

DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Nr. 16 vom 31. Juli 2023

Erscheinungsweise: 14-tägig
23. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

in der letzten Ausgabe von „Der Fonds Analyst“ hatten wir einen Multi Asset-Fonds eines Altmeisters vorgestellt!

Und auch in dieser Ausgabe schauen wir uns an, was ein weiterer, hierzulande bekannter „alter Hase“ noch drauf hat: Nach Dr. Hendrik Leber in Ausgabe 15/2023 widmen wir uns dieses Mal Peter E. Huber. Sein Fonds wurde wie der des Kollegen in unserer aktuellen Fondsstudie zum Studiensieger gekürt. Es handelt sich dabei um den **Huber Portfolio A (WKN A1JFVU)**, Fondsname bis 31.12.2017: StarCapital Huber Portfolio). Ein Hinweis dazu: Die Anteilsklasse A ist die Seed Money-Tranche von Peter E. Huber bzw. seinen Stiftungen und ist nicht mehr öffentlich erwerbbar. Wie viele unserer Leser wissen, muss im Rahmen unserer Studie ein Fonds eine Historie von mindestens 10 Jahren aufweisen können, um Sieger werden zu können. Aufgelegt wurde die A-Anteilsklasse am 13.12.2012. Derzeit erhältlich bei den gängigen Plattformen (z.B. FIL-Fondsbank) sind die Tranchen I (**WKN A2P1GG**) sowie P (**WKN A3CWG6**).

Trotz des Bekanntheitsgrades des Fondsmanagers, wollen wir zu Beginn einen Blick auf einige seiner bisherigen Stationen bzw. seine Karriere werfen.

Peter E. Huber wurde für seine Leistungen in den letzten Jahren oder gar Jahrzehnten immer wieder ausgezeichnet. Er gilt nach wie vor als einer der erfolgreichsten Fondsmanager Deutschlands und dies bereits seit den 80er-Jahren. Im Jahr 1950 in Konstanz am Bodensee geboren, absolvierte er in den 70er-Jahren sein BWL-Studium an der Uni in Mannheim. Anschließend war er von 1978 bis 1981 Wertpapieranalyst bei Schröder, Münchmeyer, Hengst. Von 1984 bis 1986 war er als Gründer sowie Geschäftsführer der PEH Wertpapier-Research GmbH tätig, anschließend (1987-2000) in seiner Funktion als Vorstand & Hauptgesellschafter der PEH Wertpapier AG. Ab 2001 bis 2018 war er dann Fondsmanager und Vorstand der StarCapital AG und ist nun seit 2020 Partner und Fondsmanager der Taunus Trust GmbH. Taunus Trust wurde 2013 gegründet (Sitz in Bad Homburg) und ist eine 100%ige Tochter der Taunus Trust Group AG in der Schweiz.

Peter E. Huber's Leidenschaft gilt dem anti-zyklischen Investieren, was er wie kein Zweiter seit Jahrzehnten stringent und konsequent umsetzt.

Man könnte fast sagen, dass er einer der letzten, wenn nicht sogar der letzte, „Value-Mohikaner“ ist, wenn man sich in der Peergroup umschaute. Viele Mitbewerber, die früher ebenfalls das klassische Value in ihren Fonds umsetzten, haben im Laufe der letzten Jahre das Thema „Value“ immer mal wieder anders interpretiert, und es tauchen dann plötzlich Namen wie Amazon u.Ä. im Portfolio auf. Doch woran liegt das? Ist der Performancedruck doch irgendwann zu hoch, und man muss mit der Masse ein Stück weit mitschwimmen, um kurz- oder mittelfristig nicht abgehängt zu werden? Und gab es Phasen, in denen auch für Peter E. Huber mit Team die Versuchung groß war, den Ansatz ein wenig aufzuweichen? Dazu David Meyer, Co-Fondsmanager des Fonds: *„Wir glauben weiterhin, dass sich eine Value-Orientierung auszahlt und „der Gewinn im Einkauf liegt“. Natürlich hatten Value-Investoren seit 2007 fast durchgängig Gegenwind, sodass viele Wettbewerber „mit der Zeit gegangen“ sind und sich zunehmend und in unterschiedlichem Ausmaß beliebteren Anlagestilen zugewendet haben, schließlich will man ja die Kunden bei der Stange halten. Auch wir haben zeitweise mit uns gehadert, sind von der grundsätzlichen Philosophie und ihrer zugrunde liegenden Logik aber so überzeugt, dass wir stilltreu blieben und bleiben.“* Er ergänzt:

„Aber auch wir haben unseren Value-Ansatz weiterentwickelt:

Die Zeiten, als man das Aktien-Universum nach KGV und KBV sortiert, die billigsten Titel gekauft hat und damit Out-performance erzielen konnte, sind aufgrund der Bekanntheit der Value-Prämie, der öffentlichen Verfügbarkeit der Daten, aber auch buchhalterischen Effekten, welche die Aussagekraft einzelner Kennzahlen untergraben - Stichwort „intangibles“ -, vermutlich vorbei. Deshalb haben auch wir unsere Kennzahlen-Screens weiterentwickelt und breiter bzw. robuster aufgestellt, um „nicht frei verfügbare“ Informationen zu nutzen und zusätzliche Dimensionen der Attraktivität von Unternehmen zu berücksichtigen.

An der grundlegenden Auffassung, dass günstig einkaufen die Rendite hebt, hat sich aber nichts geändert, denn der Erfolg von Value-Investing ist und bleibt in unseren Augen zu wesentlichen Teilen „Schmerzengeld“: Man kann nur günstig kaufen, was andere bereit sind, zu diesen attraktiven Konditionen abzugeben! Und das sind üblicherweise Dinge, in unserem Fall zumeist Aktien, die unbeliebt sind, Probleme operativer Natur haben oder vermeintlich „von gestern“ sind. Entsprechend ist hier zwar längerfristig das Enttäuschungspotenzial geringer, weil all das schon eingepreist ist, man liegt aber oft erstmal falsch und konträr zur Mehrheit, was man dann auch aushalten muss!“

Und wie funktioniert die bewertungsorientierte Anlagestrategie?

Huber und Team sind davon überzeugt, dass auf lange Sicht die Kursentwicklung eines Titels von der Entwicklung des Unternehmensgewinns bestimmt wird.

Also sehen sie insbesondere in Rezessionsphasen attraktive Kaufgelegenheiten, da dann die Unternehmensgewinne meist drastisch zurückgehen, obwohl vielleicht die Kennzahl KGV eine gegenteilige Einschätzung suggeriert und umgekehrt. Aus diesem Grund werden im Hause Taunus Trust die Unternehmensgewinne durch das sogenannte Shiller-KGV geglättet. Konkret: Es handelt sich um die durchschnittlichen Gewinne (inflationsbereinigt) der letzten 10 Jahre

relativ zum aktuellen Kursniveau. Historisch betrachtet schwankt das Shiller-KGV um knapp 20. Die Aktienmärkte tendieren dazu, sich immer wieder diesem fairen Bewertungsniveau zu nähern, was man auch als „Mean Reversion“ bezeichnet. Auf das Portfolio wirkt sich dies wie folgt aus: Bei steigenden Aktienkursen werden Titel verkauft und in Phasen fallender Kurse ist man auf der Käuferseite, um die Aktienquote im Schnitt auf dem neutralen Level zu halten. Eine Erhöhung der Aktienquote erfolgt erst dann, wenn es massive Kursrückgänge gibt, die mit einer starken Unterbewertung einhergehen. Kommt es zu keiner größeren Korrektur, ist dies nicht nachteilig, da man ja trotzdem mit den allokierten Titeln daran partizipiert. In der jüngeren Vergangenheit gab es zwei Beispiele, die diese Vorgehensweise sehr gut wiedergeben: Mitten im Corona-Crash 2020 erhöhte sich die Aktienquote des

Fonds auf den Rekordwert von knapp 97%, um diese in der darauffolgenden Erholung sukzessive durch Gewinnmitnahmen wieder auf 70% zu senken. Ähnliches sah man im Herbst 2022: Bei einem DAX-Stand unter 12.000 Punkten (Oktober 2022) lieferten deutsche Aktien ein seltenes Kaufsignal, und im Fonds wurde das Deutschland-Exposure im Verlauf 2022 von 4% auf etwas mehr als 20% erhöht und anschließend mittels Gewinnmitnahmen wieder reduziert. Gehen wir nun ins Detail und lassen uns erläutern, wie die Titelauswahl konkret erfolgt: Dazu David Meyer:

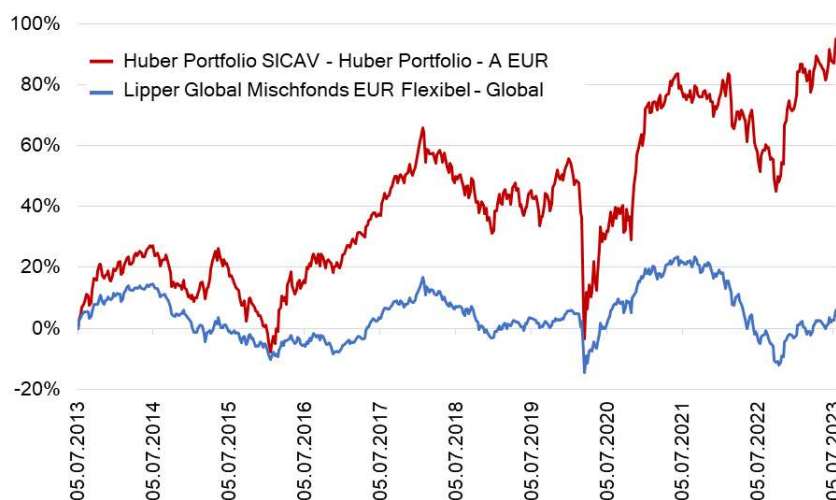
„Unser Fokus bei der Selektion liegt klar auf Top-down!“

Zuerst ermitteln wir attraktive Regionen und Branchen. Attraktivität, vor allem hinsichtlich Bewertung, aber auch Qualität und Wachstum sowie Momentum. Wir screenen in unserer quantitativen Vorauswahl ca. 5.000 liquide Large- und Mid-Caps weltweit. Diese aggregieren wir auch nach Branche und Region bzw. Land, sodass besonders attraktive Segmente des Gesamtmarkts sichtbar werden.

Sind diese identifiziert, werden in diesen Teilmengen die quantitativ attraktivsten Vertreter näher unter die Lupe genommen, vor allem im Hinblick auf die Aussagekraft der Kennzahlen (Sondereffekte...) und die Passform fürs Portfolio mit Blick auf die Vermeidung von Klumpenrisiken hinsichtlich bestimmter Risikofaktoren. Danach steht eine

„Shortlist“ mit potenziell passenden Titeln, die anschließend einer genaueren qualitativen Analyse mit Fokus auf das Geschäftsmodell, das Wettbewerbsumfeld, die Belastbarkeit der Ergebnishistorie für die Zukunft usw. unterzogen wird. Im Endeffekt soll hierbei die Frage nach dem „Warum?“ beantwortet werden: Warum ist das Unternehmen so attraktiv bewertet, denn Unterbewertungen sehen ja auch die anderen Kapitalmarktteilnehmer? Wenn eher temporäre Faktoren oder ein negatives Sentiment belasten, sind wir als langfristig orientierte Anleger interessiert. Ist das Geschäftsmodell hingegen nachhaltig gefährdet, verzichten wir auf ein Investment, um „value traps“ zu vermeiden. Parallel zu diesem Vorgehen gibt es auch „Bottom-up“ getriebene Ideen, wenn wir durch unsere Screens, unser Netzwerk oder Medien und Informationsdienste auf konkrete Einzeltitel aufmerksam werden. -

Seit Jahren erfolgreiches antizyklisches Investieren: Huber Portfolio A EUR



Quelle: Refinitiv Lipper, Zeitraum: 05.07.2013 bis 14.07.2023

Hier gehen wir dann genauso vor: Prüfung der quantitativen Attraktivität, Kontrolle der Zahlen und des Portfolio-Fits, qualitative Beurteilung. Sind alle relevanten Titel (Top-down oder Bottom-up) analysiert, werden die Ergebnisse im Team nochmal final diskutiert und „gechallenged“, und dann hat Peter E. Huber als Lead PM stets die finale Entscheidung über die Investition.“

Jahre 2000! Daher denken wir, dass das aktuelle Marktumfeld zunehmend Value-Titeln zugutekommt und reichlich Aufholpotenzial besteht, wenn Bewertungen wieder mehr in den Fokus der Anleger gelangen.“

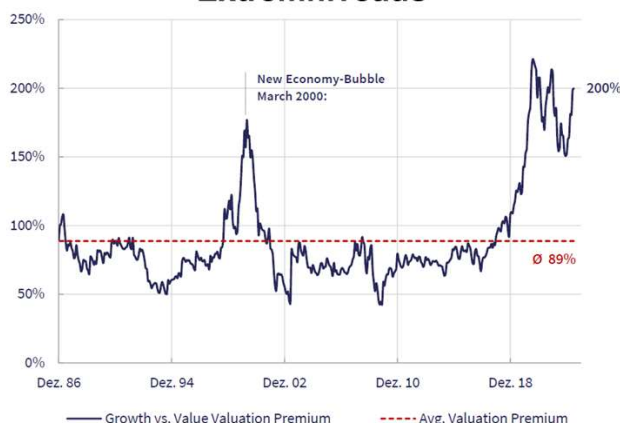
Die attraktivsten Regionen sind gemäß dem Factsheet (per 30.06.2023) folgende:

Deutschland (12,5%), Japan (9,1%), China (6,6%), USA (5,1%) und Frankreich mit 4,7%. Auf der Sektorseite dominieren aktuell zyklische Konsumgüter mit knapp 12%, gefolgt von Industrie mit ca. 10%, Energie und Grundstoffen mit jeweils knapp 9%, Finanzdienstleistungen mit 6,4% und Technologie mit 6,2%. Kommen wir zu den bisherigen Ergebnissen und fragen den Co-Manager: Gemäß Ihrem langfristig orientierten Ansatz liegt der Fonds über 10 Jahre (per 30.06., Quelle: Lipper) in seiner Peergroup (Mixed Asset EUR Flex global) auf einem hervorragenden siebten Platz mit einem Plus von knapp 87% (ytd ca. +6%). Die Volatilität in diesem Zeitraum beträgt rund 17% und liegt damit etwas höher als der Durchschnitt (12,5%).

Bekommt der Anleger mit Ihrem Fonds also einen (Deep-)Value-Ansatz, bei dem die Schwankungsbreite keine große Rolle spielt im Sinne von „temporär höhere Schwankungen werden für überdurchschnittliche Ergebnisse in Kauf genommen“?

„Wir sehen uns als langfristige Investoren, die für unsere Kunden eine möglichst attraktive Rendite erzielen möchten. Schwankungen (Volatilität) nehmen wir hierbei in Kauf, da sie für uns kein geeignetes Risikomaß darstellen. Risiko ist für uns ein dauerhafter Kapitalverlust und diesen versuchen wir zu vermeiden, indem wir mit Aktien an der Wertschöpfung der Wirtschaft partizipieren. Damit haben wir über längerfristige Horizonte einen geringen dauerhaften Verlust zu befürchten, da man schon ab ca. 8 Jahren Anlagedauer zumindest historisch (Daten für die USA seit 1800) kaufkraftbereinigt nie ein schlechteres Ergebnis erzielt hat als mit vermeintlich „sicheren“ Staatsanleihen, selbst wenn man jeweils zum schlechtestmöglichen Zeitpunkt eingestiegen ist. Zudem verringern wir unser Risiko im Portfolio durch eine breite Diversifikation über Länder und Sektoren bei den Aktien sowie durch eine Beimischung von Anleihen, Gold sowie einer aktiven Steuerung der Kassequote. Ein wichtiges Instrument zur Verringerung unseres langfristigen Anlagerisikos ist zudem unsere Value-Orientierung, denn eigene und externe Studien belegen, dass in der Tat „der Gewinn im Einkauf liegt“, sprich günstige Einstiegsbewertungen das Risiko unterdurchschnittlicher Renditen deutlich mindert. Und auch unser antizyklisches Vorgehen senkt langfristig das Anlagerisiko, denn dadurch vermeiden wir beliebte, überbewertete.

Bewertungsaufschlag von Wachstum auf Extremniveaus



Abgebildet ist der durchschnittliche Bewertungsaufschlag globaler Wachstumsaktien im Vergleich zu globalen Value-Aktien auf Basis diverser Bewertungskriterien.

Quelle: Refinitiv per 30.06.2023 (A-001).

Wenn man verschiedene Experten hört, spielen die höheren Zinsen dem Value-Ansatz in die Karten.

Ok, zugegebenermaßen managen einige dieser Experten einen Value-Fonds. Wie schätzt Meyer die Situation ein? „Sie haben Recht, man soll den Friseur nicht fragen, ob man einen Haarschnitt braucht! Und wir als Value-Manager glauben natürlich mehr an eine Value-Renaissance als andere Anleger. Es gibt dafür aber in unseren Augen auch gute Gründe. Zum einen der von Ihnen angedeutete Diskontierungseffekt: Value-Unternehmen erwirtschaften tendenziell mehr Erträge in der näheren Zukunft, während Wachstumsunternehmen das Gros ihrer Erträge in ferner Zukunft erzielen. Bei Zinsen nahe null war das für Letztere von Vorteil, denn auch die Erträge in ferner Zukunft mussten kaum abgezinst werden. Bei deutlich höheren Zinsen gewinnen aber die näheren und damit greifbareren und weniger unsicheren Erträge (deswegen ja „discounted cashflows“) relativ an Wert, während die fernen Erträge auf heute abgezinst deutlich weniger wert sind. Growth-Titel sollten also deutlich stärker an Wert verlieren, wenn die Zinsen steigen. Darüber hinaus sind Value-Aktien im Aggregat nach mehr als einer Dekade Underperformance relativ zu Growth-Aktien mittlerweile so günstig wie selten zuvor. Wachstumstitel sind gemessen an üblichen Bewertungskennziffern natürlich immer teurer als Value-Aktien, laut unseren Auswertungen historisch im Schnitt ca. 90%. Mittlerweile sind sie aber ca. 200% teurer, historisch ein absoluter Extremwert. Wachstumswerte sind aktuell sogar teurer als zum Höhepunkt der „Dotcom-Bubble“ im

und überrepräsentierte Marktsegmente und damit Enttäuschungspotenzial. Wir kaufen stattdessen lieber, wann und wo die Stimmung schlecht ist, man entsprechend günstig einsteigen kann und damit das höchste langfristige Kurspotenzial hebt. Für das beschriebene Vorgehen braucht man natürlich eine ruhige Hand und ein starkes Durchhaltevermögen, psychologisch, aber auch hinsichtlich des internen operativen Setups und der Kundenstruktur, um zwischenzeitlich auch überproportionale Schwankungen auszuhalten.“ Per 30.06. war XETRA-Gold mit 6,8% am höchsten gewichtet, gefolgt von Staatsanleihen (Deutschland + USA) mit insgesamt rund 18% Gewichtung und einem globalen Small-Cap ETF von iShares mit etwas mehr als 2%. **Fazit:** Das Los antizyklisch agierender Fondsmanager teilt man auch hier, nämlich dass man oftmals etwas zu früh in attraktive Märkte einsteigt. Aber wenn Anleger die nötige Geduld und den langfristigen Anlagehorizont mitbringen, werden sie auf lange Sicht zuverlässig mit toller Rendite belohnt, so jedenfalls mit dem vorgestellten **Huber Portfolio**. Natürlich gibt es keine Garantie auf zukünftige Renditen, Co-Manager Meyer gehört das Schlusswort: „Wir glauben an Aktien, bewertungsorientiertes Anlegen und antizyklisches Handeln. Und wir haben die Erfahrung, die erfolgreiche Historie und das Setup, um daran im Portfolio auch in schwierigen Phasen festhalten zu

können, um schlussendlich für unsere Investoren die attraktiven Renditen aus dieser Herangehensweise einzufahren. Das hat uns den Erfolg der letzten 10 Jahre und auch davor eingebracht und wir sehen keinen Grund, wieso sich daran über die mittlere Frist etwas ändern sollte. Auf jeden Fall wird sich unser Portfolio auch zukünftig von der Mehrheit der Wettbewerber deutlich unterscheiden, das können wir Ihnen garantieren!“

Huber Portfolio SICAV – I - EUR

WKN	A2P1GG
Auflagedatum	04.05.2020
Fondsvolumen	174,36 Mio. Euro (per 31.07.2023)
Verantwortlich	Taunus Trust
Peergroup	Mixed Asset EUR Flex – Global
Kontakt	www.taunustrust.de/vermoegensverwaltungende-fonds/huber-portfolio-sicav

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir
herzlichst

„Was man ernst meint,
sagt man am Besten im Spaß.“

Wilhelm Busch

Michael Bohn

Markus Kaiser

Werner Lang

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 Analyseinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang, Markus Kaiser • Verlag: B-Inside International Media GmbH, Christaweg 42, D-79114 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Arno Ruesch • HRB 270560 • USt.-Id.-Nr.: DE 197501802 • Tel. 0761/45 62 62 122, Fax: 0761/ 45 62 62 188. Der Abonnementpreis beträgt EUR 29,50 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 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 jedem 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.