WINTERBERICHT

Optionsmarkt: Warum das Jahr 2022 so verrückt war

FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

2022/2023

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 Asset Klassen Hochzinsanleihen und Prämienstrategien.

Portfoliomanagement und Kundenbetreuung erfolgen bei der FAM aus einer Hand, der Portfoliomanager ist also gleichzeitig auch der Hauptansprechpartner für den jeweiligen Mandanten. Beim Portfoliomanagement wird großer Wert auf die fundamentale Analyse des Kapitalmarktes sowie 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 31.12.2021 - 31.12.2022 (in Euro) 4

Vorwort 5

Behält der Optionsmarkt recht, spricht vieles für die Prämienstrategie – Interview mit Lukas Grimm 7

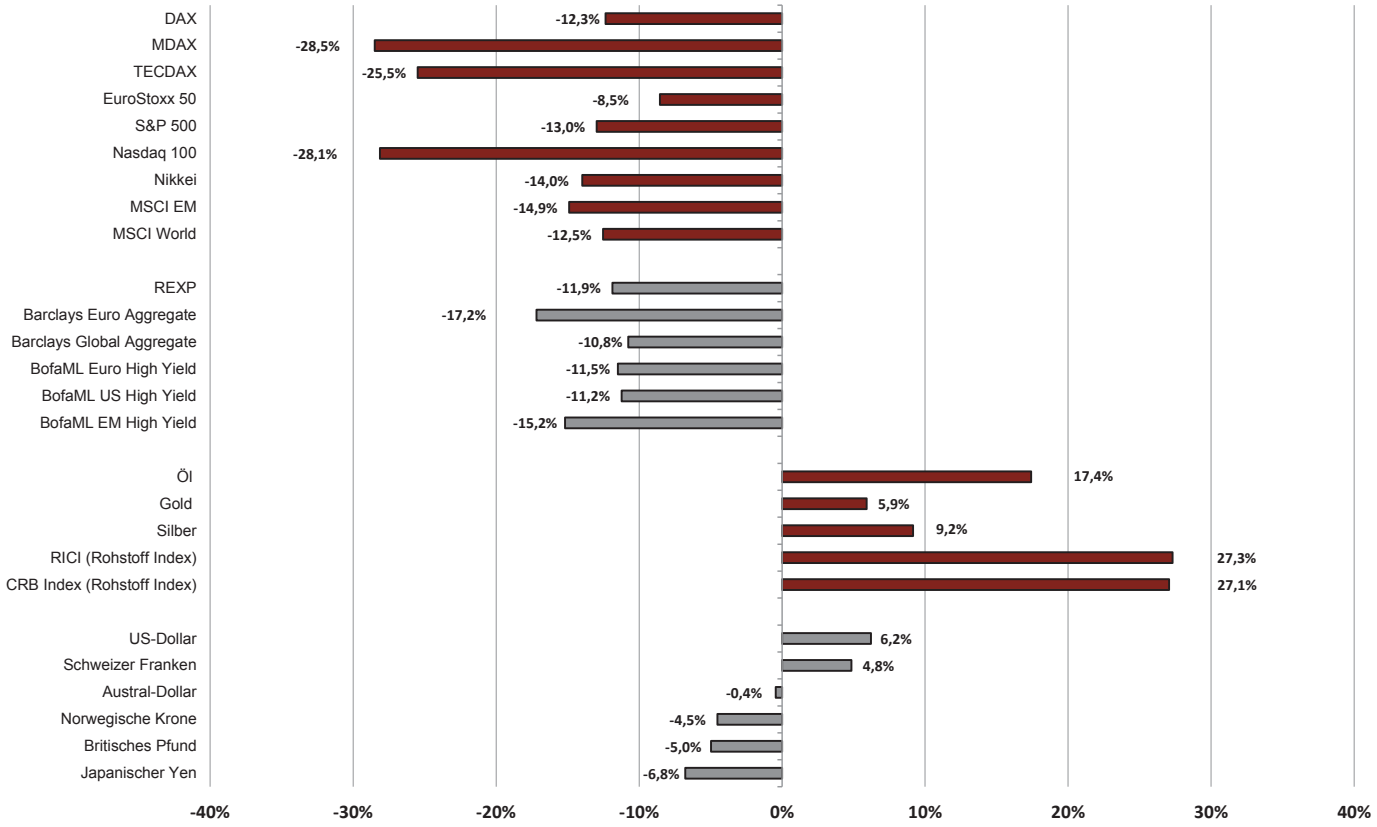
Tele Columbus AG – Führender Glasfasernetzbetreiber mit scharfem Bild und hoher Rendite 15

Welche Rolle sollten Kryptos in einem gut diversifizierten Portfolio spielen? – Interview mit S. Rangoonwala & P. Wiederholt 20

FAM Prämienstrategie R 24

FAM Renten Spezial A 26

KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2021 - 31.12.2022 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg

VORWORT

Tele Columbus oder wie Morgan Stanley und Ralph Dommermuth für uns ein Glasfasernetz ausrollen

Sehr geehrte Damen und Herren,

nach drei mehr oder weniger fetten Börsenjahren brachte 2022 eine kalte Dusche. Während die meisten Asset Manager derzeit darüber rätseln, ob es in diesem Jahr zu einer Rezession in den USA bzw. in Europa kommen wird und dementsprechend einen verhaltenen bzw. wagen Ausblick für die (Aktien)Börse geben, ist die FAM bezüglich der Performance-Aussichten sehr zuversichtlich.

Zwar wissen auch wir nicht, ob es zu einer Rezession kommen wird. Aber dies ist auch für unsere Anlagestrategie, die auf den beiden Kernbausteinen „High Yield" und „Optionsprämien" beruht, nicht wirklich entscheidend. Beide Ansätze überzeugen aktuell mit derart hohen Portfoliorenditen, die sich unabhängig von der Aktienmarktentwicklung materialisieren werden, dass es rein mathematisch betrachtet in den kommenden 12-24 Monaten zu einer positiven Wertentwicklung kommen muss. Bereits die zweite Jahreshälfte brachte ein Plus für den FAM Renten Spezial und auch für den FAM Prämienstrategie Fonds. Die Wende dürfte damit eingeleitet sein.

2022 war am Optionsmarkt ein verrücktes Jahr. Welche ungewöhnlichen Entwicklungen zu verzeichnen waren und woraus diese resultierten, zeigt unser Portfoliomanager Lukas Grimm im Interview („Behält der Optionsmarkt recht, spricht vieles für die Prämienstrategie") ab Seite 7 auf.

Der europäische High Yield Markt wurde aufgrund der rekordhohen Mittelabflüsse im letzten Jahr kräftig durchgeschüttelt und ist aus unserer Sicht nach wie vor stellenweise völlig „verpreist". Ein gutes Beispiel hierfür ist der deutsche Kabel- und Glasfasernetzbetreiber Tele Columbus. Etwas pointiert ausgedrückt rollen die Gesellschafter Morgan Stanley Infrastructure und Ralf Dommermuth (Großaktionär von United Internet) für uns ein Glasfasernetz aus. Die Rendite der Tele Columbus Anleihe, die in gut zwei Jahren endfällig ist, liegt bei über 16%. Warum wir hierin eine besondere Opportunität sehen, lesen Sie ab Seite 15.

Einen krasseren Abgesang wie er aktuell bei „Bitcoin & Co" stattfindet, haben wir nicht in Erinnerung. Grund genug jedenfalls, uns mit Sascha Rangoonwala, dem Deutschland-Chef von Coinbase, zum Gespräch zu treffen. Um es vorwegzunehmen: Die FAM hält an ihrer Empfehlung fest, sukzessive ein kleines Krypto-Exposure aufzubauen. Mehr dazu lesen Sie ab Seite 20.

Aus Sicht der FAM-Brille war 2022 ein recht gutes Jahr. Zahlreiche Aufstockungen unserer Bestandskunden und so viele Empfehlungen, dass wir mit dem Onboarding der Neukunden kaum noch nachgekommen sind, haben uns gerührt. Wir sind unseren Kunden zutiefst dankbar, zumal es trotz der negativen Performance zu keiner einzigen Beschwerde gekommen ist. Gleichzeitig erreichte der FAM Renten Spezial, der im letzten Jahr zahlreiche Preise gewann, im Dezember die wichtige Marke von 50 Millionen Euro Fondsvolumen. Auch hier gilt unser herzlicher Dank allen Investoren, die dazu beigetragen haben. Nicht nur das verwaltete Volumen wächst, sondern auch das FAM-Team. Unser Großraumbüro im Skyper ist inzwischen mit 10 Mitarbeitern komplett gefüllt – der Bericht ist diesmal mit entsprechenden Foto-Kollagen aufgelockert.

Wir wünschen Ihnen einen guten Auftakt in ein hoffentlich erfolgreiches und erfülltes Jahr 2023!

Ottmar Wolf und Peter Wiederholt

BEHÄLT DER OPTIONSMARKT RECHT, SPRICHT VIELES FÜR DIE PRÄMIENSTRATEGIE

Lukas Grimm, FAM

Die Prämienstrategie ist ein wichtiger Baustein der FAM. Bei ihr wird mittels eines breit gestreuten Anleiheportfolios eine Grundverzinsung generiert. Darüber hinaus werden durch den Verkauf von Put-Optionen an der Eurex Prämien eingenommen. Das Pricing dieser Optionen und damit auch die Höhe der zu vereinnahmenden Optionsprämien werden von der Entwicklung der impliziten Volatilität maßgeblich mitbestimmt.

Herr Grimm, wie haben die Optionsmärkte den diesjährigen Crash erlebt?

Bei der FAM Prämienstrategie konzentrieren wir uns hauptsächlich auf Optionen von Aktienindizes, wie z.B. den EuroStoxx 50 und den S&P 500. Am Jahresanfang waren diese Märkte durch die Unsicherheit geprägt, welche von Russlands möglichen und dann tatsächlichen Angriff auf die Ukraine ausging. Allerdings beruhigten sich die Optionsmärkte im Nachgang relativ zügig. Obwohl die Aktienindizes weiter an Wert verloren, machte sich im Optionsmarkt keine richtige Panik breit.

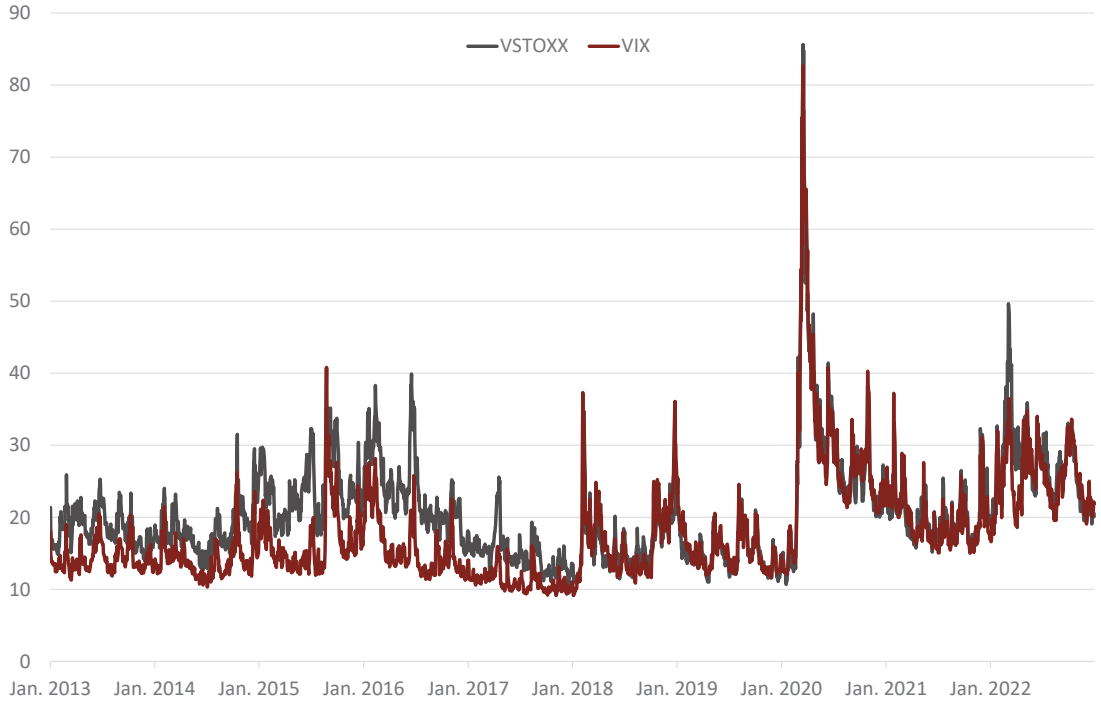
Der Preis von Optionen hängt von den zugrundeliegenden Basiswerten ab, und die Aktien sind dieses Jahr kräftig gefallen. Wieso war der Verlauf hier also so ruhig? Am Optionsmarkt für Staatsanleihen gab es regelrechte Erdbeben.

Ja, das stimmt. Genauer gesagt werden Optionspreise durch eine Mischung aus Laufzeit, Basiswert und sogenannter Impliziter Volatilität (IV) bestimmt. IVs sind in gewisser Weise die Volatilitätserwartungen. Für Optionen, welche weit aus dem Geld liegen (also einen Strike-Preis haben, welcher weit entfernt vom Basiswert liegt), ist vor allem die IV und die Laufzeit relevant. Für Optionen, welche nahe oder auch im Geld liegen, steht der Basiswert meist im Vordergrund.

Dieses Jahr hat sich der Basiswert (also Aktienkurse) stetig nach unten entwickelt, während die IVs stabil geblieben sind. Dies ist historisch gesehen sehr selten, denn normalerweise explodieren die IVs in einem Crash. Es ist aber klar zu unterscheiden, wie so ein Crash vonstattengeht. Bei einem plötzlichen drastischen Absturz der Aktienmärkte und damit verbunden dem sprunghaften Anstieg der Schwankungen würden die IVs stark steigen. Im Jahr 2022 hatten wir es am Aktienmarkt allerdings mit einem sogenannten „Salami-Crash" zu tun, sprich einem langsamen, stetigen Abverkauf. Im S&P 500 lag das Minus am schlimmsten Tag dieses Jahres bei 4,3%, verglichen mit -12,0% im Corona-Crash. Im DAX waren es -4,4% versus -12,2% im Jahr 2020. Es gab also wenig realisierte Schwankungen trotz starken Abwärtstrends.

Darüber hinaus liegt das Niveau der IVs bei Aktien seit dem Corona-Crash strukturell hoch. Das bedeutet, dass bereits am Jahresanfang ein hohes Maß an Schwankungen eingepreist wurde. So kommt es, dass aus dem Geld liegende Aktien-Optionen ein relativ ruhiges Jahr hatten, obwohl Basiswerte wie der S&P 500 Index einen Crash durchmachten.

Volatilitätsindizes stehen seit dem Corona-Crash strukturell höher



Quelle: Bloomberg, Stand 29.12.2022

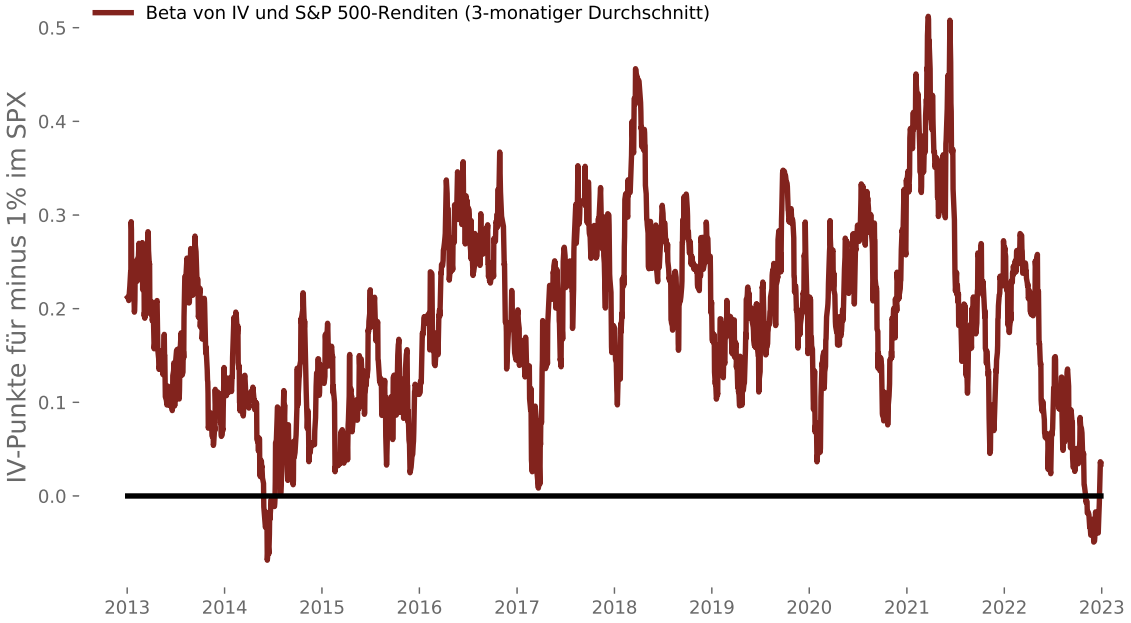
Die Frage muss damit also lauten: Warum verlief der Crash an den Aktienmärkten so untypisch langsam?

Ganz genau. Wir führen dies auf eine Mischung aus den Ursachen des Crashs und der Positionierung wichtiger Investoren zurück. Als entscheidende Gründe für den Aktienmarktrückgang lassen sich der weltweite Inflationsanstieg und die damit verbundenen Zinserhöhungen ausmachen. Diese Situation hat sich allerdings über Monate hinweg entwickelt, bzw. tut es immer noch. Der diesbezügliche Informationsfluss ist deutlich langsamer als beispielsweise die Nachricht, dass Covid-19 Europa erreicht hat. Zudem wurden die Zinserhöhungen der Fed mit viel Forward-Guidance kombiniert, so dass die Marktteilnehmer auf die entsprechenden Notenbankschritte vorbereitet waren und es auch von dieser Seite her zu keinen großen Überraschungen kam.

Nun zur Positionierung der Investoren. Vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie war jeder im „Reach-for-Yield" Modus: Der S&P 500 Index ist 2019 um ca. 29% angestiegen, High Yield Spreads gemessen am iTraxx Xover engten sich um 145,5 bps ein. Kurz gesagt: Die Risikoaversion der Investoren war sehr niedrig. Der rasante Covid-19 Crash hat diese Einstellung im Aktienmarkt nachhaltig geändert. Selbst im freundlichen Kapitalmarktumfeld des Jahres 2021 blieb die Absicherung von Aktienrisiken sehr gefragt und dementsprechend teuer. Im Jahr 2022 trafen die schlechten Nachrichten also auf einen weniger aggressiv positionierten Aktienmarkt. Auch wenn die Bewertungen hoch waren, kam es so gut wie nie zu „margin calls" oder „forced liquidations", wie man sie im März 2020 erlebte und welche mitverantwortlich waren für die damalige Explosion in den IVs.

Stattdessen haben IVs in 2022 immer schwächer auf die Bewegungen im Aktienmarkt reagiert. Dies ist konsistent mit der Annahme, dass Investoren ihre Absicherungen (Put-Optionen) im Laufe des Jahres auflösten. Im folgenden Chart sieht man das Beta, also die geschätzte Veränderung der IV von Optionen mit 3 Monaten Restlaufzeit für eine negative 1-prozentige Veränderung im S&P 500 Index. Im Laufe des Jahres ist dieses Beta auf einen historisch besonders tiefen Stand unter 0 gesunken – was in etwa bedeutet, dass Investoren Optionen (Puts und Calls) kaufen, wenn Märkte steigen und vice-versa. Dieses Verhalten ist sehr anormal.

Verkehrte Welt: Optionspreise (IV) reagieren nicht auf Aktienbewegungen

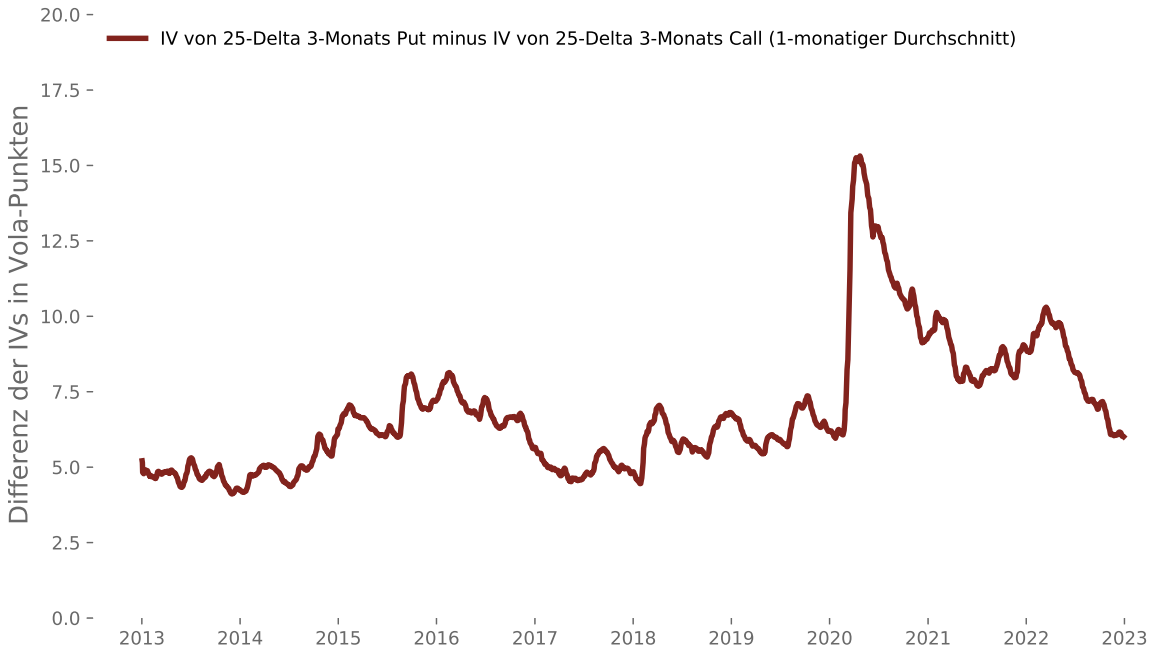


Quelle: CBOE, eigene Berechnungen auf Basis von SPX Optionen mit 3-monatiger Laufzeit, Stand 28.12.2022

Wie kommt es zu diesem Verhalten? Wie positionieren sich Investoren im Optionsmarkt zurzeit?

Hundertprozentig können wir das nicht sagen. Was wir zusätzlich zu dem sinkenden Beta sehen, ist ein Abflachen des Volatility Skews. Die Differenz aus der impliziten Volatilität eines leicht aus dem Geld liegenden Puts und der impliziten Volatilität eines leicht aus dem Geld liegenden Calls hat sich seit dem Corona-Crash wieder deutlich reduziert – und zwar ohne nennenswerte Bewegung auf der Put-Seite. Das bedeutet, dass Out-of-the-Money Calls merkbar teurer geworden sind, während OTM Puts ähnlich gepreist werden wie am Jahresanfang. Dies deutet somit auf eine erhöhte Nachfrage nach Call Optionen hin.

Volatility Skew wieder auf Vor-Covid-19-Niveau

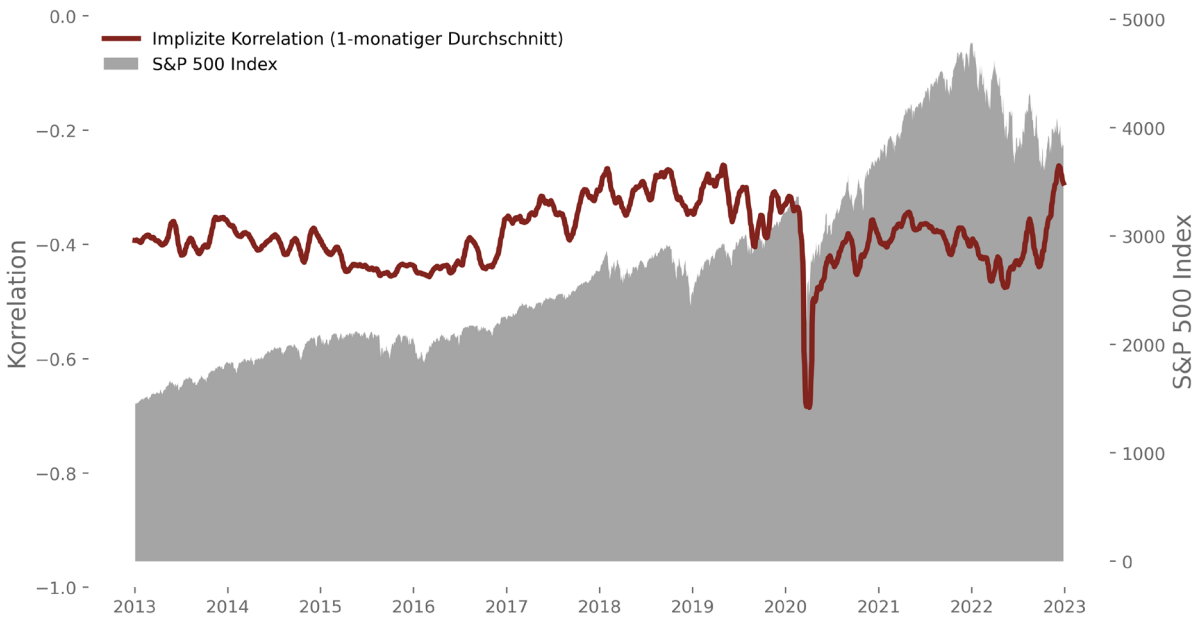


Quelle: Bloomberg, Stand 29.12.2022

Ein ähnliches Bild zeigt die aus Optionspreisen abgeleitete Korrelation zwischen dem S&P 500 Index und der impliziten Volatilität. Die Korrelation ist so gut wie immer negativ, denn Märkte bewegen sich meist schneller nach unten als nach oben. Dies bedeutet, dass die Volatilität vor allem dann steigt, wenn Aktienmärkte fallen. Am aktuellen Rand ist die eingepreiste Korrelation allerdings viel kleiner geworden. Der Optionsmarkt erwartet zurzeit, dass implizite Volatilitäten weniger steigen, wenn Märkte fallen (z.B. durch geringere Nachfrage nach Put-Optionen), oder weniger fallen, wenn Märkte steigen (z.B. durch mehr Nachfrage nach Call-Optionen) als historisch üblich. Wie bei dem historischen Beta sehen wir auch bei der erwarteten Korrelation eher unübliche Werte.

Eine naheliegende Erklärung ist, dass sich Investoren via Call-Optionen für eine Rallye „hedgen", vielleicht weil sie ihr eigentliches Aktien-Exposure bereits runtergefahren haben und dementsprechend in einem positiven Szenario underperformen würden.

Implizite Korrelation zwischen S&P 500 Renditen und Impliziter Volatilität



Quelle: CBOE, eigene Berechnungen auf Basis von SPX Optionen mit 3-monatiger Laufzeit, Stand 27.12.2022

Was bedeutet diese Positionierung für das Portfoliomanagement von Stillhalterstrategien? Heißt das, man sollte jetzt Call- statt Put-Optionen verkaufen?

Nein, nicht unbedingt. Erst einmal sind OTM Puts weiterhin teurer als vergleichbare Calls, auch wenn der Volatility Skew schon mal höher war. Außerdem ist der Kontext wichtig. Dadurch, dass vor allem in Amerika die Aktienmärkte weiter tief im Minus stehen, könnten positive Überraschungen durchaus schnelle Bewegungen nach oben auslösen. Calls sind also nicht grundlos teurer geworden. Wir nehmen aus den Daten deshalb vor allem mit, dass Investoren Konvexität zur Upside nachfragen, sprich sie möchten bei stark steigenden Kursen partizipieren, ohne bei weiter fallenden Kursen viel zu verlieren.

Put-Prämien liegen weiterhin deutlich über Call-Prämien

Optionen mit 6 Monaten Laufzeit, jeweils ca. 15% Out-of-the-Money

Position	Seitwärtsrendite (p.a.)	Option	Implied Volatility	Laufzeit (Tage)
Covered Call	2,4%	SPX 30/06/23 C4425	17,94%	183
Short Put	4,1%	SPX 30/06/23 P3275	27,6%	183

Quelle: CBOE, Stand 29.12.2022

Konvexität zur Upside, das klingt doch super.

Ja. Allerdings ist diese Konvexität in Form eines Long Calls wie erwähnt außerordentlich teuer. Wir probieren daher, sie etwas anders darzustellen. In der FAM Prämienstrategie hat das Short-Put Portfolio einen geringeren Investitionsgrad als üblich (eher 85% als 100%). Dafür fokussieren wir das Basisportfolio stärker auf die sehr attraktiven Opportunitäten am High Yield Markt. Dank des reduzierten Options-Exposures sollte uns dies ermöglichen, bei einem eventuellen weiteren Drawdown deutlich weniger zu verlieren als der Markt, gleichzeitig aber eine durch das Einengen von Credit Spreads getriebene Rallye bei Hochzinsanleihen voll mitzumachen.

Corona-Crash 2020 versus Salami-Crash 2022: IV und Credit Spreads in Europa

	Corona-Crash	Peak 2022	31.12.2022
Credit Spreads (iTraxx Europe Crossover Index)	748 bps	627 bps	474 bps
Implizite Volatilität (VSTOXX Index)	95,0	59,5	20,9
Maximum Drawdown (EuroStoxx 50 TR)	-38,2%	-23,0%	YTD: -8,71%

Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2022

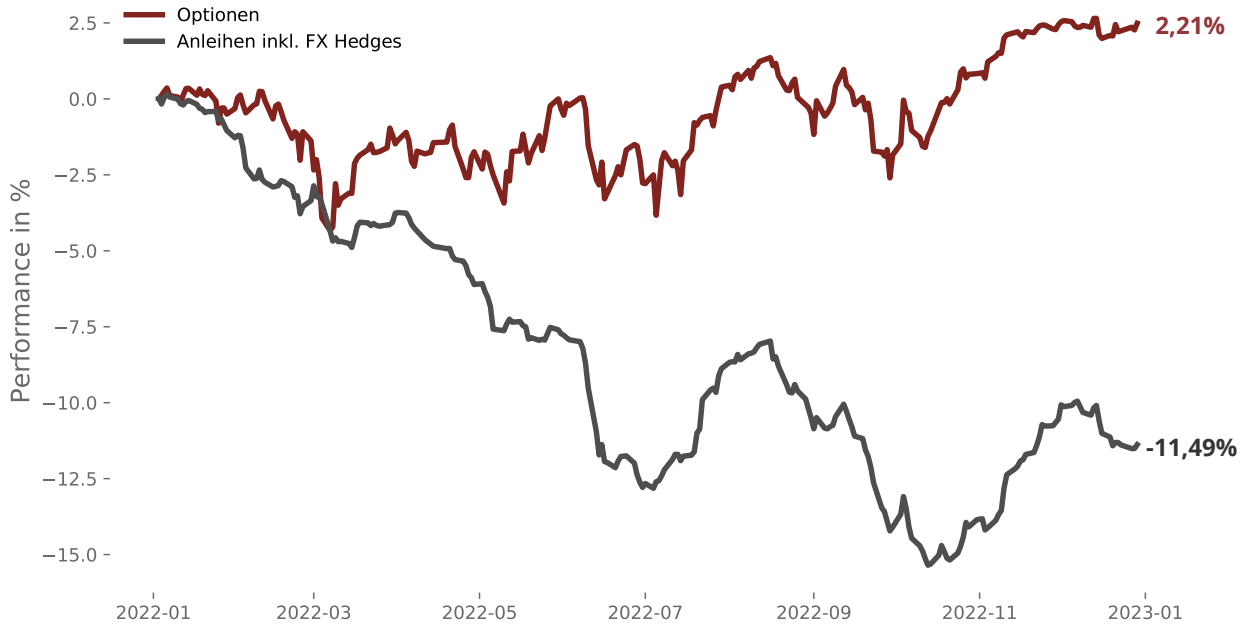
Stichwort FAM Prämienstrategie: Wie kommt es, dass Sie in einem vermeintlich ruhigen Jahr mit Ihrem Prämienstrategie-Fonds in der I-Tranche 11,00% verloren haben?

Dass es zu keinen übermäßig hohen Ausschlägen bei Aktien-Volatilitäten gekommen ist, deutet noch lange nicht auf ein ruhiges Jahr hin. Vielmehr ist es im vermeintlich schlimmsten Bond-Crash aller Zeiten keineswegs überraschend, dass unser Anleiheportfolio stark gelitten hat. Wir haben dieses Jahr 11,49% mit dem Bondportfolio inkl. FX-Hedges verloren und 2,21% mit den Optionen gewonnen. Durch diverse Kosten (z.B. Trading, Fonds-Verwaltung, etc.) kommen wir so auf die von Ihnen genannte Jahresperformance. Nach vorne geschaut bietet der Anleihemarkt jetzt allerdings exzellente Opportunitäten, die wir natürlich realisieren möchten.

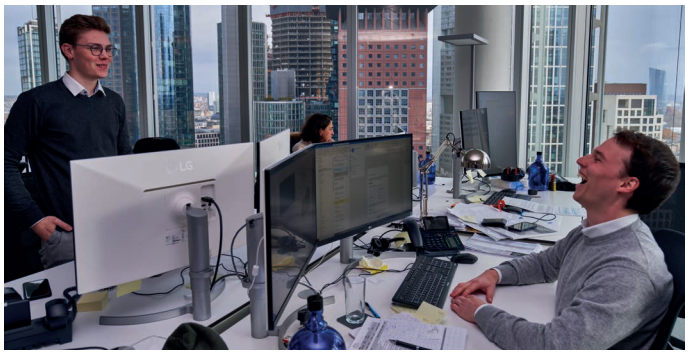
Wagen Sie einen Ausblick für 2023?

Nein, das wage ich nicht. Allerdings trauen wir uns als Team zu, die aktuelle Marktsituation zu analysieren und ein möglichst attraktives Chance-Risiko-Profil für das Prämienstrategie-Portfolio zu konstruieren. Dieses Profil bietet dank der Anleihen zurzeit viel Konvexität. Wenn der Optionsmarkt Recht behält, wird dies im Jahr 2023 sehr wertvoll sein.

FAM Prämienstrategie: Performance Kontribution im Jahr 2022



Quelle: Axxion, Stand 29.12.2022



Blick aus dem Skyper

© Peter Wiederholt

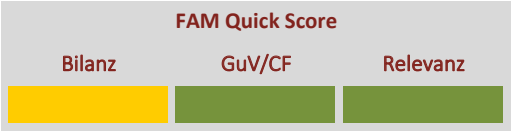
TELE COLUMBUS AG

FÜHRENDER GLASFASERNETZBETREIBER MIT SCHARFEM BILD UND HOHER RENDITE

Von vier auf über 16 Prozent. Bei hoher Netto-Verschuldung hat das veränderte Kapitalmarktumfeld die Renditeaussichten der Tele Columbus-Anleihe deutlich nach oben getrieben. Auch wegen der finanzkräftigen Ankeraktionäre sollte die Rückzahlung der erstrangig besicherten Schuldverschreibung Mitte 2025 dabei nicht zur Disposition stehen.

„Warum eigentlich erst jetzt?", werden sich einige Anleger gefragt haben, als Tele Columbus und 1&1 Mitte November den Abschluss einer langfristigen Wholesale-Kooperation verkündet haben (siehe unten). Zum einen gehören beide Partner schon seit langem zum Konzernverbund der United Internet AG und zum anderen liegen die Vorteile klar auf der Hand: Während 1&1 Zugriff auf sämtliche durch Tele Columbus internetfähig angeschlossenen Haushalte erhält, kann der Glasfasernetzbetreiber eine noch höhere Netzauslastung erzielen. Gleichzeitig wird seine Position gegenüber Mitbewerbern als Full-Service-Partner für Kommunen und Regionalversorger beim glasfaserbasierten Infrastruktur- und Breitbandausbau in Deutschland gestärkt.

telecolumbus



DOMINIERENDE STELLUNG IN DEN NEUEN LÄNDERN, DEUTSCHLANDWEIT DIE NUMMER 2

Der deutsche Kabelmarkt ist in Betreiber auf Netzebene 3 (Straßenverteiler) und NE4 (Hausverteiler) unterteilt. Nach diversen Marktkonsolidierungen gehört der Großteil der regionalen NE3-Netze zu Vodafone, die über diese Netze auch eigene NE4-Bestände anbietet. Hinter Vodafone folgt auf NE3- und NE4-Ebene mit mehr als 3 Mio. versorgten Haushalten in ganz Deutschland die Tele Columbus AG. Unter der Dachmarke Pÿur bietet das Unternehmen Highspeed-Internet, einschließlich Telefonie sowie mehr als 200 TV-Programme auf einer digitalen Entertainment-Plattform an.

Im Vergleich zu ihren Wettbewerbern verfügt die Tele Columbus-Gruppe über eine starke Marktposition in den neuen Bundesländern. Ihr Gesamtmarktanteil bei Kabelhaushalten lag hier 2021 bei rund 54%. Im Süden und Westen Deutschlands konzentriert sich der Konzern auf einzelne Regionen, insbesondere in den Bundesländern Bayern (18%), Nordrhein-Westfalen (11%) und Hessen (9%). Als (selbsternannter) „Fiber-Champion" setzt Tele Columbus dabei auf den konsequenten Ausbau des Glasfasernetzes auf regionaler und lokaler Ebene. Die leistungsfähige Glasfaser führt bei Ausbauprojekten bis an die einzelnen Gebäude und bei Neubauten häufig in jede Wohnung. Damit kommt der Kabelnetzbetreiber der gestiegenen Nachfrage der Wohnungswirtschaft nach nachhaltigen, effizienten und leistungsstarken Glasfaserversorgungskonzepten nach. Die Gesellschaft bietet ihren Wohnungsbaugenossenschaftspartnern zudem maßgeschneiderte Kooperationsmodelle und modernste Services, wie Telemetrie- und Mieterportale.

Bewegte Vergangenheit

Tele Columbus mit Sitz in Berlin fungiert seit 1985 als Holding für Kabel-Servicegesellschaften in Deutschland. Das Unternehmen bietet digitales Kabelfernsehen, Internetzugang und Kabel-Telefonie über das Breitbandkabel an. Im Jahr 1994 wurde Tele Columbus von VEBA (heute E.ON) übernommen, 1999 dann von der Deutschen Bank und von dieser 2003 schließlich an eine Investorengruppe verkauft. 2005 übernahm Unitymedia die damalige Tele Columbus und gab sie 2006 an Orion Cable weiter. Im September 2007 erwarb Orion Cable zudem knapp 91 Prozent der Anteile an der Primacom GmbH, mit der Zielsetzung, das Unternehmen mit der Tele Columbus-Gruppe zu fusionieren. Die Integrationsversuche von Orion Cable wurden im Jahr 2009 jedoch gestoppt, da die Erfolge als zu gering eingeschätzt wurden. Um nicht selbst in Insolvenz zu gehen, wurde das operative Geschäft der Primacom verkauft.

Im Juli 2015 übernahm die Tele Columbus AG dann letztlich die Primacom GmbH – zu diesem Zeitpunkt viertgrößter Kabelnetzbetreiber in Deutschland – und erreichte damit die Größenordnung von 2,8 Mio. angeschlossenen Haushalten. Vier Monate später akquirierte Tele Columbus auch noch den Kabelnetzbetreiber Pepcom, wodurch sich die Kundenbasis auf 3,7 Mio. angeschlossene Haushalte erhöhte, und das Unternehmen zum drittgrößten deutschen Kabelnetzbetreiber aufgestiegen ist. Finanziert wurden die Übernahmen unter anderem durch eine Kapitalerhöhung von 383 Mio. Euro.

Im Februar 2016 erklärte United Internet, bei Tele Columbus eingestiegen zu sein (9,8%) und unter dem Vorbehalt der kartellrechtlichen Freigabe, einen Vertrag über den Erwerb von weiteren 15,3% abgeschlossen zu haben. Nach der Genehmigung im März 2016 wurde United Internet mit einem Aktienanteil von 29,7% zum größter Einzelaktionär des Unternehmens.

ÜBERNAHME UND DELISTING

Zur Finanzierung und zur Umsetzung seiner „Fiber-Champion-Strategie“ hatte Tele Columbus im Dezember 2020 zusammen mit United Internet, dem bis dahin größten Einzelaktionär (29,7%), eine Investmentvereinbarung mit Morgan Stanley Infrastructure Partners abgeschlossen. In diesem Zusammenhang kündigte die Kublai GmbH, eine mit Finanzinvestoren verbundene und von Morgan Stanley Infrastructure Partners beratene Gesellschaft, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für die Aktien der Tele Columbus an. Gleichzeitig berief die Tele Columbus eine außerordentliche Hauptversammlung ein, auf der eine Bezugsrechtskapitalerhöhung in Höhe von 475 Mio. Euro beschlossen wurde. Der Ankeraktionär United Internet brachte seinen Tele Columbus-Anteil in Kublai ein. Rocket Internet (zuvor 13%) schied dagegen aus dem Aktionärskreis aus. Schon zu diesem Zeitpunkt wurde weiteres Eigenkapital in Höhe von 75 Mio. Euro durch die Bietergesellschaft für die Umsetzung der Fiber-Champion-Strategie zugesagt und im vierten Quartal 2022 auch zur Verfügung gestellt.

Für die Aktien der Tele Columbus, die von Januar 2015 bis 2020 größtenteils Bestandteil des SDAX waren, wurden der regulierte Börsenhandel im September 2021 eingestellt (Delisting). Seither sind sie nur noch an der Börse Hamburg öffentlich handelbar, wobei es theoretisch auch dort jederzeit zur Einstellung des Listings kommen kann.

WHOLESALE-KOOPERATION ZWISCHEN TELE COLUMBUS UND 1&1

Mitte November haben Tele Columbus und die zum Konzernverbund der United Internet gehörende 1&1 AG nun den Abschluss einer langfristigen Wholesale-Rahmenvereinbarung mit kommerziellem Start im April 2023 bekannt gegeben. Im Rahmen der Partnerschaft wird das bundesweite Transportnetz der 1&1 Versatel mit den regionalen Stadtnetzen der Tele Columbus verbunden. Anschließend kann 1&1 ab April 2023 schnelle Internetanschlüsse auch in allen Haushalten anbieten, die über einen internetfähigen Kabel oder Glasfaseranschluss von Tele Columbus verfügen. Aktuell sind 2,3 Mio. Haushalte an das Breitbandnetz von Tele Columbus angeschlossen. Bis 2030 sollen rund 2 Mio. dieser Haushalte via Glasfaser mit Gigabit-Bandbreiten versorgt werden. Durch die Vereinbarung mit 1&1 ist es Tele Columbus möglich, den geplanten Ausbau der überlegenen Glasfaserinfrastruktur im Interesse von Kunden und Partnern umzusetzen, von einer höheren Netzauslastung zu profitieren und das Unternehmen nachhaltig zukunftsfähig auszurichten. Teil der Fiber-Champion-Strategie ist es darüber hinaus, weitere Wholesale-Partner zu gewinnen. So ist eine entsprechende Vereinbarung mit Telefónica Deutschland bereits seit Oktober 2019 in Kraft und befindet sich derzeit in der Umsetzung.

3,875 % TELE COLUMBUS-ANLEIHE 18/25 MIT ÜBER 16% RENDITE

Sind die Aktien der Tele Columbus AG für außenstehende Aktionäre (Anteil 5,2%) mit erheblichen Anlagerisiken verbunden, stellt sich die Situation für Anleihegläubiger des Kabelfernsehen- und Telekommunikationsunternehmens trotz selbstverständlich gegebener Risiken deutlich entspannter dar. Die 650 Mio. Euro schwere Schuldverschreibung (WKN A2LQLC) wird im Mai 2025 fällig. Sie ist analog zu Bankkrediten in Höhe von 478,7 Mio. Euro mit Fälligkeit im Oktober 2024 erstrangig besichert. Spätestens in 18 Monaten (2. Quartal 2024) wird das Unternehmen deshalb die komplette Refinanzierung der Kapitalstruktur inklusive der Anleihe anstreben. Trotz des aktuell hohen Netto-Verschuldungsgrades von 6,5x sieht die FAM Frankfurt Asset Management AG darin kein erhöhtes Defaultrisiko. Begründen lässt sich diese Einschätzung insbesondere mit der erstrangigen Besicherung der Anleihe und dem starken Finanzengagement des Mehrheitsgesellschafters Kublai bzw. seiner Gesellschafter, Morgan Stanley Infrastructure Partners (60%) und United Internet als strategischer Minderheitsgesellschafter mit 40%. Aufgrund der klaren Rangordnung innerhalb der Kapitalstruktur würde das Nicht-Bedienen der Anleihe dazu führen, dass Kublai sein Investment komplett verliert und die Kreditgeber die neuen Eigentümer von Tele Columbus wären. Aufgrund der attraktiven „Hard Assets" bestehend aus dem Kabelnetz und dem Fiberglas-Netzwerk ist ein solches Szenario ausgeschlossen. Vielmehr müssten und würden die Gesellschafter im Falle des Falles frisches (Eigen-) Kapital nachschießen, um ihr Investment zu behalten.

Preisentwicklung der Tele Columbus-Anleihe seit Emission

Quelle: Bloomberg, Stand: 30.12.2022

Bei ausreichender Liquidität (68,8 Mio. Euro per Q3 2022) kann deshalb auch über die schwache Cash-Generierung in den kommenden Jahren, die vor allem auf die hohen Investitionsausgaben zurückzuführen ist, hinweggesehen werden. So wurden im 3. Quartal 2022 mit 36 Mio. Euro bereits 45% mehr in den Fiberglasausbau investiert als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Das operative Geschäft war in den vergangenen 12-24 Monaten mit fortlaufenden Kundenabgängen im traditionellen TV-Geschäft, aber auch positivem Trend bei Neukunden mit Bedarf an hohen Bandbreiten, eher durchwachsen. Noch steht die beschlossene Fiber-Champion-Strategie mit ihren hohen Investitionsausgaben in den Startlöchern. Der positive Return on Investment (ROI) mit Fiberglas-Neukunden ist seitens der langfristig orientierten Ankerinvestoren auf viele Jahre kalkuliert, wie es bei Infrastruktur-Assets üblich ist.

STRONG HORSE COMPANY

Aus Sicht der FAM ist Tele Columbus eine sogenannte „Strong Horse Company". Mit diesem Begriff bezeichnen wir Corporate High Yield Investments in Marktführer mit einer strategisch fundierten und profitablen Geschäftsausrichtung. Bei einem hohen Relative Value erhält die 05/2025 Schuldverschreibung (WKN A2LQLC) in Anbetracht der aktuell sehr attraktiven Rendite von über 16% per annum einen absolut zufriedenstellenden FAM Credit Score von 68,5 von maximal 100 Punkten. Das Rating von Moody´s liegt bei B3, Fitch hat ein B vergeben, und bei beiden Agenturen ist der Ausblick stabil. Die Mindeststückelung beträgt 100.000 Euro, darüber hinausgehende Nominalbeträge müssen durch 1.000 Euro teilbar sein.

Ergebnis des FAM Credit Scoring für die 3,875% Tele Columbus 2025 (Secured) Anleihe

1.) QUANTITATIVE ANALYSE - Cash Flow, Leverage, Liquidity, Trading	Punkte	von
Net Debt / EBITDA (Leverage)	4	8
Cash Flow Generierung, Profitabilität	3	8
Liquidität	3	4
Current Trading	2	5
	12	25
2.) QUALITATIVE ANALYSE - Geschäftsmodell	**Punkte**	**von**
Sektor: Spezifische u. strukturelle Wachstumstrends	9	10
Sektor: Marktstruktur & Wettbewerb, Industrie-Zyklizität	8	10
Wettbewerb: Wettbewerbsvorteile, Scale, Vielfalt	5	10
Wettbewerb: Strong Horse, Marktführer, Spielraum	5	10
	27	40
3.) RECAPITALISATION CHANCE	**Punkte**	**von**
Kapitalerhöhung, Equity Value, Ankerinvestor	8	8
Asset Sales	3	4
Politischer Value, Staatskassen, Systemrelevanz (bail-out)	1	3
	12	15
4.) BOND SPECIFICS	**Punkte**	**von**
Prospekt (Secured 7, Unsecured 3, Nachrang 0)	7	7
Laufzeit (3 = kurze Laufzeit)	2,5	3
Rating (BB = 5, B = 3, CCC = 0)	3	5
Kapitalstruktur (Ankerinvestor/ PE, Leverage vs. EV Multiple)	5	5
	17,5	20
Total Score	**68,5**	**100**

Die besicherte Schuldverschreibung der Tele Columbus ist neben ca. 70 weiteren Titeln ein Portfoliobestandteil des FAM Renten Spezial (WKN A3C544). Der High Yield Fonds mit Schwerpunkt Senior Corporate Bonds aus Europa hat auch in den vergangenen beiden Jahren diverse Preise und Auszeichnungen gewonnen und sein Fondsvolumen in diesem Zeitraum auf über 50 Mio. Euro mehr als verdoppelt.

Eckdaten der Tele Columbus-Anleihe

Name	WKN	Corporate Rating	Rang	Laufzeit	Kupon	Kurs	Rendite p.a.
Tele Columbus AG	A2LQLC	B3 (Moody's) / B (Fitch)	1st Lien	02.05.2025	3,875%	≈ 77	16,80%

Stand: 30.12.2022 Handelbarkeit für Privatanleger möglicherweise eingeschränkt. Stückelung: € 100.000 + € 1.000

WELCHE ROLLE SOLLTEN KRYPTOS IN EINEM GUT DIVERSIFIZIERTEN PORTFOLIO SPIELEN?

Nach zuvor deutlichem Anstieg musste der Kryptomarkt in den vergangenen 14 Monaten wieder einmal eine eiskalte Dusche über sich ergehen lassen. Allein der Bitcoin büßte seit seinem Hoch im November 2021 mehr als 75% an Wert ein. Andere Crypto Assets hat es noch viel schlimmer erwischt. Ottmar Wolf klärt im Gespräch mit dem Coinbase Deutschland-Chef Sascha Rangoonwala und Peter Wiederholt, ob der Abgesang auf Kryptos, den Charlie Munger (Berkshire Hathaway), die EZB oder auch die Presse im Allgemeinen jetzt besonders laut anstimmen, berechtigt ist.

Sascha Rangoonwala

Sascha Rangoonwala begann seine Karriere 1991 in der Unternehmensberatung bei Accenture und McKinsey. Nach mehreren Jahren im VC Sektor bei 3i und Cornerstonecapital wechselte er zur Deutschen Börse, wo er verschiedene Managementpositionen bekleidete. Seit 2020 ist er Geschäftsführer von Coinbase Germany GmbH.

Coinbase ist einer der weltweit führenden Handelsplätze für Kryptowährungen. Das Unternehmen wurde 2012 gegründet und ist an der Nasdaq gelistet.

Peter Wiederholt

Mein teuerster Flug

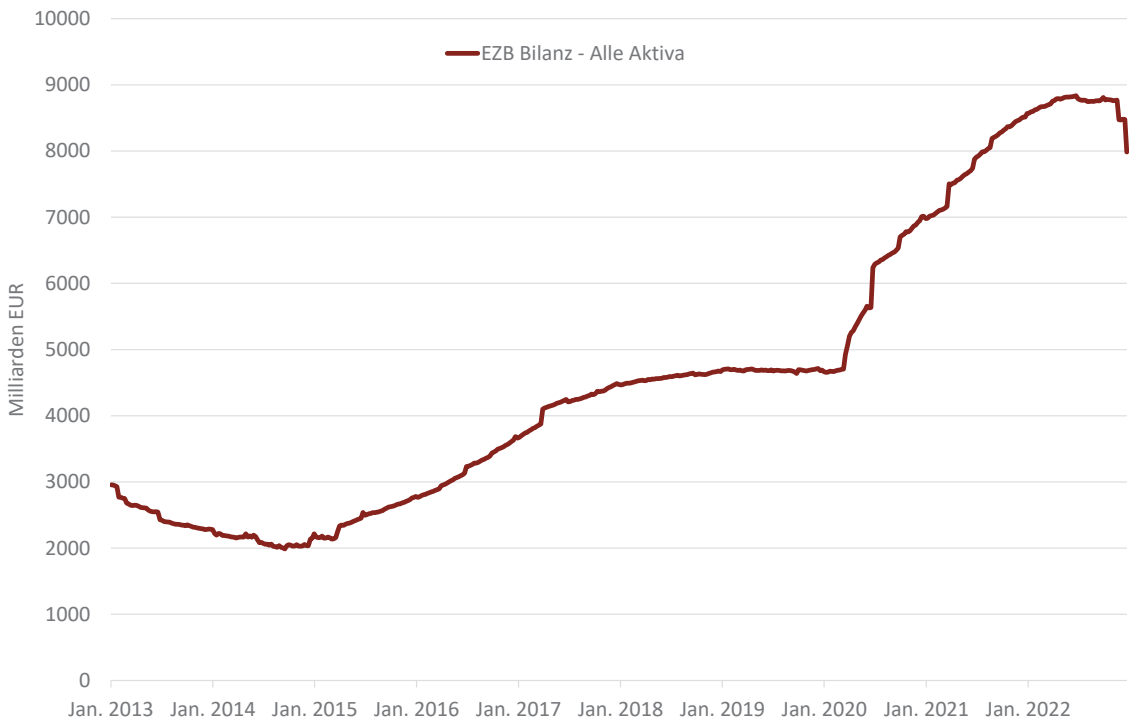
2013 fragte mich ein Amerikaner auf dem Flug von Panama nach New York, ob ich bei USD 100 pro Coin hier Value sehe? Es käme doch aus dem Nichts. Ich habe ihm gesagt, dass das Asset intrinsisch wertlos sei und ich einen sehr langen Flug erwarte. Ich würde hoffen, dass er sich ähnlich wie ich gut erholen könne ...

Drei Jahre später habe ich bei USD 3700 pro Coin gekauft. Damals und heute bin ich der Überzeugung, dass Bitcoin intrinsisch wertlos ist, wie auch unser Papiergeld. Allerdings habe ich erst 2016 begriffen, dass eine Blockchain beispielsweise Sicherheit für Transaktionen gewährleistet, ebenso ist die Limitierung für mich in 2013 nicht wertvoll gewesen. Heute sehe ich dies anders, insbesondere vor dem Hintergrund der wachsenden Zentralbankbilanzen.

Wie beurteilen Sie den Abgesang auf Kryptos? Ist der Markt tatsächlich tot und am Ende war analog zu den Tulpenzwiebeln im 17. Jahrhundert alles nur eine gigantische Spekulationsblase?

Wiederholt: Krypto-Kritiker führen immer wieder ins Feld, dass digitale Währungen keinen intrinsischen (inneren) Wert hätten und es damit keine Anhaltspunkte zur Berechnung eines fairen Preises gibt. Das ist zwar richtig, gilt aber auch für Euro, Dollar & Co. Aktuell existieren über 22.000 verschiedene Crypto Assets, wobei der Bitcoin mit einem Marktanteil von ca. 40% und einer Marktkapitalisierung von über 300 Milliarden US-Dollar ganz klar dominiert. Auf den weiteren Plätzen folgen Ethereum (145 Mrd. USD) und Tether (66 Mrd. USD). Der Bitcoin ist dezentral und limitiert und wird über die Blockchain überwacht. Unser sog. „Fiatgeld" (z.B. Euro) ist weder limitiert noch wird es dezentral kontrolliert. Die Folgen davon erleben wir aktuell. Der Bitcoin und seine Entwicklung sind mit Sicherheit nicht vergleichbar mit den Tulpenzwiebeln und ihrer „Hausse" in den 1630er Jahren. Krypto als Ganzes ist deshalb keineswegs tot. Gleichwohl ist der Vergleich aus meiner Sicht für mindestens 21.900 Crypto Assets zutreffend.

Entwicklung der EZB Bilanz über 10 Jahre



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2022

Braucht die Welt also doch noch Kryptowährungen bzw. zumindest den Bitcoin?

Rangoonwala: Der Bitcoin ist bereits heute weltweit verbreitet und etabliert. Die darunterliegende Blockchain ermöglicht grundsätzlich eine dezentrale Wertaufbewahrung ohne einen zentralen Operator. Besitztitel werden programmierbar, entsprechend lassen sich Transaktionslogiken einfach und günstig implementieren. Die Tokenisierung (digitale Verbriefung von Besitzverhältnissen an bestimmten Werten, Gütern oder Rechten) ermöglicht die Hebung illiquider Assets und die Schaffung neuer Assets. Der Bitcoin erfüllt also durchaus einen weitreichenden Nutzen.

Der USD wird als Weltleitwährung durch Bitcoin/Kryptos ersetzt werden, hört man immer wieder von der Krypto Community. Damit würde ein hoch dezentralisiertes Währungssystem zum Kern eines Wirtschaftssystems werden, das in einem hoch zentralisierten politischen System verankert ist, das wiederum davon profitiert, die Weltwährung zu kontrollieren. Ist das nicht logisch inkonsistent und politisch unrealistisch?

Rangoonwala: Dieses Ziel ist möglicherweise überambitioniert. Kryptos werden sich überall dort durchsetzen, wo sie Probleme lösen oder neue Anwendungsmöglichkeiten bieten. Kreditkarten sind eine gute Analogie. Sie haben auch schon eine Art Weltwährung geschaffen. Mit Kryptos wird es nur noch einfacher und günstiger.

Wiederholt: Blockchain in Kombination mit der strengen Limitierung neu ausgegebener Einheiten ist im Vergleich zum permanent nachgedruckten Papiergeld meines Erachtens die vertrauensvollere Lösung. Aktuell sehe ich das nur beim Bitcoin umgesetzt.

Was ist die Zukunft von Bitcoin: Das neue (digitale) Gold, oder etwas ganz anderes?

Rangoonwala: Bitcoin ähnelt am ehesten einem Commodity, weshalb die Bezeichnung als „digitales Gold" durchaus angemessen ist. Der Begriff Gold impliziert Kaufkraftstabilität über sehr lange Zeiträume. Dies ist angesichts der heutigen Preisschwankungen beim Bitcoin noch nicht der Fall, aber perspektivisch nicht unrealistisch.

Wiederholt: Bitcoin ist auf knapp 21 Millionen Coins limitiert. Aktuell liegen wir bereits bei 19,2 Millionen geschürften Bitcoins. Für die restlichen knapp zwei Millionen Stücke rechnet man mit einer Zeitspanne von über 100 Jahren, d.h. im Prinzip ist die Menge an Bitcoins bereits fast final. Welche Fiatwährung hat eine Mengeninflation von maximal 0,1% pro Jahr? Das auf der Welt vorhandene geschürfte Gold macht plastisch gesprochen aktuell einen Würfel mit der Kantenlänge von 20,6 Metern aus, wobei durch die Minenproduktion jährlich ca. 1-2% hinzukommen.

Was waren die bemerkenswertesten Entwicklungen im globalen Kryptomarkt in der letzten Zeit?

Rangoonwala: Sicherlich ist der Zusammenbruch der Kryptobörse FTX ein einschneidendes Ereignis gewesen. Der damit einhergehende Vertrauensverlust wird die Industrie noch lange belasten. Gleichzeitig unterstreicht dieses Ereignis die Notwendigkeit einer angemessenen Regulierung. Darüber hinaus hat sich das allgemeine makroökonomische Klima auch auf die Kurse der Kryptowährungen ausgewirkt. Auch die Handelsvolumina sind zurückgegangen. Insbesondere die Retail-Investoren, die für Kryptos eine hohe Bedeutung haben, agieren sehr prozyklisch. In diesem Umfeld ist es für die Marktteilnehmer wichtig, umsichtig zu handeln und die sich ergebenden Chancen zu nutzen. Coinbase, die weltweit größte Kryptobörse, hat bereits einige sogenannte Krypto-Winter überdauert und ist jeweils gestärkt aus ihnen hervorgegangen.

Wiederholt: Sicherlich ist die aktuelle Nachrichtenlage rund um Krypto von einem negativen Sentiment geprägt. Das ist oftmals aber ein guter Einstiegszeitpunkt. Es gibt auch positive Entwicklungen, die derzeit nur weniger im Fokus stehen, wie z.B. die Tatsache, dass mit Brasilien ein weiteres Land den Bitcoin als offizielles Zahlungsmittel anerkannt hat.

Und was werden die wichtigsten Entwicklungen in den nächsten fünf Jahren sein?

Rangoonwala: Aus meiner Sicht befindet sich Krypto noch in einem sehr frühen Entwicklungsstadium. Vielleicht ist der Vergleich mit dem Internet der 80er Jahre angemessen. Und analog zur Entwicklung des Internets wird sich auch die Entwicklung von Krypto vollziehen, also der Ausbau der Infrastruktur, die Schaffung neuer Anwendungsfälle, die Verbreiterung der Assetbasis, usw. Nicht umsonst spricht man auch von Web 3.0. Viele Anwendungen, wie etwa Metaverse oder Spiele, liegen im digitalen Bereich. Ich erwarte aber auch, dass sich zunehmend industrielle Anwendungsmöglichkeiten ergeben werden. Ein Stichwort lautet hier „Decentralized Finance“, aber auch sektorübergreifend in den Bereichen Kundenbindung, Logistik etc. sollten sich diverse Opportunitäten ergeben.

Wiederholt: Für den Bitcoin sehe ich drei mögliche Szenarien bzw. Preise. Erstens: Bitcoin wird verboten und alle halten ihn für nutzlos. Dann geht der Preis auf null. Zweitens: Angebot und Nachfrage bestimmen den Preis. Dies ist heute der Fall. Drittens: Die Vorteile eines limitierten dezentralen Wertspeichers setzen sich voll durch. Dann stehen wir vielleicht beim Wert von Gold, das wären ca. eine halbe Million US-Dollar pro Bitcoin.

Welche Rolle sollten Kryptos in einem resilienten, gut diversifizierten Portfolio spielen?

Rangoonwala: Hier ist eher die Expertise der FAM gefragt, Anlageempfehlungen darf ich nicht geben. Letztlich hängt es aber immer von der Risikobereitschaft und dem Anlagehorizont ab, ob und falls ja, in welcher Höhe Krypto-Investments vorgenommen werden können. Man muss sich bei entsprechenden Anlagen darüber im Klaren sein, dass die Kurse stark schwanken können und auch viele Krypto-Projekte mit Risiken analog Pre-IPO Tech Investments vergleichbar sind. Das langfristige Potenzial ist jedoch enorm, wenn sich die oben aufgeführten Möglichkeiten tatsächlich materialisieren lassen. Für manchen Anleger mag ein Sparplan der richtige Pfad zum Krypto-Investment sein.

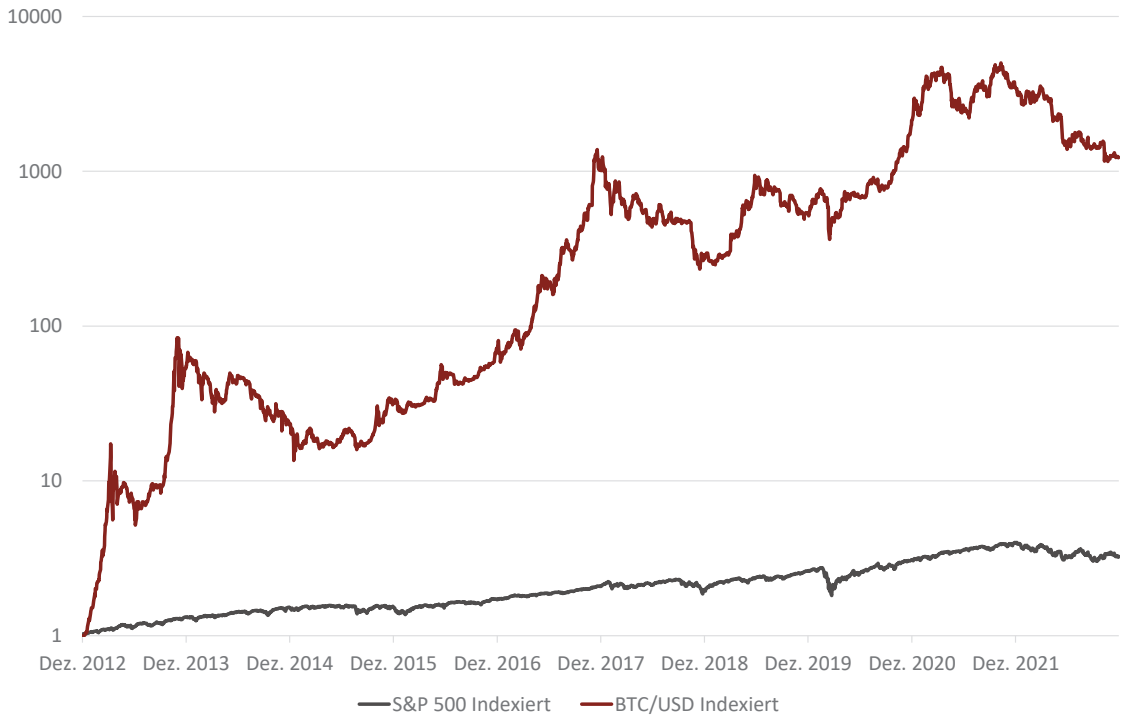
Wiederholt: Der Bitcoin war das mit Abstand „Best performing Asset“ in den letzten zehn Jahren! Als Asset Manager ist es deshalb unsere Aufgabe, uns damit zu befassen. Ein „Risiko-Diversifier“ war der Bitcoin jedoch meistens nicht, wohl aber oftmals ein Rendite-Turbo. Und in der Tat halten wir bei der FAM den sukzessiven Aufbau von ausgewähltem Crypto Exposure für sinnvoll.

Machen wir zum Abschluss ein Gedankenspiel: Sie haben das Mandat, heute in drei Krypto-Währungen zu investieren. Sie dürfen dann zehn Jahre lang nicht handeln. Auf welche drei Kryptos würde Ihre Wahl fallen, mit welcher Gewichtung und warum?

Rangoonwala: Auch hier gilt, dass ich keine Empfehlung aussprechen darf. Allerdings haben sich die Regeln der Indexkonstruktion wie beispielsweise beim DAX, S&P 500, etc. bewährt. Ihre Zusammensetzung orientiert sich vor allem an der Marktkapitalisierung des Streubesitzes. Auf Basis dieser Logik wären Bitcoin und Ethereum auf jeden Fall dabei.

Wiederholt: Bitcoin, Bitcoin, Ethereum.

Auch nach dem Crash in 2022: Langfristinvestoren sind mit dem Bitcoin gut gefahren



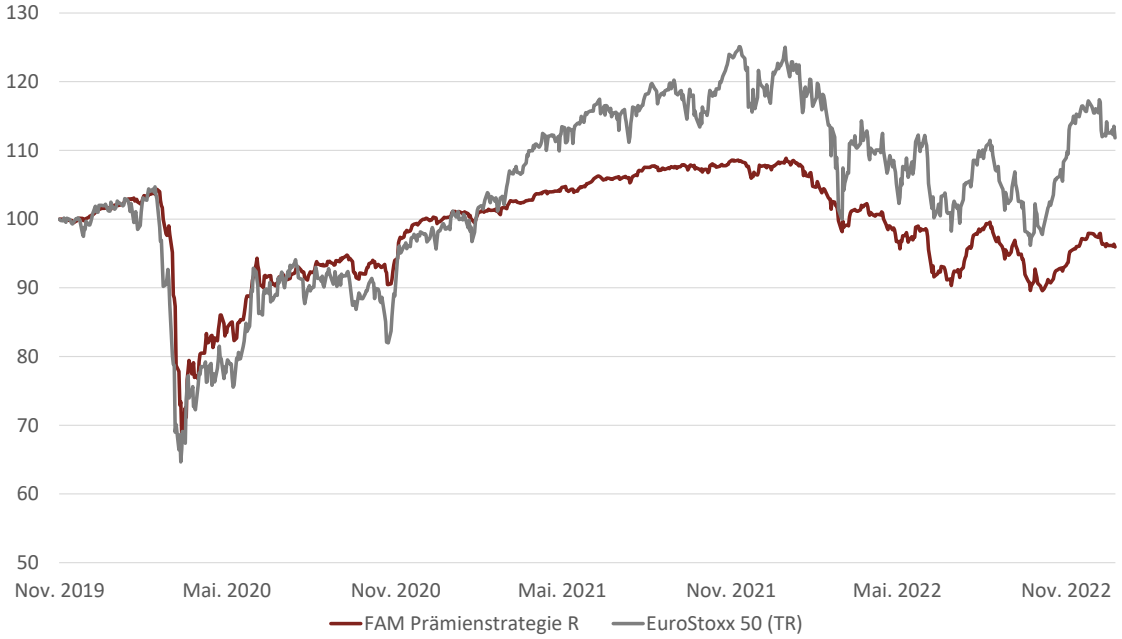
Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2022

FAM PRÄMIENSTRATEGIE R

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Prämienstrategie Fonds baut Aktienmarkt-Exposure über Optionen auf und nutzt dabei strukturelle und ökonomisch begründbare Marktineffizienzen im Optionsmarkt aus. Parallel wird die verfügbare Liquidität in ein breit gestreutes Rentenportfolio angelegt (Senior-Firmenanleihen mit Investment und Non-Investment Grade Rating). Ziele sind (a) eine mittel- bis langfristige aktienähnliche Rendite mit einer niedrigeren Volatilität im Vergleich zum Aktienmarkt zu erzielen und (b) auch in seitwärtstendierenden Börsenphasen eine deutlich positive Rendite zu generieren.

PERFORMANCE FAM PRÄMIENSTRATEGIE R VS. EURO STOXX 50 (08.11.2019* - 31.12.2022) *Auflage des FAM Prämienstrategie R



MANAGERKOMMENTAR: REZESSION ODER SOFT-LANDING? DER FAM PRÄMIENSTRATEGIE IST DAS EGAL

Das Jahr 2022 bot Anlegern wenig Diversifikation. Der DAX verlor 2022 -12,3%, European High Yield -11,5% und deutsche Staatsanleihen gemessen am REXP -11,9%.

Der FAM Prämienstrategie Fonds konnte in diesem schwierigen Umfeld die Zielsetzung aktienähnlicher Renditen mit weniger Schwankung auf der Optionsseite einhalten bzw. sogar mit einem Ergebnis von plus 2,2% deutlich übererfüllen. Allerdings hat auf Rentenseite das Basisportfolio, vergleichbar mit dem breiten Rentenmarkt, deutlich Federn gelassen und 11,5% verloren (inkl. der FX-Hedges). So schließt der Fonds (R-Tranche) das Jahr mit einer Performance von -11,4% ab (TER 1,73%). Immerhin konnte nach dem schwierigen ersten Halbjahr im zweiten Semester eine positive Performance in Höhe von 5,3% erreicht werden.

Wir schauen zuversichtlich in das neue Jahr, denn immer dann, wenn es Anlegern am wenigsten Spaß macht, sind die Renditeaussichten am besten. Für beide Portfoliobausteine gibt es zurzeit exzellente Opportunitäten. Seit dem Strukturbruch à la Corona-Crash bietet der Optionsmarkt weiterhin hohe Prämien. Hinzu kommt, dass im Laufe des Jahres die Credit Spreads signifikant gestiegen sind (bspw. +232 Punkte im iTraxx Xover Gen 5Y) und zwischenzeitlich sogar das Hoch vom Corona-Crash erreichten.

Um das derzeitige Umfeld bestmöglich zu nutzen, wurde das Portfolio leicht angepasst: Die Optionsseite hat einen niedrigeren Investitionsgrad als üblich, damit vermehrt Chancen am Rentenmarkt genutzt werden können. So macht das Anleiheportfolio ca. 2/3 der derzeitigen Seitwärtsrendite von 11,2% aus. Hieraus resultiert ein asymmetrisches Renditeprofil: verschärft sich die wirtschaftliche Situation, sollte der Fonds deutlich weniger leiden als ein Direktinvestment in Aktien, denn aufgrund des hohen Discounts von 21,1% und einem Delta von nur 0,15 ist die Aktienmarktsensitivität äußerst gering. Gleichzeitig hat der Credit Markt im Vergleich zu den Aktien mehr (Rezessions)Risiken eingepreist. Sollten wir stattdessen ein „Soft Landing" erleben, liefert der Fonds höchstwahrscheinlich einen zweistelligen Return, weil sich die Credit Spreads dann deutlich einengen sollten, was zu einer signifikanten Wertaufholung bei den Bonds führen würde.

Diese Konvexität ist wertvoll für alle Investoren, die sich nicht eindeutig pro oder contra Rezession positionieren möchten.

Top Basiswerte Optionen (Notional in % des Fondsvolumen)

EuroStoxx50	84,7 %
S&P 500	1,3 %
ALPHABET INC-A	1,4 %
META PLATFORMS-A	1,2 %

Optionen – Laufzeit

> 12 Monate	15,3 %
9 - 12 Monate	30,6 %
6 - 9 Monate	7,9 %
3 - 6 Monate	18,1 %
< 3 Monate	28,2 %

Optionen – Sektoraufteilung Basiswerte

Indizes	97,1 %
Technologie	2,9 %

Performance Kennzahlen (per 30.09.2021)

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	-1,5 %	-11,4 %	-11,4 %	-4,3 %	-5,4 %	-4,1 %
EuroStoxx 50 (TR)	-4,0 %	-8,5 %	-8,5 %	13,5 %	10,6 %	12,0 %
Differenz	2,5 %	-2,8 %	-2,8 %	-17,7 %	-16,0 %	-16,1 %

STAMMDATEN

ISIN	LU2012959123
WKN	A2PNH5
Rücknahmepreis (EUR)	45,13
Fondsvermögen (EUR Mio.)	23,61
Strategievermögen (EUR Mio.)	293,20
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	1,73 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	1,00 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Ja

LETZTE AUSSCHÜTTUNGEN

06.12.2022	1,00 €
06.12.2021	1,00 €
07.12.2020	1,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Seitwärtsrendite p.a.	11,2 %
Max. Rendite p.a.	11,3 %

Optionsportfolio

Investitionsgrad	87 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	3,4 %
Max. Rendite p.a.	3,5 %
Ø Discount (zum Underlying)	21,1 %
Delta Optionsportfolio + Aktien	0,15
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	244
Ø Strike	82 %

Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	94 %
Rendite bis Endfälligkeit	7,7 %
Ø Kupon	2,7 %
Ø Bonität	Baa2
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,4
Fremdwährungsexposure	2,8 %
Anzahl Emittenten	58

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	13,4 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	-0,1
Maximum Drawdown	-34,2 %
Time-to-Recovery (Tage)	412

FAM RENTEN SPEZIAL A

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Renten Spezial richtet sich an alle Zinssparer, die einen überdurchschnittlichen Ertrag anstreben und dafür bereit sind, gewisse Risiken einzugehen. Der Schwerpunkt des breit gestreuten Rentenportfolios liegt bei Senior-Firmenanleihen aus Europa mit einem Non-Investmentgrade-Rating. Daneben kann z.B. auch in Nachranganleihen von Industrie- und Finanzunternehmen investiert werden. Die Referenzwährung lautet auf Euro, wobei auch andere Währungen beigemischt werden können.

PERFORMANCE FAM RENTEN SPEZIAL VS. HY ETF (15.09.2015* - 31.12.2022) *seit 01.03.2022 FAM Renten Spezial A Tranche, davor I-Tranche

MANAGERKOMMENTAR
BEI (GUTEN) RENTENFONDS GILT:
DIE VERLUSTE VON HEUTE SIND DIE SICHEREN GEWINNE VON MORGEN

Zunächst einmal freuen wir uns darüber, dass der FAM Renten Spezial im Dezember die Marke von EUR 50 Mio. Fondsvolumen überschritten hat und möchten die Gelegenheit nutzen uns bei allen Investoren zu bedanken.

Das Jahr 2022 brachte den schlimmsten Renten-Crash aller Zeiten. European High Yield verlor 11,5%, IG-Corporates verzeichneten ein Minus von 13,8% und auch für Bundesanleihen (gemessen am REXP) ging es mit 11,9% zweistellig bergab.

Vor diesem Hintergrund ist das Jahresergebnis vom FAM Renten Spezial mit -10,2% einzuordnen. Das Minus resultiert aus unrealisierten Kursverlusten und keinesfalls aus Defaults. In Anbetracht von Kuponerträgen in Höhe von 5,4% bedeutet das Buchverluste in Höhe von rund 15,4% im Portfoliodurchschnitt.

Bislang konnte der FAM Renten Spezial seit Fondsauflage im September 2015 sämtliche Defaults umschiffen. Sollte dies weiterhin gelingen, ist eine Wertaufholung vorprogrammiert. Aufgrund der kurzen Restlaufzeit des Portfolios wird diese – rein mathematisch – spätestens in 2024 stattfinden, höchstwahrscheinlich bereits in diesem Jahr. Getreu dem alten Motto: Bei Rentenfonds sind die Verluste von heute die sicheren Gewinne von morgen. Allein die laufende Rendite (Kupon/Kurs) ist inzwischen mit 6,8% schon ein deutlicher Rückenwind. Hinzu kommt der Pull-to-Par Effekt bei den Fälligkeiten in 2023 (10,4% vom Fondsportfolio), 2024 (7,1% vom Fondsportfolio) und 2025 (18,6% vom Fondsportfolio).

Insofern geht der Fonds mit einer Portfoliorendite von 13,4% äußerst zuversichtlich ins Jahr 2023, zumal keinerlei akute Sorgenkinder im breit gestreuten Fondsportfolio (65 Emittenten) enthalten sind.

Top Emittenten Renten

4,500% Norican A/S 2023	4,5 %
5,500% SLM Solutions Group AG 2022	2,9 %
4,750% Coty Inc 2026	2,7 %
5,625% Iliad Holding SASU 2028	2,5 %
1,750% CECONOMY AG 2026	2,3 %
8,250% Welltec International ApS 2026	2,3 %
5,750% Sigma Holdco BV 2026	2,2 %
4,375% Teva Pharmaceutical Finance Netherlands II BV 2030	2,2 %
9,250% Summer BC Holdco A Sarl 2027	2,2 %
6,000% Mutares SE & Co KGaA 2024	2,2 %

Bonitätsaufteilung

Cash	3,4 %
Baa	2,8 %
Ba	20,3 %
B	60,3 %
Caa	16,6 %

Währungsallokation

EUR	97,3 %
USD	1,8 %
CHF	0,9 %

Asset Allocation

Renten	96,6 %
Kasse	3,4 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Renten Spezial	-0,6 %	-10,2 %	-10,2 %	2,2 %	8,8 %	27,0 %	3,3 %
iShares Euro HY*	-0,5 %	-9,4 %	-9,4 %	-5,6 %	0,0 %	11,6 %	1,5 %
Differenz	-0,1 %	-0,8 %	-0,8 %	7,8 %	8,8 %	15,4 %	1,8 %

*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3C5448
WKN	A3C544
Rücknahmepreis (EUR)	90,41
Fondsvermögen (EUR Mio.)	50,72
Auflagedatum	01.03.2022
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 %
Maximaler TER	0,96 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,70 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Ja

AUSSCHÜTTUNGEN

15.11.2022	1,20 €
16.08.2022	1,20 €

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	96,6 %
Rendite bis Endfälligkeit	13,4 %
Durchschnittliche Fälligkeit (Jahre)	3,3
Modified Duration	2,7
Durchschnittlicher Kupon	5,6 %
Durchschnittlicher Anleihepreis	83,0
Laufende Rendite	6,8 %
Fremdwährungsexposure (FX)	2,7 %

STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	6,6 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	0,52
Maximum Drawdown	-21,0 %
Time-to-Recovery (Tage)	248

»HERAUSRAGEND« DEUTSCHER FONDSPREIS 2022 FONDS professionell

REFINITIV LIPPER FUND AWARDS 2022 WINNER GERMANY
Best Fund over 5 Years Bond Global EUR

REFINITIV LIPPER FUND AWARDS 2022 WINNER GERMANY
Best Fund over 3 Years Bond Global EUR

2022 BOUTIQUEN AWARDS
Gewinner der Kategorie RENTEN

MORNINGSTAR ★★★★

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: 04.01.2023
Auflage: 500 Stück

Gestaltung & Realisierung:
motion one GmbH
Wilhelmstraße 4
65185 Wiesbaden

Titelbild, Seite 14: P. Wiederholt
© 2023 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.