

DER FONDS ANALYST

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

Nr. 9 vom 23. April 2018

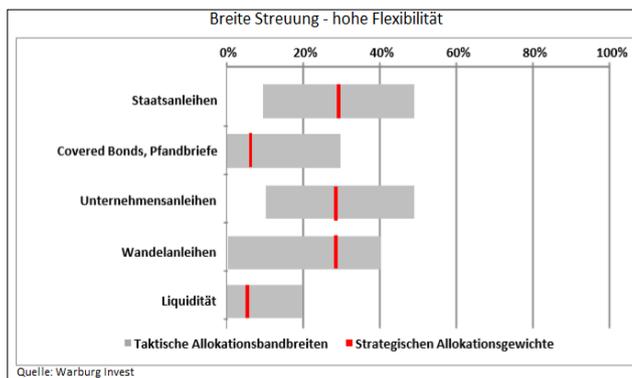
Erscheinungsweise: zweimal monatlich

18. Jahrgang / Seite 1

Liebe Leserin,
Lieber Leser,



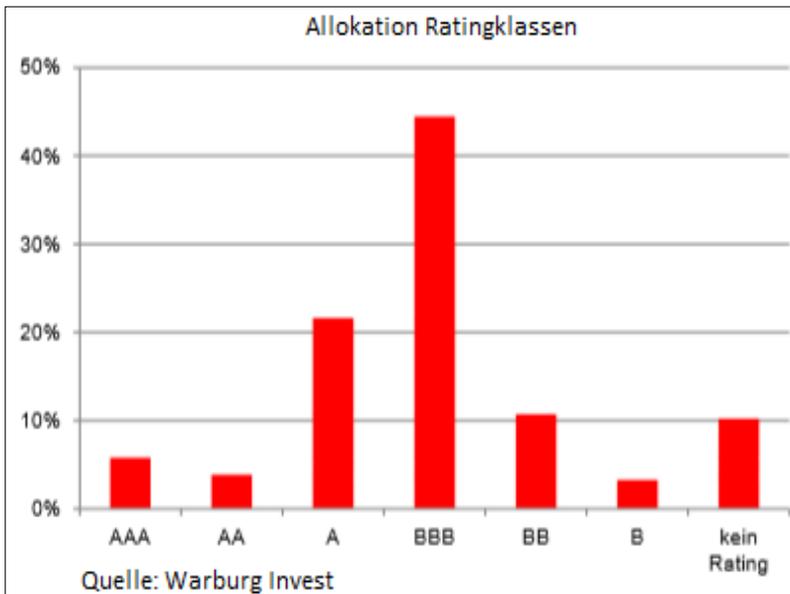
Folgen Sie uns: DER FONDS ANALYST auf Twitter



Wem Wandelanleihen gefallen, diese aber lieber etwas konservativer und breiter gestreut mag, für den könnte unsere zweite Neuvorstellung ein Thema sein, der WARBURG RENTEN PLUS FONDS R (WKN 978 473)! Dieser bereits 1999 aufgelegte Fonds wurde im Jahr 2009 komplett neu aufgestellt und ausgerichtet. Mit dem klaren Fokus auf Anleihen europäischer Emittenten hat man ein Basisportfolio erstellt mit Anleihesektoren, die zukünftig interessant sein könnten und kam so auf eine Gewichtung von 30% Staatsanleihen mit bester Bonität, 30% Unternehmensanleihen, 30% Wandelanleihen und 10% sonstige Anleihen sowie Geldmarkt. Diese recht langweilig anmutende Strategie erspart dem Investo-

ren den Entscheidungsstress, in welchen Segmenten er investieren soll. Mit dem Fonds erhält er eine gebündelte Lösung, ohne die Einzelrisiken eines jeden Bereichs überzugewichten. Seit Dezember 2011 ist Andreas Schubert Manager des Fonds. Im Jahr 2010 kam der Bankbetriebswirt (Frankfurt School of Finance and Management) als Fondsmanager zur Warburg Invest und verantwortet eine Vielzahl Renten- sowie gemischter Aktien-/Rentenfonds. Der ehemalige Wertpapierhändler ist seit 2001 im Portfoliomanagement tätig und blickt auf 22 Jahre Kapitalmarkterfahrung zurück. Auf der Fondsanalyse-Plattform Citywire wird Schubert über einen Zeitraum von 5 Jahren aktuell auf Rang 9 von 94 Fondsmanagern in der Kategorie „Renten Europa“ geführt. Der Fonds mischt auf dieser Plattform regelmäßig in der Spitzengruppe mit. Der Anlageschwerpunkt des Fonds liegt in festverzinslichen Wertpapieren überwiegend europäischer Aussteller mit der Zielsetzung, durch die Allokation in verschiedenen Rentensegmenten und einem flexiblen Kredit- und Laufzeitenmanagement eine stetige Wertentwicklung zu erzielen. Durch die Berücksichtigung von Unternehmens- und Wandelanleihen sollen Erträge erwirtschaftet werden, die langfristig über denen von Bundesanleihen mittlerer Laufzeiten liegen. Die aktive, fundamental orientierte Segmentallokation der einzelnen Anlageklassen hat eine Verbesserung des Ertrags- / Risiko-Verhältnisses zum Ziel und dominiert die Wertentwicklung des Fonds.

Wir haben natürlich die Chance genutzt und mit Fondsmanager Andreas Schubert über seine Sicht der Dinge gesprochen! Das stolze Ziel, langfristig die Wertentwicklung von Bundesanleihen deutlich zu übertreffen, dabei mit Wandelanleihen am Aktienmarkt zu partizipieren und das Ganze noch ohne längere und größere Verlustphasen, wird bestens erfüllt. Während das Basisportfolio seit Februar 2009 einen durchschnittlichen Ertrag von 4% p.a. erwirtschaftet hat, ist es dem Management im gleichen Zeitraum gelungen, 4,53 % p.a. nach Kosten für die Anleger zu generieren. Woher dies kommt, erklärt der Fondsmanager Andreas Schubert: „Die erfolgreiche Allokation aller Renten-Anlageklassen war der Alpha-Treiber der letzten Jahre und wird es langfristig auch bleiben“. Dabei nutzt Schubert alle ihm möglichen Ertragsquellen der Rentenanlage: Zins, Risikoprämien, in begrenztem Umfang Währungsentwicklungen und die Wechselwirkung mit Aktien. Für die Hamburger ist eine der attraktivsten Rentenanlagen das Segment der Wandelanleihen, eine Finanzierungsmöglichkeit für Emittenten, bei der Fremdkapital (Anleihen) vom Anleger in Eigenkapital (Aktien) gewandelt werden kann. Mit Wandelanleihen steht dem Anleger eine Anlageklasse zur Verfügung, die an steigenden Aktienkursen partizipiert, da die Wandlung in die Aktie immer werthaltiger wird. Fallen jedoch die Aktienkurse unter den Wandlungspreis, orientiert sich die Preisbildung der Wandelanleihe an den Anleihen und Krediten des Emittenten. Als einzelne Rentenklasse sind Wandelanleihen für Schubert derzeit besonders attraktiv wie er uns mitteilt: „Bei moderaten, teils auch guten Wachstumsraten in Europa, bleiben Aktienanlagen gesucht und damit ist auch die Ertragsaussicht der Wandelanleihen sehr positiv“. Im Portfolio sind Wandelanleihen aktuell mit ca. 28% gewichtet und tragen zur konjunktursensitiven Aufstellung bei. Mit Unternehmensanleihen ist eine Anlageklasse übergewichtet, die attraktive Risikoprämien bietet. Dabei stellt sich natürlich die Frage, ob Unternehmensanleihen aktuell bereits (zu) teuer sind oder nicht:



Die Risikoprämien liegen weiterhin deutlich über den aktuellen, tatsächlichen Ausfallraten der Anleihen!

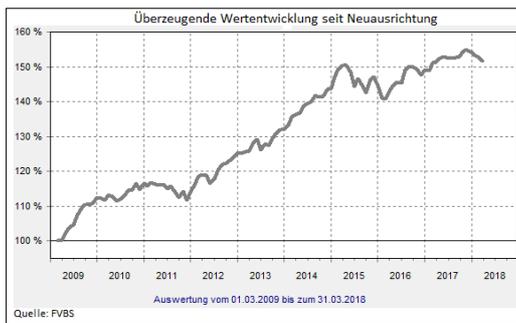
Anders ausgedrückt: Der Wirtschaft geht es so gut, dass größere Pleiten bislang ausblieben und damit eine Risikoprämie vereinbart werden kann. Allerdings sind die in den Kursen enthaltenen Ausfallwahrscheinlichkeiten inzwischen unter dem historischen Mittel. Diese Aufstellung ist derzeit mehr denn je unter Beobachtung, die Übergewichtung wird seit Monaten sukzessive abgebaut. Die letzten Jahre haben gezeigt, wie schnell die Anlegerstimmung sich wenden bzw. kippen kann. In Phasen hoher Risikoaversion bis hin zur Angst trennen sich die Anleger schnell von Aktien und anderen sogenannten risikobehafteten Anlagen. Das Geld - insbesondere institutioneller Investoren - wird dann schnell in sicheren Häfen geparkt, das heißt

in Anleihen höchster Bonität bzw. Spitzenratings von AAA/Aaa. „Die Segmentallokation ist für mich der größte Werthebel“, so Schubert im Gespräch. „Sie darf jedoch nicht statisch sein“. So wurde in den letzten Monaten der Anteil nachrangiger Anleihen deutlich zurückgefahren, obwohl derartige Anleihen am Markt gesucht sind. Bei Renditen nachrangiger Industrieanleihen und Bankschuldverschreibungen von teilweise deutlich unter 2% (mittlere Laufzeiten) war das Risiko letztendlich aus Sicht des Fondsmanagers nicht mehr adäquat bepreist. Zudem waren definierte Ertragsziele erreicht und hohe Gewinne konnten realisiert werden. Aktuell sind noch ca. 10% Nachranganleihen und 2% Genussscheine im Bestand des **WARBURG - RENTEN PLUS – FONDS**, in der Spitze waren es ca. 22%.

Die Zinsen werden steigen, so jedenfalls der Konsens unter den Analysten! Wie also will man in einem solchen schwierigen Umfeld noch Geld für seine Anleger verdienen? Darauf angesprochen verweist Schubert auf drei Ertragsquellen der Rentenanlage, auf die er seinen Blick richtet: Zum einen ein solides Basisportfolio, das aktuell eher konjunktursensitiv aufgestellt ist, jedoch auch AAA-bewertete Anlagen enthält. Für Schubert haben die Anleger in den letzten Jahren einen Fehler gemacht, der sich als äußerst schmerzvoll herausstellen könnte: Es wurden immer größere Risiken eingegangen – sprich immer schlechtere Bonitäten gekauft bei immer längeren Laufzeiten. Beides handhaben die Hamburger seit Monaten zunehmend restriktiv(er): keine weitere Verschlechterung der Kreditqualität im Portfolio, keine weitere Laufzeit- bzw. Durationsverlängerung. Die zweite Ertragsquelle heißt dynamische Durationssteuerung: „Wir haben keine Angst vor steigenden Zinsen, weil wir Short-Positionen eingehen können und zwar Netto-Short-Positionen“. Nach einer kräftigen und schnellen Zinswende sieht es für die Hamburger aktuell in Europa nicht aus, auf steigende Zinsen ist man im Norden jedoch vorbereitet. Mit dem temporären Einsatz von börsengehandelten Futures auf europäische Staatsanleihen steht ein Mittel bereit, das den Fonds neutral gegenüber Zinsänderungen positionieren oder sogar zur gegenteiligen Position gegenüber Anleihen im Bestand führen kann. Ist die Duration der verkauften Futures im Betrag höher als die der Anleihen im Bestand, verdient der Fonds an steigenden Zinsen. Aktuell ist die Zeit für eine solche Maßnahme aus Schubert's Sicht noch nicht reif und die Realität gibt ihm recht:

Während des für Aktien eher turbulenten ersten Quartals fiel die Rendite von Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit auf aktuell 0,50% und 5-jährige Bundestitel rentieren sogar wieder im negativen Bereich bei -0,09%!

„Wenn Markttechnik und Sentiment deutlich kippen, reduzieren wir die Duration im Fonds deutlich - bis hin zu leichten Netto-Shortpositionen“, so Schubert. Nun zur dritten Ertragskomponente, nämlich einer erfolgreichen Einzeltitel-Selektion: Abseits der liquiden Anlagen höchster Bonität werden „Einzel-Stories“ der Emittenten und damit verbunden attraktive Risikoprämien genutzt. „Wir betreiben für Beimischungen im Portfolio Value-Investing in Rentenanlagen“. Damit meint Schubert die Suche nach Anlagen, die nicht im Fokus der Massen stehen, jedoch eine Prämie zahlen - eine Prämie als Debüt-Emittent für eher kleine Emissionen oder für ein fehlendes Rating. Ein Blick in die Bestandsaufstellung des Fonds zeigt solche Beispiele: Orlen Capital ist hiesigen Anlegern kaum bekannt, die Tankstellenmarke "Star" des größten polnischen Raffinerie- und Tankstellenbetreibers jedoch schon eher. Mit Orlen-Anleihen hat der Fonds in den letzten 2 Jahren über 13% Kursgewinne und Zinserträge verdient. Ein weiteres Beispiel: Die Immobilienriesen Vonovia und LEG Immobilien AG sind auch als Emittent von Anleihen bekannt - die DIC Asset AG hingegen weniger. Fondsmanager Schubert konnte mit der in 2019 fälligen DIC-Anleihe innerhalb von knapp zwei Jahren 12% erwirtschaften und mit der im Juli 2017 emittierten Anleihe bereits 5%. Wichtig dafür ist den Hamburgern eine sehr hohe Granularität des Portfolios bei einer sehr hohen Diversifikation der Schuldner.



Aktuell enthält der WARBURG RENTEN PLUS FONDS in Summe 121 Titel von 113 Schuldnern aus 110 Konzernen sowie 3 Publikumsfonds! Derzeit werden Anteile an 3 Publikumsfonds gehalten, u.a. an einem unter Nachhaltigkeitsaspekten gemanagten Fonds für Schwel- lenländeranleihen. Motivation ist die positive Ertragsaussicht der Assetklasse, die Managerleistung, die hohe Diversifikation des Portfo- lios und der risikomindernde Effekt auf den Fonds. Die gleiche Motiva- tion gilt für den hauseigenen Fonds im Bestand, dieser stellt eine Beson- derheit dar: Im **Warburg - Defensiv - Fonds** erzeugt der Manager ein vergleichsweise konservatives, rentenähnliches Auszahlungs- bzw.

Chance-Risikoprofil, vergleichbar mit sogenannten Spreadprodukten. Anstelle einer Risikoprämie aus Schuldver- schreibungen von Emittenten mittlerer oder niedriger Bonitäten ist hier jedoch die primäre Ertragsquelle des Fonds eine Volatilitätsprämie aus dem systematischen Verkaufen von Optionen auf Aktienindices und Aktien. Ein Basisport- folio kurz laufender Renten bindet die Liquidität des Fonds, da das Volatilitätsmanagement selbst wenig Liquidität benötigt. Im Ergebnis weist der zugekaufte Publikumsfonds eine sehr geringe Korrelation zu den Anlagen im **WAR- BURG RENTEN PLUS FONDS** auf, reduziert das Portfoliorisiko und erhöht zudem die Ertragschancen des Fonds. „Wenn wir hauseigene Fonds einsetzen, erfolgt auf das investierte Volumen keine Berechnung einer Managementge- bühr“, so Schubert. Mit anderen Worten: eine doppelte Kostenbelastung des Anlegers findet nicht statt.

Werfen wir einen Blick auf die Ergebnisse des WARBURG RENTEN PLUS! Zuerst müssen wir festhalten, dass die verfolgte Strategie eher einem Absolute Return-Ansatz entspricht und es sich nicht unbedingt um eine klassische Rentenstrategie handelt. Hierzu kommt der selbst kreierte Vergleichsindex, was natürlich eine Vergleichbarkeit erschwert. In den letzten 5 Jahren hat der Fonds durchschnittlich 3,7 % p.a. nach Kosten erzielt und seit dem Wechsel der Anlagestrategie im Februar 2009 stehen +4,53% p.a. zu Buche. Somit schlug der Fonds seinen Vergleichsindex und eine reine Investition in Bundesanleihen deutlich. Musste das Ergebnis mit einer höheren Volatilität eingekauft werden? Mitnichten, denn gleichzeitig liegt die Schwankungsbreite niedriger als eine reine Anlage in Wandelanleihen, also auch hier hat man das Ziel erreicht. Lediglich im kurzfristigen Zeitraum (seit Jahresanfang) liegt der Fonds mit rund 1,6 % im Minus, was aber aufgrund der Marktschwankungen auf die meisten Anleiensegmente zutrifft. Ledig- lich reine AAA-Staatsanleihen bilden eine Ausnahme. Das Sharpe Ratio liegt bei 0,27/ 0,12/ 0,93 (1/3/5 Jahre) und in den selben Zeiträumen lag die Volatilität bei 1,86%/ 4,27%/ 4,1%. Aktuell ist der Fonds mit rund 41 % in Unterneh- mensanleihen, ca. 25,7 % in Wandelanleihen und etwa 11,1% in Staatsanleihen investiert. Der durchschnittliche Kup- pon der Anleihen beträgt 2,5% bei einer Rendite von 2,17%. Die durchschnittliche Laufzeit der gehaltenen Anleihen beträgt 7,9 Jahre, die modified Duration liegt bei 4,9 %. Wer ein solides gemischtes und vor allem aktiv verwaltetes Rentenprodukt sucht, wird hier fündig.

Mit den besten Wünschen für Ihren Anlageerfolg


Volker Schilling Robert Habatsch Michael Bohn

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstra- tegien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds! **In Auftrag gegeben durch die Greiff capital management AG, Investmentmanager und Analyst für fondsbasierte Anlagestrategien, Verantwortlicher Redak- teur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Volker Schilling, Vor- stand; Robert Habatsch, Vorstand;** Verlag: B-Inside International Media GmbH, Christaweg 42, D-79114 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Arno Ruesch, Walter Ruesch • HRB 270560 • USt.-Idt.-Nr.: DE 197501802 • Tel. 0761/45 62 62 122, Fax: 0761/ 45 62 62 188. Der Abonnementpreis beträgt EUR 24,50 inkl. MwSt. im Monat inkl. Versandkosten

Disclaimer: Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpa- pieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter ver- öffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newslet- ter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahe stehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenskonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalver- lustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer, unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser In- formation erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei. Als Finanzdienstleistungsunternehmen und Herausgeber der Finanzanalyse „Der Fonds Analyst“, unterliegt die Greiff capital management AG der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFIN); Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn.