

DER FONDS ANALYST

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

Liebe Leserin,
Lieber Leser,

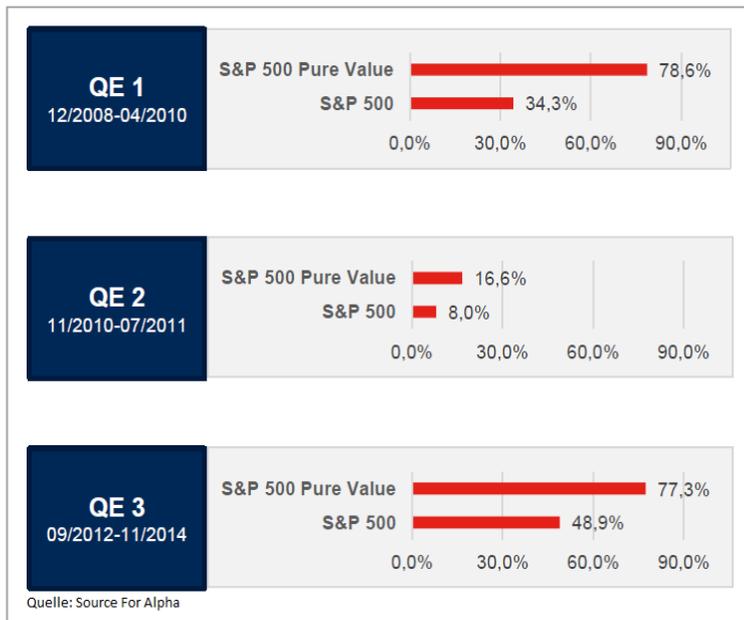


Folgen Sie uns: DER FONDS ANALYST auf Twitter

Nr. 10 vom 3. Mai 2021
Erscheinungsweise: zweimal monatlich
21. Jahrgang / Seite 1

Neben Fonds, deren Manager ihre Entscheidungen diskretionär treffen, stellen wir auch immer mal wieder rein quantitativ gemanagte Strategien vor! So auch in dieser Ausgabe mit dem **S4A US LONG** (WKN A1H6HH), der vor fast genau zehn Jahren am 02.05.2011 aufgelegt wurde. Da wir schon länger nicht mehr Fonds aus dem Hause vorgestellt haben, ein paar Worte zu den Verantwortlichen und dem Unternehmen. Was evtl. als erstes auffällt, ist „S4A“ im Fondsnamen. Dabei handelt es sich um die Abkürzung des Firmennamens „Source For Alpha“. Gegründet wurde der unabhängige und eigentümergeführte Vermögensverwalter (zugelassen nach §32 KWG) mit Sitz in Frankfurt vor etwas mehr als zehn Jahren durch Dr. Christian Funke, Dr. Timo Gebken und Dr. Gaston Michel. S4A bietet eine individuelle Kundenbetreuung mit ihren auf den Kunden zugeschnittenen Anlagestrategien und verwaltet aktuell mehr als 500 Mio. Euro. Aktuell sind 16 Mitarbeiter damit beschäftigt, Privat- sowie Unternehmerkunden und deren Family Office sowie Stiftungen zu betreuen. Darüber hinaus entwickelt S4A für institutionelle Anleger Publikums- und Spezialfondslösungen. Die verantwortlichen Herren im Vorstand heißen Dr. Christian Funke, Dr. Timo Gebken, Dieter Helmle und Dr. Gaston Michel. Funke studierte an der European Business School (EBS) mit Promotion, ist Gründer und Partner der Source For Alpha AG sowie Referent der Akademie des Verbands unabhängiger Vermögensverwalter (VuV). Außerdem ist er Dozent der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA), Präsident des EBS Alumni-Vereins und Vorstand der Stiftung zur Förderung der EBS. Sein Kollege Gebken studierte ebenfalls an der European Business School (EBS) mit Promotion. Weitere Qualifikationen: MBA der Joseph M. Katz Graduate School of Business der University of Pittsburgh, Tätigkeit für eine US-amerikanische Investmentbank, und er ist wie Funke Gründer und Partner der Source For Alpha AG. Nun zu Dr. Gaston Michel: Studium an der European Business School (EBS) mit Promotion, Gründer und Partner der Source For Alpha AG, Dozent an der WHU - Otto Beisheim School of Management (Vallendar) und ehemaliger Landesvorsitzender der Wirtschaftsjuvenen Hessen.

Seit Auflage sind die Herren hauptverantwortlich für folgende Fonds: S4A US LONG, S4A EU PURE EQUITY (Auflage 04/2013), **S4A PURE EQUITY GERMANY** (Auflage 12/2013) und **BETTER FUTURE AKTIEN GLOBAL** (Auflage 09/2019). Während bei anderen Fonds deren Manager diskretionäre Entscheidungen treffen, handelt es sich beim **S4A US LONG** um einen klar systematischen, regelgebundenen Ansatz. Dieser basiert auf langfristig erwiesenen wissenschaftlichen Erkenntnissen, wobei das dominierende Merkmal das Thema „Bewertung“ (Value) ist. Die Fondsmanager nutzen dabei die Erkenntnisse, die renommierte Wissenschaftler erarbeiten, um die Finanzmärkte besser zu verstehen. Diese Ergebnisse der Kapitalmarktforschung werden dann in die Anlagestrategie übertragen. Daneben finden auch hauseigene Forschungen dazu statt. Diese disziplinierte Ausrichtung an wissenschaftlich fundierte Kenntnisse unterscheidet das Haus von Mitbewerbern. Doch wie wird „Value“ konkret definiert, welche Kennzahlen sind letztendlich maßgebend dafür, ob ein Titel den Weg ins Portfolio findet? Dazu Funke: *„Unser Value-Score setzt sich aus einer Vielzahl an Faktoren zusammen, wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis, dem Verhältnis von EBITDA zum Unternehmenswert, dem Verhältnis vom Umsatz zum Unternehmenswert etc. Alle Faktoren werden sowohl absolut als auch in Relation zu den Wettbewerbern des jeweiligen Unternehmens gemessen. Wichtig bei der Portfolioauswahl ist insbesondere das Zusammenspiel mit anderen Faktoren: Es existiert ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Bewertungsniveau einerseits und der historischen Kursentwicklung sowie dem Risiko andererseits. Niedrig bewertete Value-Titel sind häufig „Loser-Aktien“ und weisen häufig deutlich höhere Risiken auf als die Benchmark. Die Kapitalmarktforschung zeigt, dass sowohl „Loser-Aktien“ als auch riskante Aktien nur unter bestimmten Umständen gehalten werden sollten. Nämlich nur dann, wenn das Marktsentiment sehr negativ ist, d.h. die „Angst“ der Investoren sehr hoch ist. Nur dann bekommt man laut der Kapitalmarktforschung eine signifikante Prämie für diese Aktien. In „normalen“ Zeiten weisen diese Werte eher eine Underperformance auf.“*



Der Fonds hat natürlich von der Value-Erholung profitiert!

Doch viele Anleger fragen sich, ob es sich dabei nur um ein Strohfeuer handelt oder doch eine längere Phase vor uns liegt, in der Value die in den letzten Jahren dominanten Growth-Titel outperformen kann. Dr. Christian Funke dazu: „Aus Sicht der Kapitalmarktforschung sprechen einige Argumente dafür, dass wir im Laufe der ultra-expansiven Geldpolitik eher eine länger anhaltende Rallye bei den tief bewerteten Value-Titeln sehen sollten als einen erneuten Boom bei den Wachstumstiteln. Wesentlicher Treiber ist hierbei, dass Value-Titel eine deutlich höhere Sensitivität gegenüber der makroökonomischen Entwicklung haben als Wachstumswerte: Der Wert von Value-Aktien bezieht sich anders als der Wert von Growth-Aktien insbesondere auf die Cash-Flows der näheren Zukunft. Daher reagieren Value-Aktien sehr sensitiv auf das makroökonomische Umfeld. Die positive makroökonomische

Wirkung einer stark expansiven Geldpolitik sollte somit zu einer Outperformance der Value-Aktien in Zeiten des Quantitative Easings führen. Neben der höheren Sensitivität gegenüber der makroökonomischen Entwicklung sollten die zu erwartenden Zinssteigerungen ebenfalls für eine relative Outperformance von Value-Titeln sorgen. Der wesentliche Wirkungsmechanismus ist hierbei, dass steigende Zinsen insbesondere einen negativen Einfluss auf die Bewertung von Growth-Titeln haben: Der Wert von Wachstumsaktien bezieht sich v.a. auf weit in der Zukunft liegende Cash-Flows. Die Diskontierung dieser Cash-Flows nimmt mit steigenden Zinsen zu, was einer Abnahme des Unternehmenswerts von Wachstumsaktien entspricht.“ Und weiter:

Um diesen theoretischen Zusammenhang empirisch zu überprüfen, haben wir die relative Performance von Value-Aktien während der vergangenen amerikanischen Anleihekaufprogramme analysiert. Die Ergebnisse in der Abbildung zeigen die Performance des S&P Pure Value Index im Vergleich zur Performance des S&P 500 Index während der Anleihekaufprogramme QE1, QE2 und QE3. Auffallend ist, dass während aller drei Anleihekaufprogramme der S&P Pure Value Index eine bessere Performance als der S&P 500 aufwies: Die Renditen betragen hierbei 78,6% zu 34,3% während QE1, 16,6% zu 8,0% während QE2 und 43,8% zu 20,4% während QE3. Die theoretisch zu erwartende Outperformance von Value-Aktien ist somit in allen drei Phasen der Liquiditätszufuhr eingetreten. Dies spricht dafür, dass Value Aktien auch in der jetzigen Phase der ultra-expansiven Geldpolitik ein sehr lohnenswertes Investment sein sollten.“

Die Vorteile quantitativer Modelle sind vielfältig, hauptsächlich geht es immer darum, Fehler zu vermeiden!

Aber um welche Fehler geht es konkret, die Funke mit seinen Kollegen hier möglichst vermeiden möchte? „Der Grund für die gute Performance des S4A US Long liegt meines Erachtens darin, dass wir insgesamt unser Portfolio immer anhand von klaren Anlageregeln strukturieren. Dies verhindert insbesondere, dass wir in die klassischen psychologischen Fallen wie „Gier“ und „Angst“ hineintappen. Im Gegenteil, unsere Value-basierte Anlagestrategie profitiert sogar von diesen psychologischen Fallen. Der Grund liegt darin, dass die Risikoausrichtung automatisch immer entgegen dem Marktsentiment ist: Immer, wenn die „Gier“ sehr hoch ist, sind Value-Titel die eher langweiligen risikoarmen Aktien. Mit zunehmender „Gier“ erfolgt somit eine zunehmende Umschichtung in sehr langweilige risikoarme Aktien. Immer wenn die „Angst“ sehr hoch ist, sind Value-Titel die risikoreichen Titel, da die Investoren insbesondere in defensive Bluechips wie die großen Konsumgütergiganten flüchten. Das Risiko der riskanteren Aktien ist den Investoren in Zeiten großer „Angst“ schlicht zu hoch, sodass diese Werte zu niedrig bewerteten Value-Titeln werden. Mit zunehmender „Angst“ erfolgt somit in unserer Anlagestrategie eine zunehmende Umschichtung in riskantere Aktien. Exemplarisch war dies sehr schön in der Corona-Krise des letzten Jahres und der Krise rund um den amerikanisch-chinesischen Handelskrieg Ende 2018/Anfang 2019 zu sehen. Die dem Marktsentiment entgegengesetzte Risikoausrichtung hat dazu geführt, dass wir uns in beiden Krisen der „Angst“ der Investoren entgegengestellt und konsequent riskantere Titel übergewichtet haben. Wir konnten dann jeweils extrem von der Normalisierung des Marktsentiments nach der Krise profitieren, da die riskanten Aktien dann jeweils einen enormen Boom erlebt haben. Die dem Marktsentiment entgegengesetzte Risikoausrichtung hat letztendlich dazu geführt, dass wir sowohl in 2019 als auch in 2020 zum besten 1% der Value Fonds bei Morningstar gehört haben“, so Funke im Gespräch.

Zurecht trägt der Fonds mit 5 Sternen aktuell die Höchstnote bei Morningstar! Befeuert durch die Value-Erhö-
lung liegt die Performance über die letzten 12 Monate bei knapp 67%, über 3 Jahre bei +66%, über die letzten 5 Jahre
konnte der Anleger mit dem Fonds sein Kapital fast verdoppeln, und seit Auflage steht ein Plus in Höhe von fast
300%. Die Volatilität liegt mit knapp 23% (1 Jahr), 23,5% (3 Jahre) und knapp 19% (5 Jahre) etwas über dem Durch-
schnitt der Peergroup. Das Volumen beträgt derzeit etwa 50 Mio. USD, wobei die positive Entwicklung in letzter Zeit
für die Nettomittelzuflüsse in Höhe von ca. 6 Mio. USD (letzte 24 Monate) förderlich war. Üblicherweise befinden
sich rund 60 Titel im Portfolio. Unter den Top Ten tauchen aktuell Namen auf wie American Express, Citigroup,
Eaton Corporation, Boeing Co., Zimmer Biomet Holdings Inc. oder auch Cigna Corp. Fazit: Mit den Experten von
Source For Alpha haben Anleger einen überaus kompetenten Partner, der seit Jahren erfolgreich zeigt, dass quantitati-
ves Management in einem Portfoliokontext durchaus Sinn machen kann, um u.a die menschlichen Fehler möglichst zu
vermeiden. Auch der Zeitpunkt scheint aus den oben beschriebenen Gründen gekommen zu sein, dem Value-Stil ggf.
größere Aufmerksamkeit zu schenken und etwas höher zu gewichten. Der Fonds wird in Kürze sein 10-jähriges Beste-
hen feiern und wir sind schon sehr gespannt, ob er dann in unserer Studie zur Aktivität von Fondsmanagern als Stu-
diensieger gekürt wird. Das Rüstzeug dafür hat er allemal.

Mit den besten Wünschen für Ihren Anlageerfolg

*“Ich achte nicht auf die Vernunft.
Die Vernunft empfiehlt immer das,
was ein anderer gern möchte.“*



Michael Bohn

(Elizabeth Gaskell)

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in
internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds! In Auftrag gegeben durch die Greiff Research Institut GmbH, ein Analy-
seinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Michael Bohn, Markus Kaiser. Verantwortlicher Redakteur: Mi-
chael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Volker Schilling Verlag: B-Inside International
Media GmbH, Christaweg 42, D-79114 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Tom Jordi 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 un-
sere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von
Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung
aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem
Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in je-
dem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil
passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahestehende
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 Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb
nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere
bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer, unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen
offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und
Gewährleistungsansprüchen frei.