

DER VALUEWERKER

Fondsbericht zum Fortezza Valuewerk Plus

Ausgabe Nr. 1 – Juni 2020

Das größte ökonomische Abenteuer seit John Law

Sehr geehrte Investoren und Interessenten,

am 15. August 1971 kündigte US-Präsident Richard Nixon in einer Fernsehansprache an, die Einlösung des Dollars in Gold „vorübergehend“ außer Kraft zu setzen. Mit der Aufhebung der Goldbindung des Dollars, der im Bretton-Woods-System als Ankerwährung fungierte, wurden automatisch auch alle anderen Devisen zu reinen Papiergeldwährungen degradiert. Fast alle, denn der Schweizer Franken zirkulierte noch bis in die späten 1990er Jahre als einzig verbliebene goldgedeckte Währung der Welt.

Mit dem Nixon-Schock begann eine Ära monetärer Experimente. Ohne die disziplinierende Wirkung einer Goldbindung konnten die Zentralbanken ihre Bilanzsummen bis heute immer weiter aufblähen. Von Krise zu Krise nehmen die Rettungsmilliarden zu. Das ist kein Zufall, sondern liegt in der Natur unserer *Geldunordnung*. Es müssen immer mehr neue Schulden erzeugt werden, um die alten zu bedienen. Die Folgen sind verheerend. Alleine in den letzten 30 Jahren hat sich die Kaufkraft des US-Dollars glatt halbiert. Als Wertspeicher ist Papiergeld offenkundig völlig ungeeignet. Gleichzeitig steigt durch die Überschwemmung der Kapitalmärkte mit frischem Geld die Fragilität des Finanzsystems. Die Rolle der Zentralbanken ist hierbei ambivalent. Sie sind Brandstifter und Feuerwehr zugleich. Die Rettungsinterventionen von heute sind die Keimzelle der Finanzkrisen von morgen. Spätestens nach der historischen Öffnung der Geldschleusen anlässlich der Covid-19-Pandemie ist klar: Wir befinden uns inmitten des größten wirtschaftspolitischen Abenteuers seit dem Papiergeldexperiment des Schotten John Law (1671-1729) im Frankreich des frühen 18. Jahrhunderts. Damals befanden sich die französischen Staatsfinanzen durch die Kriege des Sonnenkönigs Ludwig XIV. und seinen kostspieligen Hofstaat in desolatem Zustand. Ein geradezu idealer Nährboden für die innovativen geldpolitischen Ideen des mathematischen Genies, Glücksspielers und verurteilten Mörders John Law. Beim Prinzregenten Philippe von Orléans stießen seine Pläne auf offene Ohren. Um die schwächelnde Wirtschaft wieder in Schwung zu versetzen und Geld in die leere Staatskasse zu spülen, wollte Law anstelle der notorisch knappen Gold- und Silbermünzen Papiernoten als Geld in Umlauf bringen.

Auch in unserer Zeit ist die Geldpolitik extrem experimentierfreudig. Ohne den Beistand der Notenbanken lassen sich die rekordhohen Staatsdefizite nicht mehr finanzieren. Was das konkret für die Anlagestrategie des Fortezza Valuewerk Plus bedeutet und welche Schutzvorkehrungen wir gegen mögliche Unfälle im Finanzsystem treffen, besprechen wir in der vorliegenden Erstausgabe unserer neuen Publikation „Der Valuewerker“.

Wir danken allen Investoren für das entgegengebrachte Vertrauen und freuen uns sehr, wenn Sie den Fonds weiterempfehlen.

Übrigens: Die *vorübergehende* Schließung des Goldfensters jährt sich nächstes Jahr zum 50. Mal.

Eine informative Lektüre und alles Gute aus Nürnberg wünscht Ihnen

Ihr Dirk Schmitt



Dr. Dirk Schmitt
Fondsberater

I. FONDSENTWICKLUNG UND -STRATEGIE

Seit Auflegung des Fonds am 1. November 2018 liegt der Fortezza Valuewerk Plus zum 30. Juni 2020 mit einem Wertzuwachs von 2,1% (I-Tranche) bzw. 1,3% (R-Tranche) leicht im Plus. Trotz der heftigen Marktverwerfungen infolge der Covid-19-Pandemie konnte diese Wertentwicklung mit einer relativ nervenschonenden Volatilität von 7% erzielt werden. Viel wichtiger als die durch die Volatilität gemessene Schwankungsintensität ist es jedoch, die Wertrückgänge des Fonds in extremen Stressphasen an der Börse möglichst gut abzufedern. Deshalb haben wir im Rahmen der Anlagestrategie verschiedene Schutzvorkehrungen getroffen, die der Fragilität der Finanzmärkte in einer Ära monetärer Experimente Rechnung tragen sollen. Dazu gehören:

1. **Flexible Vorsichtskasse:** Der Fonds ist nicht immer bis zum Anschlag investiert. Wenn sich das Chance-Risiko-Verhältnis am Markt verschlechtert und attraktive Investitionen rar sind, bevorzugen wir eine erhöhte Kassehaltung statt der Doktrin zu folgen, immer voll investiert sein zu müssen. In Korrekturphasen wirkt eine hohe Liquiditätsquote als Puffer und sichert die Handlungsfähigkeit, um ad hoc Anlagechancen ergreifen zu können, ohne das Portfolio erst umschichten zu müssen.
2. **Gold als ehrliches Geld und Versicherung gegen Unfälle im Finanzsystem:** In einer Welt ohne Zinsen ist Gold als Wertspeicher unverzichtbar. Als Vermögenswert ohne Kreditrisiko bietet es zudem den besten Schutz, falls die monetären Experimente der Notenbanken schiefgehen sollten.
3. **Aktien mit Sicherheitsnetz:** Dabei handelt es sich um marktunabhängige, aktienrechtliche Sondersituationen im Rahmen von Unternehmensübernahmen. Ein Beispiel sind Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge nach § 291 ff. AktG. In solchen Fällen muss der Kontrollaktionär den Minderheitsaktionären eine Abfindung und eine Garantiedividende anbieten. Das Kursrisiko der Aktie ist dadurch begrenzt. Der Anleger kann sich entscheiden, ob er seine Aktien dem Mehrheitsaktionär andient und im Gegenzug die Abfindung erhält oder ob er alternativ Aktionär der Gesellschaft bleibt und Anspruch auf die jährliche Garantiedividende hat. Im Spruchfahren können die Minderheitsaktionäre die Kompensationszahlungen, die der Kontrollaktionär zunächst einseitig auf Basis eines Bewertungsgutachtens festlegen darf, noch einmal gerichtlich überprüfen lassen. Diese Spruchverfahren dauern in der Regel zwar mehrere Jahre. Kommt es jedoch zu einer Erhöhung, erhält der (ehemalige) Aktionär eine Nachbesserung, die mit attraktiven 5% über dem Basiszins der Deutschen Bundesbank zu verzinsen ist. Obwohl es sich formal um Aktien handelt, sind solche Sondersituationen somit vom allgemeinen Aktienmarktrisiko unabhängig. Ihre Zahlungscharakteristik ist vergleichbar mit der von Anleihen, jedoch garniert mit der Chance auf eine Nachbesserung im Spruchverfahren.

Schneller als gedacht waren diese *Stoßdämpfer* im Frühjahr 2020 einem ersten ernststen Belastungstest ausgesetzt. Nach dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie versetzten die Regierungen rund um den Globus die Wirtschaft in ein künstliches Koma, um die Ausbreitung des Virus einzudämmen. Die Finanzmärkte reagierten auf diesen Schock mit dem schnellsten und heftigsten Börsenabsturz aller Zeiten. Im Rückblick können wir konstatieren, dass die *Stoßdämpfer* ihre Funktion im *Schwarzen März 2020* alles in allem gut erfüllt haben. So war der Fonds mit einer Liquiditätsquote von knapp 20% bereits im Vorfeld des Kurseinbruchs relativ defensiv positioniert. Auch die Aktien mit Sicherheitsnetz waren mit Fällen wie z.B. McKesson Europe, First Sensor oder Stada hoch gewichtet und präsentierten sich erwartungsgemäß als verlässlicher Stabilitätsanker. Naturgemäß sind aber auch Aktien mit einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht völlig immun gegen Kursrückgänge, insbesondere wenn es in Stressphasen zu undifferenzierten Notverkäufen kommt (sog. „Forced Selling“). Wenn Marktteilnehmer ihre Wertpapiere unter Druck liquidieren müssen, um etwa Kredite zu bedienen oder Sicherheiten zu stellen, geht es in der Regel nicht mit rationalen Dingen zu. Im Vordergrund steht vielmehr die schnelle Liquidierbarkeit einer Anlage – ohne Rücksicht auf Verluste. Das verstärkt nicht nur die Abwärtsdynamik an den Märkten, sondern führt oft dazu, dass selbst Firmen von hoher und beständiger Qualität, die sich dem Ausverkauf zunächst noch entziehen konnten, ebenfalls unter Druck geraten. Auch bei den Aktien mit Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag machten sich derartige Verwerfungen im *Schwarzen März 2020* bemerkbar, obwohl es bei den im Fonds enthaltenen Fällen keinen Anlass gab, an der Solvenz des herrschenden Großaktionärs oder

der Fortzahlung der Garantiedividende zu zweifeln. Gemessen an den Turbulenzen am Aktienmarkt hielten sich die Kursrückgänge aber im Rahmen. So fiel bspw. der Aktienkurs von Kabel Deutschland um überschaubare 9%.

Selbst Gold, das Ende Februar mit rund 8% im Fonds gewichtet war, wurde von dem Abwärtssog an der Börse erfasst, nachdem es sich den einbrechenden Aktienmärkten Anfang März noch mit einem Anstieg auf 1.700 Dollar entgegenstemmen und dadurch die Wertrückgänge der Aktienanlagen teilweise auffangen konnte. Anschließend korrigierte der Goldpreis auf rund 1.500 USD, notierte aber bereits Mitte April wieder auf einem Mehrjahreshoch in US-Dollar. Durch die gigantischen Geldinjektionen der Zentralbanken wurde den Anlegern schnell klar, dass die Währung Gold in einer Epoche der Finanzrepression das einzige ausfallsichere Wertaufbewahrungsmittel darstellt.

Insgesamt hat sich der Fonds im Abwärtsstrudel an den Finanzmärkten achtbar geschlagen und den Härtestest gut bestanden. Hierzu trug auch die partielle Absicherung der Aktienquote durch Index-Futures bei (z.B. auf den DAX), durch die der Fonds – zusätzlich zu den präventiven Stoßdämpfern – gegen die teilweise erratischen Kursausschläge abgeschirmt wurde. Dadurch ist es gelungen, den Rückgang des Fondspreises deutlich zu begrenzen. Die Differenz vom höchsten zum tiefsten Fondspreis in den Monaten Februar und März 2020, der sog. Maximum Drawdown, betrug weniger als 14%. Zum Vergleich: Der DAX stürzte in der gleichen Zeit um fast 40% ab und in den USA brach der S&P 500 um 35% ein. Bis hierin können wir mit dem Abschneiden des Fonds und seinen Defensivqualitäten also durchaus zufrieden sein. Beim Umschalten auf die Offensive haperte es jedoch, so dass der Fonds an der Ende März einsetzenden Markterholung nur relativ verhalten partizipierte. Mit dem Wissen von heute ist die Sache klar. Durch das ultimative All-In der Zentralbanken gelang es letztlich, den ungebremsten Kursverfall der Aktienmärkte zu stoppen und die Trendwende einzuleiten. Der Fonds verharrete rückblickend jedoch zu lange in einer zu defensiven Positionierung. Wenn wir uns gedanklich ins Frühjahr zurückversetzen, so gab es durchaus gewichtige Argumente, an der Nachhaltigkeit der liquiditätsgetriebenen Erholungs-Rallye zu zweifeln. Daher war unsere Überlegung, für die Rückkehr des Fonds in die Gewinnzone lieber etwas mehr Zeit zu benötigen, statt die gute Ausgangsposition durch eine zu aggressive Positionierung aufs Spiel zu setzen. Die Teilabsicherung der Aktienquote wurde deshalb nur langsam reduziert. Im Nachhinein war diese Strategie zu vorsichtig und hat die Wertentwicklung gebremst. Doch statt den verpassten Chancen von gestern nachzutauern, richten wir unseren Blick lieber nach vorne, um die Chancen von morgen für Sie als Investoren möglichst effektiv zu nutzen.

Zum 30. Juni 2020 steht beim Fonds noch ein Minus von 6,1% seit Jahresanfang zu Buche. Wir sind zuversichtlich, dass der Fonds diesen Rückstand in den kommenden Monaten egalisieren und an seine Höchststände aus dem Februar 2020 anknüpfen kann. Auf die Gründe für diese Zuversicht gehen wir im folgenden Abschnitt ein.

Wertentwicklung seit Fondsaufgabe in %

Jahr	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jahr
2018												-2,2	-2,48
2019	1,87	1,03	1,38	2,01	-1,33	2,63	0,61	0,55	0,55	0,07	0,2	1,47	11,52
2020	0,15	-1,23	-9,1	3,37	0,9	0,1							-6,13

Weitere Kennzahlen

Volatilität seit Fondsaufgabe: 7%

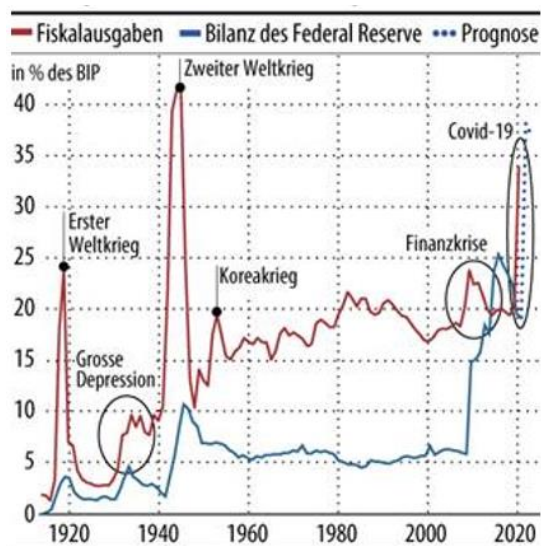
Maximaler Verlust seit Fondsaufgabe: -13,8%

Anteil Monate mit positiver Wertentwicklung: 78,9%

Quelle: Hansainvest, Angaben für Fortezza Valuerwerk Plus Anteilklasse I, Stand: 30. Juni 2020

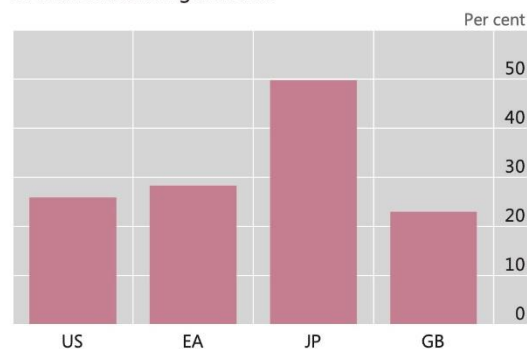
II. KOSTE ES, WAS ES WOLLE

Die Covid-19-Pandemie ist eine Krise von historischem Ausmaß. Dass Regierungen rund um den Globus ihre Volkswirtschaften absichtlich abwürgen, um die Ausbreitung einer Infektionskrankheit einzudämmen, ist ein einmaliger Vorgang. Ebenso singulär sind die Maßnahmen, die zur Stabilisierung der Wirtschaft und zur Reanimation des Finanzsystems ergriffen wurden, das im März 2020 kurz vor dem Kollaps stand. Sie stellen alles in den Schatten, was wir an *Feuerwehreinsätzen* in früheren Wirtschafts- und Finanzkrisen erlebt haben. Als das Finanzsystem im Jahr 1998 durch die Schieflage des Hedgefonds LTCM in Turbulenzen geriet, schnürte die US-Notenbank ein Rettungspaket im Umfang von 4 Mrd. US-Dollar. Dieser aus heutiger Sicht bescheidene Betrag genügte seinerzeit zur Rettung des Finanzsystems. Bei der Immobilien- und Finanzkrise 20 Jahre später mussten Regierungen und Zentralbanken schon wesentlich schwerere Geschütze auffahren. Die infolge der Covid-19-Pandemie ergriffenen Stützungsmaßnahmen von Geld- und Fiskalpolitik, deren historische Dimension die linke Grafik eindrucksvoll veranschaulicht, sprengen jedoch alle Rekorde.



Quelle: Bank of America / Grafik: Finanz und Wirtschaft, Is

Central bank holdings of government bonds as a share of total outstanding amounts²

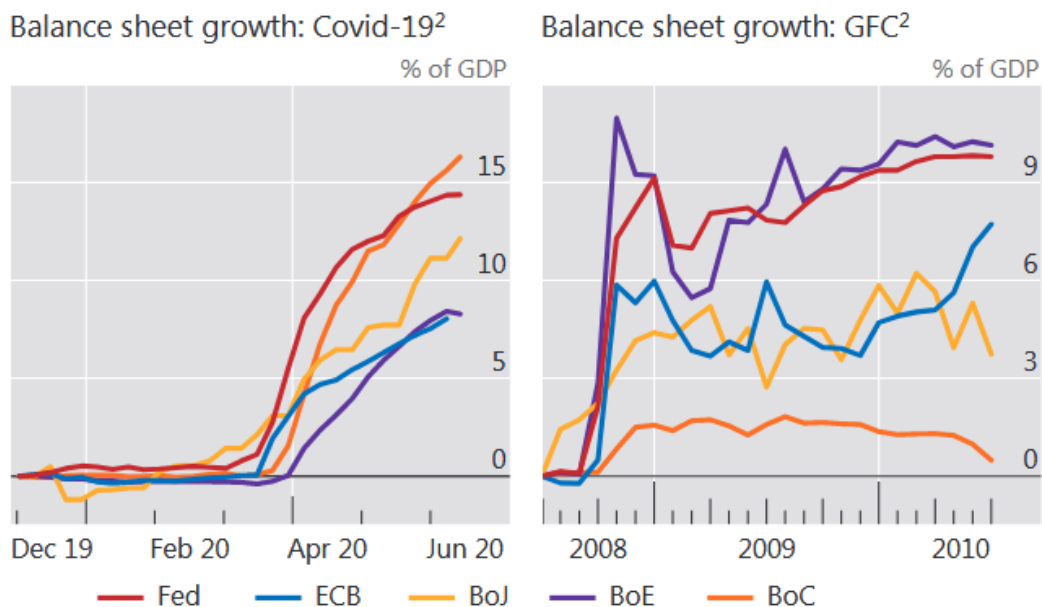


Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

Wie man sieht, stimulieren die Staaten fiskalpolitisch so stark wie sonst nur in Zeiten von Kriegen. Auch die Geldpolitik ist expansiv wie nie zuvor. **Fiskal- und Geldpolitik arbeiten Hand in Hand.** Die Zentralbanken finanzieren die Staatsdefizite, indem sie die neu geschaffenen Staatsschulden aufkaufen und sie geräuschlos auf ihrer Bilanz entsorgen. Vorreiter dieser Entwicklung ist Japan (JP), wo heute schon die Hälfte aller ausstehenden Staatsanleihen auf der Bilanz der Bank von Japan lagern, wie aus der rechten Grafik hervorgeht. In der Euro-Zone (EA) und den USA (US) sind es bis dato zwar erst weniger als 30%. Doch das wird sich schnell ändern, denn die Schulden-Monetarisierung ist in unserem Fiat-Geldsystem die einzige Möglichkeit, den Schuldenberg im Griff zu behalten.

Mit ihrem ultimativen All-In haben die Zentralbanken als *Käufer der letzten Instanz* die Kernschmelze des Finanzsystems gerade noch rechtzeitig verhindert. Die folgenden Grafiken zeigen, dass sich die Bilanzsummen der wichtigsten Notenbanken binnen weniger Wochen wesentlich stärker aufgebläht haben als in den zweieinhalb Jahren nach Ausbruch der Finanzkrise (in der folgenden Abbildung mit GFC abgekürzt). Ein Ende der Aufblähung ist noch lange nicht in Sicht. **Selbst US-Notenbankchef Jerome Powell räumte ein: „We crossed a lot of red lines, that had not been crossed before.“** Um das Fiat-Geldsystem über Wasser zu halten, müssen diese Grenzen immer weiter verschoben werden. Eric Rosengren, der Chef der Federal Reserve Bank von Boston hatte bereits im März dafür plädiert, das Spektrum an Wertpapieren auszudehnen, die das Fed kaufen darf. Ohne es direkt auszusprechen, hatte er dabei bestimmt auch an mögliche Aktienkäufe gedacht. Der Kauf von Aktien wäre jedenfalls der nächste logische Lockerungsschritt, für den allerdings das Notenbankgesetz geändert werden müsste. Wir beobachten diese Debatte sehr genau. Was die Schulden-Monetarisierung für das Vertrauen in unsere Geldord-

nung bedeutet, muss letztlich jeder für sich selbst entscheiden. Fakt ist jedenfalls, dass nun auch die letzte Oase in der globalen Zinswüste ausgetrocknet ist. **Die Ankunft der Nullzinsen in Amerika bedeutet für den Kapitalmarkt eine tektonische Verschiebung.**



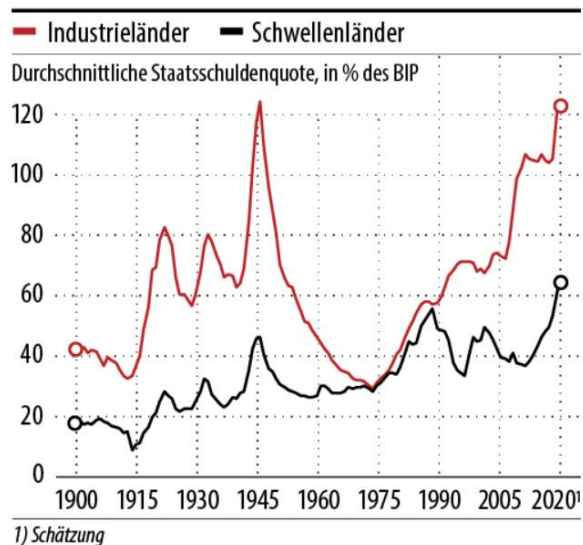
Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

Nach der Devise „Koste es, was es wolle“ reagierten auch die Staaten mit einem fiskalischen All-In auf den politisch gewollten Wirtschaftseinbruch. Um zu verhindern, dass die daraus resultierenden Liquiditätsprobleme zu einer ernststen Solvenzkrise führen und eine Kettenreaktion an Kreditausfällen auslösen, mobilisierten die Staaten ungeheure Summen, um die Einkommensverluste abzumildern. **Auch auf europäischer Ebene erkannte man die Gunst der Stunde, um die Vergemeinschaftung durch den Einstieg in eine Haftungs- und Transferunion irreversibel voranzutreiben.** Es ist schon ein echter Treppenwitz der Geschichte, dass es mit Ursula von der Leyen als EU-Kommissionspräsidentin ausgerechnet eine Deutsche ist, die das Prinzip der Geldgeschenke – politisch korrekt Transfers – von den reichen zu den ärmeren Ländern mit ihrem Vorschlag für ein 750 Mrd. Euro-Programm mitbesiegelt hat. Vielleicht wird sie für dieses Verdienst ja eines Tages auf einer 750-Euro-Banknote gewürdigt, falls die Rückkehr der Inflation die Schaffung neuer Banknoten mit höherem Nennwert notwendig macht. Der Journalist Gabor Steingart hat für diesen Fall auf seiner Homepage schon einmal einen Entwurf präsentiert.



Quelle: www.gaborsteingart.com

Erste Alarmsignale, dass es im Getriebe des Finanzsystems knirscht, hatten sich bereits im Herbst 2019 bemerkbar gemacht. Im Bankensystem wurde damals die Liquidität knapp. Wir hatten die Problematik in unserem Factsheet vom September 2019 thematisiert. Das erste Mal seit der Pleite von Lehman Brothers musste das Fed intervenieren, um die Liquiditätsgpässe am Geldmarkt zu beseitigen. Unser damaliges Fazit: „Der Vorgang wirft ein schlechtes Licht auf die Verfassung des Finanzsystems, das durch die ganze Gelddruckerei immer fragiler wird.“ Vermutlich lagen der US-Notenbank aber schon viel früher Hinweise auf Störungen des Geldmarktes vor. Es ist durchaus denkbar, dass die von US-Notenbankchef Powell als „Midcycle Adjustment“ beschriebenen Leitzinssenkungen im Juli 2019, deren Sinn und Notwendigkeit aufgrund der soliden Wirtschaftsentwicklung nur schwer nachzuvollziehen waren, eine erste Reaktion auf die sich anbahnende Krise am Geldmarkt darstellte. Mit fadenscheinigen Argumenten wurde diese offenkundige Störung seinerzeit von offizieller Seite verharmlost und mit dem Liquiditätsentzug durch anstehende Steuerzahlungen erklärt. Möglicherweise war das Finanzsystem aber schon im Sommer 2019 derart angeschlagen und verwundbar, dass ihm die Covid-19-Pandemie den Rest gab. Das ist zwar bloß eine Vermutung, aber eine gesunde Portion Skepsis gegenüber offiziellen Verlautbarungen ist an der Börse nie verkehrt. Das gilt auch für die Beteuerungen der Notenbanken, wonach die pandemiebedingten Notmaßnahmen nur temporärer Natur seien. Solche Aussagen haben die gleiche Glaubwürdigkeit wie die eingangs zitierte Ankündigung Nixons, das Goldfenster nur *vorübergehend* zu schließen. Natürlich müssen die Zentralbanken immer wieder den Eindruck erwecken, sie wären an einer Normalisierung der Geldpolitik interessiert. Deshalb hat Fed-Chef Powell eine Erhöhung des Leitzinses auch erst einmal „nur“ bis 2023 ausgeschlossen. Das ist die übliche Salamtaktik. Fakt ist, dass die Monetarisierung der Schulden durch dauerhaft tiefe Zinsen irreversibel ist, wie der Blick auf den Weltschuldenberg in der obigen Grafik schnell klarmacht. Ohne die Zins-Planwirtschaft der Notenbanken würden die Staaten unter ihrer Schuldenlast kollabieren. Das sind die nüchternen Fakten, die eine Zentralbank in unserer Fiat-Geldwelt nicht ignorieren kann.



Quelle: Goldman Sachs / Grafik: Finanz und Wirtschaft, ck

Schätzungen zufolge wird die staatliche Schuldenaufnahme dieses Jahr weltweit rekordverdächtige 20 Billionen Dollar erreichen. Die durchschnittliche Staatsschuldenquote in den Industrieländern explodiert dadurch auf ein ähnliches Niveau wie während des Zweiten Weltkrieges. Dieser historische Schuldenberg und die für seine Tragfähigkeit notwendigen Perma-Tiefzinsen sind die mit Abstand wichtigsten makroökonomischen Einflussfaktoren, die das Börsengeschehen auf Jahrzehnte hinweg prägen werden. Vor uns liegt eine Epoche der Finanzrepression. Das gilt es bei der Kapitalanlage zu berücksichtigen.

III. IMPLIKATIONEN FÜR DIE ANLAGESTRATEGIE

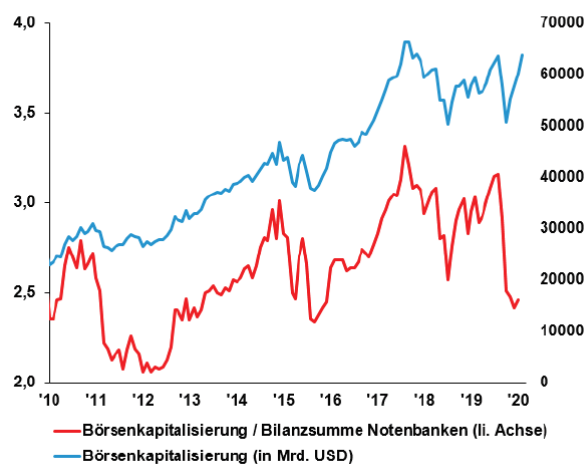
Der Zins ist der wichtigste Preis in einer Volkswirtschaft. Wenn die Zentralbanken diesen Anker mit ihrer planwirtschaftlichen Nullzinspolitik manipulieren, hat das zwangsläufig Konsequenzen für alle anderen Preise, seien es Konsumgüter oder Vermögenswerte. Für die Geldanlage ergeben sich daraus zwei wichtige Konklusionen:

1. Vermögenspreisinflation setzt sich fort

Die Preise für Vermögenswerte sind das Ventil, über das sich die größte Geldlawine aller Zeiten als erstes und am stärksten entladen dürfte. An der roten Linie in der folgenden Grafik ist gut zu erkennen, dass der Welt-Aktienmarkt gemessen an der aggregierten Bilanzsumme aller Zentralbanken zuletzt deutlich günstiger ge-

worden ist. Die globale Börsenkapitalisierung entspricht aktuell ungefähr 250% der weltweiten Notenbankbilanzsumme, während es unmittelbar vor dem Börsenkrach im Frühjahr weit über 300% waren. Der Aktienmarkt ist also relativ zur vorhandenen Zentralbankgeldmenge deutlich günstiger geworden. Dabei ist noch nicht einmal berücksichtigt, dass sich die aggregierte Bilanzsumme der Zentralbanken auch nächstes Jahr weiter massiv aufblähen wird.

Welt-Börsenkapitalisierung geteilt durch Bilanzsumme Welt-Notenbanken auf Kaufniveau.



Quelle: Eigene Berechnung, Datastream

Stand: 30.06.2020

Quelle: Finanzwoche von Dr. Jens Ehrhardt vom 16. Juli 2020

Der Grund für die zu erwartende Fortsetzung der Vermögenspreisinflation ist letztlich simple Finanzalgebra. Von Adolf Moxter, der als einer der *Päpste* der Unternehmensbewertung gilt, stammt der häufig zitierte Satz: **„Bewerten heißt vergleichen.“** Mit anderen Worten: Der Wert eines Vermögensgegenstandes ist keine absolute Größe. Um z.B. eine Aktie zu bewerten, benötigt man ein Vergleichsobjekt, das als Bewertungsmaßstab dient. Diese Alternativanlage wird durch den Diskontierungszins abgebildet, mit dem die zukünftig erwarteten Zahlungsüberschüsse abgezinst werden. Wenn nun die Zentralbanken den quasi-risikolosen Zins dauerhaft oder jedenfalls für sehr lange Zeit bei null verankern, sinkt dadurch *ceteris paribus* der Diskontierungszins. Die Folge sind nominal höhere Aktienkurse. Was das am Ende real bedeutet, steht freilich auf einem anderen Blatt Papier.

2. Unfallgefahr nimmt zu

Wirtschaft und Finanzsystem werden mit immer mehr Schulden gehebelt. Durch diesen Leverage nimmt die Störanfälligkeit der Kapitalmärkte signifikant zu. Von der liquiditätsgetriebenen Kurserholung seit Ende März darf man sich nicht täuschen lassen: Die Börse ist keine Einbahnstraße. Im Gegenteil: Kostolany's Börsenformel gilt mehr denn je: Zweimal zwei ergibt an der Börse nicht vier, sondern fünf minus eins. *Sechs minus zwei* trifft es wahrscheinlich noch besser, denn die Kursausschläge dürften zunehmen. Für das Risiko realer Stress-tests sorgen wir im Fonds deshalb durch die anfangs beschriebenen Stoßdämpfer vor. Risikovorsorge bedeutet darüber hinaus aber auch, die Anlagepolitik nicht einseitig auf den Eintritt eines bestimmten Szenarios auszurichten, sondern eine sinnvolle Diversifikation zu verfolgen, die auch mit alternativen Entwicklungen zurechtkommt. **„Das Gebot der Diversifikation ist unantastbar“ lautet daher Artikel 1 unseres Investment-Grundgesetzes.** Monostrukturen gilt es somit ebenso zu vermeiden wie die Über-Diversifikation des Portfolios durch eine unüberschaubare Anzahl an Positionen, wie sie für pseudo-aktive Fonds charakteristisch ist, die ohne Überzeugungen *de facto* einfach nur einen Index abbilden.

In einer Welt ohne Zinsen sind Aktien als Anlageklasse eine konkurrenzlos attraktive Ertragsquelle. Die Zentralbanken können Geld in rauen Mengen drucken, aber gute Firmen sind nicht beliebig vermehrbar, sondern ein knappes Gut. Ein sinnvoll diversifiziertes Aktienportfolio bildet deshalb den Kern einer langfristig ausgerichteten Vermögensanlage. Die Volatilität lässt sich durch Stoßdämpfer wie z.B. Gold spürbar dämpfen, ohne dafür allzu große Renditeeinbußen in Kauf nehmen zu müssen.

Will man der Pandemie etwas Positives abgewinnen, so zählt dazu sicherlich, dass sie viele Staaten, Unternehmen und Verbraucher aus ihrer digitalen Lethargie wachgerüttelt hat. Beim Stichwort Digitalisierung denkt man in der Regel zuerst an die Big Five der sog. Plattformökonomie, also Alphabet, Amazon, Apple, Facebook und Microsoft, deren kombiniertes Indexgewicht am Nasdaq 100 inzwischen auf rund 45% gestiegen ist. Diesen Firmen ist es gelungen, auf ihren Märkten eine gewaltige globale Dominanz zu erringen, die aufgrund enormer Netzwerkeffekte eine nahezu unüberwindbare Markteintrittsbarriere für (potenzielle) Wettbewerber darstellt. Völlig unangreifbar sind diese Firmen deswegen aber nicht, denn ihre Marktmacht könnte eines Tages die Politik auf den Plan rufen und zu regulatorischen Eingriffen veranlassen. Andererseits hat sich während der pandemiebedingten Ausgangsbeschränkungen gerade erst eindrucksvoll gezeigt, dass Firmen wie Amazon oder Microsoft für unsere (digitale) Grundversorgung inzwischen absolut systemrelevant sind. Wir wollen uns lieber nicht vorstellen, wie der wirtschaftliche Notbetrieb ohne Amazons Serverfarmen oder die Kommunikationslösungen von Microsoft verlaufen wäre. Die Verwerfungen wären mit Sicherheit noch viel schwerer gewesen. Aus Anlegersicht sind die genannten Aktien zwar gewiss kein Geheimtipp, aber sie verfügen über ein wichtiges Attribut, an dem es der Weltwirtschaft auf unabsehbare Zeit fehlen wird: hohes strukturelles Wachstum. Vor diesem Hintergrund ist der Technologiesektor inzwischen wesentlich prominenter im Fonds gewichtet als dies noch in der Anfangszeit der Fall war. Strategisch bauen wir den Sektor weiter aus.

Andererseits wachsen selbst im Technologiebereich die *Bewertungsbäume* nicht in den Himmel. Von einer allgemeinen Tech-Blase kann jedoch – von Einzelfällen abgesehen – keine Rede sein, denn in einer wirtschaftlich darbedenden Welt ist verlässliches Wachstum ein besonders rares Gut. Die geldpolitisch verordneten Nullzinsen steigern die Attraktivität von Amazon & Co. zusätzlich, denn die wachsenden zukünftigen Erträge werden durch den niedrigeren Diskontierungszins noch wertvoller. Je stärker jedoch die Bewertungsschere zwischen den Big Five und dem Rest des Marktes auseinander geht, desto attraktiver werden die Aktien verlässlicher Dividendenzahler. In einem gut ausbalancierten Portfolio erfüllen deshalb auch vermeintliche *Langweiler-Aktien*, bspw. aus dem Konsum- und Pharmabereich, eine wichtige Funktion, denn sie sorgen durch ihre gute Visibilität für (relative) Stabilität im Portfolio, wenn wieder einmal Zweifel an der konjunkturellen Erholung aufkommen. Dies könnte etwa durch Rückschläge bei der Entwicklung oder Akzeptanz eines Impfstoffs der Fall sein, ohne den es keine nachhaltige wirtschaftliche Genesung geben wird.

Ungeachtet der geld- und fiskalpolitischen Stimulierung ist das Investieren in einer Ära der Finanzrepression also alles andere als ein Sonntagsspaziergang. Dennoch ist es hochgradig riskant, dass noch immer viel zu viele Anleger in ihrer tradierten Sparbuchmentalität verharren. Mit einer gesunden Mischung aus handverlesenen Aktien und der Risikovorsorge durch gewisse Portfolio-Stoßdämpfer kann man sein Vermögen so strukturieren, dass es über die notwendige Ertrags- und Widerstandskraft verfügt. Es ist daher höchste Zeit umzudenken und sein Portfolio stärker auf (produktive) Sachwerte statt auf Geldwerte auszurichten, denn:

Die Ära der Finanzrepression wird eine Ära der Aktie sein.

KONTAKTDATEN

Dr. Dirk Schmitt
Fondsberater Fortezza Valuewerk Plus
Fortezza Finanz AG, Hauptmarkt 16, 90403 Nürnberg
Telefon: +49 911 300379 - 3
E-Mail: ds@fortezzafinanzag.de
Homepage: www.fortezzafinanzag.de

RECHTLICHE HINWEISE

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung („WM“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich die unten genannte Gesellschaft als Verfasser verantwortlich. Diese „WM“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese „WM“ begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar.

Diese „WM“ ist nur für natürliche und juristische Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der „WM“ nicht berücksichtigt.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken – z.B. neben Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko – und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten, den veröffentlichten Wertpapierprospekt samt der Risikoangaben sorgfältig prüfen oder eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater treffen.

Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „WM“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden.

Die vorliegende „WM“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 1.07.2020

Herausgeber: Fortezza Finanz AG, Hauptmarkt 16, 90403 Nürnberg.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Die Fortezza Finanz AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „WM“ oder Teilen hiervon entstehen.