DER FONDS ANALYST

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

Nr. 10 vom 28. April 2025
Erscheinungsweise: 14-tägig
25. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

das erste Quartal 2025 ist vorbei

Wie jedes Jahr erstellen wir auf Basis der Daten per Ende des ersten Quartals unsere Studie zur Aktivität von Fondsmanagern, welche dann im Sommer im Capital Magazin veröffentlicht wird. In dieser untersuchen wir die Fonds aus über 130 Vergleichsgruppen über drei Zeiträume (3, 5 und 10 Jahre) nach Ihrer Aktivität (Messzahl Trackingerror - Mut zur Abweichung) und dem daraus generierten Mehrwert über die Benchmark (Messzahl Information Ratio - Entlohnung für den Mut). Nur Fonds, die in beiden Kategorien und gleichzeitig in allen Zeiträumen zu den 50 % aktiven Fonds gehören und aus ihrer Aktivität einen Mehrwert für die Anleger generiert haben, können Sieger im Sinne der Studie werden. Waren in den letzten Jahren die Themen USA, Large bzw. Mega Cap Growth, Technologie beherrschend, scheint seit dem letzten Quartal 2024 – zumindest im europäischen Aktienmarkt – eine Trendwende stattzufinden. Das lange erhoffte Comeback der europäischen Titel ist wohl gestartet und die teils eklatanten Bewertungsunterschiede zu US-Titeln werden nach und nach abgebaut. Dies bestätigt sich auch in den seit Jahresanfang generierten Ergebnissen. Auch eine Renaissance der Themen Value Investing und der lange Zeit ungeliebten Small und Mid Caps lässt sich erkennen. Gerade die Bewertungsunterschiede bei Nebenwerten ist enorm und liegt sogar niedriger als zu Zeiten der Finanzkrise. Von daher bietet sich gerade hier enormes Aufholpotenzial. Aus dem Segment European Small Caps möchten wir Ihnen heute einen valueorientierten Fonds präsentieren, welchen wir bereits im Jahr 2014 für Sie hier im DFA aufgegriffen hatten. Damals war der Fonds erst wenige Monate alt und nur knapp 8 Mio. Euro groß. Nichtsdestotrotz lautete unser Fazit:

Ein heißer Tipp für die Watchlist!

Den damaligen Artikel finden Sie wie immer in unserem Archiv. Nachdem nun viele Jahre vergangen sind, möchten wir Ihnen diese zeitgemäße Strategie erneut vorstellen. Es handelt sich um den **Fortezza Finanz Aktienwerk R (WKN A1T6TT)**. Er schließt die aktuelle Studie als Sieger im Bereich 3/5 und 10 Jahre ab, kann aber ebenso im zusätzlich untersuchten Zeitraum über 1/2 und 3 Jahre glänzen. Fondsweb vergibt wie auch Morningstar aktuell 5 Sterne. Ebenso erhielt der Fonds 2024 5 Sterne beim Capital Fondsboutiquenaward. Wer und was sich konkret dahinter versteckt, möchten wir Ihnen heute zeigen. Wir haben uns hierzu mit dem verantwortlichen Fondsberater Wolfgang Altmann kurzgeschlossen und ihm einige Fragen gestellt.

Die Macher

An denen hat sich seit Gründung nichts geändert: Die Fortezza Finanz AG mit Sitz in Nürnberg wurde bereits 2003 gegründet und verwaltet mit 16 Mitarbeitern aktuell rund 250 Mio. Euro Kundengelder. Fortezza steht für wertorientiertes Investieren mit hohen Freiheitsgraden stets unabhängig von einer Benchmark. Wolfgang Altmann ist nach einigen Stationen bei renommierten Häusern seit 2010 Vermögensverwalter bei Fortezza und ist für den Fonds seit der Auflage im Juni 2013 als Fondsberater verantwortlich. Als Analyst ist vom Start weg Jochen Waag aktiv, der zudem als Vorstand der Waag & Zübert Value AG agiert. Waag hat sich den Value - Buffett Stil selbst erarbeitet und seine Unternehmensbewertungen und -Analysen seit 2005 in einer eigenen Unternehmensdatenbank hinterlegt. Auf die Frage, wie die Idee zum Fonds entstanden ist, lässt er uns wissen: *„Die Idee ist entstanden, da wir ein fungibles, rein erfolgsabhängiges Konstrukt für unseren Sweetsport, die europäischen Nebenwerte, gesucht haben.“* Beteiligt waren neben dem Duo Altmann und Waag auch der Gründer und Vorstand der Fortezza, Wolfgang Dirsch.

Fortezza Finanz – Aktienwerk R

WKN	*A1T6TT*
Auflagedatum	*10.06.2013*
Fondsvolumen	*29,44 Mio. Euro*
Verantwortlich	*Fortezza Finanz AG*
Peergroup	*Small Cap Europe*
Kontakt	*www.fortezzafinanz.de/*

Die Philosophie

Kerngedanke ist das Value Investing, dessen Grundlagen Benjamin Graham im Jahr 1934 formulierte. Bevor ein Investment getätigt wird, ist es für das Management entscheidend, sowohl das Geschäftsmodell mit seinen Chancen und Risiken zu verstehen als auch die Qualität des Managements einschätzen zu können. Die zentrale Frage lautet gemäß Warren Buffett: Was ist das Unternehmen „wert“ und zu welchem „Preis“ kann es erworben werden („Price ist what you pay, value is what you get.“). Nur wenn die Unterbewertung (Margin of Safety) groß genug ist, kommt die Aktie für ein Investment in Frage.

Das Ziel

„Anlageziel ist die Erwirtschaftung eines möglichst hohen nachhaltigen Wertzuwachses über einen kompletten Zyklus hinweg. Der Fonds investiert in Europäische Small & Mid Caps mit einem Schwerpunkt auf Deutschland, den nordischen Ländern, den Benelux-Staaten, Frankreich, Italien und Großbritannien. Allerdings orientiert sich die geographische und branchenmäßige Gewichtung an der Attraktivität der einzelnen Unternehmen nicht an einer Benchmark. Die Auswahl der einzelnen Titel erfolgt auf Grund der Prinzipien des Value-Investing. Investiert wird hauptsächlich in unterbewertete Aktien mit einem möglichst hohen

Wichtiger Hinweis: Zu möglichen Risiken und Interessenkonflikten bei den vorgestellten Anlagen beachten Sie bitte unseren Disclaimer auf der letzten Seite und unter www.derfondsanalyst.de

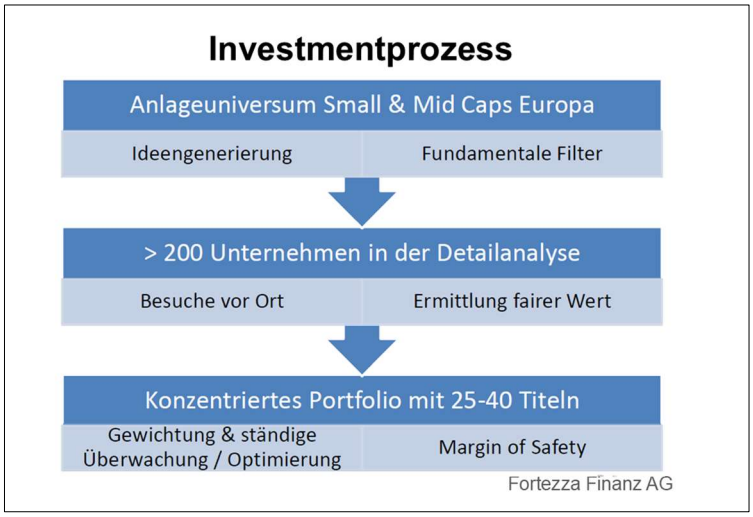
Greiff Research Institut GmbH
Munzinger Straße 5a
D-79111 Freiburg im Breisgau

www.derfondsanalyst.de
info@greiff-research.de
Tel. +49 761 76 76 95-0
Fax +49 761 76 76 95-59

Sicherheitsabschlag (Margin of Safety) auf den fairen Wert der Unternehmen." erklärt das Management. Der Einsatz von Derivaten ist zwar möglich, ist aber nicht vorgesehen. In der Regel ist man voll investiert, lediglich wenn keine höheren strukturellen Unterbewertungen mehr auffindbar sind, wird Kasse aufgebaut. Es wird kein Market Timing betrieben.

Der Prozess

Der Prozess ist rein Bottom-up getrieben und es wird gänzlich unabhängig von einer Benchmark agiert. Durch die eigene Datenbank hat man Zugriff auf über 250 Unternehmen, die man selbst analysiert hat. Die wichtigsten Kriterien für die Titelauswahl sind Bewertung, Qualität und hohe Kapitalrenditen. Das Management erklärt hierzu: *„Wir versuchen Unternehmen zu kaufen, die 1 Euro wert sind und die wir für 60 Cents oder weniger kaufen können. Es ist bei uns ein dreistufiger Investmentprozess: 1. Verstehen wir das Geschäftsmodell und glauben wir, dass die Firma gute Zukunftsaussichten (Wachstum / hohe Kapitalrenditen) hat? 2. Halten wir das Management für kompetent, seriös, ehrlich und vertrauenswürdig? 3. Wenn wir die ersten beiden Fragen mit „Ja" beantworten können, bewerten wir die Firma und kaufen, wenn uns der Discount zum fairen Wert groß genug erscheint und wir keine besseren und günstigeren Titel finden können."*. Die Kaufentscheidung wird dabei rein diskretionär getroffen. Man setzt auf ein konzentriertes Portfolio mit 25–35 Titeln. Fremdwährungen werden nicht abgesichert. Die Positionen werden in der Regel sukzessive aufgebaut. Nähert sich ein Titel dem fairen Wert oder erreicht diesen, wird verkauft. Ein Verkauf erfolgt ebenso, wenn das Management der Meinung ist, dass die Investmentthese für eine Aktie nicht mehr plausibel ist. Man ist stets bestrebt, das Portfolio zu optimieren; entsprechend wird bei einer neuen besseren Idee die vermeintlich schlechtere Position verkauft. Das bestehende Portfolio wird laufend überprüft und neue Erkenntnisse werden in die Datenbank integriert.

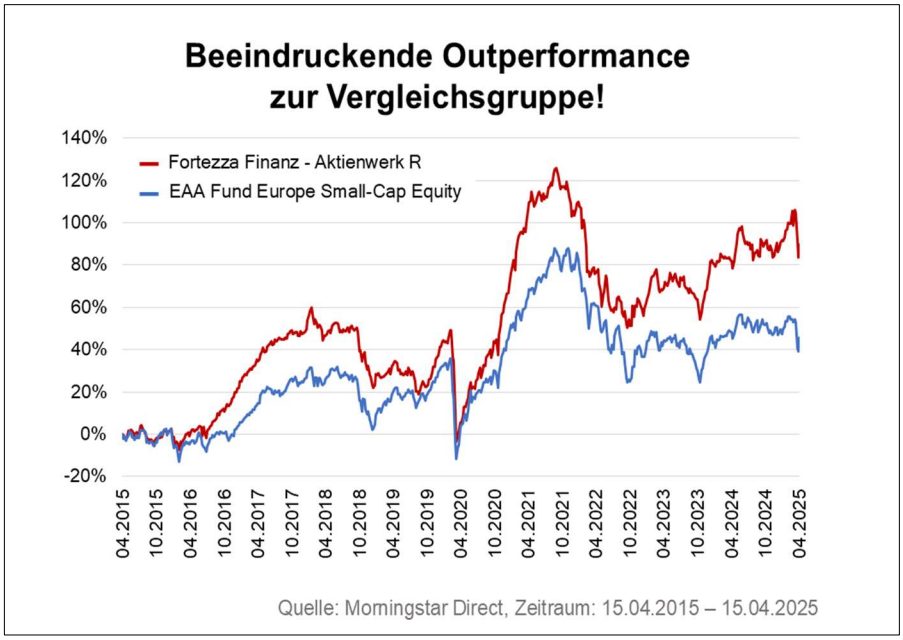


Das Risikomanagement

Hierzu lässt uns Wolfgang Altmann wissen: *„Grundsätzlich ist die Margin of Safety unser Risikopuffer für den Fall, dass ein Investmentcase nicht so läuft, wie wir uns das vorstellen. Wir machen laufend die Hausaufgaben bezüglich der Unternehmen, um rechtzeitig zu erkennen, ob sich negative Entwicklungen einstellen. Wir verkaufen, wenn wir der Meinung sind, dass unsere Investmentthese bei einem Titel nicht mehr plausibel ist und wenn Red Flags auftauchen."*

Rückblick

Auf unsere Frage: Welche besonderen Herausforderungen haben Sie und ihr Team seit der Fondsauflage gemeistert? antwortet Altmann: *„Wenn man auf die Anfangsjahre des Fonds von 2013 bis 2015 zurückblickt, dann gab es in dieser Zeit eine große Anzahl an qualitativ hochwertigen Unternehmen mit einem guten Management und einer teilweise sehr günstigen Bewertung. Wir hatten die Qual der Wahl und mussten ‚nur' die attraktivsten der vielen interessanten Unternehmen selektieren. Diese Situation hat sich ab 2016/2017 langsam geändert. Die Bewertungen stiegen und die Quantität an guten Opportunitäten wurde geringer. So mussten wir immer tiefer ‚graben', um gute Unternehmen zu finden, die noch halbwegs günstig bewertet waren. Im ersten Halbjahr 2018 hat sich diese Situation schließlich zugespitzt. Sowohl die sehr guten als auch die guten Unternehmen waren teuer, größtenteils sogar sehr teuer. Genau hier haben wir unseren größten Fehler begangen. Anstatt das aus Titelverkäufen erzielte Cash zu ‚horten' und zu warten bis Mr. Market uns wieder gute Unternehmen zu einem vernünftigen Preis anbietet, haben wir noch tiefer ‚gebuddelt', um neue günstige Ideen zu finden. Welche Titel sehen in einem boomenden Wirtschafts- bzw. Börsenumfeld optisch günstig aus? Das sind v. a. die qualitativ schwachen Unternehmen, die sich in einem strukturell schrumpfenden Markt befinden, die durch eine Restrukturierung gehen oder von einem fragwürdigen Management geführt werden. Im Rückblick betrachtet sind wir in dieser Marktphase bei unserem Grundinvestmentansatz – good business, good people, good price – zu viele Kompromisse eingegangen."*



Wichtige Lehren konnte das Management insbesondere aus der Coronakrise ziehen. Das Management sagt: *„Wenn die Märkte innerhalb weniger Wochen 40 % verlieren und Panik herrscht, dann hinterfragt man pausenlos seine bestehenden Aktienpositionen"*. Die Fragen dabei: Wie gut ist das Geschäftsmodell wirklich? Ist die Bilanz gut genug, um auch einige Monate mit Null Umsätzen zu überleben?

Reicht die Liquidität, werden die Firmen nach der Krise stärker sein als zuvor. Gerade dieses Hinterfragen hat dazu geführt, dass man seine Einstellung überdacht hat und festgestellt, hat, dass man den Quality-First-Ansatz stärker beachten muss und man Titel, die man in der Rezession nicht braucht, auch in wirtschaftlich guten Zeiten nicht benötigt. Weitere Erkenntnis: der Wert des Wachstums. Hat man früher beim Erreichen von gewissen Grenzen einfach verkauft, bewertet man dies nun differenzierter, insbesondere wenn wenig Kapital nötig ist und entsprechend hohe Kapitalrenditen erzielt werden. Hierzu das Management: *„Was gibt es Besseres als ein Unternehmen, das über einen langen Zeitraum zweistellig wachsen kann und dafür nur wenig Kapital benötigt. Bei solchen Firmen entpuppen sich die auf den ersten Blick oftmals ambitionierten Bewertungen im Nachhinein als attraktive Einstiegsgelegenheit.“*

Ausblick

Hier ist man seitens des Managements optimistisch: „Wir blicken aus zwei Gründen optimistisch in die Zukunft! Erstens sind wir davon überzeugt, dass wir in qualitativ hochwertigen Unternehmen investiert sind, die auch einem schwierigen konjunkturellen Szenario trotzen können. Zweitens befinden sich die Bewertungen auf einem Niveau, das wir als sehr attraktiv erachten. Beide Faktoren zusammen sollten es uns ermöglichen, weiterhin langfristig Überrenditen für unsere Investoren zu erzielen.“

Die Ergebnisse

Per Ende März dieses Jahres liegt man YTD bei einem Plus von 5,75 % (Benchmark +3,71 %), seit Auflage am 10.06.2013 liegt man bei +227,68 % (Benchmark +160,12 %) was einer p.a. Rendite von 10,58 % (Benchmark 8,43 %) entspricht. Dieser doch deutliche Mehrertrag ist auch im Chart gegen die Vergleichsgruppe gut zu erkennen und zeigt eine beeindruckende Outperformance der Strategie.

Das Portfolio

Im per 31.03.2025 rund 30 Mio. Euro großen Fonds ist man zu 94,54 % in Aktien investiert, der Rest ruht aktuell in der Kasse. Regional betrachtet ist man zu 28,82 % in deutschen Aktien, zu 17,40 % in Titeln aus Schweden und zu 13,48 % in französischen Werten investiert. Die größten Sektoren sind Software & Dienste mit 31,77 %, Investitionsgüter mit 26,29 % und gewerbliche Dienste & Betriebsstoffe mit 13,29 % des Fondsvolumens. Die Top-3-Titel sind in der Momentaufnahme Wallix Group S.A. mit 5,71 %, auf Aktien von Bilfinger SE entfallen 5,50 % und auf den Titel der Itera ASA 4,66 %

Fazit

Aktuell spricht Vieles für ein Comeback europäischer Aktien insbesondere im Small und Mid Cap Bereich. Das Team des **Fortezza Finanz Aktienwerks** ist sehr erfahren und eingespielt und hat mit dem gewählten, absolut zeitgemäßen Ansatz in vielen auch schwierigen Marktphasen überzeugen können. Wer das Segment europäische Small & Mid Caps ins Portfolio aufnehmen möchte oder eine Alternative für diesen Bereich sucht, sollte sich diese Strategie unbedingt einmal näher anschauen.

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir herzlichst

Michael Bohn **Markus Kaiser** **Werner Lang**

„Erfahrungen kommen immer zu spät, man müsste sie schon gehabt haben, bevor man sie macht.“

Erhard Blanck

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds. Herausgeber ist die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang Verlag: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang • HRB 715980 • USt.-Id.-Nr.: DE815685325 • Tel. 0761/76 76 95 0, Fax: 0761/ 76 76 95 59. Der Abonnementpreis beträgt EUR 29,50 inkl. MwSt. pro 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 jeweiligen 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 Interessenkonflikt 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.