

HERBSTBERICHT

Zweistellige Renditen aufs Frühstücksbrot – unsere Margarine-Anleihe

F&M
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 - 30.09.2025 (in Euro) 4

Vorwort 5

Aktien: Europa ist die bessere USA..... 7

8,625% Sigma Holdco 2031: Heute macht Rama das Frühstück noch viel besser..... 12

Deutsche Abfindungs- und Übernahmewerte 18

Kurzinterviews Abfindungs- und Übernahmewerte 22

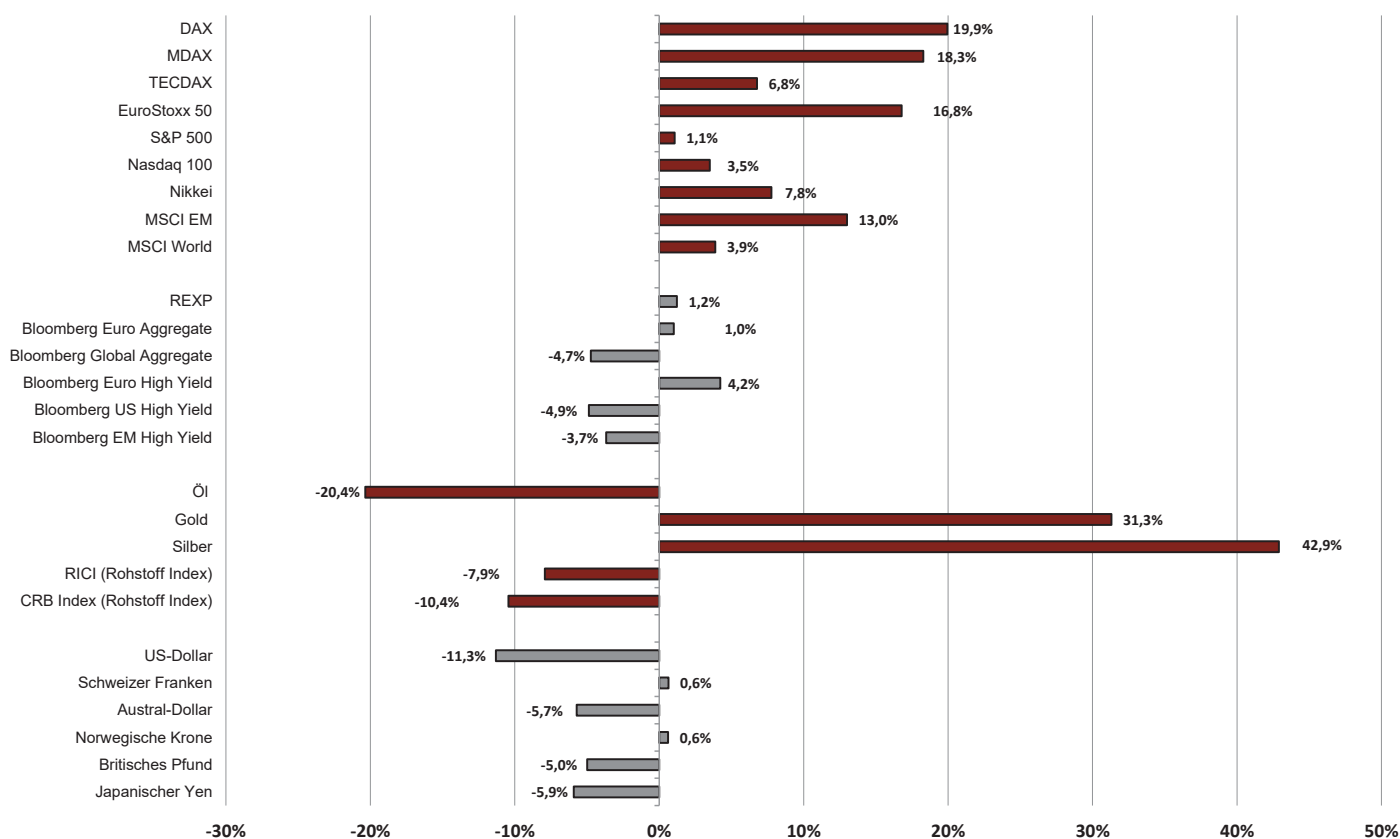
FAM Renten Spezial I 24

FAM Credit Select I 26

FAM Prämienstrategie I 28

FAM Convex Opportunities I..... 30

KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2024 - 30.09.2025 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg

VORWORT

DAS GOLDENSTE JAHR SEIT 1979 UND EINE ECHTE STRONG HORSE COMPANY MIT 2-STELLIGER RENDITE



Sehr geehrte Damen und Herren,

nie war der alte Spruch „Gold glänzt“ passender als heute. In den Multi-Asset-Depots der FAM gibt es bekanntlich eine strategische Edelmetall-Komponente, die aus 1:1-Produkten auf Gold und Silber sowie einem Goldminenaktienfonds besteht. Weil der Goldpreis (EUR-Basis) in diesem Jahr um mehr als 31 % zulegte, das Silber (endlich!) mal seinen großen Bruder mit +43 % deutlich outperformt hat und die Goldminen (ebenfalls endlich!) ihren sogenannten Hebeleffekt mit einer Verdopplung des investierten Kapitals erstmals seit langer Zeit ausspielen konnten, hat dieses Segment viel Freude bereitet. Noch gut in Erinnerung ist mir allerdings auch das Jahr 2013, in welchem die Edelmetallkomponente die damals tolle Aktienperformance ausgelöscht hatte. Aber wie erwähnt: Es handelt sich um einen strategischen Bestandteil – in guten wie in schlechten Zeiten. Anstelle von „Timing“ wendet die FAM lieber „Rebalancing“ an. Bedeutet in diesem Fall konkret: Wenn die Edelmetalle ein zu starkes (Über-)Gewicht bekommen, wird ein kleines Scheibchen abgeschnitten. Dies ist in manchen Depots bereits mehrfach passiert – ein Symbol dafür, wie krass die Edelmetall-Rallye ist. Zuletzt stieg der Goldpreis im Jahr 1979 schneller.

Auch die Aktien, die mit der speziellen FAM-Sichtweise in den letzten Jahren zu pessimistisch eingeschätzt worden waren, sind selbstverständlich ein Dauerbaustein in unseren Multi-Asset-Mandaten. Nur ist die Gewichtung im Marktvergleich deutlich geringer und liegt typischerweise bei 30 bis 40 Prozent Depotanteil. Timing trauen wir uns hier selbstverständlich nicht zu – niemand weiß, wo der DAX in drei, sechs oder zwölf Monaten stehen wird. Was wir aber wissen: Die langfristigen Return-Erwartungen (10-Jahres-Perspektive) hängen nicht unwesentlich vom Bewertungsniveau ab. Hier hat sich das sog. „Shiller-KGV“ am Markt etabliert. Was sich dahinter verbirgt, besprechen wir ab Seite 7.

Anschließend wird der Investment Case einer europäischen High-Yield-Unternehmensanleihe mit einer Effektivverzinsung („Rendite“) von rund 11 % vorgestellt. Es handelt sich um den Weltmarktführer für pflanzenbasierte Brotaufstriche, wozu insbesondere Margarine zählt. Warum das Unternehmen „Flora Foods“ mit den Marken Rama, Becel, Flora etc. eine echte „Strong Horse Company“ ist und wie eine „Heuschrecke aus der Finanzwelt“ aussieht, lesen bzw. sehen Sie ab Seite 12.

Auf Seite 16 kommentiert unser High-Yield-Fundmanager Philipp Bieber das zehnjährige Jubiläum des FAM Renten Spezial. Nach anfänglichen Mitleidsbekunden inmitten der Zinswüste 2015 (von „Mensch, ich denke oft an dich, das ist ja echt ein schwieriges Unterfangen“ bis hin zu „Bin ich froh, dass ich keine Anleihen managen muss!“ war alles dabei), lautet heute die häufigste Frage: „Wann öffnet ihr den Fonds wieder?“ – welche im Interview selbstverständlich auch beantwortet wird.

So ganz aus unserer Haut des „Kalkulierbaren Investierens“ kommen wir selbst bei der Assetklasse Aktien nicht – die ja per se der Nukleus des „Unkalkulierbaren“ ist. Aber hier gibt es die „Nische von der Nische“, ein deutsches Phänomen der sogenannten „Abfindungsaktien“. Warum diese Abfindungsaktien ziemlich gut berechenbar sind, nur sehr geringe Schwankungen aufweisen werden sowie gleichzeitig von hier ab ein sehr gutes Ertragspotenzial haben, lesen Sie ab Seite 18.

Das FAM-Team wünscht Ihnen einen bunten und gut gelaunten Herbst!

Ottmar Wolf



AKTIEN: EUROPA IST DIE BESSERE USA (LAUT SHILLER-KGV / CAPE)

Gemessen am sogenannten Shiller-KGV ist der amerikanische Aktienmarkt nicht nur deutlich höher bewertet als der europäische, er ist auch historisch betrachtet sehr teuer. Dabei sind trotz der Bewertungsunterschiede negative Effekte auch für europäische Dividentitel nicht ausgeschlossen.

Das Shiller-KGV, im Fachjargon auch als Cyclical Adjusted Price Earnings Ratio (CAPE) bezeichnet, ist ein Bewertungsmaßstab, der vom Nobelpreisträger Robert Shiller entwickelt wurde. Ziel ist es, mit ihm die Schwächen des „traditionellen“ Kurs-Gewinn-Verhältnisses zu beseitigen. Das Problem der traditionellen Kennziffer ist die starke Beeinflussung durch kurzfristige Gewinnschwankungen, die durch konjunkturelle Zyklen bedingt sein können. In Zeiten starker Konjunkturdynamik und Überhitzung kann das KGV aufgrund von anormal hohen Gewinnen im Nenner zu niedrig erscheinen. Umgekehrt kann das KGV während einer Rezession aufgrund von sinkenden Gewinnen zu hoch erscheinen. Beides führt zu einer falschen Einschätzung der Marktbewertung.

Die CAPE wird berechnet, indem der aktuelle Aktienkurs durch den durchschnittlichen (inflationbereinigten) Gewinn der letzten zehn Jahre geteilt wird. Dadurch werden kurzfristige Schwankungen in den Unternehmensgewinnen, die durch zyklische Schwankungen (wie Rezessionen oder Boomphasen) verursacht werden, geglättet. Die CAPE ermöglicht damit eine realistischere Einschätzung der Marktbewertung über längere Zeiträume hinweg und bietet somit auch für langfristig orientierte Investoren eine zuverlässigere Bewertungsgrundlage.

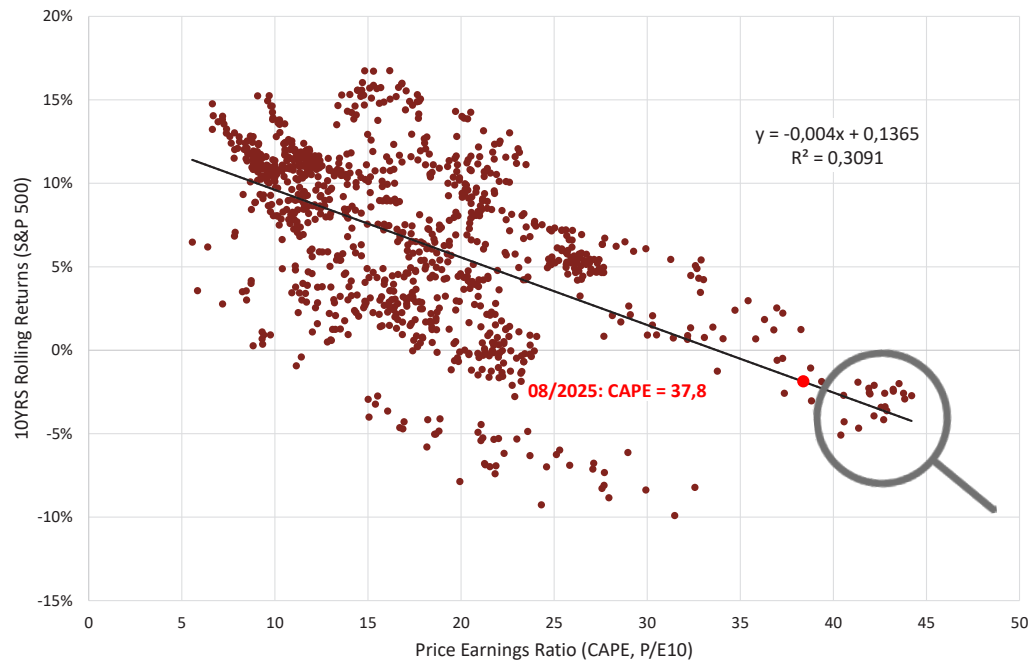
KEY MESSAGES:

1. Die Korrelation zwischen der CAPE und der 10-jährigen zukünftigen Performance des S&P 500 ist negativ. Das bedeutet: Je höher der aktuelle Wert der CAPE ist, desto niedriger wird die Rendite des S&P 500 über die nächsten zehn Jahre tendenziell ausfallen. Die Korrelation ist, wie immer in der Finanzwelt, nicht perfekt.

Allerdings steigt die Aussagekraft bei extremen Werten der CAPE an. Es gab seit Dezember 1927 (Beginn der Datenreihe) nur 25 Monate, in denen die CAPE des S&P

500 einen mindestens genauso hohen Wert aufwies, wie aktuell nämlich 37,8x. In 24 Fällen davon führte dies zu einer negativen Performance des S&P 500 über die folgenden zehn Jahre. In der einzigen Ausnahme betrug die Rendite über die folgende Dekade mickrige 1,2 % p.a. Mit anderen Worten: US-amerikanische Aktien sind aktuell teuer und die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass man mit ihnen über die nächsten zehn Jahre nur eine sehr bescheidene oder sogar negative Rendite erzielen wird.

Enge Korrelation von CAPE und Entwicklung des S&P 500

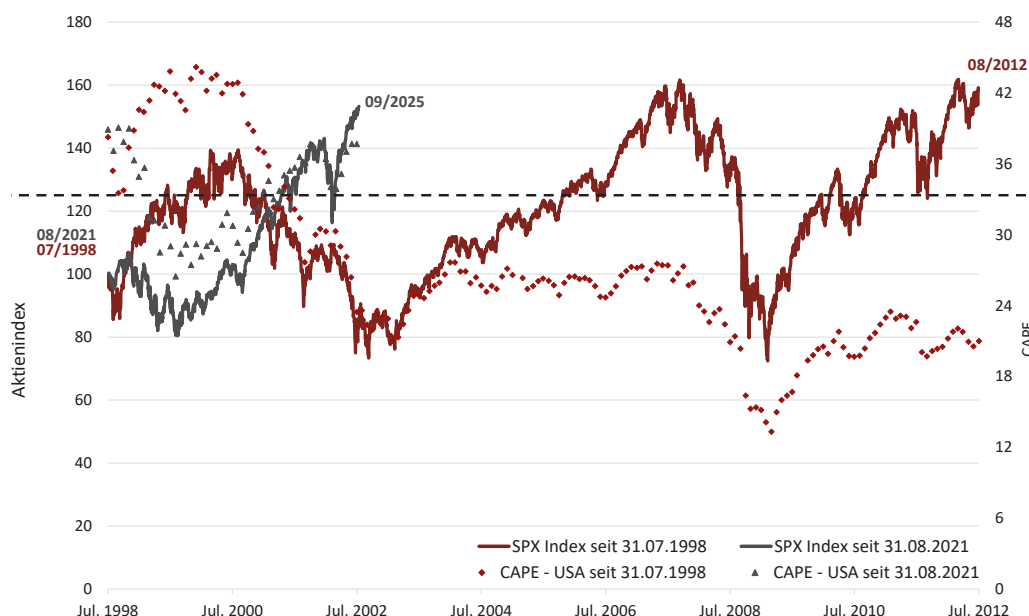


Quelle: Bloomberg, Robert Shiller / Yale University

2. „Zoomt“ man in die Daten rein, erkennt man, dass alle 25 monatlichen Datenpunkte, in denen die CAPE mindestens 37,8x betragen hat, ausschließlich in zwei Perioden zu finden sind: (i) dem Zeitraum Juli 1998 bis zum Platzen der Internetblase im Jahr 2000 und (ii) dem Zeitraum seit August 2021 bis heute. Der große Unterschied ist, dass im aktuellen Zeitraum die CAPE des S&P 500 noch nicht

an dem in der Internetblase erreichten Hoch (44,2x) angekommen ist. Wenn man die Brille des Optimisten aufsetzt, kann man trotz sehr aggressiver Bewertung zu dem Schluss kommen, dass der S&P 500 kurzfristig noch etwas Luft nach oben hat. Nicht übersehen werden sollte aber die „Schwerkraft“, die es auch an der Börse gibt.

S&P 500: Performance (und CAPE Entwicklung) ab ersten Monat in dem CAPE > 37,8x



Quelle: Bloomberg, Robert Shiller / Yale University

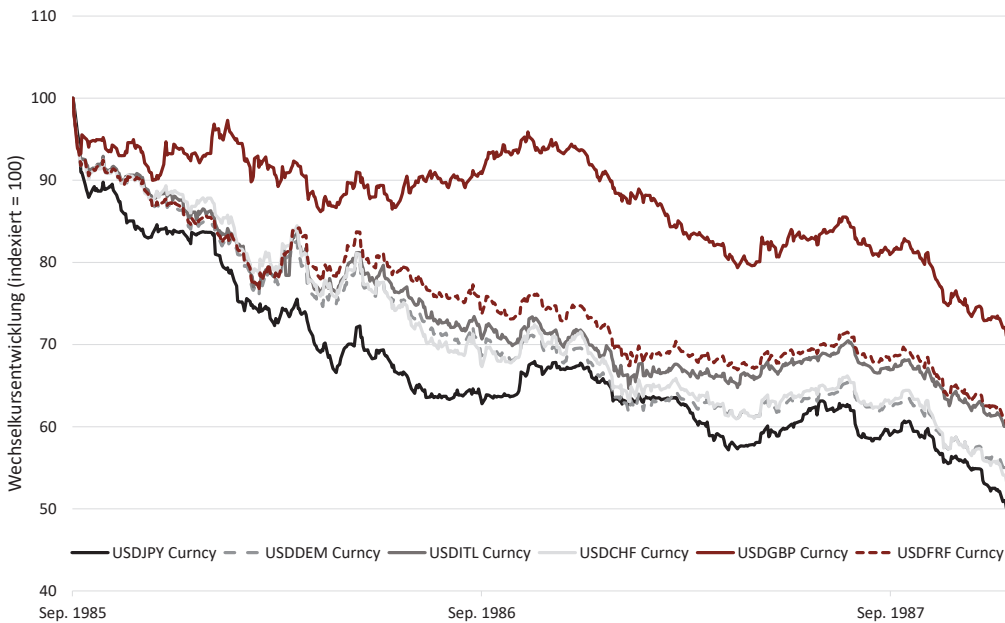
3. Hinzu kommt noch der mögliche „Plaza Accord 2.0“. Die These dahinter besagt, dass die am 2. April 2025 von US-Präsident Trump angekündigten absurden Strafzölle (inklusive Strafzollpause danach) möglicherweise darauf hindeuten, dass das ultimative Ziel von Trumps Regie-

rung gar nicht die hohen Zölle sind, sondern ihre Androhung nur als Druckmittel verwendet wird, um am Ende eine Art Plaza Accord 2.0 – in Anlehnung an den Plaza Accord von 1985 – mit den Haupthandelspartnern der USA auszuhandeln. Das bedeutet, eine Vereinbarung zu

erreichen, durch die der USD gegenüber dem Euro, dem Yen sowie dem Yuan & Co. über einen Zeitraum von mehreren Jahren geordnet abwertet. Dies würde das Leistungsbilanzdefizit der USA reduzieren und gleichzeitig das Aufbauen von Produktionskapazitäten ausländischer Firmen in den USA günstiger machen und dementsprechend FDIs (Foreign Direct Investments – direkte internationale Investitionen) fördern.

Wie bereits erwähnt (siehe Interview im FAM-Sommerbericht 2025, S. 7–13) wäre dies nichts Neues. Vielmehr gibt es eine Blaupause für ein derartiges Agreement. So hat der USD infolge des von der Reagan-Regierung mit den anderen G5-Staaten verhandelten Plaza Accord von 1985 von seinem Peak im September 1985 bis Ende Dezember 1987 gegenüber dem Yen, der D-Mark, dem französischen Franc und dem britischen Pfund 50 %, 47 %, 41 % bzw. 30 % abgewertet.

Wechselkursentwicklung des USD nach dem Plaza Accord (September 1985)



Quelle: Bloomberg

Wenn dies tatsächlich ein Teil von Donald Trumps Masterplan ist, dann hat der USD noch eine ganze Menge Abwertungsspielraum. Anlagen in USD sind dementsprechend

einem großen Währungsrisiko ausgesetzt, was US-Aktien noch unattraktiver für europäische Investoren macht.

USD: Noch viel Spielraum nach unten



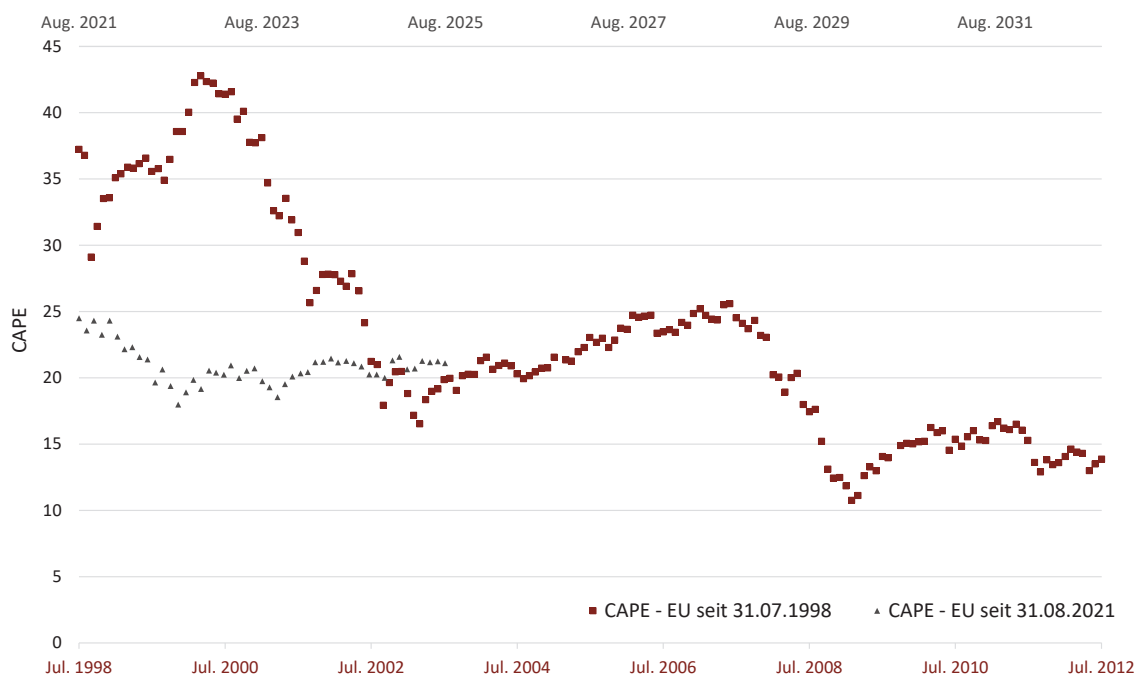
Quelle: Bloomberg

Nimmt man die CAPE als Bewertungsmaßstab, sind europäische Aktien derzeit wesentlich attraktiver bewertet als US-Aktien – und zwar sowohl auf Basis des aktuellen direkten Vergleichs gegenüber den USA (CAPE Europa = 21,1x vs. 37,8x USA) als auch auf Basis des relativen Vergleichs vs. Internetblase im Jahr 2000 (CAPE Europa heute = 21,1x

vs. 42,8x im Jahr 2000; CAPE USA heute = 37,8x vs. 47,1x in 2000).

Besonders attraktiv sind bestimmte Sondersituationen am europäischen Aktienmarkt, wie etwa Investitionen in Abfindungs- und Übernahmesituationen, auf die wir in einem der Artikel in diesem Quartalsbericht ausführlich eingehen.

Euro Stoxx 50: CAPE - 2020er vs. Internetblase



Quelle: Robert Shiller / Yale University, Barclays CAPE country database

4. Falls es zu einer starken Korrektur oder sogar einem Crash im S&P 500 kommen sollte, wird die niedrigere Bewertung den europäischen Aktienmärkten mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit nicht viel Unterstützung bieten können. Schließlich macht der US-Aktienmarkt mehr als 64 % der weltweiten Marktkapitalisierung (MSCI All Country World Index) aus, der europäische Aktienmarkt dagegen weniger als 20 %. In einem Crash reduzieren Investoren tendenziell schnell ihre Aktienallokation „across the board“. Zum Teil erfolgt dies aufgrund von Margin Calls auch gezwungenermaßen, da einige von ihnen hoch geleveraged unterwegs sind. Der Abbau von Positionen erfolgt dann oft, ohne das geografische Expo-

sure wesentlich zu verändern. Wenn sie also ihr Exposure zum größten Markt reduzieren, werden sie dasselbe für die anderen Märkte tun – unabhängig von der Bewertung. In einem Crash oder einer starken Korrektur gilt: „flows dominate fundamentals“. Dementsprechend ist es heute mehr als je zuvor sinnvoll, Tail-Risk-Hedging-Strategien, die gleichzeitig in der Lage sind, in normalen Marktphasen Rendite zu generieren, mit Aktien im Portfolio zu kombinieren. Unser FAM Convex Opportunities Fonds („die Crash-Absicherung mit Rendite“) sollte dementsprechend weiterhin ein attraktiver Baustein für Multi-Asset-Portfolios sein.



8,625% SIGMA HOLDCO 2031: HEUTE MACHT RAMA DAS FRÜHSTÜCK NOCH VIEL BESSER



Vor rund vier Jahren, im April 2021, haben wir die unbesicherte 5,75% Sigma-Holdco-Anleihe 2026 der Upfield B.V. (heute: Flora Food), für das Bond-Magazine analysiert. Die Überschrift lautete damals „Rama macht das Frühstück gut“. Da sowohl die Renditeerwartungen als auch die Kreditkennziffern des neuen 8,625% Sigma-Holdco-Bond 2031 nochmals deutlich attraktiver ausfallen als die der damals bewerteten Schuldverschreibung, macht Rama das Frühstück heute sogar noch viel besser.

Sigma Holdco B.V. ist die Holdinggesellschaft der auf Margarine und andere pflanzliche Lebensmittel spezialisierten Flora Food Group. Zu den Marken des multinationalen Lebensmittelkonzerns, der bis Sommer 2024 unter Upfield B.V. firmierte, gehören neben Rama viele weitere Brands wie

Becel, Lätta und Flora. Der vor wenigen Monaten begebene High Yield Bond mit Fälligkeit am 15. April 2031 bietet einen Kupon von 8,625% und weist bei einem derzeitigen Kurs von ca. 90/91% damit aktuell eine Endfälligkeitsrendite von rund elf Prozent auf.

ENTSTEHUNGSGESCHICHTE

Flora Food Group ist das typische Beispiel eines primären Leveraged Buyouts (LBO) einer Private-Equity-Gesellschaft. Das Unternehmen verfügt über ein Portfolio von mehr als 100 Marken, die verschiedene Zielmärkte, Zielgruppen und Preisklassen abdecken und in insgesamt über 100 Ländern vertrieben werden. Sehr bekannt sind neben den bereits genannten Brands u.a. Blue Band, ProActiv, Bertolli, Country Crock oder „I can’t believe it’s not Butter!“ Die Cash-Generierung von Flora Food ist stark. Die EBITDA-Marge liegt bei über 25% und das moderne Anlagevermögen mit 15 Produktionsstätten weltweit weist einen überschaubaren Investitionsbedarf auf.

Entstanden ist Flora Food 2018 aus dem Spin-Off der Margarine-Sparte der Unilever-Gruppe, zu der dieser Bereich seit Gründung im Jahr 1929 gehörte. Ein Übernahmeversuch durch Kraft Heinz im Februar 2017 veranlasste Unilever dazu, das gesamte Produktportfolio zwecks Steigerung der Aktionärsrendite zu überprüfen. Die Umsätze des Segments waren in den Jahren zuvor aufgrund abnehmenden Brotkonsums und zunehmender Beliebtheit alternativer Brotaufstriche leicht rückläufig, weshalb der niederländische Konsumgüterhersteller nicht mehr bereit war, in das Wachstum des Margarinegeschäfts zu investieren. Der Finanzinvestor KKR bezahlte im Juli 2018 fast 7 Mrd. Euro im Rahmen eines LBOs mit einem anfänglichen Nettoverschuldungsgrad von 7,5x und einem Eigenkapitaleinsatz von knapp 2 Mrd. Euro.

Flora Food Produktkategorien



Quelle: Flora Food

ALTER VERSUS NEUER HIGH YIELD

Die von uns im Frühjahr 2021 im Bond-Magazine bewertete Anleihe (WKN A19Z93) brachte es zum Zeitpunkt des Artikels bei einem B-/B-/Caa1-Rating und fünf Jahren Restlaufzeit auf eine Yield-to-Worst von 6,5%. Das war im damaligen Marktumfeld eine weitaus überdurchschnittliche Verzinsung, auch unter Berücksichtigung eines „stolzen“ Net Leverage in Höhe von 7,9x. Denn: Aufgrund des Nullzinsumfeldes und der guten Stimmung am Kapitalmarkt rentierten europäische High Yields im Frühjahr 2021 im Schnitt bei rund drei Prozent.

Die in 2018 begebene Anleihe wurde in diesem Sommer durch einen neuen unbesicherten 8,625%-Bond mit Fällig-

keit 4/2031 und Rating CCC+/CCC+/Caa1 (WKN A4EDSA) bei einem aktuellen Net Leverage von „nur“ noch 6,4x refinanziert. Aufgrund einer nicht wirklich gelungenen Platzierung über den „Nordic Bond Market“ ging es im Sekundärhandel zunächst deutlich bergab. Inzwischen hat sich der Kurs bei ca. 90% eingependelt, nachdem er zwischenzeitlich im Low bei 87% lag. Die Yield-to-Worst beträgt dabei aktuell erstaunliche 11%. Im übertragenen Sinn macht Rama, die wohl bekannteste Marke der Flora Food Group in Deutschland und damit indirekt auch der Holding (Sigma Holdco B.V.), das Frühstück heute also noch viel besser!

STRATEGISCHE AUSRICHTUNG UND AUSBLICK

Als weltweit größter Hersteller von Margarine und anderen pflanzlichen Brotaufstrichen erzielt die Flora Food Group einen Gesamtumsatz von rund 3 Mrd. Euro und damit gut 2x so viel wie der nächstgrößte Wettbewerber. Die Gruppe profitiert vom strukturellen Trend der gesunden Ernährung und der zunehmenden Verbraucherpräferenz hin zu pflanzlichen Lebensmitteln.

Zwar schwächelt das Nordamerika-Geschäft (40% vom Umsatz) derzeit etwas, Europa (49%) hat aber im zweiten Quartal 2025 zum ersten Mal seit vielen Jahren wieder Wachstum erzielt. Auch AMEA (Asia, Middle East, Africa 11%) zeigt weiterhin gutes Wachstumsmomentum. Für das Gesamtjahr erwartet das Unternehmen eine Free-Cash-Flow-Generierung und entsprechend eine sukzessive Entschuldung. Während die Zinslast aufgrund des immer noch hohen Leverages einen großen Anteil des EBITDA aufzehrt, ist der Maintenance-Capex in Höhe von nur 3% des Umsatzes sehr erträglich. Daher ist die Cash-Generierung von Flora Food ungeachtet

saisonalen Schwankungen des Umlaufvermögens positiv. Durch die substanziellen EZB-Zinssenkungen und der größtenteils variablen Fremdkapitalstruktur werden die Zinskosten vom Peak in 2024 um ca. EUR 70 Mio. zurückgehen und der Free Cash Flow sollte dadurch im kommenden Jahr deutlich stärker ausfallen.

KKR als Mehrheitsgesellschafter mit 85% Anteil und die Groupe Bruxelles Lambert (15%) kauften Flora Food Group 2018 zu einem Multiple von 11,9x EV/EBITDA von Unilever. Seitdem wurden mit der Neuaufstellung unter CEO David Haines das EBITDA um mehr als 20% gesteigert und die Marge um drei Prozentpunkte ausgeweitet. In diesem Februar kamen Verkaufsverhandlungen mit dem Staatsfonds von Abu Dhabi aufgrund von Preisdifferenzen zu keinem Abschluss. Laut Bloomberg hatte KKR eine Preisvorstellung, die etwa einem 11,6x EV/EBITDA entspräche. Dieses Niveau erachten wir als realistisch und insofern bieten die Gesellschafter hier einen sehr guten Puffer für die Bondholder.

FAZIT UND AUSBLICK

Die Gesellschafter planen einen Börsengang (IPO), sobald der Net Leverage auf ein dafür erforderliches Maß von rund 5,0x-5,5x runtergekommen ist. Flora Food ist jetzt bis 2029 durchfinanziert und hat bei zugleich ausreichender Liquidität (Cash EUR 275 Mio. und EUR 700 Mio. ungezogener RCF) genügend Zeit, dieses Ziel zu erreichen. Eine denkbare Variante könnte auch der Verkauf eines weiteren Minderheitsanteils mittels Barkapitalerhöhung sein, um im Vorfeld eines geplanten IPOs den Verschuldungsgrad zu senken. 11% Yield-to-Worst bieten einen enormen Relative Value für einen

Emittenten, den wir als eine echte „Strong Horse Company“ bezeichnen. Die FAM ist mit ihren beiden High-Yield-Fonds „Special Bond Opportunities“ und „FAM Renten Spezial“ deshalb außerordentlich stark in dieser Anleihe investiert. Wer etwas risikoaverser fahren möchte, kann wie der „FAM Credit Select“ auf die besicherte 6,875%-Anleihe der Flora Food Management B.V. (WKN A3L0N4) mit Laufzeit 7/2029 (B/B/B2) zurückgreifen. Dieser Bond notiert bei ca. Par und hat somit eine Yield-to-Worst von rund 6,8%. Der Net Senior Leverage lag per Mitte 2025 bei etwa 5,95x.

FLORA FOODS GROUP (EUR Mio.)	2021A	2022A	2023A	2024A	LTM Q2 2025A	2025E	2026E
Umsatz	2793	3375	3275	3079	3014	2985	2970
Bruttomarge %	35,7%	34,0%	38,0%	40,7%	40,0%	40,3%	40,4%
adj. EBITDA	666	749	831	861	820	820	830
EBITDA-Marge	23,8%	22,2%	25,4%	28,0%	27,2%	27,4%	27,9%
Working Capital Bewegung	106	44	-71	16	58	46	30
Capex	102	120	78	121	127	125	120
Zinskosten	236	244	392	489	500	487	420
Lease payments	13	14	14	13	14	14	14
Steuern	59	66	94	80	100	98	90
Andere One-off Ausgaben	157	139	59	41	49	45	40
Free Cash Flow	205	210	123	133	88	97	176
Netto-Leverage	8,4x	7,2x	6,5x	6,2x	6,4x	6,2x	5,9x

Quelle: Lucror Analytics

Name	WKN	Corporate Rating	Rang	Laufzeit	Kupon	Kurs	Rendite p.a.
Flora Food Management BV	A3L0N4	B / B2 / B	Secured	02.07.2029	6,875%	~ 100,6	6,8%
Sigma Holdco BV	A4EDSA	CCC+ / Caa1 / CCC+	Sr Unsec.	15.04.2031	8,625%	~ 91,4	11,0%

Quelle: Bloomberg

Fremdkapitalstruktur (EUR Mio.)	
Barmittel	275
Barmittellinie ("RCF", aktuell ungezogen)	700
Senior Secured Loans (Term Loan B)	4082
Senior Secured Bonds	1125
Unsecured Senior Bonds	400
Nettoschulden	5332
Normalised LTM EBITDA	820
Nettoverschuldungsgrad	6,4x

Quelle: Lucror Analytics, Stand 30.06.25

SO SEHEN HEUSCHRECKEN AUS

Als Franz Müntefering im Jahr 2005 Finanzinvestoren als „Heuschrecken“ bezeichnete, traf der damalige SPD-Vorsitzende den Nerv der Zeit. Gemeint waren internationale Beteiligungsgesellschaften, die Unternehmen aufkaufen, auf Rendite trimmen und anschließend gewinnbringend weiterverkaufen – teils zulasten von Arbeitsplätzen, Standorten und sozialer Verantwortung. Diese Metapher wurde schnell zum Synonym für den entfesselten Kapitalismus. Einer, der damals mit solchen Praktiken in Verbindung gebracht wurde, ist der britische Top-Manager David J. Haines.



Haines machte Karriere bei Unilever, Mars, Coca Cola und war zwischen 2004 und 2016 CEO beim Armaturen-Hersteller Grohe, der mehrfach innerhalb der Private Equity Branche „weitergereicht“ wurde. Grohe war damals der Ausgangspunkt für die „Heuschrecken-These“ von Franz Müntefering.



Nach der Übernahme durch KKR folgte die Entwicklung bei Flora Food dem typischen Muster ähnlich gelagerter Fälle. Im Zuge der globalen Reorganisation wurden Produktionsstätten geschlossen (z.B. das traditionsreiche Rama-Werk in Mannheim) und die Reorganisation vorangetrieben, z.B. gibt es heute statt 900 Margarine-Artikeln nur noch rund 50 Rezepturen (sog. SKUs, Single Stock Keeping Units). Haines Entscheidungen riefen bei Beschäftigten und Gewerkschaften heftige Kritik hervor. Der Manager bezeichnete es dagegen als „notwendige Transformation“, um Flora Food zukunftsfähig zu machen. Die wirtschaftliche Entwicklung des Margarine-Konzerns scheint ihm recht zu geben. Ohne Private-Equity-Investoren wie KKR, die frisches Kapital, neue Strategien und Effizienz mitbringen, könnten viele Konzerne nicht überleben oder sich international behaupten. Auch Haines betont regelmäßig, dass es nicht um Zerschlagung, sondern um „Wertschöpfung“ gehe – man wolle Marken stärken, nicht nur Kosten senken.

Gleichzeitig zeigen Fälle wie Flora Food, Grohe, usw. aber auch, wie entkoppelt wirtschaftliches Handeln und gesellschaftliche Verantwortung in der Finanzwelt agierender Unternehmen bisweilen sein können.

FAM Renten Spezial: Alle Trades im 5,75% Sigma Holdco 2026 Bond

Datum	Richtung	Nominal	Preis	Rendite (YTM)	Aggregierter Anteil am Fonds (Gesamtposition)
07.12.2018	Kauf	150.000	89,2	~8%	1,2%
10.03.2021	Kauf	250.000	97,3	~6,5%	1,8%
12.10.2021	Kauf	300.000	92,9	~7,5%	2,4%
09.03.2022	Kauf	300.000	79,8	~12%	2,8%
03.05.2022	Kauf	500.000	73,9	~14,5%	3,3%
23.11.2022	Kauf	500.000	71,9	~16,5%	2,9%
26.01.2023	Kauf	500.000	76,5	~15%	3,4%
26.05.2023	Kauf	1.000.000	84,4	~12%	3,7%
26.04.2024	Kauf	1.000.000	94,0	~9%	4,0%

3 Fragen zum FAM Renten Spezial an Philipp Bieber



„Die nächsten 10 Jahre sollten besser werden“

Herr Bieber, wann öffnen Sie den Fonds wieder für das breite Publikum?

Im nächsten Crash. Denn in jedem heftigen Crash, also DAX-Absturz um 40% oder mehr, wird auch High Yield in Mitleidenschaft gezogen, und zwar mit einem Aktien-Beta von rund 0,5. Außerdem finden in jeder Marktpanik auch Mittelabflüsse statt, bei uns ist hier mit ca. 10 bis 15 Millionen Euro an Fondsrückgaben zu rechnen. Dann hätten wir also ein Volumen im Bereich von 65-75 Millionen Euro, was uns eine (temporäre) Fondsöffnung erlauben würde. An der Entscheidung, dass wir einen Cap bei 100 Millionen Euro Fondsvolumen gesetzt haben, ändert sich nichts. Für interessierte Investoren steht mit dem FAM Credit Select ein tolles Credit-Produkt zur Verfügung.

Sie äußern sich in Ihren Managerkommentaren teils auch selbstkritisch. So sprachen Sie im Dezember 2024 davon, dass die zweite Jahreshälfte nicht zufriedenstellend ablief. Wie beurteilen Sie die Wertentwicklung in diesem Jahr?

Zunächst möchte ich anmerken, dass die Performance aufs Gesamtjahr 2024 bezogen, top war! Aber es stimmt, die zweite Halbzeit, wie wir es damals genannt hatten, war nicht so gut. Zum Glück sieht es in 2025 besser aus, sowohl absolut als auch relativ betrachtet.

Hochgerechnet aufs Gesamtjahr liegen wir bei 7% Return und sind nach drei Quartalen rund einen Prozentpunkt vor der Benchmark. Auf lange Sicht gesehen ist die Wertentwicklung bekanntlich spitze – der Fonds feierte ja grad sein 10-jähriges Bestehen und brachte den Investoren einen Gesamtertrag von rund 67% oder 5,25% annualisiert (nach Kosten). Unter Berücksichtigung der langjährigen Nullzinsphase und des schlimmsten Renten-Crashes aller Zeit in 2022 kann sich das sehen lassen. Da die Ausgangslage heute viel besser ist als das in 2015 der Fall war, sollten die nächsten zehn Jahre besser werden.

Die aktuelle Gewichtung der „Sigma Holdco Anleihe“ ist in der Fondshistorie sicherlich einmalig, oder?

Ja, wir haben sonst in aller Regel die Marke von rund vier Prozent als Schallmauer und sind in den allermeisten Fällen sogar kaum über eine dreiprozentige Gewichtung hinausgegangen. Folgende Gründe spielten eine Rolle, warum bei Sigma Holdco eine in der Tat recht hohe Gewichtung eingegangen wurde: (1) Das sehr gute Chance Risiko-Profil, welches (2) während einer Marktphase stattfindet, wo das High Yield Buffet bei Weitem nicht mehr so viele herausragende Gelegenheiten bietet wie noch vor zwei oder drei Jahren und (3) die ziemlich hohe Shortposition, die aus unserer Sicht bei dieser fundamental quetschfidelen Firma wieder eingedeckt werden wird.



DEUTSCHE ABFINDUNGS- UND ÜBERNAHMEWERTE – SPANNEND, ERTRAGREICH UND SCHWANKUNGSARM

Aus verschiedenen Gründen beschränken sich Aktienanleger heute fast ausschließlich auf den Erwerb von ETFs. Leider werden dabei häufig das hohe Anlagerisiko von ETFs (möglicherweise negatives Investmenterlebnis) und die Tatsache übersehen, dass sich mit passiven Produkten keine risikobereinigten Überrenditen (sog. „Alpha“) erzielen lassen. Um unseren Kunden nicht nur im Anleihebereich, sondern auch bei Aktien aber genau an solchen „Alpha-Quellen“ beteiligen zu können, arbeitet die FAM mit verschiedenen anderen Vermögensverwaltern zusammen, die sich erfolgreich auf eine bestimmte Aktienklasse spezialisiert haben. Hierzu zählen beispielsweise deutsche Abfindungs- und Übernahmewerte.

Die Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft durch ein anderes Unternehmen oder einen Finanzinvestor zählt zu den spannendsten, zweifelsohne aber auch zu den komplexesten Ereignissen an den Kapitalmärkten. Sie bewegen nicht nur Kurse, sondern oft auch ganze Branchen und sind für Aktionäre, Arbeitnehmer und die betroffenen Vorstände von großer Tragweite.

In vielen Fällen wird den Aktionären der Zielgesellschaft ein Übernahmepreis geboten, der deutlich über dem aktuellen Börsenkurs liegt. Historisch betrachtet entsprechen die bezahlten Prämien einem Aufschlag von 20 bis 30 Prozent auf den letzten Börsenkurs. Bei hinreichender Attraktivität des Unternehmens in Kombination mit euphorisierter Börsenstimmung sind in Einzelfällen auch Übernahmeprämien von 100 Prozent und mehr möglich. Unternehmenskäufer, die nicht bereit sind, einen „guten“ Preis zu bezahlen, haben geringe Erfolgsaussichten. Liegt die Offerte auf dem Tisch, muss der Anleger entscheiden. Dem ersten Impuls folgend verkaufen viele Aktionäre und Erlösen den Großteil der Übernahmeprämie. Wer dabei bleibt oder jetzt erst kauft, muss

sich nun intensiver mit übernahmespezifischen Themen auseinandersetzen, die durchaus ihren Charme haben können. So ist ein Übernahmeangebot nicht zwingend das Ende, sondern oft der Anfang einer guten Investmentidee.

Um für alle Marktteilnehmer Fairness zu gewährleisten und einen gewissen Schutz zu garantieren, sind Übernahmeangebote stark reguliert. Sie müssen veröffentlicht werden und mit klaren Fristen versehen sein, sodass sich Aktionäre informieren und entscheiden können. In Deutschland unterliegt ein Übernahmeangebot beispielsweise den strengen Regeln des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG). In ihm ist für börsennotierte Unternehmensanteile etwa ein Mindestpreis festgelegt, durch den die Angemessenheit der Gegenleistung garantiert werden soll. Nach § 5 WpÜG-Angebotsverordnung muss diese „mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der durch einen Bieter zu erwerbenden Aktien einer Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bzw. der Veröffentlichung der Kontrollerlangung entsprechen“.

Viele Übernahmen sind zudem an Bedingungen geknüpft, die für eine erfolgreiche Durchführung der Transaktion erfüllt werden müssen. Im Rampenlicht stehen dabei logischerweise erforderliche Annahmekquoten und kartellrechtliche Themen. So können Regulierungsbehörden Deals blockieren, wenn beispielsweise ein Zusammenschluss von Unternehmen den Wettbewerb oder auch staatliche Interessen gefährden würde. GlobalWafers kündigte im Dezember 2020 beispielsweise an, den Waferhersteller Siltronic übernehmen zu wollen. Da Siltronic ein deutsches Unternehmen mit kritischer Technologie ist, musste das Bundeswirtschaftsministerium die Übernahme genehmigen. Nach intensiver Prüfung ließ das Wirtschaftsministerium die Genehmigungsfrist Ende Januar 2022 verstreichen, ohne eine Entscheidung zu treffen. Damit war die Übernahme gescheitert. Der Börsenwert von Siltronic macht heute gerade noch ein Viertel dessen aus, was seinerzeit im Rahmen der Übernahme geboten wurde.

Übernahmen ziehen sich also häufig über Monate hin – ohne Garantie auf Erfolg. Und nicht jede Firma möchte übernommen werden. Als Abwehrmaßnahmen gegen diese „feindlichen“ Übernahmen dienen sogenannte „Poison Pills“ – also Giftpillen, die eine Übernahme für den nicht gewünschten Käufer so unattraktiv wie nur möglich machen. Die Verwässerung des Aktienkapitals oder der Verkauf von Vermögenswerten sind als klassische Appetithemmer zu nennen. Alternativ schaut man sich auch gerne nach einem passenderen Übernahmepartner um, im Börsenjargon als „White Knight“ oder weißer Ritter bezeichnet.

Wenn sich gar zwei oder mehrere Interessenten um das Objekt der Begierde streiten, kann dies aus Investorensicht

einen wahren Geldregen nach sich ziehen. Bieterkämpfe an der Börse, bei denen hohe Prämien gezahlt werden, sind zwar selten, aber äußerst attraktiv. Ein prominentes Beispiel aus Deutschland ist der Fall Zooplus. Im Jahr 2021 lieferten sich zwei Finanzinvestoren, Hellman & Friedman und EQT, einen Bieterkampf um den Onlinehändler für Haustierbedarf und trieben den Übernahmepreis von ursprünglich 390 Euro auf 460 Euro pro Aktie – eine Prämie von mehr als 85 % auf den letzten Schlusskurs – nach oben. Nachbesserungen einer Offerte gibt es hingegen häufiger, wie jüngst bei ProSiebenSat.1 gesehen. Die von der Berlusconi-Familie kontrollierte Medienholding MediaForEurope (MFE) hat als größter Aktionär von ProSiebenSat.1 ihr Übernahmeangebot deutlich erhöht, nachdem das Erstgebot – ein sogenanntes „low ball“-Angebot – als zu niedrig angesehen wurde. Das Konkurrenzangebot eines anderen Großaktionärs, des tschechischen Finanzinvestors PPF, setzte die Italiener unter Zugzwang. Letztlich konnte sich MFE dann doch die angestrebte Mehrheit der Anteile sichern und mit dem verbesserten Angebot auch den – ungeliebten – Mitaktionär aus Tschechien überzeugen.

Je nach Land weichen die Spielregeln für Übernahmen mehr oder weniger stark voneinander ab. Die Gepflogenheiten im angelsächsischen Sprachraum sind vielfach ähnlich, aber nicht deckungsgleich. In Europa gab es 2002 eine Harmonisierung der Übernahmeregeln. Wie vielfach bei EU-Regularien kocht jedoch auch bei den Gesetzen für Übernahmen regelmäßig jedes EU-Land noch sein eigenes Süppchen. Aus Sicht eines Investors sind das deutsche Aktiengesetz und das hiesige Übernahmerecht besonders schmackhaft gewürzt.

ABFINDUNGS- UND ÜBERNAHMEAKTIEN – EINFACH ERKLÄRT

Bei sogenannten „Abfindungs- und Übernahmeaktien“ handelt es sich um eine Assetklasse, die rein formal zwar dem Aktienbereich zuzuordnen ist, bei der in vielen Fällen aber anleiheähnliche Charakterzüge überwiegen. Sie verfügen in der Regel über einen starken Ankerinvestor und sind im weiter fortgeschrittenen Stadium oft über einen Unternehmensvertrag eng mit dessen Ertragskraft verbunden. So garantiert der Mehrheitsaktionär nach Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags den Ausgleich eventuell anfallender Verluste. Dafür erhält der Mehrheitsaktionär Zugriff auf sämtliche Gewinne. Außerdem ist er zur Zahlung einer jährlichen Garantiedividende, die zum Teil deutlich über den Ausschüttungen typischer Aktien liegt, an die Aktionäre des beherrschten Unternehmens verpflichtet.

Während der oft Jahre andauernden gerichtlichen Überprüfung der vom Mehrheitsaktionär gebotenen Abfindung können die Aktien diesem zu einem klar definierten Preis angedient werden. Das sorgt neben regelmäßigen attraktiven Ausschüttungen für eine Absicherung gegen größere Kursverluste. Konjunkturelle Abschwünge, veränderte internationale Handelsbeziehungen oder Managementfehler haben deshalb kaum Einfluss auf die Preisentwicklung entsprechender Werte. Äußerst geringe Volatilitäten sind die Folge. Die Andienungsmöglichkeit endet zwei Monate nach Eintragung der Spruchverfahrensentscheidung im Elektronischen Bundesanzeiger.

Zusätzliches Kurspotenzial ergibt sich für deutsche Abfindungs- und Übernahmeaktien durch eine mögliche Neubewertung im Rahmen weiterer aktienrechtlicher Maßnahmen, wie z.B. der Durchführung eines Squeeze-Outs oder durch eine Nachbesserung der ursprünglich festgesetzten Abfindung bzw. der jährlich zu zahlenden Garantiedividende im Rahmen eines gerichtlichen Überprüfungsverfahrens („Spruchverfahren“).

GREIFF „special situations“ Fund
Gesetze bestimmen den Preis!



Art des Angebots / Strukturmaßnahme	Voraussetzungen	Preisermittlung
Pflichtangebot (gem. WpÜG)	Überschreitung 30 %- Schwelle	Rechtlicher Mindestpreis aus Börsenkurs bzw. Vorerwerb (Genehmigung durch BaFin)
Freiwilliges Übernahme- angebot (gem. WpÜG)	Auf Kontrollerwerb (>30%) ausgerichtet	Rechtlicher Mindestpreis aus Börsenkurs bzw. Vorerwerb (Genehmigung durch BaFin)
Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (gem. 291ff AktG)	Überschreitung 75%-Schwelle	Rechtlicher Mindestpreis aus Börsenkurs bzw. gutachterlicher Bewertung / alternativ jährliche Ausgleichszahlung (jeweils gerichtlich überprüfbar)
Squeeze Out (gem. § 327a AktG)	Überschreitung 95%-Schwelle	Rechtlicher Mindestpreis aus Börsenkurs bzw. gutachterlicher Bewertung (gerichtlich überprüfbar)



Seit 2002 existieren in Deutschland ausführliche rechtliche Bestimmungen zu Wertpapiererwerb und Übernahmen.

OFT WIRD ES ERST NACH DER ABGABE DES ÜBERNAHMEANGEBOTS INTERESSANT

Da sich Übernahmespekulationen oft über lange Zeiträume erstrecken, sie keineswegs immer aufgehen oder in anderen Fällen das Warten auf die entscheidende Nachricht zu einer „never ending story“ wird, bietet sich meist nicht die Spekulation auf das Ereignis selbst an, auch wenn es hierbei in der Regel zu den höchsten prozentualen Kursgewinnen kommt. Langfristig lukrativer ist es vielmehr, auf die dem Erstgebot nachgelagerten Strukturmaßnahmen zu setzen.

An erster Stelle ist hier der sogenannte Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu nennen. In solchen Situationen möchte sich der Großaktionär im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages die Gewinne sowie die vollen Durchgriffsrechte an seiner Mehrheitsbeteiligung sichern. Im Gegenzug erhalten die Streuaktionäre ein neues Übernahmeangebot auf Basis eines gesetzlichen

Mindestpreises. Ein höherer Abfindungspreis kann sich aus dem Gutachten der Wirtschaftsprüfer ergeben. Voraussetzung dafür: Der Unternehmensvertrag muss mit einer qualifizierten Mehrheit von 75 % des auf der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals beschlossen werden.

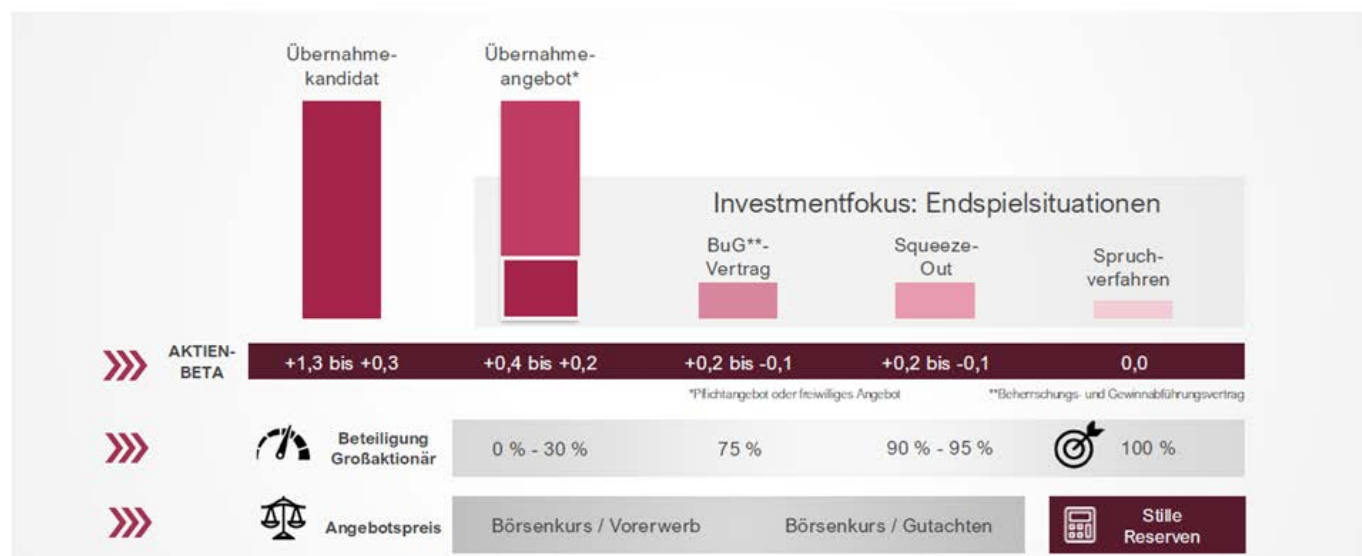
Erhält der Beschluss die nötige Zustimmung, so ist an die Aktionäre, welche die Abfindung nicht annehmen, jährlich eine garantierte Dividende zu entrichten, die deutlich über der Ausschüttung klassischer Aktien und der Verzinsung am Rentenmarkt liegt. Als Daumenregel kann die aktuelle Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe zzgl. 200 bis 300 bps verwendet werden! Aktuell liegt die durchschnittliche Garantiedividende bei über 5 % pro Jahr und bietet somit einen zusätzlichen „Airbag“ bei Kursrückgängen an den Kapitalmärkten.

DIE LETZTEN STÜCKE SIND DIE TEUERSTEN

Das Ziel eines strategischen Käufers ist in aller Regel eine Komplettintegration. Je schneller, desto besser! Käufer, die nach dieser Devise agieren, billigen dem verbliebenen Streubesitz oftmals eine sogenannte „Lästigkeitsprämie“ zu. Diese Ertragspotenziale lassen sich meist in Zusammenhang mit einem Squeeze-Out realisieren. Der Großaktionär hat dabei bereits Zugriff auf 95 % der Aktien. Auch hier findet die Regelung eines Mindestpreises Anwendung (siehe

Grafik nächste Seite). Oft finden sich hier aktivistische Aktionäre ein, die eine solche Maßnahme unterbinden können und den Käufer zur Zahlung einer Prämie „nötigen“, die letztendlich allen noch in der Gesellschaft verbliebenen Minderheitsaktionären zugutekommt. Der Wegfall rechtlicher und buchhalterischer Einschränkungen wiegt aus Sicht des Großaktionärs eine Prämie für eine vollständige Übernahme zu meist auf.

GREIFF „special situations“ Fund
Idealtypischer Verlauf einer Übernahme

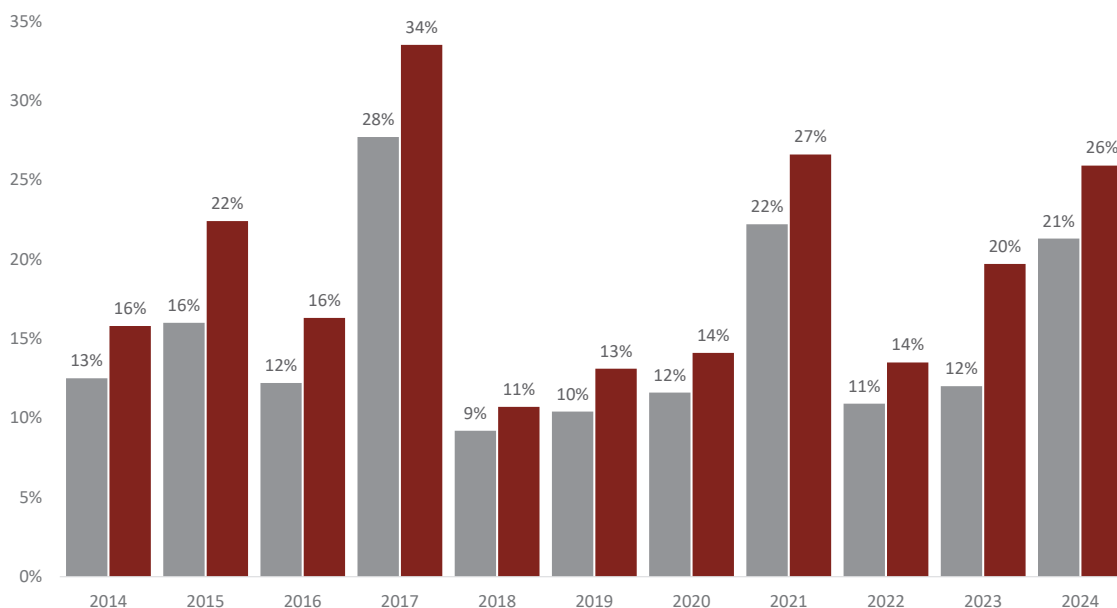


GERICHTLICHE ÜBERPRÜFUNG DER ANGEMESSENEN ABFINDUNG (SPRUCHVERFAHREN)

Den genannten Strukturmaßnahmen (z. B. Abschluss eines BuG-Vertrags, Squeeze-Out, Delisting) folgt in aller Regel ein sogenanntes Spruchverfahren. Dabei überprüft das zuständige Gericht auf Antrag eines oder mehrerer Minderheitsaktionäre im Nachhinein die Angemessenheit der Abfindung und/oder der Garantiedividende. Derartige Verfahren dauern häufig viele Jahre. Oft kommt das Gericht am Ende des Tages aber doch zu einer positiven Bewertung und setzt für die betroffenen Aktionäre eine nicht unerhebliche Nachbes-

serung fest. Laut empirischen Untersuchungen lagen diese – bei zwischen 2014 und 2024 abgeschlossenen Fällen – meist durchschnittlich im zweistelligen Prozentbereich. Hinzu kommt die Aufzinsung der Nachbesserung seit Beschluss der entsprechenden Strukturmaßnahme mit fünf Prozentpunkten über dem Basiszins der Bundesbank. Letzterer liegt aktuell bei 1,27 %. Ausrechnen lässt sich der Zinsbetrag nach Verfahrensbeendigung über die Seite „www.basiszinssatz.de/zinsrechner/“.

Spruchverfahren: Renditen durch Nachbesserung



Quelle: Solventis Research, Bundesanzeiger

„DIE LETZTE AKTIE IST DIE TEUERSTE“



Dirk Sammüller und Thomas Einzmann
Geschäftsführer der Capiro Capital GmbH und
Berater des GREIFF special situations Fund
(WKN: A0F699)

Die Capiro Capital GmbH wurde im September 2021 gegründet und wird durch die beiden Geschäftsführer Dirk Sammüller und Thomas Einzmann vertreten. Die handelnden Personen verfügen über eine mehr als 20-jährige Expertise im Management von Investmentfonds und Spezialfonds für institutionelle Anleger wie Stiftungen oder Pensionskassen. Dirk Sammüller und Thomas Einzmann zählen dabei zu den wenigen Experten bei „Deutschen Spezielsituationen“ insbesondere bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und Squeeze-Outs. Auch im internationalen Übernahmerecht können die beiden auf langjährige, profunde Kenntnisse zurückgreifen. Zudem bieten Einzmann und Sammüller auch Researchdienstleistungen an.

FAM: Beschreiben Sie bitte kurz den oder die Investitionsschwerpunkte des GREIFF special situations Fund.

Dirk Sammüller und Thomas Einzmann: Unser Fonds investiert vornehmlich in Übernahme-situationen in Deutschland. Der erste Schritt sind oft klassische Übernahmeangebote. Häufig stellen diese Aktien reine Arbitrageinvestments dar. Manchmal ergeben sich in diesem Stadium Bietergefechte oder Nachbesserungen, die im besten Fall schnelle, hohe zweistellige Renditen abwerfen können. Viel spannender und passender für unsere Strategie sind jedoch Aktien, bei denen es nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot zu weiteren Strukturmaßnahmen kommt. An erster Stelle ist hier der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu nennen. Meist zieht es sich bis zur finalen Gerichtsentscheidung über Jahre. Das Finale in solchen Übernahmeprozessen stellt der sogenannte Squeeze-Out dar. Auch hier kann das von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer angefertigte Gutachten zu einer höheren Abfindung als der gesetzlich geregelte Mindestpreis führen.

FAM: Können Sie bitte noch einige Worte zur Strategie bzw. zur Anlagephilosophie des Fonds sagen.

Unsere Strategie würde ich als Absolute Return orientierten Ansatz sehen. Wir managen zwar ein reinrassiges Aktienprodukt, bewegen uns aber überwiegend in einem durch das Aktien- und Wertpapierübernahmegesetz regulierten Umfeld. Garantierte Dividenden und gesetzlich fixierte Preise schützen selbst bei heftigsten Börsenturbulenzen vor stärkeren Kursrücksetzern.

FAM: Mit welcher Anlagedauer sollten Käufer Ihres Fonds mindestens kalkulieren? Welches Renditeziel p.a. streben Sie über diesen Zeithorizont hinweg an?

Prinzipiell muss man in diesem Marktsegment einen sehr langen Atem mitbringen. Die höchste Rendite erwirtschaften In-

vestoren in der Regel, wenn sie alle Stadien des Übernahmeprozesses inklusive der Spruchverfahren durchlaufen. Über den Zyklus von 10 Jahren sollten Renditen von 5 bis 7 Prozent p.a. möglich sein. In der Regel ist die letzte Aktie auch die Teuerste!

FAM: Bei Abfindungs- und Übernahmeaktien machen nachträgliche Aufbesserungen der Abfindung oder Garantiedividende durch das zuständige Gericht einen wichtigen Wertsteigerungsfaktor aus. Wie spiegeln sich diese im jeweils aktuellen Fondspreis wider. Was müssen Fondskäufer somit für entsprechende Nachbesserungsrechte im Fondsvermögen bezahlen?

Diese Aufbesserungen ergeben sich aus den Spruchverfahren. Hier bietet der Fonds mit eins der attraktivsten Assets, die ich in der deutschen Fondslandschaft kenne. Da wir diese Nachbesserungsrechte ohne Wertansatz in der Bilanz haben, schlägt sich jeder auch noch so kleine Sieg vor Gericht in einer Aufwertung des Fonds nieder. Eine Verzinsung gibt es auch noch, aktuell 6,27%. Es kommt nicht selten vor, dass bei jahrelang dauernden Spruchverfahren der Zinsanteil die originäre Aufbesserung übertrifft. Der Topf an diesen sogenannten „Stillen Reserven“ im Fonds beläuft sich auf über 150 Mio. EUR und ist damit dreimal so hoch wie das aktuelle Fondsvolumen. Also eine attraktive Relation für jeden Neukäufer, da er diesen Zusatzjoker umsonst bekommt.

FAM: Welche 1-2 Abfindungs- und Übernahmewerte finden Sie derzeit besonders interessant?

Unter längerfristigen Aspekten traue ich SNP Schneider-Neureither eine gute Performance zu. Ein Squeeze-Out auf absehbare Zeit dürfte weiteres Kurspotenzial mit sich bringen. Des Weiteren verfolgen wir die Entwicklungen rund um ProSieben SAT1 Media. Die italienische MFE-Gruppe ist nach der Aufbesserung ihrer Übernahmeofferte einer Komplettübernahme schon ziemlich nah.

„RENDITE NACH PLAN – AUCH BEI MARKTSCHWANKUNGEN“



Dr. Ulrich Ronge, geschäftsf. Gesell. der Knoesel & Ronge Vermögensverwaltung und Berater des KR FONDS deutsche Aktien Spezial (WKN: A0MWK9)

Die Knoesel & Ronge Vermögensverwaltung GmbH & Co. KG aus Würzburg betreut seit 1998 als unabhängiges Finanzinstitut private und professionelle Anleger (aktuell ca. 150 Mio. € Depotvolumen). Das sechsköpfige Team verfügt über Erfahrung aus mehr als 200 Spruchverfahren und zählt damit zu den ausgewiesenen Spezialisten für Sondersituationen. Dr. Ulrich Ronge ist seit 1998 Portfolio-manager und geschäftsführender Gesellschafter der Knoesel & Ronge Vermögensverwaltung und verfügt über langjährige Erfahrung im Bereich deutscher Abfindungs- und Sondersituationen. Nach dem Studium war er wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von Prof. Dr. Ekkehard Wenger.

Beschreiben Sie bitte kurz den oder die Investitionsschwerpunkte des KR FONDS Deutsche Aktien Spezial.

Dr. Ulrich Ronge: Der KR FONDS Deutsche Aktien Spezial konzentriert sich auf deutsche Abfindungs- und Übernahmewerte, also auf Aktien, die im Umfeld von Strukturmaßnahmen wie Übernahmen, BuG-Verträgen, Squeeze-Outs oder Delistings stehen. Dadurch entsteht ein Portfolio, dessen Wertentwicklung weniger von der allgemeinen Börsenlage abhängt, sondern stärker von den jeweiligen Unternehmensereignissen getrieben ist.

Können Sie bitte noch einige Worte zur Strategie bzw. zur Anlagephilosophie des Fonds sagen?

Wir wollen planbare Renditen mit begrenztem Risiko kombinieren. Dazu setzen wir auf Ereignisse, die entweder rechtlich fixiert sind oder eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit haben. Unsere Portfoliotitel haben dadurch meist eine Art natürliche Absicherung. Im Portfolio finden sich in der Regel knapp 50 % BuG-Titel als Stabilitätsanker, der Rest verteilt sich auf Übernahmekandidaten, Squeeze-Out-Aktien und Nachbesserungsrechte. Diese Kombination sorgt für eine gute Balance aus Sicherheit und Chance. Wir konzentrieren uns dabei auf deutsche Nebenwerte, betreiben keinerlei Marktspekulation und setzen auch keine Derivate oder Optionen ein. In der Regel sind wir voll investiert, trotzdem funktioniert die Absicherung.

Mit welcher Anlagedauer sollte Käufer Ihres Fonds mindestens kalkulieren? Welches Renditeziel p.a. streben Sie über diesen Zeithorizont hinweg an?

Trotz der schwankungsarmen Ausrichtung kann sich auch unsere Strategie nicht jeder Marktsituation vollständig entziehen. Dementsprechend empfehlen wir die für Aktienanlagen üblichen vier bis fünf Jahre Mindesthaltedauer. Über diesen Zeitraum streben wir eine Rendite im mittleren einstelligen Prozentbereich p.a. an, allerdings mit erheblich geringeren Drawdowns in schwierigen Marktphasen und einer Volatilität von etwa einem Drittel im Vergleich zum DAX.

Bei Abfindungs- und Übernahmeaktien machen nachträgliche Aufbesserungen der Abfindung oder Garantiedividende durch das zuständige Gericht einen wichtigen Wertsteigerungsfaktor aus. Wie spiegeln sich diese im jeweils aktuellen Fondspreis wider?

Die im Fonds gesammelten Rechte werden auf Basis der dafür am Markt gezahlten Prämien und der weiteren Entwicklung in den Spruchverfahren bewertet. Unseres Wissens sind wir die Einzigen, die eine Bewertung vornehmen. Wir wollen dadurch faire Bedingungen für Alt- und Neuanleger schaffen. Als Neuinvestor klingt eine Nullbewertung zunächst attraktiv. Je länger man jedoch dabei bleibt und je mehr Geld in den Fonds fließt, desto unfairer wird es. Derzeit liegt der Anteil aller noch ausstehenden Nachbesserungsrechte im Fonds bei rund 2,7 % des Nettoinventarwerts. Dies kann sich jedoch bei erfolgreichem Beenden des dazugehörigen Spruchverfahrens schnell vervielfachen.

Welche 1-2 Abfindungs- und Übernahmewerte finden Sie derzeit besonders interessant?

Alle aktuellen BuG-Aktien mit laufendem Spruchverfahren sind interessant (bspw. Adtran Networks, DMG Mori, va-q-tec, etc.). Die laufende Verzinsung der Abfindung von derzeit 6,27 % p.a. ist sehr attraktiv und in der aktuellen Zinslandschaft eine solide Ertragsquelle bei hoher Sicherheit. Außerdem werden BuG-Aktien derzeit mit geringen Prämien auf die Abfindungen inkl. Zinsen gehandelt. On top kommt noch die Option auf einen Squeeze-Out, der wieder mit entsprechenden Nachbesserungschancen verbunden ist.

Ein besonders spannender Nachbesserungsfall ist z.B. die Aareal Bank. Nach dem Squeeze-Out der Minderheitsaktionäre letztes Jahr haben die neuen Eigentümer die IT-Tochter Aareon für knapp 3,9 Mrd. Euro verkauft. Allein dadurch ist die damalige Bewertung der gesamten Bank fast abgedeckt – soll der Rest also wertlos gewesen sein? Wohl kaum. Hier besteht für die ausgeschiedenen Aktionäre also die Aussicht auf erhebliche Nachbesserung im Spruchverfahren.

FAM RENTEN SPEZIAL I

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 - 30.09.2025)



MANAGERKOMMENTAR: HAPPY BIRTHDAY: DER FAM RENTEN SPEZIAL FEIERT SEINEN 10. GEBURTSTAG – WAS BRINGT DIE NÄCHSTE DEKADE?

Rückblende: Im Sommer 2015 herrschte Eiszeit am Rentenmarkt. Die seit Jahren bestehende Null- bzw. Negativzinslandschaft hatte viele (Bond-)Investoren müde gemacht. Der Gedanke, einen Rentenfonds aufzulegen, klang für manche Marktteilnehmer damals schräg, es gab sogar Mitleidsbekundungen von Geschäftsfreunden. Unsere Perspektive war immer eine andere. Mit der These „Der Credit-Markt bietet immer attraktive Gelegenheiten“ sind wir optimistisch das Projekt „FAM Renten Spezial“ angegangen. Unser Ziel war es, den Fixed-Income-Investoren ein Produkt hinzustellen, das trotz des eisigen Gegenwinds einen mittleren einstelligen jährlichen Return bringen kann.

Zehn Jahre später, und um einige Börsen-Crashes gereift, kann festgehalten werden: „Mission erfüllt“. Investoren der ersten Stunde haben einen Gesamtertrag (nach Kosten!) in Höhe von rund 67 % erzielt, was annualisiert 5,25 % (I-Tranche) bedeutet. Dabei wurde nicht nur die Eiszeit am Rentenmarkt überstanden, sondern auch der Corona-Crash 2020 und die heftigste Zinswende aller Zeiten im Jahr 2022. Insofern wird uns vor den kommenden zehn Jahren keinesfalls bange – im Gegenteil: Wir sind sehr zuversichtlich. Bei einer Portfoliorendite im hohen einstelligen Bereich und gleichzeitig tiefer Zins- und Spread-Duration bleibt auch keine andere Perspektive.

Eine Good News gab es vom Freizeitpark-Betreiber Merlin Entertainments, wo der Fonds die besicherte 7,375%-Motion-

Finco-2030-Anleihe hält. Die Gesellschafterstruktur sieht wie folgt aus: 47,5 % Kirkbi (die „Lego-Familie“) / 32 % Blackstone / 15,5 % Canada Pension Plan. KIRKBI A/S hat im September 29 Lego Discovery Center zu einem Kaufpreis von GBP 200 Mio. (ca. 10x EV/EBITDA) von Merlin erworben. Diese zusätzliche Liquidität, der hohe Kaufpreis-Multiple und der damit assoziierte Sponsor-Support geben weiteren Komfort, während die derzeitige operative Entwicklung bei Merlin noch etwas zu wünschen übrig lässt.

Im Berichtsmonat wurde die Top-Position 8,625%-Sigma-Holdco-2031 weiter ausgebaut. Das zugrunde liegende Unternehmen Flora Foods ist eine sog. „Strong-Horse-Company“, die nicht nur die hohe Schuldenlast tragen kann, sondern auch nach Abzug der Zinskosten und der Investitionskosten („Capex“) einen freien Cashflow erwirtschaftet. Dies gilt insbesondere bei Betrachtung über ein volles Kalenderjahr, denn aufgrund der saisonalen Working-Capital-Schwünge ist H1 immer FCF-negativ und wird von einem starken H2 überkompensiert. Da die Anleiheplatzierung im Sommer über den Nordic Bond Market alles andere als rund lief und einige Short-Positionen in diesem Bond bestehen, liegt der Kurs nach wie vor deutlich unter Par. Dies führt zu einer attraktiven Rendite auf Endfälligkeit (YTM) von rund 11 % bzw. einer Yield-to-Call (1st Call im Sommer 2026) von ca. 16 %.

Top Emittenten Renten

8,625% Sigma Holdco BV 2031	5,3 %
6,875% Ardonagh Finco Ltd 2031	3,0 %
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 %
3,650% Royal Bank of Canada 2081	2,3 %
3,700% Bank of Nova Scotia/The 2081	2,3 %
10,500% Mutaes SE & Co KGaA 2027	2,2 %
7,375% Motion Finco Sarl 2030	2,0 %
5,125% BAWAG Group AG Perp	2,0 %

Bonitätsaufteilung

A	1,8 %
Baa	22,6 %
Ba	27,4 %
B	37,5 %
Caa	10,5 %

Währungsallokation

EUR	96,8 %
USD	2,0 %
CHF	1,2 %

Asset Allocation

Renten	93,7 %
Kasse	6,3 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	1fd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p. a.
FAM Renten Spezial	0,5 %	5,0 %	6,3 %	37,2 %	38,5 %	67,2 %	5,2 %
iShares Euro HY*	0,4 %	3,9 %	5,7 %	28,3 %	20,5 %	36,6 %	3,2 %
Differenz	0,1 %	1,1 %	0,6 %	8,9 %	18,1 %	30,6 %	2,1 %

*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY

STAMMDATEN

ISIN	DE000A14N878
WKN	A14N87
Rücknahmepreis (EUR)	120,07
Fondsvermögen (EUR Mio.)	102,83
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	93,7 %
Rendite bis Endfälligkeit	8,3 %
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,9
Modified Duration	2,3
Spread Duration	2,8
Ø Kupon	7,2 %
Ø Anleihepreis	98,8
Fremdwährungsexposure (FX)	2,5 %
Anzahl der Emittenten	65

STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	4,5 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	1,00
Maximum Drawdown	-21,0 %
Time-to-Recovery (Tage)	248



FAM CREDIT SELECT I

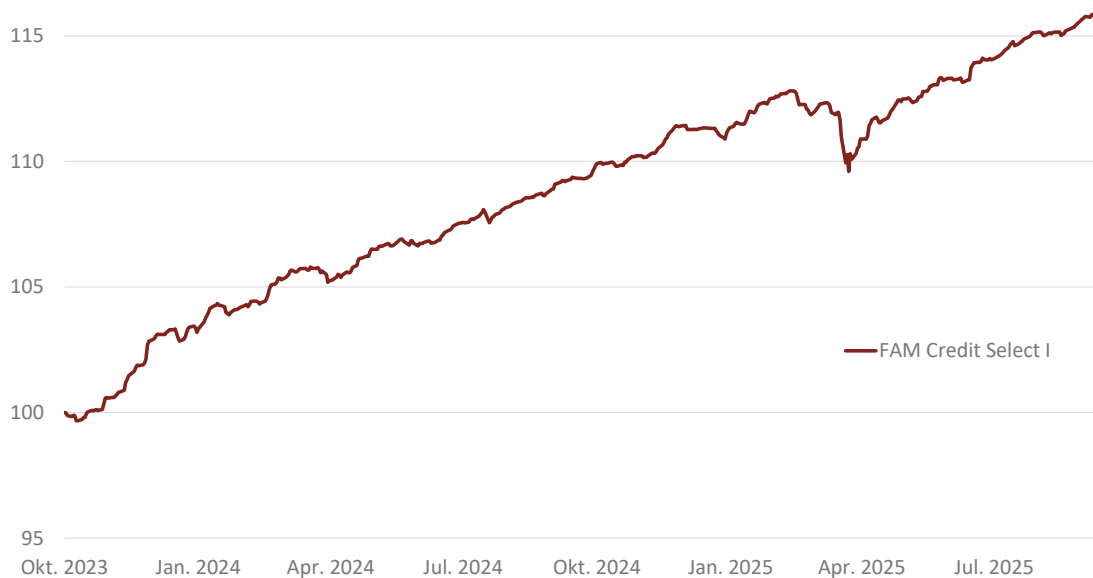
Vertriebsstatus: Offen

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* - 30.09.2025) *Auflage des FAM Credit Select



MANAGERKOMMENTAR: IST JETZT EIN GUTER ZEITPUNKT, DEN FAM CREDIT SELECT ZU KAUFEN?

Da wir mit dieser Frage zuletzt mehrfach konfrontiert worden sind, möchten wir auf den Timing-Aspekt eingehen. Aus unserer Sicht ist das Market-Timing ohnehin äußerst schwierig. Aber selbst wenn sich Investoren diese Fähigkeit attestieren, so ist der Einstiegszeitpunkt bei einem soliden Rentenportfolio, wie es der FAM Credit Select darstellt, zweit- bzw. drittrangig. Diese Aussage gilt so lange, wie die Portfoliorendite des Fonds attraktiv ist. Denn die anderen Kennzahlen verändern sich im Zeitablauf nicht bzw. kaum: (1) Die Fondswährung lautet auf EUR und es existiert nahezu gar kein FX-Risiko, da dieses mittels Devisenswaps eliminiert wird; (2) Kurze Zins- und Spread-Duration; (3) Investment-Grade-Rating im Durchschnitt. Daher reicht der Blick auf die Portfoliorendite aus. Ist diese für Investoren ausreichend, so kann die Anlage vorgenommen werden.

Was vielleicht etwas simpel klingt, ist in der Praxis nicht immer ganz so trivial. Wir halten permanent Ausschau nach attraktiven Kurzläufnern sowie Nachranganleihen mit hoher Call-Wahrscheinlichkeit in den kommenden 1-2 Jahren. Im September sind wir u.a. in Kanada fündig geworden, und zwar bei einer nachrangigen Anleihe der Royal Bank of Canada (RBC). Die Struktur der 3,65% Royal Bank of Canada LRCN 2081 (LRCN = „Limited Recourse Capital Notes“) ähnelt den europäischen AT1 Bonds sehr stark. Der First Call ist im Oktober 2026. Eine Rückzahlung zu 100,- zu diesem Termin würde bei einem Kaufpreis von rund 94,- eine „Yield-to-Call“ von ca. 8,5% (auf EUR-Basis, also nach Abzug der FX-Hedgekosten) bedeuten.

Sollte die RBC sich gegen den 1st Call entscheiden, läuft der Bond weitere fünf Jahre. Der Kupon würde dann auf das aktuelle kanadische Zinsniveau plus initial Spread angepasst. In diesem Szenario beträgt die „Yield-to-Maturity“ 5,5%, wiederum EUR-hedged. Zur Einordnung: Die RBC hat eine Marktkapitalisierung von rund 200 Milliarden US-Dollar und ist mit einem Nettogewinn von jährlich ca. 14 Milliarden Dollar eine der stärksten Adressen weltweit. Das Rating unserer Anleihe liegt bei Baa2/BBB/BBB+ und insofern wären selbst 5,5% Yield völlig in Ordnung. Der Fonds setzt aber eindeutig auf den Call in einem Jahr. So oder so wird dieser Bond in den kommenden Monaten sehr stabil bleiben, da jeder Marktteilnehmer weiß, dass es eine recht hohe Kündigungswahrscheinlichkeit gibt. Diese ist quasi wie ein „Anker“ zu sehen, der vor Kurschwankungen schützt.

Aufgestockt wurde im Berichtsmonat die besicherte Anleihe von Flora Foods mit einem Kupon von 6,875% und einer Laufzeit bis 2029. Nach einem Rückgang um ca. drei Punkte stellte sich die Endfälligkeitsrendite auf knapp 7% ein, woraus ein hoher Relative Value resultiert. Wir sehen das Unternehmen als echte „Strong Horse Company“. Aufgrund der hohen EBITDA-Marge ist Flora Foods in der Lage, sowohl die Zinskosten in Höhe von rund 500 Millionen Euro als auch die Investitionskosten („Capex“) zu tragen und dennoch einen freien Cash Flow zu erwirtschaften. Der Leverage liegt bei 6,4x und wir sehen einen Unternehmenswert im Bereich von 11x.

Top Emittenten Renten

2,000% Eutelsat SA 2025		2,7 %
2,625% Allianz SE Perp NC 2030		2,4 %
2,500% State of Lower Saxony 2030		2,4 %
6,875% Flora Food Management BV 2029		2,3 %
3,650% Royal Bank of Canada 2081		1,8 %
3,700% Bank of Nova Scotia/The 2081		1,8 %
6,750% Landesbank Baden-Wuerttemberg Perp NC 2030		1,8 %
5,000% CMA CGM SA 2031		1,6 %
5,125% BAWAG Group AG Perp		1,6 %
3,375% LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE 2025		1,6 %

Bonitätsaufteilung

Aaa		11,1 %
Aa		9,2 %
A		7,9 %
Baa		24,0 %
Ba		27,2 %
B		20,6 %

Währungsallokation

EUR		99,1 %
USD		0,9 %

Performance-Kennzahlen

FAM Credit Select	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
	0,6 %	4,0 %	6,0 %			15,8 %	7,8 %

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3D1WP8
WKN	A3D1WP
Rücknahmepreis (EUR)	1126,95
Fondsvermögen (EUR Mio.)	127,5
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

06.12.2024	30,00 €
------------	---------

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	97,7 %
davon Corporate Hybrids	8,9 %
davon Banken Hybrids	12,5 %
davon Versicherungs Hybrids	10,6 %
Rendite bis Endfälligkeit	5,5 %
Ø Rating	Baa2
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,4
Modified Duration	2,2
Spread Duration	2,5
Ø Kupon	4,9 %
Ø Anleihepreis	100,5
Fremdwährungsexposure (FX)	1,0 %
Anzahl der Emittenten	106

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	1,7 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	3,49
Maximum Drawdown	-2,8 %
Time-to-Recovery (Tage)	63

FAM PRÄMIENSTRATEGIE I

Vertriebsstatus: Offen

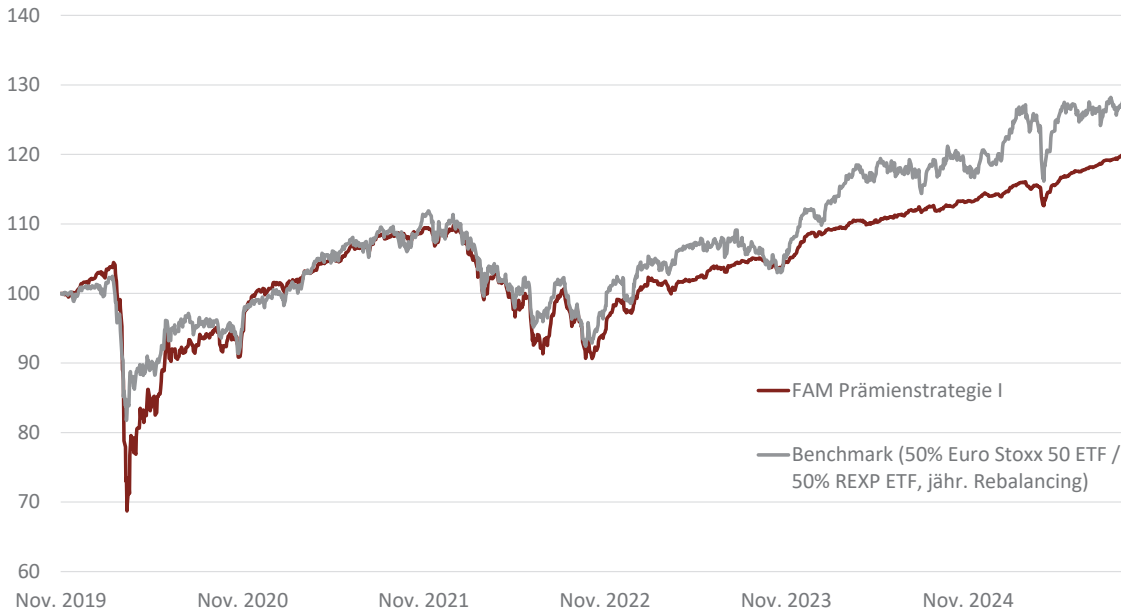
ANLAGESTRATEGIE

Ziel der Strategie ist es, über einen vollen Wirtschaftszyklus (7-10 Jahre) aktienähnliche Renditen mit niedrigerer Volatilität und geringere Drawdowns zu erzielen. Die Strategie besteht aus drei Renditebausteine: 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* - 30.09.2025)

*Auflage des FAM Prämienstrategie I



MANAGERKOMMENTAR: ÜBERBEWERTETER US-AKTIENMARKT? C'MON ... THE ONLY WAY IS UP!

Der „Mood“ an den Finanzmärkten, angefangen mit dem US-Aktienmarkt, ist optimistisch - im Bereich „AI“ sogar euphorisch. Beispiel: Am 9. September meldete Oracle einen 5-Jahresauftrag mit einem Volumen von 300 Milliarden US-Dollar. Der Auftraggeber: Open AI. Der Zweck: Cloud-Rechenzentren (Datenzentren) zu bauen. Das Ergebnis: Die Oracle-Aktie stieg um 25 % - an einem Tag.

Context, please? Ok, here we go: 60 Milliarden US-Dollar pro Jahr an zusätzlichem Umsatz - nicht schlecht. Zum Vergleich: Oracles erwarteter Umsatz 2025 liegt bei ca. 57 Milliarden US-Dollar. OpenAI wiederum erzielte im ersten Halbjahr 2025 rund 4,3 Milliarden US-Dollar Umsatz. Insofern nur logisch, dass Oracle den Bau der Datenzentren vorfinanzieren muss – und damit letztlich auch fremdfinanzieren. Nur: Während die Nettoverschuldung von Microsoft, Amazon, Meta oder Alphabet jeweils unter 0,5x EBITDA liegt, beträgt der sog. „Leverage“ (also Nettoverschuldung / EBITDA) bei Oracle bereits jetzt 3,8x. In a nutshell: Oracles Marktkapitalisierung stieg um 160 Milliarden US-Dollar an einem einzigen Tag infolge der Ankündigung eines 300 Milliarden US-Dollar 5-Jahresauftrags um Datenzentren bereitzustellen: (i) die Oracle noch nicht gebaut hat, (ii) die 4,5 GW an Strom erfordern werden (das entspricht zwei modernen Kernkraftwerken mit jeweils zwei Kernreaktoren), (iii) für ein Auftragsvolumen, welches den derzeitigen

OpenAI Umsatz bei Weitem übersteigt und (iv) eine erhöhte Kreditaufnahme für Oracle erfordern wird, dessen Verschuldungsgrad weit über den der Konkurrenz liegt. Guys: context, please!

Anyhow: Im September ist der S&P 500 um 3,6% gestiegen, der Euro Stoxx 50 hat 3,4% zugelegt, der DAX blieb quasi unverändert (-0,1%). Die Kreditmärkte haben sich recht ruhig verhalten und die HY-Credit-Spreads (Markit iTraxx Xover) tendierten seitwärts. Die FAM Prämienstrategie hat in diesem Umfeld ein Plus von 0,8% gemacht.

Wird der „Mood“ an den Märkten optimistisch bzw. euphorisch bleiben? Auf kurze bis mittlere Sicht ist das unmöglich abzuschätzen. Wir wissen nur, was man wissen kann: Die Seitwärtsrendite des Fonds beträgt 5,6% und das Anleiheportfolio (kurze Duration von 2,1) ist weiterhin der Haupt-Renditetreiber der Strategie. Mit der derzeitigen Positionierung ist die Prämienstrategie „Mood“-agnostisch und wird für Stabilität in einem Multi-Asset-Portfolio sorgen. Darüber hinaus werden wir im Falle einer Änderung des „Market Moods“, d.h. einer Aktienmarktkorrektur, die Opportunität nutzen können, um Short-Put-Optionen als zusätzlichen Rendite-Treiber einzusetzen.

Top Basiswerte Optionen (Notional in % des Fondsvolumen)

EuroStoxx50		9,8 %
-------------	---	-------

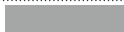
Optionen – Laufzeit

< 3 Monate		100 %
------------	---	-------

Top Emittenten Renten (Notional in % des Fondsvolumen)

2,020% Zuercher Kantonalbank 2028		3,5 %
0,125% Bayerische Landesbank 2028		2,8 %
0,750% Traton Finance Luxembourg SA 2029		2,7 %
0,500% Citigroup Inc 2027		2,5 %
2,625% Allianz SE Perp NC 2030		2,3 %

Renten – Laufzeit

> 8 Jahre		8,8 %
5 - 8 Jahre		19,4 %
3 - 5 Jahre		31,6 %
1 - 3 Jahre		33,5 %
< 1 Jahr		6,7 %

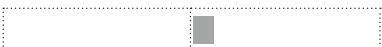
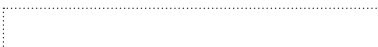
Marktumfeld

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	1fd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	0,8 %	5,4 %	6,9 %	15,1 %	31,7 %	20,3 %
Benchmark	1,8 %	8,4 %	6,9 %	22,8 %	38,4 %	28,8 %
Differenz	-1,0 %	-3,0 %	-0,1 %	-7,8 %	-6,7 %	-8,5 %

STAMMDATEN

ISIN	LU2012959396
WKN	A2PNH6
Rücknahmepreis (EUR)	974,75
Fondsvermögen (EUR Mio.)	23,8
Strategievermögen (EUR Mio.)	428,5
Auflagedatum	08.11.2019
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Hauck Aufhäuser Lampe
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Luxemburg
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
TER	1,28 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,60 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	500.000
Sparplanfähig	Nein

LETZTE AUSSCHÜTTUNGEN

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.	5,6 %
Max. Rendite p.a.	5,6 %

Optionsportfolio

Investitionsgrad	9,8 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	0,1 %
Max. Rendite p.a.	0,1 %
Wimbledon Put	0,0 %
Ø Discount (zum Underlying)	30,6 %
Delta Optionsportfolio	-0,00
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	78
Ø Strike	69 %

Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	88,5 %
Rendite bis Endfälligkeit	5,5 %
Ø Kupon	5,4 %
Ø Bonität	Ba1
Ø Duration (Jahre)	2,1
Fremdwährungsexposure	0,5 %
Anzahl Emittenten	54

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	9,9 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	0,2
Maximum Drawdown	-34,2 %
Time-to-Recovery (Tage)	392

FAM CONVEX OPPORTUNITIES I

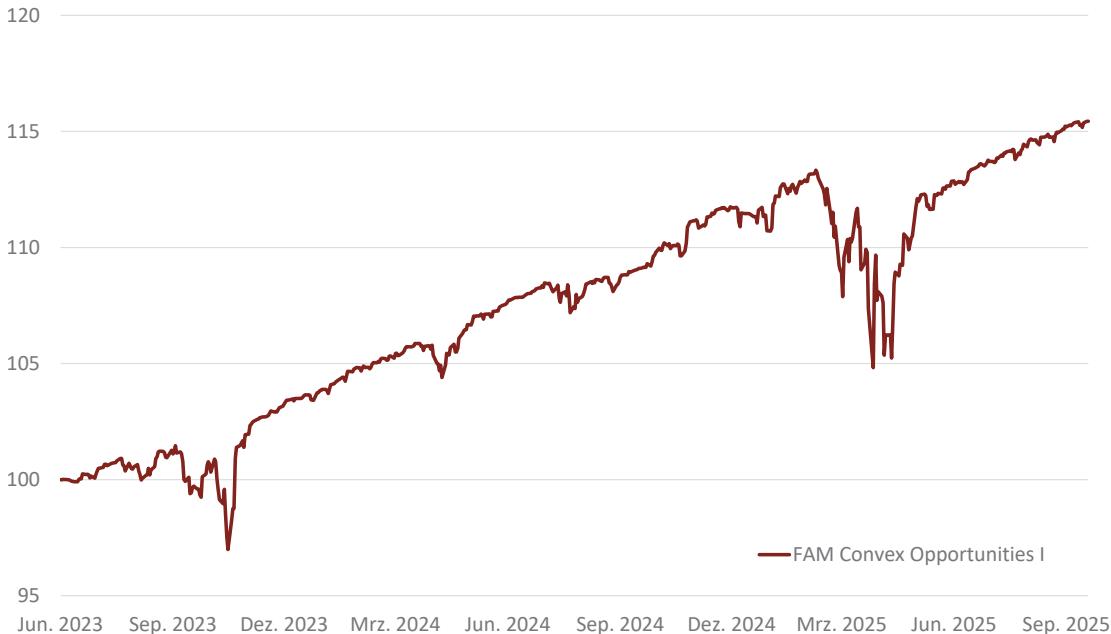
Vertriebsstatus: Offen

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 mittelgroßer Rückgang am US-Aktienmarkt.

PERFORMANCE FAM CONVEX OPPORTUNITIES I (12.06.2023 - 30.09.2025)



MANAGERKOMMENTAR: DIE 50 IM BLICK

Auch wenn der FAM Convex Opportunities keine 2,5 Jahre alt ist, hat der Fonds die 50 schon klar im Blick. Nur dreht es sich nicht um Jahre, sondern um die AUM: mit aktuell EUR 42,6 Mio. und festen Zusagen von mehreren Investoren für weitere Aufstockungen, dürfte der Fonds Ende des Jahres die 50 knacken. Als FAM sind wir unseren Investoren für solch einen Zuspruch sehr dankbar. Die Entwicklung der AUMs betonen wir dennoch aus einem anderen Grund: Bekanntlich allokalieren viele Investoren nur in Fonds, welche mindestens EUR 50 Mio. AUM haben. Man könnte fast meinen, dass der FAM Convex Opportunities bald ein ganz neues Produkt ist, zudem wir uns ganz automatisch einer weiteren wichtigen Marke nähern: den berühmten drei Jahren seit Fondsaufgabe. Somit schaffen diese jüngsten Entwicklungen eine wichtige Basis für gesundes Wachstum in der Zukunft und damit einhergehende Stabilität für bestehende Investoren.

Kommen wir nun zum Marktumfeld: Im Berichtsmonat setzte der S&P 500 Index seine positive Entwicklung weiter fort (+3,53% in USD). Etwas untypisch stieg der VIX-Index in diesem Umfeld leicht um 0,9 auf 16,3 Punkte. Also eine positive Korrelation zwischen Volatilität und Aktienmarkt. Obwohl sich Optionen im 1-Monatsbereich (gemessen am VIX) wie

auch in längeren Laufzeiten verteuerten, konnte der Fonds dank seines positiven Deltas zum S&P 500 Index ein Ergebnis von +0,60% / +0,57% erzielen.

Für den FAM Convex Opportunities hat die aktuelle Marktlage nur bedingt Konsequenzen, da die Strategie systematisch umgesetzt wird. Nach vorne geblickt, verändern sich durch den hohen Skew die Strike-Preise der Absicherungskomponente leicht. Es ist aktuell effektiver, höhere Strikes einzukaufen und dafür etwas weniger Kontrakte zu bekommen.

Die Strategie ist komplett prognosefrei. 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 (Absicherungskomponente) verfolgt. Da es schwer bis unmöglich ist, die kurzfristige Entwicklung von Aktienmärkten vorherzusagen, setzen wir die Strategie systematisch um. Die Positionierung für diverse Stressphasen wird in der unteren Tabelle gezeigt, wobei die zugrunde liegenden Annahmen realitätsnah sind.

Optionsportfolio

	Short Puts	Long Puts
Durchschnittliche Moneyness	88 %	69 %
Investitionsgrad	193 %	340 %
Anzahl Kontrakte	164	369
Delta	0,21 %	-0,08 %
Durchschnittliche Restlaufzeit	78	78

Collateral Portfolio

	YTM	Mod. Duration	Rating	Anteil
Cash	1,78 %	0		22,7 %
Government	2,00 %	0,48	Aaa	38,3 %
Pfandbriefe	2,19 %	1,25	Aaa	5,0 %
Corporates	2,39 %	0,78	A2	33,9 %
Gesamtportfolio	2,09 %	0,51	Aa3	100 %

Stress Test (30 Tage)*

	Finanzkrise	Eurokrise	Taper Tantrum 2.0	Corona Krise
FAM Convex Opportunities	-10,2 %	-8,4 %	-6,6 %	5,7 %
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.
Rendite	0,6 %	3,7 %	15,5 %	6,4 %

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3E3Z11
WKN	A3E3Z1
Rücknahmepreis (EUR)	1.154,87
Fondsvermögen (EUR Mio.)	42,8
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	-7,6 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	0,6
Time-to-Recovery (Tage)	89
Volatilität p.a.	5,8 %



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: 08.10.2025
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.