

DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff capital management AG

Nr. 2 vom 14. Januar 2019

Erscheinungsweise: zweimal monatlich

19. Jahrgang / Seite 1

Liebe Leserin,
Lieber Leser,

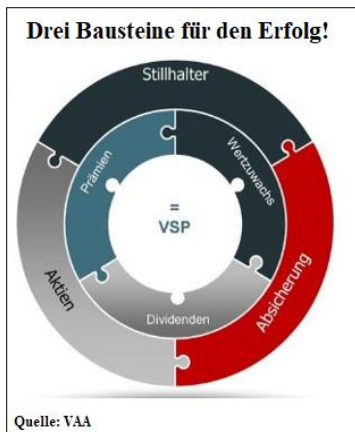


Folgen Sie uns: DER FONDS ANALYST auf Twitter

Ein turbulentes und aufregendes Jahr 2018 liegt hinter uns: Borussia Dortmund scheint auf dem besten Weg, dem deutschen Abo-Meister FC Bayern München den Titel streitig machen zu können! Aber auch an den Aktien- bzw. Finanzmärkten muss man sich (bereits seit einigen Monaten) ebenfalls an ein ungewohntes Bild gewöhnen, wie beispielsweise eine deutlich angestiegene Volatilität mit stärkeren Kursrückgängen, und das nach Jahren, in denen größere Schwankungen und höhere Kurskorrekturen so gut wie nicht auftraten. Und auch der Jahresstart verläuft etwas holprig, viele Fragen sind nach wie vor nicht beantwortet und beschäftigen natürlich alle Marktteilnehmer: Gleitet die USA denn nun in eine Rezession oder geht der Zyklus in die Verlängerung, wird Brüssel dem Problemkind Italien die rote Karte zeigen und werden die doch recht angeschlagenen Emerging Markets von der Ersatzbank kommend wieder eine größere Rolle in der globalen Finanzmarkt-Liga spielen können? Natürlich richten sich auch die Blicke auf den Welthandel: Denn (allen voran) die USA, aber auch China, Europa und weitere Länder wollen gewisse Regeln so aufstellen, um selbst am meisten davon zu profitieren. Solche Handelskonflikte könnten länger dauern als viele glauben oder hoffen, die Lage ist jedenfalls nur sehr schwer kalkulierbar. Doch es gibt wie immer auch Chancen.

Beginnen wir in den USA: Es sieht ganz danach aus, dass die US-Konjunktur mit am weitesten vorangeschritten ist! Die Arbeitslosenquote, die so niedrig ist wie seit fast 50 Jahren nicht mehr, und Löhne, die immer schneller steigen bei einem stärker werdenden Inflationsdruck und einer strafferen Geldpolitik der FED – dies alles deutet darauf hin, dass das Finale des Zyklus bereits stattfindet. Das ist allerdings keinerlei Grund, in der Breite pessimistisch in die Zukunft zu blicken. Denn es gibt auch in einem solchen Umfeld durchaus immer wieder attraktive Titel bzw. innovative Unternehmen, die sich entsprechend anpassen, um konjunkturunabhängig Gewinne zu erzielen. Man denke hierbei nur mal an Microsoft mit ihrem Abo-Modell oder an den Tech-Riesen Alphabet, für den autonomes Fahren riesige Chancen eröffnet. Oder ist am Ende China mit einer sich abschwächenden Konjunktur das größte Risiko am Markt? Der schwelende Handelsstreit mit den USA ist jedenfalls nicht gerade hilfreich, auch wenn die Wirtschaft nach wie vor ganz ordentliche Wachstumszahlen aufweist (6,5% annualisiert). Zum Jahreswechsel zeigten jedoch gewisse Sektoren (z.B. Konsum, Industrieproduktion, Wohnimmobilien) erste Schwächen und wenn dies so bleibt, wird eine höhere Volatilität evtl. auch in anderen Regionen zu sehen sein. Aber auch für China gilt: Wählt man in diesem Markt selektiv Unternehmen aus, gibt es selbst in einem schwächeren Umfeld Opportunitäten. Die demografische Entwicklung sorgt dafür, dass die recht junge Bevölkerung mobilen E-Commerce nutzt, als gäbe es nichts anderes, und profitieren werden davon bekannte Player wie Alibaba, Tencent oder auch Ctrip, ein Anbieter von Reisedienstleistungen. Wie sieht es in den Schwellenländern aus?

Auch für die Emerging Markets war das Jahr 2018 kein Zuckerschlecken! Länderspezifische Probleme, anziehende US-Zinsen, ein stärkerer US-Dollar und Stürfeuer beim Welthandel, dies alles und noch ein paar Gründe mehr waren dafür verantwortlich, dass an einigen Börsen zweistellige Verluste im Kalenderjahr zu verzeichnen waren. Für diese Region sprechen mittlerweile die Bewertungen: Das KGV ist so niedrig wie seit 3 Jahren nicht mehr, der Abschlag von Aktien aus Schwellenländern gegenüber Aktien aus Industrieländern liegt deutlich über dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre und die Gewinnaussichten sind nach wie vor positiv. Das trifft natürlich nicht auf alle Länder zu, auch hier sollten Anleger selektiv vorgehen. Attraktive Bewertungen findet man im Übrigen auch bei vielen Unternehmen Japans, wo die Restrukturierung weiter voranschreitet und somit weiterhin positive Signale gesendet werden. Was machen Anleger nun aus der unüberschaubaren Lage? Auf der einen Seite attraktive(re) Bewertungen in vielen Regionen und Sektoren, andererseits eine sich abschwächende Konjunktur und einige Stürfeuer, die so schnell wohl nicht gelöscht werden können. Anleger tun daher gut daran, die regionale Streuung zu erhöhen und evtl. Large Caps aus tendenziell defensiven Sektoren beizumischen oder deren Gewichtung hochzufahren, um die Stabilität des Aktienportfolios zu erhöhen. Auf der Anleienseite gibt es – im Gegensatz zu den USA – für europäische Anleger kaum attraktive Anlagemöglichkeiten, sodass auch bei den Renten eine breite globale Streuung sinnvoll erscheint. Denn nicht nur im Winter gilt „wer streut, rutscht nicht aus!“. Beginnen wir etwas defensiv:



Man nehme 50% Value-Aktien, sichert diese gegen Kursverluste, packt die anderen 50% in Cash als Sicherung von Stillhaltergeschäften dazu und sichert aus den Prämieinnahmen das komplette Portfolio gegen starke Kursrückgänge ab – fertig ist die VAA VALUE STRATEGIE PLUS (WKN A2A EWA)! Diese ungewöhnliche Strategie wird seit 2007 sehr erfolgreich in der Vermögensverwaltung der Value Asset Advisors GmbH aus München umgesetzt und wurde im April 2016 auch als Fonds aufgelegt. Die Idee entstammt der FIDUKA Depotverwaltungs GmbH, der Gesellschaft der bekannten Value-Investoren Gottfried Heller und André Kostolany. Diese stellten sich zur Jahrtausendwende die Frage, wie sie wohl ihre Aktienbestände am sinnvollsten gegen drohende Kursverluste absichern können. Hierzu holte der damalige Geschäftsführer Felix Schleicher den Südtiroler Markus Walder ins Team, um eine entsprechende Strategie zu entwickeln. Nach und nach entstand dann eine fertige Strategie, die die Vorteile von Aktien auf der einen Seite mit den Vorteilen der Stillhaltergeschäfte auf der anderen Seite kombinierte. Final wurde dann zusätzlich

eine Absicherungsstrategie des Gesamtportfolios miteinbezogen, sodass man gegen starke Kursrückgänge gesichert war. Mit dem Verkauf der FIDUKA an das Bankhaus Lampe (Oetker-Gruppe) entschlossen sich die Herren Schleicher und Walder, in die Selbstständigkeit zu wechseln und gründeten die VAA GmbH. Dort haben die einstigen „Kostolany-Lehrlinge“ ihre Strategie immer weiter verfeinert und vermögenden Privatkunden angeboten. Mit ihren Lösungen verwalten sie aktuell insgesamt rund 70 Mio. Euro. In der Vergangenheit wurden bereits Teile der Strategie erfolgreich in Fonds bzw. Zertifikate umgesetzt. Der **MMT GLOBAL BALANCE (WKN 592 332)**, über den wir in Ausgabe 10/2010 berichtet hatten, wurde im Rahmen der Finanzmarktkrise aufgrund des Volumens mit einem anderen Fonds verschmolzen und das LBB Premium Protektor Zertifikat fiel 2013 dem Entschluss der Landesbank Berlin, sich aus dem Zertifikatesgeschäft zu verabschieden, zum Opfer. Beide Entscheidungen hatten nichts mit den Strategien oder deren Ergebnissen zu tun, sondern waren rein strategischer Natur der jeweiligen Verantwortlichen bzw. Emittenten.

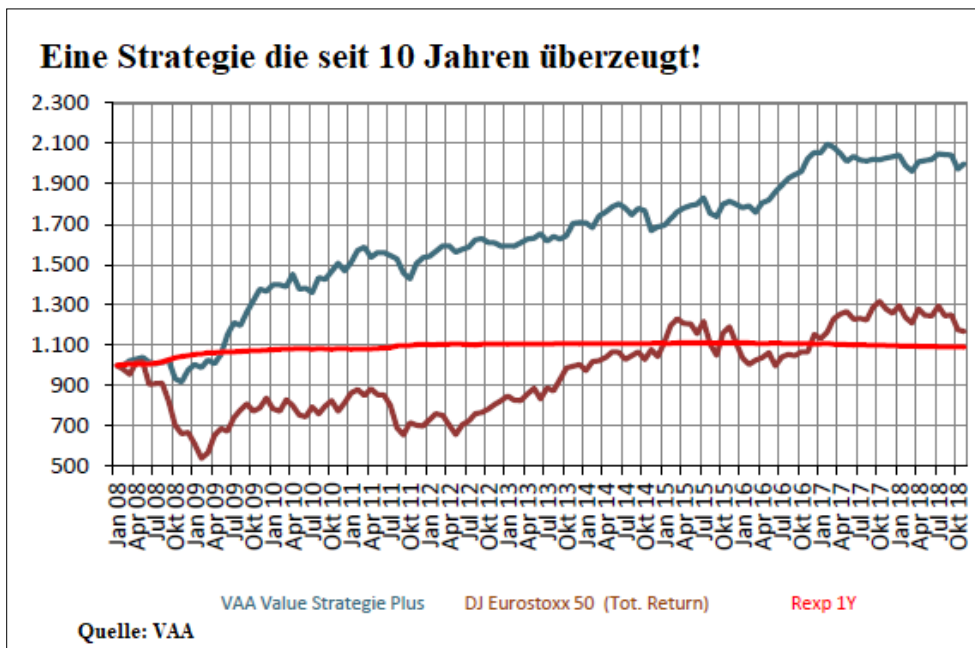
Die Grundphilosophie ist es, aktienmarktähnliche Renditen bei deutlich geringerer Volatilität zu erzielen! Zielsetzung ist die „dreifache 7“: 7% Ertrag bei 7% Volatilität und 7% maximalem Drawdown (über eine Anlagedauer von 1 Jahr). Erreicht wird dies durch eine indexunabhängige dreigeteilte Anlagestrategie: 50% fließen antizyklisch in fundamental starke, unterbewertete Qualitätsaktien mit Sicherheitsabschlag („Margin of Safety“). Diese werden althergebracht nach den Kriterien des klassischen fundamentalen Bottom-up-Ansatzes ausgewählt. Im Anschluss werden alle gehaltenen Aktien einzeln mit günstigen, langlaufenden Optionen (1-2 Jahren Laufzeit) abgesichert. Wie uns Fondsmanager Markus Walter verrät: *Wie bei Aktien auch, gibt es aufgrund von Angebot und Nachfrage teure, aber auch günstige Optionen – und genau diese suchen wir!* Es werden stets alle Aktien dauerhaft gesichert, sodass das maximale Risiko zwischen 6-10% liegt. Die Grundregel der sog. VSP-Strategie ist laut des Managements *„Niemals ohne Absicherung!“* Mit den anderen 50% werden Stillhaltergeschäfte auf die drei Kernindizes S&P 500, Eurostoxx 50 und FTSE 100 abgeschlossen. Dies erfolgt ohne Hebel, so dass bewusst keine zusätzlichen Risiken eingegangen werden. Um die entsprechenden Verpflichtungen aus diesen Stillhaltergeschäften erfüllen zu können, werden diese 50% in Cash oder kurzlaufenden Anleihen mit mindestens AA-Rating gehalten. Final werden aus den generierten Prämieinnahmen ca. 10% verwendet, um das Gesamtportfolio gegen sehr starke Kursverluste abzusichern. Warum man das macht? Das erklärt Markus Walder wie folgt: *Mit diesem Ansatz sind wir und unsere Anleger für alle Marktsituationen gerüstet und profitieren dreifach: Durch die gehaltenen Aktien bei steigenden Märkten, durch die Optionsprämien und Dividenden in Seitwärtsmärkten und bei fallenden Märkten durch die Absicherungsstrategie!*

Doch was sind eigentlich Stillhaltergeschäfte, wie sie im VAA Value Strategie Plus eingesetzt werden? Grundsätzlich unterscheidet man zwischen dem sog. Stillhalter in Aktien und dem sog. Stillhalter im Geld. Der Stillhalter in Aktien besitzt die Aktie und verkauft eine Kaufoption (Call) und erhält dadurch von der Gegenseite eine Prämie. Im Gegenzug verpflichtet er sich, wenn die Gegenseite einwilligt, die Aktie zu dem vereinbarten Preis zu verkaufen. Er generiert so zusätzliche Einnahmen, geht aber das kalkulierbare Risiko ein, dass er die Aktie zu einem günstigeren Kurs verkaufen muss als er denn über die Börse erzielen kann. Gleichzeitig sichert die Prämieinnahme die Aktie gegen Kursabschläge ab. Der Stillhalter im Geld dagegen besitzt eine Aktie nicht, er verkauft eine Verkaufsoption (Put), spricht er verpflichtet sich der Gegenseite, wenn sie von ihrem Verkaufsrecht Gebrauch macht, die Aktie(n) zum vereinbarten Preis abzunehmen. Auch hierfür erhält er eine Prämie als Zusatzeinnahme.

VSP Strategie

Das Risiko, welches auch hier kalkulierbar ist, bezieht sich darauf, dass er die Aktie zu einem höheren Preis kaufen muss, als der Preis, den er über die Börse bezahlen müsste! Da es sich um eine Verpflichtung in der Zukunft handelt, muss er hierfür entsprechende Sicherheitsleistungen (Margin) hinterlegen. Der Begriff des Stillhalters begründet sich final darin, dass der Stillhalter nach Abschluss des Geschäfts nichts machen kann – sprich er muss stillhalten und warten, wie sich die Gegenseite entscheidet. Beide Varianten kommen in der **VAA VALUE STRATEGIE PLUS** zum Einsatz. Einerseits werden die gehaltenen Aktien mittels des Verkaufs einer Verkaufsoption abgesichert (sog. Covered Call Writing) und zusätzliche Prämieinnahmen generiert, andererseits werden auf die Indizes Verkaufsoptionen verkauft, welche ebenfalls den Prämieinnahmen dienen, und gleichzeitig wird der für die Kaufverpflichtung notwendige Sicherheitsleistung dauerhaft via Cash und Anleihen zur Verfügung gestellt.

Eine gänzlich systematische Vorgehensweise ebnet den Erfolg! Bei der Aktienausswahl spielen mehrere ganz klassische Faktoren des Value-Investings eine Rolle. Hier ist das VAA-Team sehr fokussiert und hat mit Felix Schleicher einen Manager an Bord, der zehn Jahre gemeinsam mit dem Altmeister André Kostolany gearbeitet hat. Es wird ein antizyklischer Ansatz verfolgt, der letztendlich die drei folgenden Ansätze vereint: „Im Einkauf liegt der Gewinn – kaufe stets mit Sicherheitsmarge“ (Benjamin Graham), „Kaufe nichts, was Du nicht verstehst und achte auf Qualität“ (Warren Buffett) und „Habe Geduld und lass Dich nicht treiben“ (André Kostolany). Bei der finalen Aktienausswahl achtet man darauf, dass es für die Werte auch entsprechend liquide Optionsmärkte gibt, sodass eine Absicherung sinnvoll und preiswert erfolgen kann. Von daher sind die ausgewählten Aktien eher dem Large Cap-Bereich zuzuordnen und weniger aus dem Small- und Mid Cap-Sektor. Grundsätzlich erfolgt die Auswahl unabhängig eines Index und auch die Branchen oder die Regionen spielen keinerlei Rolle, die Unternehmenszahlen an sich sind maßgebend. Es wird hierbei eher eine Buy and Hold-Strategie gemäß Kostolany verfolgt: Wenn nichts Gravierendes bei einem Unternehmen passiert, wird die Aktie auch gehalten. Lediglich dann, wenn der Investitionsgrund entfällt, Kursziele erreicht werden oder es deutlich aussichtsreichere Kandidaten gibt, erfolgt ein Austausch. Die Stillhalterseite wird systematisch gleichmäßig über die drei Indizes Euro Stoxx 50, S&P 500 und FTSE 100 abgedeckt.



Schaut man sich die erzielten Ergebnisse an, kann man einen klaren Mehrwert der VAA VALUE STRATEGIE PLUS erkennen! Den Fonds gibt es erst seit April 2016. Insofern muss man für ein Gesamtbild der Ergebnisse die dokumentierte Historie nach Kosten der Strategie seit 2008 bemühen, aber diese ist absolut überzeugend und zeigt, dass der Ansatz funktioniert. Zwar kann sie bei steigenden Märkten nicht mit einer reinen Aktienanlage mithalten, was aufgrund des Aktienanteils am Portfolio und den Sicherungsmaßnahmen auch nicht möglich ist. Doch in Seitwärts- und fallenden Märkten

kann die Strategie mehr als überzeugen. Seit Auflage wurde ein jährlicher Ertrag von 6,6% erzielt (Euro Stoxx 50 +1,4%), die Volatilität war mit 8,36% nur halb so hoch wie beim Euro Stoxx 50 (17,58%) und der maximale Drawdown mit 11,6% gar deutlich niedriger (Euro Stoxx 50 47%). Auch in einem wahrlich nicht einfachen Jahr 2018 lag man zwar mit knapp 3% per Ende November im Minus, was aber ebenfalls deutlich besser ist im Vergleich zum Euro Stoxx 50, der mehr als 8% verlor. Insgesamt eine wirklich überzeugende Vorstellung.

VSP Strategie

US-Aktien dominieren das aktuelle Portfolio auf der Aktienseite! Aktuell ist das über 10 Mio. große Fondsvermögen mit rund 40% auf der Aktienseite investiert, welche mit rund 35% aus den USA stammen. Größte Position ist Barrick Gold mit 2,91%, gefolgt von Comcast mit 2,86% und Allergan bzw. Arconic mit jeweils 2,59%. Die Investitionen sind auf aktuell insgesamt 20 Titel verteilt. Alle Absicherungspositionen der Aktien haben Laufzeiten im Bereich 2020/ 2021. Die Rentenseite ist mit rund 37% vertreten mit dem Schwerpunkt auf deutschen Staatsanleihen (rund 20%), die um Anleihen wie z.B. von Berkshire Hathaway und SAP ergänzt worden. Die Modified Duration liegt im Portfolio bei 1,1. Die restlichen Anlagen erfolgen in Cash, Optionen und Futures. Auf die Frage, für welche Anleger die Strategie geeignet ist, bringt es Marcus Walder auf den Punkt: *Für diejenigen, die stabile Erträge bei kalkulierbarem Risiko suchen!* Dem können wir zweifelsohne beipflichten. Ein sehr kompetentes und erfahrenes Management mit einer recht einzigartigen seit Jahren bewährten Strategie, welche ein klares Chance-/Risikoprofil aufweist, ist in der heutigen Zeit mit Sicherheit kein Fehler. Wir werden den Fonds für Sie im Auge behalten.

VSP Strategie

Mit den besten Wünschen für Ihren Anlageerfolg

„Beta zerstört Alpha sofort.“



Volker Schilling Robert Habatsch Michael Bohn

Tarek Saffaf (Fondsmanager)

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds! **In Auftrag gegeben durch die Greiff capital management AG, Investmentmanager und Analyst für fondsbasierte Anlagestrategien, Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Volker Schilling, Vorstand; Robert Habatsch, Vorstand;** Verlag: B-Inside International Media GmbH, Christaweg 42, D-79114 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Arno Ruesch, Walter Ruesch • HRB 270560 • USt.-Idt.-Nr.: DE 197501802 • Tel. 0761/45 62 62 122, Fax: 0761/ 45 62 62 188. Der Abonnementpreis beträgt EUR 24,50 inkl. MwSt. im Monat inkl. Versandkosten **Disclaimer:** Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahe stehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenskonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Options-scheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer, unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.

Als Finanzdienstleistungsunternehmen und Herausgeber der Finanzanalyse „Der Fonds Analyst“, unterliegt die Greiff capital management AG der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFIN); Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn.