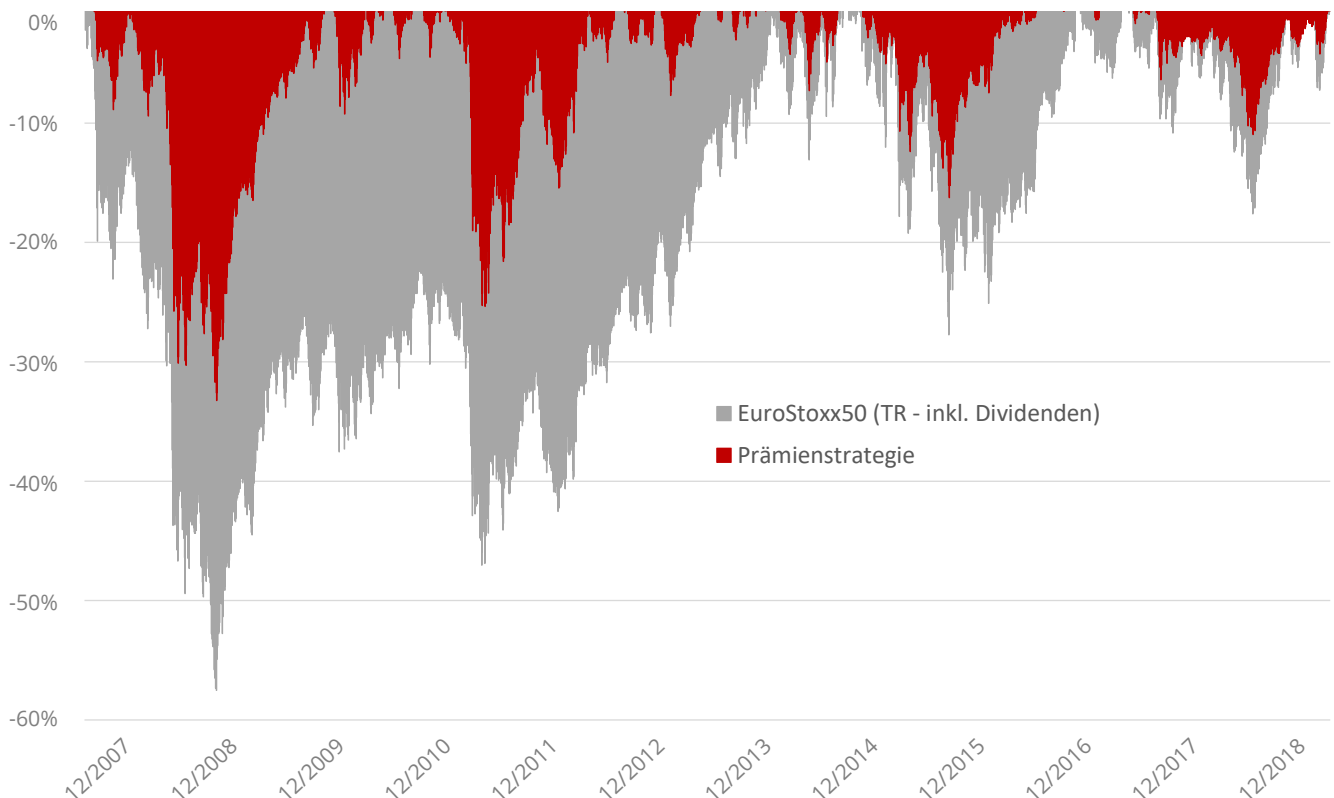
**2. Hohe Eintrittswahrscheinlichkeit für positive Renditen:**

Aufgrund ihrer Systematik (permanente Vereinnahmung von Optionsprämien und Zinskupons) verspricht die Prämienstrategie bereits ab einer Anlagedauer von drei Jahren eine hohe Wahrscheinlichkeit für Gewinne. Sie stellt damit für konservative Investoren mit diesem Zeithorizont eine sinnvolle Möglichkeit der Geldanlage dar. Noch stärker gilt dies natürlich für Anleger mit darüber hinausgehenden zeitlichen Perspektiven.

**3. Prognosefreier Ansatz:**

Es ist nicht nötig, eine Kursprognose für Dax, EuroStoxx & Co. abzugeben und darauf zu hoffen, dass diese dann auch eintritt. Damit entfällt das Timing-Problem. Auf diesen Aspekt gehen wir im Folgenden näher ein.

**PRÄMIENSTRATEGIE VS. EUROSTOXX 50 (TR): „UNTER WASSER“ (DRAWDOWN) CHART**



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

## IN ALLEN MARKTPHASEN MIT POSITIVEN ÜBERRENDITEN

Die langfristige Rendite der Prämienstrategie ist weitgehend unabhängig von der Bewertung der Aktienmärkte zum Zeitpunkt der Anlage. Diese Erfahrung haben wir in der Vergangenheit immer wieder gemacht, zu denselben Schlussfolgerungen kommt aber auch eine empirische Studie der Investmentfirma GMO aus Boston, einem der weltweit führenden Asset Manager im Bereich Value Investing.<sup>1</sup>

Bei einer direkten Aktienanlage ist die Bewertung zum Zeitpunkt des Einstiegs dagegen ausschlaggebend für die langfristige Performance. Umso niedriger die Bewertung, desto höher wird die langfristige Rendite der Anlage ausfallen. Aktieninvestments zu einem Zeitpunkt, an dem die Bewertung sehr hoch ist, werden auf der anderen Seite zu sehr niedrigen oder sogar negativen Renditen über die folgenden Jahre führen.

Dies ist nicht überraschend und lässt sich dem folgenden Chart auch deutlich entnehmen. So ist erkennbar, dass im Zeitraum 1983-2017 die 7-jährige Rendite des S&P 500 umso höher ausgefallen ist, je größer die „Earnings Yield“ (Ergebnis je Aktie, dividiert durch Aktienkurs) war.

<sup>1</sup>GMO (2018): The Value of Short Volatility Strategies

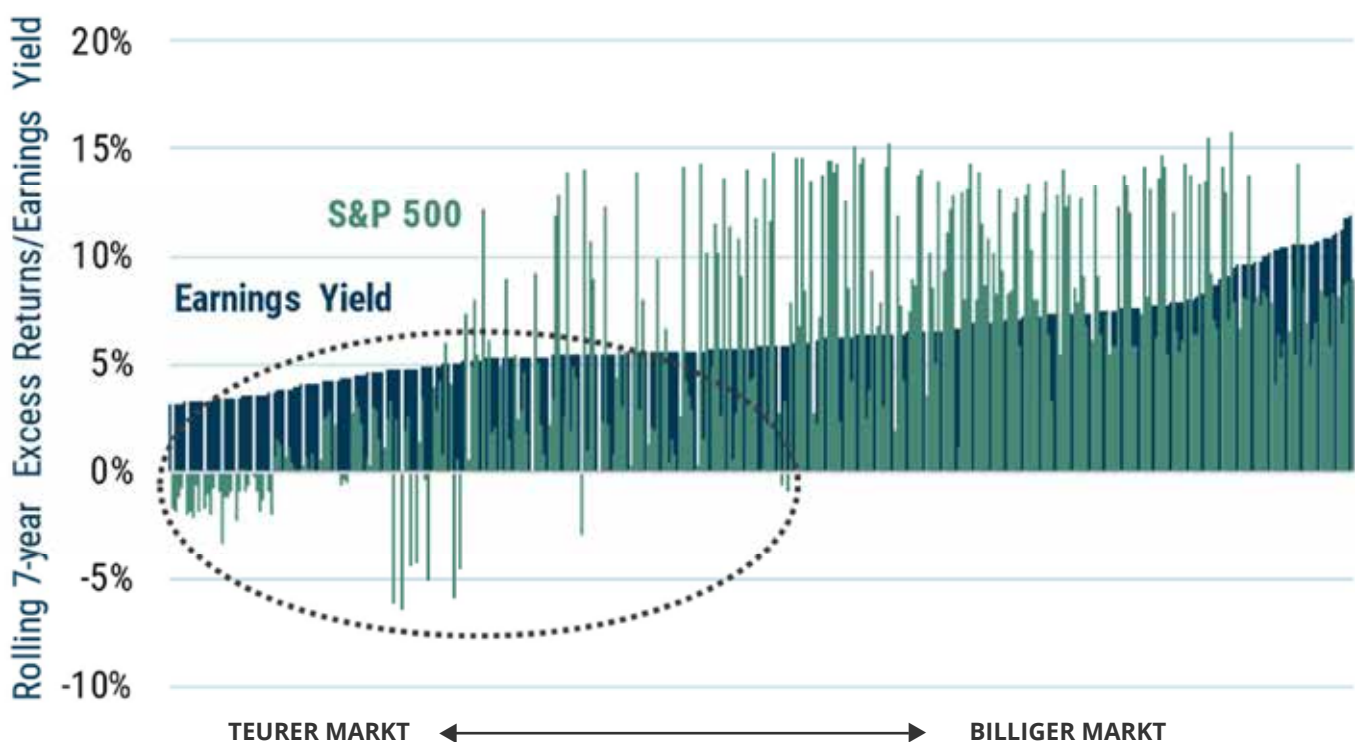
Oder umgekehrt ausgedrückt: Niedrige KGVs (Aktienkurs, dividiert durch Gewinn) zum Zeitpunkt der Investition führen in der Zukunft zu tendenziell besseren Renditen.

Ganz anders sieht dies bei der Prämienstrategie aus. Wie gesagt stellen Put-Optionen für ihre Käufer eine Art Versicherung dar. Der Bedarf an Absicherung gegen (weitere) Kurseinbrüche ist aber immer gegeben, unabhängig davon, ob der Aktienmarkt gerade hoch oder niedrig bewertet ist.

So wie auch z.B. kein Immobilienbesitzer seine Hausratsversicherung kündigen würde, nur weil die Einbruchquote in der jeweiligen Stadt etwas zurückgegangen ist. Lediglich bei einem sehr starken Rückgang (gefühlte auf nahe null) – im übertragenen Sinne also bei extrem niedrigen KGVs – dürfte die Zahl der Neuabschlüsse bei rückläufiger Prämienhöhe (geringeres Schadensrisiko für die Versicherung) sinken. Dann – jetzt wiederum auf den Aktienmarkt bezogen – steigt die Wahrscheinlichkeit für einen längeren kontinuierlichen Börsenaufschwung.

Dieser führt in der Regel zu rückläufigen Marktschwankungen und damit auch niedrigerer zukünftig erwarteter Volatilität (im Fachjargon: die implizite Volatilität sinkt). Geringere Preise für Put-Optionen (= rückläufige Versicherungsprämien) sind die Folge.

### ROLLING 7-YEAR EXCESS RETURN OF THE S&P 500 VS. STARTING EARNINGS YIELDS (1983-2017)

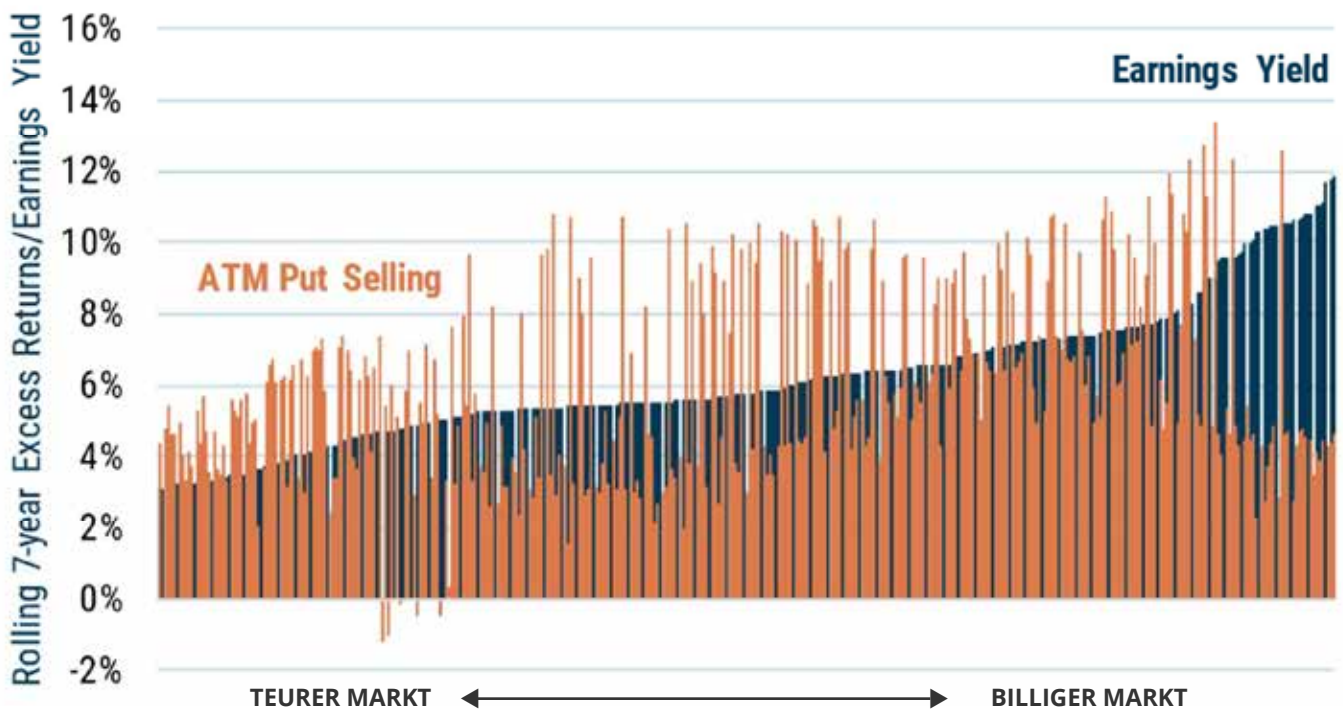


Quelle: GMO

Zu diesem Ergebnis kommt auch die Studie von GMO. Gleichzeitig hat der renommierte Asset Manager für den Zeitraum von 1983-2017 aber nachgewiesen, dass sich mit der Prämienstrategie auch in Perioden mit extrem tief bewerteten Aktienmärkten solide Ergebnisse erzielen lassen. In diesen Phasen beträgt die 7-jährige Überschussrendite (Renditevor-

sprung gegenüber 3-Monats-US-Staatsanleihen, sogenannten T-Bills) aus dem Verkauf von Put-Optionen auf den S&P 500 im Durchschnitt immer noch 4%. In allen anderen Marktphasen lagen die Werte bei 5-7% (Normalfall), gelegentlich sogar bei über 8%.

**ROLLING 7-YEAR EXCESS RETURN OF PUT WRITING VS. STARTING EARNINGS YIELDS OF S&P 500 (1983-2017)**



Quelle: GMO

**FAZIT**

Alles in allem stellt die FAM-Prämienstrategie eine hervorragende Ergänzung zur direkten Aktienanlage dar. Für vorsichtige Investoren, denen es insbesondere um die Vermeidung größerer zwischenzeitlicher Verluste geht, kann sie sogar als Alternative zu klassischen Long-only-Aktieninvestments angesehen werden.

So führt die kontinuierliche Vereinnahmung von Optionsprämien und Zinskupons auch in Zeiten stagnierender und sogar leicht fallender Aktienmärkte zu stetigen Einnahmen. Die Wahrscheinlichkeit für positive Renditen innerhalb eines bestimmten Zeitraums nimmt damit deutlich zu. Aus diesem Grund ist die Prämienstrategie bereits ab einer mittleren Anlagedauer eine solide und erfolgversprechende Form der Vermögensanlage.

Bei Aktieninvestments ist dies bei seriöser Betrachtung dagegen nur langfristig der Fall.

Gleichzeitig fallen signifikante „Unter-Wasser-Phasen“ (mehr als 10% unter dem All-Time-High) deutlich kürzer als bei den Aktien aus, und der Abschlag auf die zuvor erreichten Höhen ist bei weitem nicht so hoch. Das schont die Nerven der Anleger und reduziert das Risiko, sich bei der Geldanlage von Emotionen, wie etwa Panikattacken, leiten zu lassen. Weitere Vorzüge sind ihr prognosefreier Ansatz und die Tatsache, dass auch für den Investor kein Market Timing erforderlich ist. So ist die langfristige Rendite der Prämienstrategie sowohl von der Bewertung der zugrundeliegenden Aktienmärkte wie auch dem konkreten Einstiegszeitpunkt weitestgehend unabhängig.

### 3 FRAGEN AN OTTMAR WOLF

#### 1. Ist die Prämienstrategie ein Ersatz für Aktien oder komplementär?



Aus unserer Sicht komplementär. In sehr starken Aktienjahren ist es für das Gemüt des Kunden gut, wenn er auch Long-only Aktieninvestments hat. In allen anderen Marktphasen bringt die Prämienstrategie dagegen ihre Stärke ein und verbessert die Portfoliorendite.

#### 2. Hand aufs Herz: Ist jetzt ein gutes Einstiegsmoment in die Prämienstrategie?

Wie im Artikel bereits beschrieben, ist der Einstiegszeitpunkt nicht wirklich wichtig. Das Gegenteil ist ja der Fall bei Aktieninvestments. Folglich

bietet sich daher gerade aktuell im Vergleich dieser beiden Asset Klassen eher die Prämienstrategie an – denn die Aktienmärkte notieren eher hoch, sind auch nicht billig bewertet und die Konjunktur läuft holprig.

#### 3. Wo sehen Sie Unterschiede zu anderen Asset Managern, die auch Prämienstrategien anbieten?

Bislang handelt es sich noch um ein Nischenthema, welches jedoch sukzessive wächst. Die FAM Prämienstrategie zählt zu den eher auf Rendite fokussierten Konzepten, da bewusst sowohl auf der Bond- als auch auf der Prämienseite Risiken übernommen werden. Damit erreichen wir eine attraktive Rendite für unsere Investoren. Am Markt finden sich ansonsten überwiegend risikoarme Konzepte, die eine Minimierung der Schwankungen anstreben, was zu Lasten der Performance geht.



Blick aus dem Büro der FAM, © Peter Wiederholt

## FAM RENTEN SPEZIAL

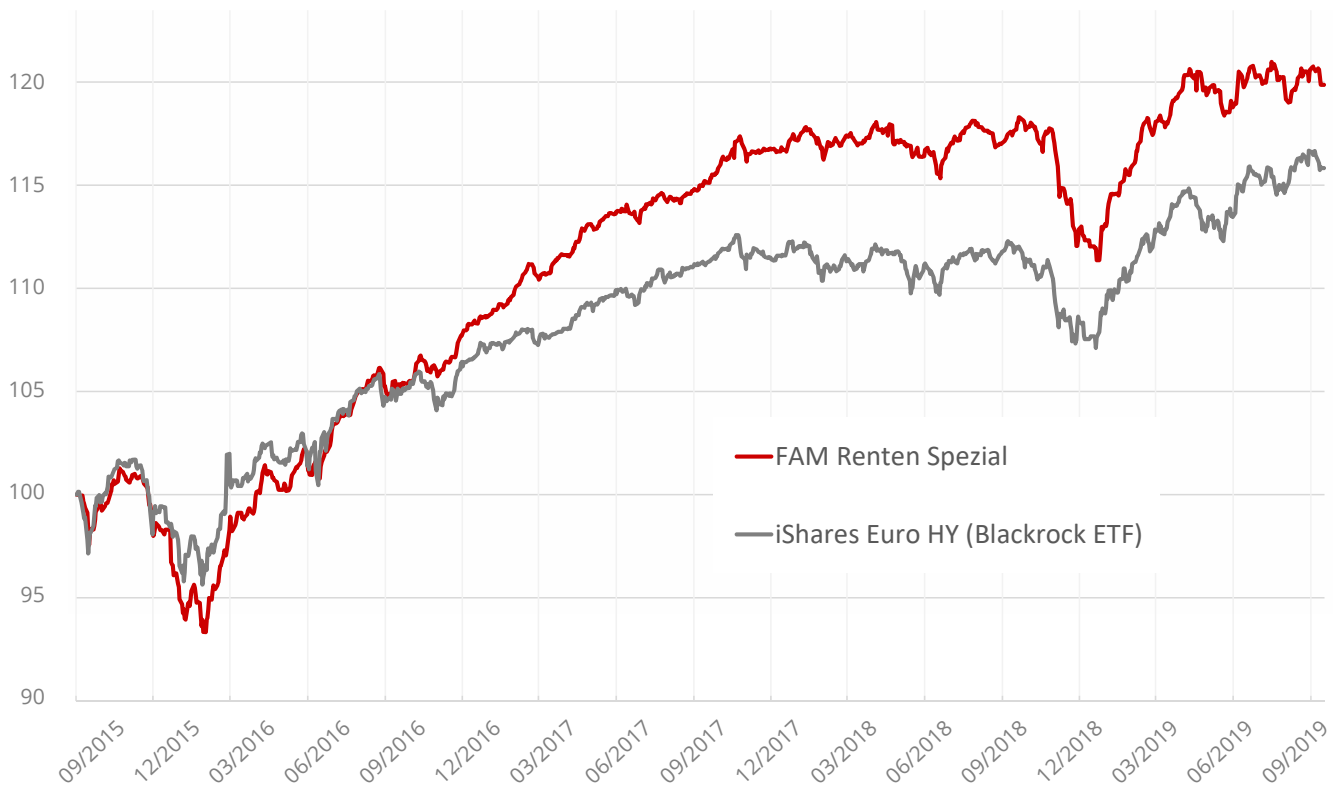
### ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Renten Spezial richtet sich an alle Zinssparer, die auch im aktuellen Niedrigzinsumfeld einen auskömmlichen Ertrag anstreben und dafür bereit sind, gewisse Risiken einzugehen. Der Schwerpunkt des breit gestreuten Ren-

tenportfolios 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 begemischt werden können.

### PERFORMANCE FAM RENTEN SPEZIAL VS. HY ETF (15.09.2015\* - 30.09.2019)

\*Auflage des FAM Renten Spezial



### MANAGERKOMMENTAR: DRAGHI ZEMENTIERT DIE NEGATIV-ZINSEN

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat am 12. September eine wichtige Weichenstellung vorgenommen. So wurde der Einlagensatz um 10bps auf minus 0,50% gesenkt. Gleichzeitig wurde beschlossen, die Netto-Anleihekäufe ab November wieder aufzunehmen. Dabei überraschte EZB-Chef Mario Draghi die Märkte einerseits negativ mit dem monatlichen Volumen von „nur“ 20 Mrd. Euro, während er andererseits positiv damit überraschte, dass die Käufe auf unbestimmte Zeit erfolgen (erwartet wurde ein höheres monatliches Volumen bei einer allerdings begrenzten Laufzeit).

Für die europäischen Rentenmärkte bedeutet dies eine Verlängerung des Negativ-Zinsumfeldes für mehrere Jahre.

Ursprünglich war für den Herbst 2019 mit einer ersten Zinsanhebung gerechnet worden – nun ist das Gegenteil passiert. Dabei war der EZB-Rat wohl gespalten wie nie und der scheidende Präsident Draghi musste die Beschlüsse durchboxen. Er hat damit allerdings Fakten geschaffen, die noch für lange Zeit nach seiner Amtszeit wirken werden.

Die verzweifelte Suche nach Rendite geht damit noch für Jahre weiter. Der FAM Renten Spezial investiert bekanntlich sowohl in Investment-Grade-Anleihen (IG-Bonds) als auch in High Yield Bonds (HY-Bonds). Bei den IG-Anleihen geht es nun darum, sich jetzt noch schnell die letzten positiven Zinsen zu sichern. Dabei darf die Duration auch etwas länger sein, denn Zinsängste scheinen deplatziert. Vielmehr könnte es ein Performance-Treiber werden, neue IG-Bonds mit positiver Rendite zu zeichnen und diese so lange zu halten, bis die Renditen ins Minus rutschen, um dann die Kursgewinne mitzunehmen.

Um dieses Konzept umzusetzen, hat der FAM Renten im Berichtsmonat 20jährige Anleihen vom US-MedTech Riesen Danaher mit einer Rendite von 1,4% (Rating Baa1/A) und 12jährige Papiere der amerikanischen Chemie-Firma LyondellBasell mit einer Rendite von 1,7% (Rating Baa1/BBB+) erworben.

Dennoch wird der Schwerpunkt und Haupt-Performance-Treiber auch in Zukunft bei den Hochzinsanleihen liegen. So beträgt der HY-Anteil aktuell 71%, während die IG-Bonds mit 15% allokiert sind und die Cashquote bei 14% liegt.

Neu im Portfolio als Top-Holding ist die Ende September zwecks Übernahmefinanzierung der US-Halbleiterfirma Cypress begebene Hybrid-Anleihe vom Dax-Konzern Infineon. Dieser Perpetual hat einen Kupon von 3,625 und eine Non-Call-Periode von 8,5 Jahren (Rating BB+). Im Vergleich zu anderen Corporate Hybriden besteht hier Kurspotenzial (= Einengung des Credit Spreads, der mit 441bps vs. Bund attraktiv war).

#### Top Emittenten Renten

3,625% Infineon Technologies AG Perp NC 2028		4,7 %
6,500% Stichting AK Rabobank Certificaten Perp		3,5 %
5,250% CMA CGM SA 2025		3,3 %
6,250% Norddeutsche Landesbank-Girozentrale 2024		3,2 %
6,875% Refinitiv US Holdings Inc 2026		3,1 %
7,375% LeasePlan Corp NV Perp NC 2024		3,0 %
6,500% Sunshine Mid BV 2026		3,0 %
1,750% CNAC HK Finbridge Co Ltd 2022		2,9 %
1,625% LYB International Finance II BV 2031		2,8 %
5,250% Monitchem HoldCo 3 SA 2021		2,8 %

#### Bonitätsaufteilung

A		2,3 %
Baa		16,2 %
Ba		22,4 %
B		47,5 %
Caa		11,6 %

#### Währungsallokation

EUR		94,9 %
USD		4,3 %
GBP		0,8 %

#### Asset Allocation

Renten		86,1 %
Kasse		13,9 %

#### Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Renten Spezial	-0,3 %	7,0 %	1,9 %	4,1 %	13,8 %	19,9 %
iShares Euro HY (Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY)	-0,6 %	7,4 %	3,5 %	4,0 %	10,2 %	15,6 %

Quelle: Bloomberg, FAM, Stand: 30.09.2019

#### STAMMDATEN

ISIN	DE000A14N878
WKN	A14N87
Rücknahmepreis (EUR)	119,85
Fondsvermögen (EUR Mio.)	10,7
Auflagedatum	15.09.2015
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Donner & Reuschel AG
KVG	Hansainvest Hanseatische Invest GmbH
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	3,00 %
TER	0,71 %
Bestandsprovision	0 %
Management-Fee	0,40 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	100
Sparplanfähig	Ja

#### AUSSCHÜTTUNGEN

04.03.19	4,00 €
27.02.18	3,00 €
27.02.17	1,85 €

#### FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	86,1 %
Rendite bis Endfälligkeit	7,6 %
Laufende Rendite	5,7 %
Durchschnittliche Fälligkeit (Jahre)	6,9
Modified Duration	5,2
Durchschnittlicher Kupon	5,4 %
Fremdwährungsexposure (FX)	5,1 %

#### STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	2,5 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	1,9
Maximum Drawdown	-7,8 %
Time-to-Recovery	172 Tage



FAM Frankfurt Asset Management AG  
Taunusanlage 1  
60329 Frankfurt am Main

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

## IMPRESSUM

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

**Redaktionsschluss:** 04.10.2019  
**Auflage:** 250 Stück

**Gestaltung & Realisierung:**  
motion one GmbH  
Wilhelmstraße 4  
68185 Wiesbaden

**Bilder:** Peter Wiederholt  
© 2019 Änderungen vorbehalten

## DISCLAIMER

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

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

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

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