

DER FONDS ANALYST

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

Liebe Leserin,
Lieber Leser,



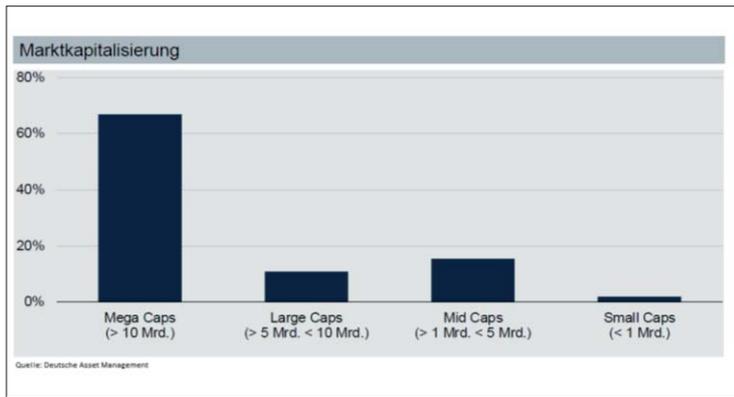
Folgen Sie uns: DER FONDS ANALYST auf Twitter

Nr. 8 vom 10. April 2017
Erscheinungsweise: zweimal monatlich
17. Jahrgang / Seite 1

Kennen Sie noch das Unwort des Jahres 2016? Falls nicht, wir helfen Ihnen gerne auf die Sprünge, es lautete „Volksverräter“. Wenn man ein Unwort vorschlagen könnte, das sich nur auf den Bereich Finanzmärkte bezieht, so wäre „Zinsfalle“ sicherlich ganz weit oben auf der Liste zu finden. Seit geraumer Zeit begegnet einem das Wort, wo man auch hinsieht. Am 01.02.2017 strahlte das SWR-Fernsehen einen Beitrag aus mit dem Titel „Die Zinsfalle - Was mache ich mit meinem Geld?“ und schon 2 Jahre zuvor, nämlich im Januar 2015, konnte man auf der ARD-Seite „Die Zinsfalle schnappt zu“ lesen. Nun, es ist wahrlich kein Geheimnis mehr, dass Sparer auf ihrem Fest- oder Tagesgeld kaum noch Zinsen bekommen und dass sich dieses Problem nicht über Nacht in Luft auflöst, sollte jedem einigermaßen gut aufgeklärten Anleger bewusst sein. Fallende Zinsen bis hin zu Negativzinsen, dieses Drama in mehreren Akten begann letztendlich im Zuge der Finanzkrise 2008. Zieht man von den mickrigen Guthabenzinsen die etwas gestiegene Inflation noch ab, so erleidet der Sparer einen realen Verlust, die Zinsfalle schnappt unerbittlich zu! Insbesondere für Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont, die ausreichend Zeit haben, um temporäre Kursrückgänge auszusitzen, sind Aktienanlagen ein geeignetes Anlagevehikel. Und so begann die Mehrzahl der Anleger vor einigen Jahren, sich nach attraktiveren Anlagemöglichkeiten umzuschauen, landeten dann unweigerlich unter anderem bei Aktien(fonds) und schließlich investierten sie einen nicht unerheblichen Teil ihres liquiden Vermögens in den Aktienmarkt. Kurz träumen darf man ja, denn leider ist diese Vorstellung einfach zu schön, um wahr zu sein.

Denn die Realität sieht anders aus! Die Anzahl an Besitzern von Aktienfonds stagniert weiter: Gab es 2008 noch rund 3,4 Mio., waren es letztes Jahr mit 3,9 Mio. nur geringfügig mehr und dies, obwohl im selben Zeitraum die Zinsen (10-jährige Bundesanleihe) von etwa 3% auf knapp über null im freien Fall waren. Wenn man sich dabei die Altersstruktur näher anschaut, so verheißt dies nichts Gutes für die junge Generation: Der Anteil der Aktionäre (Aktien und Aktienfonds) hat sich in den letzten Jahren glatt halbiert. Dasselbe Phänomen ist bei den 20-29-Jährigen zu beobachten, hier ging es ebenfalls steil bergab. Wenn die Vermögensaufteilung (5.730 Mrd. Euro, Stand 2016) deutscher Anleger ein Fondsportfolio wäre, so würde man von einem glasklaren Klumpenrisiko sprechen: 39% schlummern als Bargeld oder Einlagen, 31% werden in Versicherungen angelegt und nur ca. 10% sind in Aktien bzw. Aktienfonds investiert.

Doch war die Furcht vor Kursverlusten bei Aktien(fonds) in den letzten Jahren überhaupt berechtigt, denn nur so ist die extreme Zurückhaltung deutscher Anleger zu erklären! Ein klares Nein! Natürlich hatten wir auch mal sehr schwierige Marktphasen, die Aktienmärkte glichen teilweise einer Achterbahnfahrt, was den eh schon spärlich vorhandenen Risikoappetit deutscher Anleger anscheinend nachhaltig dämpfte. Die letzten 15 Jahre im Zeitraffer: Der DAX startete im April 2002 bei etwas mehr als 5.000 Punkten, um sich in den 6 darauffolgenden Monaten zu halbieren, Landung im Oktober 2002 bei etwa 2.600 Punkten. Fünf Jahre später durchbrach der deutsche Leitindex die 8.000-Punkte-Marke, um sich dann in den nächsten 15 Monaten erneut zu halbieren (ca. 3.700 Punkte im März 2009), die Finanzkrise lässt grüßen. Eine Aufholjagd begann: Bis Juli 2001 verdoppelte der DAX seinen Wert auf ca. 7.200 Punkte, gab aber dann bis Ende September desselben Jahres etwas mehr als 20% wieder ab. Vor ca. 2 Jahren dann der bisherige Höchststand bei 12.390 Punkten, doch Anfang 2016 ging es erneut bergab auf 8.700 Punkte und etwa 1 Jahr später –also Status quo– steht der Index wieder nahe seiner bisherigen Bestmarke. Anleger, die vor 15 Jahren in den DAX investierten und sich von den durchaus starken Kursbewegungen nicht irritieren ließen, konnten sich trotzdem über eine Rendite von fast 6% p.a. erfreuen. Aber es ging im Bereich „Aktienfonds Deutschland“ noch besser: Eine Investition in aktiv verwaltete Aktienfonds wie beispielsweise die prominenten Vertreter **FPM STOCKPICKER GERMANY ALL CAP, DWS DEUTSCHLAND** oder **ACATIS AKTIEN DEUTSCHLAND ELM** brachten ihren Anlegern sogar um die 10% p.a. Natürlich sind diese Zahlen keine Garantie für die Zukunft, doch es sollte mit dem Teufel zugehen, wenn man auf lange Sicht mit einem aktiv gemanagten und breit gestreuten Aktienfonds keine attraktiven Erträge erzielt und damit das Wort „Zinsfalle“ aus dem persönlichen Vokabular gestrost streichen kann. Schauen wir uns also einmal an, was die drei Investments ausmacht und unterscheidet:



Der DWS DEUTSCHLAND (WKN 849 096) gehört hierzulande zu den größten Aktienfonds, der in deutsche Aktien investiert! Fondsstart war im Oktober 1993 und seit Juli 2002 wird das Schwergewicht (6,1 Mrd. Euro Volumen) vom verantwortlichen Fondsmanager Tim Albrecht verwaltet. Der Fonds bildet zwar den deutschen Aktienmarkt ab, seine Benchmark ist jedoch nicht der DAX, sondern der CDAX. Während der DAX mit nur 30 Blue Chips eine geringe aber gewichtige Anzahl von Aktien umfasst, enthält der CDAX alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard

notierten deutschen Aktien (knapp 500). Der Fokus liegt allerdings eindeutig auf großen deutschen Standardwerten, während Nebenwerte flexibel beigemischt werden. Egal ob Large Cap oder mittelgroßes Unternehmen, ganz entscheidend bei der Auswahl des Titels sind die Qualität des Unternehmens (strukturelles Wachstum, gesunde Bilanz, attraktive Bewertung, Cash Flows etc.) und natürlich das Geschäftsmodell.

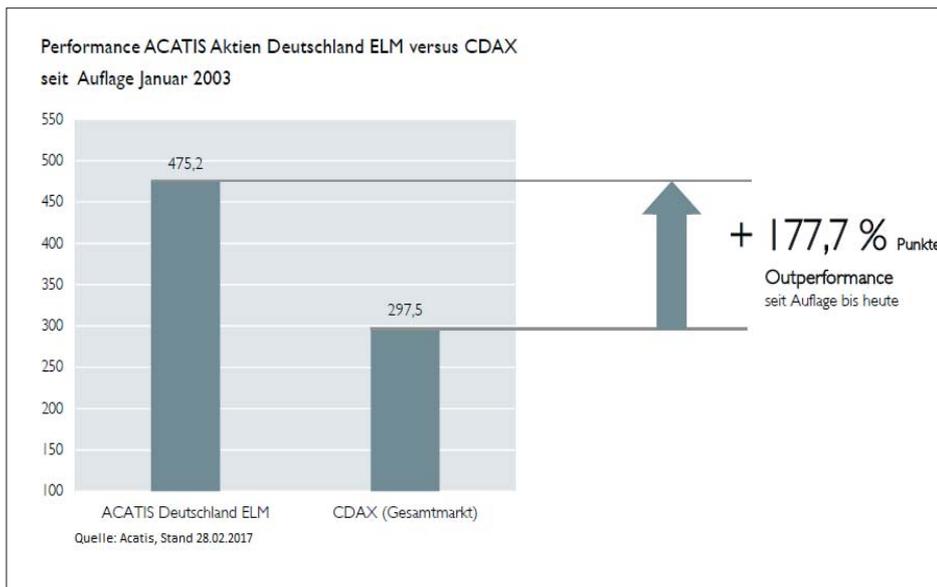
Das Portfolio ist konzentriert, es befinden sich meist um die 60 Einzeltitel im Fonds bei einem eher geringen Turnover (< 50%)! So können die größten Positionen im Fonds auch mal eine entsprechend hohe Gewichtung aufweisen, so zum Beispiel Ende Februar, als SAP, Allianz sowie Siemens mit je 8% gewichtet waren. Mega Caps (Marktkapitalisierung größer als 10 Mrd. Euro) sind mit knapp 70% am höchsten gewichtet, Large Caps (5-10 Mrd.) machen etwa 10% des Portfolios aus und der Mid Cap-Anteil liegt bei etwas mehr als 15%. Neben dem insgesamt erfolgreichen Stock-Picking hat auch die aktive Steuerung der Nebenwertequote in den letzten Jahren eine beeindruckende Outperformance generiert. Der DAX und der CDAX wurden in den letzten 5 bzw. 10 Jahren deutlich geschlagen: Im 5-Jahres-Zeitraum liegt die Outperformance bei etwa 20% und über 10 Jahre betrachtet wurden beide Indizes sogar um mehr als 80% outperformed (DAX +76%, Fonds + 157%), was einer Fondsrendite von 9,9% p.a. entspricht. Und selbst über den kurzfristigen Zeitraum von nur einem Jahr werden beide Indizes um etwa 5% geschlagen. Damit gehört Albrecht mit Sicherheit zu den besten seiner Zunft und in diesem erlauchten Kreis befinden sich auch Martin Wirth als Lead-Manager und sein Co-Fondsmanager Raik Hoffmann.

Company	Gewichtung
Wacker Chemie AG Inhaber-Aktien	7.73%
Volkswagen AG Vorzugsaktien	7.29%
Deutsche Bank AG Namens-Aktien	6.27%
Heidelberger Druckmaschinen AG Inhaber-Aktien	4.90%
Allianz SE vink.Namens-Aktien	4.80%
Sixt SE Inhaber-Vorzugsaktien	4.72%
Deutsche Lufthansa AG vink.Namens-Aktien	4.68%
Rheinmetall AG Inhaber-Aktien	4.66%
Daimler AG Namens-Aktien	4.65%
Commerzbank AG Inhaber-Aktien	4.51%

Quelle: FPM AG

Die beiden verwalten den FPM STOCK-PICKER GERMANY ALL CAP (WKN 603 328), aufgelegt wurde der Fonds am 29.01.2001, also kurz bevor die Luft aus der Internetblase entwich! Beide verstehen sich als reine Value-Investoren, die sich im Heimatmarkt Deutschland auf die Suche nach unterbewerteten und attraktiven Unternehmen begeben. Diese Suche erfolgt völlig benchmarkfrei, die FPM Frankfurt Performance Management AG steht seit Gründung im Jahr 2000 für ein bewertungsorientiertes Value-Investing. Und nur wenn für einen Titel eine besonders hohe

Überzeugung besteht, findet dieser dann auch den Weg in das Fondsportfolio („high conviction“). Der Fonds ist immer voll investiert, eine Absicherung oder taktische Kassehaltung ist nicht vorgesehen und auch Derivate zur Absicherung werden nicht eingesetzt. Etwa 43% des Portfolios ist in Mega Caps investiert (ab 10 Mrd.), der Rest verteilt sich dann auf Mid Caps (ca. 500 Mio. bis 5 Mrd.) mit ca. 25% und Small Caps runden das konzentrierte Portfolio ab. Im Gegensatz zum großen Tanker der DWS können Wirth und Hoffmann mit ihrem Fonds auch durchaus mal spürbare Gewichtungen in eher kleineren oder mittelgroßen Unternehmen aufbauen, da ihr Fonds mit einem Volumen um die 100 Mio. Euro flexibler gesteuert werden kann. Das aktuelle Upside-Potenzial, bezogen auf das gesamte Portfolio, liegt bei fast 40%, dann hätten alle Aktien ihren fairen Wert erreicht. Der faire Wert wird regelmäßig errechnet und wenn dieser erreicht ist, wird der Titel verkauft. Unter den Top Ten befinden sich Aktien wie Wacker Chemie, VW Vz., Deutsche Bank, Sixt und auch Deutsche Lufthansa. Hinzugekauft und damit aufgestockt wurden jüngst die beiden Positionen BMW sowie Fresenius. Der strikte Value-Ansatz macht sich auch in den Bewertungen der Portfoliotitel bemerkbar, die zwar nicht teuer, aber eben auch nicht mehr günstig sind. So liegt das aktuelle Durchschnitts-KGV bei 12,1 und 18% der Zielinvestments weisen sogar ein KGV unter 10 aus. Der Fonds profitiert seit Herbst letzten Jahres sehr stark vom Value-Bias und liegt seit Jahresbeginn mit knapp 6% im Plus.



Eine ganz ähnliche Anlagephilosophie verfolgt der ACATIS AKTIEN DEUTSCHLAND ELM (WKN 163 701)! Acatis, seit 1994 Asset Manager mit Value-Ansatz, legte im Jahr 2003 den **ACATIS AKTIEN DEUTSCHLAND** auf, verantwortlich ist Frank Lübberstedt. Investiert wird in deutsche Aktien substanzhaltiger Unternehmen, über sämtliche Marktkapitalisierungen verteilt, angelehnt an die Value-Strategie von Warren Buffet. Gesucht werden hauptsächlich unterbewertete Weltmarktführer, die sich in Nischenmärkten bewegen. Wie beim FPM-Fonds handelt es sich um ein anti-

zyklisches Stock Picking, losgelöst von einer Benchmark. Lübberstedt wird auf der Suche nach unterbewerteten Aktien sehr häufig abseits der großen Indizes fündig und damit kann sich das Fondsportfolio auch von den Bewegungen der Aktienindizes abkoppeln bzw. diese outperformen. Bei den identifizierten Unternehmen handelt es sich nicht selten um den deutschen Mittelstand, meist inhabergeführt und es gibt nicht viele Analysten, bei denen die Titel im Fokus stehen. So ist das Management einen Schritt voraus, denn sobald die Perlen entdeckt werden ist es sehr oft Zeit, sich von diesen wieder zu verabschieden. Genau so funktioniert der Ansatz seit über 14 Jahren, genauso lang wird eine Outperformance gegenüber den bekannten großen Indizes erzielt und dies sogar noch mit niedrigerer Volatilität.

Selbstverständlich besteht das Portfolio nicht nur aus mittelgroßen und kleineren Unternehmen, es befinden sich auch Blue Chips wie beispielsweise SAP, BMW oder Münchner Rück im Fonds! Mit dem aktuellen Volumen (knapp 190 Mio. Euro) kann das Management den Fonds flexibel steuern und Unternehmen aus der 2. Reihe mit niedrigeren Marktkapitalisierungen berücksichtigen. Das Portfolio besteht aktuell aus 39 Einzelwerten, historisch betrachtet lag die Anzahl zwischen 35 und 40 Titeln. Lübberstedt möchte mit jeder Aktie, die er ins Portfolio kauft auf Sicht von drei Jahren eine Performance von 10% p.a. erzielen, so sein Anspruch. Natürlich hat er auch das Marktrisiko im Blick und er schaut ganz genau hin, in welchem Bereich sich sein Beta (Volatilität des Fonds in Bezug auf die Benchmark) bewegt. Das Beta-Ziel von Lübberstedt liegt bei 0,4-0,6. Im letzten Jahr jedoch hat sich dieses aufgrund einzelner Titel (z.B. Deutsche Bank) in Richtung 1 bewegt, in der Konsequenz daraus hat er das Portfolio verändert.

Alle drei Aktienfonds gehören zu den besten in ihrer Peergroup! Abgesehen davon, dass der DWS-Fonds im Unterschied zu den beiden anderen ein Schwergewicht ist, worin unterscheiden sich die Fonds noch? Wie bereits erläutert, befinden sich im DWS-Fonds –auch dem großen Volumen geschuldet– deutlich mehr Large-Caps im Portfolio. Es gibt aber auch durchaus klar erkennbare Unterschiede in der Anlagephilosophie. So steuert Albrecht in seinem **DWS DEUTSCHLAND** den Investitionsgrad aktiv. In konkreten Zahlen bedeutet dies beispielsweise, dass Anfang 2007 der Investitionsgrad auf etwa 135% erhöht, Mitte 2008 dieser wieder auf knapp über 90% runtergefahren wurde und in den letzten Monaten pendelte er um die 110%. Mit dieser aktiven Steuerung kann Albrecht neben der Titelauswahl eine entsprechende Outperformance generieren. In volatilen und eher negativen Marktphasen wird der Investitionsgrad gesenkt als eine Art Absicherung und in positiven Marktphasen erhöht. Wirth und Hoffmann hingegen setzen beim **FPM FUNDS STOCKPICKER GERMANY ALL CAP** keine Derivate ein und auch die Cash-Quote wird nicht aktiv gesteuert. Der Fonds ist somit immer voll investiert. Auch im **ACATIS AKTIEN DEUTSCHLAND ELM** findet keine taktische Steuerung des Cash-Anteils zu Absicherungszwecken statt, trotzdem wird permanent 5% bis maximal 15% als Kasse gehalten. Diese dient aber einem anderen Zweck. Es handelt sich dabei um eine Art Puffer, den Lübberstedt dazu verwendet, um seine neuen Anlageideen im Fonds schnell umsetzen zu können oder höhere Mittelabflüsse zu bedienen, ohne die Fondsp performance negativ zu beeinflussen. Während Tim Albrecht in seinem DWS-Fonds und Martin Wirth in seinem FPM-Aktienfonds aufgrund einer sehr hohen Überzeugung durchaus auch einmal größere Wetten in Form von höheren Gewichtungen (über 7%) von Einzeltiteln eingehen, liegt bei Lübberstedt die maximale Gewichtung einzelner Top-Positionen zwischen 5-6%. Es gibt auch eine Gemeinsamkeit, die die Fonds seit Jahren begleitet: Alle drei Fonds liefern sehr zuverlässig eine Outperformance und wir sind zuversichtlich, dass dieser Erfolg auch in den kommenden Jahren fortgesetzt wird. Wir werden den weiteren Werdegang der drei Fonds intensiv verfolgen und kommen nun zu drei Kandidaten, über die wir schon länger nicht mehr berichteten.