



Jahresbericht 2024

& Monatsbericht Dezember



Value Intelligence Fonds AMI
Value Intelligence ESG Fonds AMI
Nur für professionelle Investoren





Jahresbericht 2024 & Monatsbericht Dezember

“It pays to conduct your affairs so that no matter how foolish other people get, you’re still around to play the game the next day.” Warren Buffett

Sehr geehrte Investorinnen und Investoren,

der Preis des Anteilsscheins am Value Intelligence Fonds AMI (I) fiel im Dezember um 2,1% auf EUR 257,37¹ und beendete das Jahr mit einem Plus von 5,0%. Sein streng nachhaltiger Ableger, der Value Intelligence ESG Fonds AMI gab um 2,2% nach und verzeichnet für das Gesamtjahr ein Plus von 6,5%. Angesichts der hohen Gewinne führender Aktienindizes fielen die Renditen unserer vermögensverwaltenden Allwetterfonds moderat aus. Die Erklärung: Wir positionierten uns risikoavers, die Aktienquoten lagen bei rund 65% (Value) bzw. 55% (ESG), und von populären Indexschwergewichten hielten wir uns bewusst fern, weil wir sie für gefährlich überbewertet halten. Hätten wir den Markt besser timen können? Die eigenen wertorientierten Prinzipien dem Zeitgeist zu opfern, würde die Gefahr hoher Kapitalverluste mit sich bringen. Warum also von dem bewährten Kurs abweichen?

Wie auch beim Regattasegeln ist es manchmal notwendig, „in den Kurs zu investieren“ und eine Route zu wählen, die zunächst langsamer erscheint, langfristig aber zu überlegenen Ergebnissen führt.² Das typische Rendite-Risikoprofil unserer Fonds – attraktive langfristige Renditen in Kombination mit niedrigen maximalen Verlusten in Stressphasen – gibt es traditionell nicht ohne temporäre Entbehrungen. Geduld ist der Preis, den aber immer weniger Anleger bereit sind zu bezahlen. Stattdessen extrapolieren immer mehr die ihnen vertrauten Trends. Dies ist behavioristisch nachvollziehbar, nicht aber fundamental. Die Unterscheidung zwischen Wert und Preis ist völlig außer Mode geraten, es dominiert eine Illusion vom anstrengungslosen Wohlstand – nicht nur an den Finanzmärkten. Als rationale Investoren müssen wir uns solchen Trends entziehen, zu groß sind die Gefahren des dauerhaften Kapitalverlustes, wenn diese Illusionen platzen.

Bei aller Skepsis gegenüber dem Mainstream: Reale Assets – auch Aktien – bilden im Zeitalter der finanziellen Repression 2.0 langfristig eine effizientere Option als Anleihen, um den realen Werterhalt zu sichern. Die dafür wichtige Kombination von Qualität **und** Unterbewertung finden wir aber aktuell ausschließlich abseits des Mainstreams – und das für einen reifen Bullenmarkt zu erstaunlich niedrigen Preisen. Warum sind Qualitätsaktien hier günstiger denn je? Wenn mehr als 50% aller Anleger passiv investieren und der Rest zu 90% momentum-orientiert in die gleichen Indexschwergewichte investiert, bleibt für Aktien abseits des Mainstreams nicht viel Liquidität übrig. Historisch hohen Bewertungen auf der einen Seite, stehen somit historisch niedrige Bewertungen in attraktiven Nischen gegenüber. Eine attraktive Ausgangssituation für jeden aktiven Investor, der es sich leisten kann, langfristig zu denken!

Die Differenzierung unserer Fonds im Januar 2025

Selten bewegten wir uns so weit abseits der „Herde“ wie es aktuell der Fall ist. Folglich sind die Unterschiede in der Anlagestrategie unserer Fonds im Vergleich zu unseren Peers größer denn je. Die Gründe dafür liegen in den außergewöhnlich großen Risiken, die wir bei indexnahen Strategien sehen, bei gleichzeitig sehr attraktiven Chancen, die wir abseits des Mainstreams ausmachen können.

Nach wie vor halten wir es für wahrscheinlich, dass wir auf ein **stagflationäres Marktumfeld** zusteuern. Die Inflation dürfte strukturell höher und das Wirtschaftswachstum niedriger ausfallen als es Mr. Market derzeit erwartet. Diesem Trend mögen sich die USA kurzfristig entziehen können, dafür ist es aber für andere Regionen der Welt, u.a. Europa, noch wahrscheinlicher geworden. Zu den am stärksten unterschätzten Risiken gehört ein Überangebot an Staatsanleihen und ein daraus resultierender **nachhaltiger Zinsanstieg**. Die großen Industrienationen brauchen Investoren für ihre aus dem Ruder gelaufenen Staatsschulden, eine Rückkehr zu Niedrigzinsen ist deshalb unrealistisch. Der „Crowding-Out-Effekt“ staatlicher Kapitalnachfrage dürfte insbesondere jene Assets treffen, die weltweit alle Anleger im Portfolio haben: Die Standardwerte des S&P 500. Historisch **hohe Bewertungen** sind ein weiteres Risiko, das Investoren ausblenden. „Today things aren’t attractive“ sagte Warren Buffett bereits im Mai bei niedrigeren Bewertungen und ließ seitdem seinen Worten weitere Taten folgen. Selbst außerhalb des S&P-Tech-Sektors liegen die Bewertungen Ende 2024 ca. 30% über dem historischen Durchschnitt. „Interest Rates are to stocks like gravitation to the apple“ so Buffett, eine Logik, der eigentlich jeder folgen kann, der schon einmal Cash-Flows abdiskontiert hat. Nicht nur die Bewertungsmultiples, auch **Wachstum und Margen** sind anfällig für Enttäuschungen. So hat das billige Geld natürlich auch die Endnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen subventioniert und eine Umkehr des Trends erscheint uns unausweichlich. Auch die **Deglobalisierung** dürfte (leider) kein böser Traum sein. Die Rückkehr der USA zu einer Politik des „American System“ und der „Monroe-Doktrin“ wird weltweit mehr Verlierer als Gewinner schaffen. Zudem gehen wir davon aus, dass sowohl Chancen als auch Risiken der **KI-Disruption** unterschätzt werden. KI hat das Potenzial Markteintrittsbarrieren zu beseitigen, z.B. im Bereich Software-as-a-Service (SaaS). Wachstumsaktien mit überschätzten Markteintrittsbarrieren sind sehr anfällige Anlagen, eine Lektion die Anleger zuletzt im Jahr 2000 schmerzhaft lernen mussten. Vor dem Hintergrund der beschriebenen Entwicklungen halten wir bei einigen Indexschwergewichten nachhaltige Kursverluste von bis zu 50% für möglich.

¹ Factsheets der Ampega Investment, Dezember 2024

² Siehe: Regattasegeln - Strategie und Taktik (Malte Philipp), 2020



Angesichts der großen Herausforderungen bei gleichzeitig hohem Bedarf an zeitgemäßen Wertaufbewahrungsvehikeln fokussieren wir uns auf unterbewertete und knappe, reale Assets mit idiosynkratischem Charakter.

Idiosynkratischen Charakter bieten angesichts des von uns erwarteten Zinstrends nur Assets mit kurzer Duration – sowohl am Aktienmarkt als auch bei Anleihen. Erkennbar wird unsere im Vergleich zu den Peers kurze Duration an den i.d.R. sehr niedrigen Multiples der Aktienpositionen und kurzen Laufzeiten unserer Anleihen. Populäre Wachstumsaktien mit hohen Multiples sind i.d.R. zinssensitiv und deshalb keine zeitgemäße Anlage. Ihnen droht eine massive Multiple-Kontraktion. Die Alternative bilden u.E. **Qualitätsunternehmen abseits des Mainstreams** mit niedrigen Multiples und unterschätztem Wachstum. Bei diesen besteht eine reelle Chance, dass die auch von uns geschätzten Früchte des „Compounding-Effekts“ nicht durch Multiple-Kontraktion aufgezehrt werden. Ein solches Potential sehen wir u.a. bei lokalen Servicedienstleistern mit dominanter Marktstellung, auch da diese vergleichsweise immun gegen die Gefahren der Deglobalisierung sind. So mögen wir u.a. Logistikunternehmen (Brenntag) oder IT-Dienstleister in Japan (DTS Corp). Auch im KI-Sektor finden wir unterschätztes Wachstum, insbesondere bei „Picks-and-Shovel-Plays“ im DRAM-Sektor. Besonders günstig erwerben lassen sich Wachstumsunternehmen auch über Holdinggesellschaften, in die wir 2024 verstärkt investiert haben (u.a. Samsung C&T). Daneben setzen wir weiter auf **Edelmetalle in physischer Form und Goldminenunternehmen**. Trotz der dynamischen Entwicklung des Goldpreises sind die Minenunternehmen günstiger denn je bewertet, z.B. Newmont. Sie gelten als obskur, wir halten sie dagegen für prädestiniert, zukünftig noch stärker von der gezielten Inflationierung der Staatsschulden weltweit zu profitieren. Im Rahmen der regionalen Diversifikation setzen wir stärker als unsere Peers auf **asiatische Unternehmen**. So schätzen wir unverändert – trotz des temporären Gegenwindes im Berichtsjahr – japanische und koreanische Unternehmen. Die aktionärsfreundlichen Programme der jeweiligen Regierungen tragen zunehmend Früchte in Form von Aktienrückkäufen, höheren Dividenden und Shareholder-Aktivismus. Stärker als andere Fonds berücksichtigen wir auch Währungsaspekte. So setzen wir im Rahmen unseres Liquiditätsmanagements stärker als andere auf die wenigen **harten Währungen**, die es weltweit gibt, u.a. die Norwegische Krone und den Singapur Dollar. Auch Edelmetalle wie Gold (über ETCs) interpretieren wir als harte Währung. Zudem suchen wir gezielt nach Unternehmen, die Cash-Flows in harten Währungen generieren, zu denen wir nach der Wahl Trumps auch den US-Dollar zählen – zumindest im Vergleich zum Euro.

Wir sind davon überzeugt, dass nur unterbewertete Assets geeignet sind, den Kapitalerhalt dauerhaft sicherzustellen. Gerade in Zeiten, in denen Anleger aufgehört haben zwischen Wert und Preis zu unterscheiden, gehen wir davon aus, dass der Mehrwert unserer wertorientierten

Differenzierung zukünftig besonders hoch ausfallen dürfte. Das Momentum mag kurzfristig weitere Anleger in seinen Bann ziehen, unsere Empfehlung lautet: „Ignore the crowd!“

Anmerkungen zum Jahr 2024

Im Jahr 2024 erreichte **die Marktkonzentration** an den Aktienmärkten neue historische Höchststände: Die sieben größten US-Unternehmen repräsentieren jetzt 35% des S&P 500, während US-Unternehmen mittlerweile ein Gewicht von 74% im globalen Index ausmachen. Triebfeder dieser Entwicklung war u.a. üppige Liquidität. So leisteten sich die USA im Wahljahr 2024 **großzügige Fiskalprogramme** und ein Rekorddefizit von 7%. In der Folge wurde ein bereits teurer Markt noch teurer, Momentumanleger feierten grandiose Gewinne und die Illusion vom anstrengungslosen Wohlstand hatte die Märkte fest im Griff.

Die Euphorie der Anleger nahm sogar noch zu, als die US-Amerikaner am 5. November **Donald Trump** zu ihrem 47. Präsidenten wählten. Wir rechnen damit, dass dies nicht nur für die USA, sondern auch global gravierende Konsequenzen haben wird. Wir gehen davon aus, dass Trump eine Renaissance des **„American Systems“** anstrebt.³ Zu den Grundlagen dieser Politik zählen a) die Einführung hoher Zölle zugunsten des eigenen, verarbeitenden Gewerbes, b) verstärkte Investitionen in die Infrastruktur (inkl. Öl & Gas) zwecks Förderung der Produktivität, c) der Ausbau des Militärs zum Schutz des eigenen Landes und d) eine Entmachtung der Zentralbank, deren Rolle sich auf die Bereitstellung von Liquidität für die Wirtschaft beschränkt. Diese protektionistische Wirtschaftspolitik ist als Gegenmodell zur neoliberalen Politik konzipiert, die die Welt in den letzten Jahrzehnten prägte. Die sich abzeichnende, radikale Vorgehensweise der neuen Regierung hat das Potenzial Mr. Market gleich in mehrfacher Hinsicht zu überraschen. Sollten Musk und Trump tatsächlich die **„Kettensäge“** ansetzen, könnte sich zumindest das Narrativ von einem sinkenden Haushaltsdefizit eine Weile halten und den Dollar stärken. Ausländische Unternehmen dürften zudem mit erhöhtem Tempo Produktion in die USA verlagern. Die Radikalität, mit der die USA dem internationalen Handel den Rücken kehren, Zölle einführen und ihren Energiepreisvorteil instrumentalisieren werden, könnte sowohl für Europa als auch China eine neue, sehr anspruchsvolle Ära einläuten.

Für unsere langfristige Anlagestrategie lassen sich daraus u.a. folgende Schlussfolgerungen ziehen: Die von uns antizipierte Stagflation ist für die USA (vorerst) etwas unwahrscheinlicher geworden, für den Rest der Welt dagegen wahrscheinlicher. Sich auch in den USA auf Qualität abseits des Mainstreams zu fokussieren, ist dennoch dringlicher geworden. Zum einen, weil ein teurer Markt noch einmal teurer geworden ist. Zum anderen, weil die weltweit populären US-Indexschwergewichte zur „Funding Source“ für Staaten werden könnten, die aufgrund hoher Fiskaldefizite Druck auf die einheimische Bevölkerung ausüben, verstärkt eigene Staatsanleihen zu erwerben.

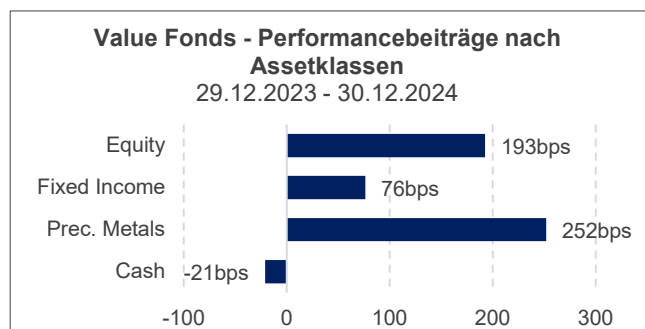
³ Quelle: Jim Rickards, *The Daily Reckoning*, 11. November 2024



ben (z.B. Japan)⁴. Die Dollarstärke gegenüber dem Euro sollte (vorerst) anhalten, womit Aktien mit Cash-Flows in US-Dollar – auch Europäische – u.E. wieder attraktiver werden. Assets die ausschließlich Cash-Flows in Euro generieren, sehen wir dagegen kritischer als zuvor. Der potenzielle Mehrwert unserer globalen Portfolien mit Fokus auf charakterstarke Assets, dürfte für jeden deutschen Anleger zugenommen haben, der sein Vermögen international diversifizieren möchte.

Performance der Assetklassen im Jahr 2024

Unsere Distanz zu populären Indexschergewichten, führte erneut dazu, dass unsere vermögensverwaltenden Fonds vergleichsweise moderate Gewinne verzeichneten. Der Value Intelligence Fonds AMI (I) („Value-Fonds“) und der Value Intelligence ESG Fonds AMI (I) („ESG-Fonds“) stiegen um 5,0% bzw. 6,5%.⁵ Der Performancebeitrag der **Aktienquote** des Value Fonds (Ø 62,2% nach 61,3% in 2023) lag vor Gebühren bei 266 Basispunkten, der des ESG-Fonds (Ø 53,3% nach 49,9%) bei 343⁶. Unser Portfolio war bewusst diametral zum Momentum positioniert und die immense Liquidität, die der indexnahe und hochbewertete Mainstream noch einmal anzog, ließ wenig übrig für unsere unterbewerteten Qualitätstitel in der zweiten und dritten Reihe. Geduld war und bleibt das Gebot der Stunde für uns.



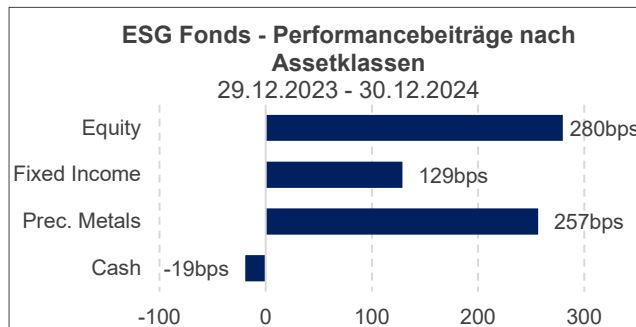
7

Die unverändert hohe Liquidität (inkl. Edelmetall-ETCs) unserer Fonds (Ø37,7% bzw. 46,5%) legten wir im Berichtsjahr verstärkt in kurzlaufenden **Anleihen** an (Ø Value 22,5%, Ø ESG 29,9%). Die Duration der Anleihequote beider Fonds lag jeweils deutlich unter einem Jahr, die Renditen (Yield-To-Maturity) lagen zum Jahresende bei 3,8% bzw. 4,0% (ESG). Die höhere Liquidität des strengen ESG-Ablegers resultierte unverändert aus dem grundsätzlich kleineren Anlageuniversum. Zudem halten wir im ESG-Fonds auch Unternehmensanleihen, da wir aufgrund unserer Nachhaltigkeitskriterien kaum Staatsanleihen außerhalb Europas halten dürfen. Bei den Unternehmensanleihen für den ESG-Fonds bevorzugen wir jene Firmen, die über Nettoliquidität verfügen und eigentlich nicht auf Kredite angewiesen sind. Beispiele hierfür sind Microsoft oder Apple.

⁴ Siehe hierzu Russel Napiers Thesen zum „Nationalkapitalismus“, FT, Interview, 13. November 2024

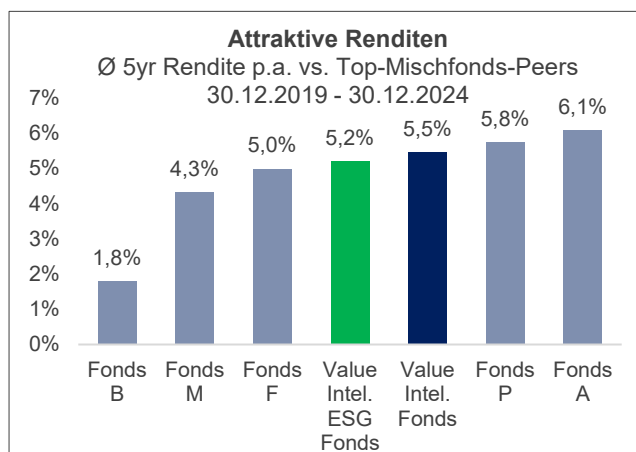
⁵ Quelle: Ampega Investment, Factsheets, Dezember 2024

⁶ Quelle: Bloomberg Port per 31.12.2024, eigene Berechnungen unter Berücksichtigung der TER für die (I)-Tranchen



8

Während die Performancebeiträge unserer Aktienquote aus den angeführten Gründen moderat ausfielen, entwickelten sich unsere **Edelmetallpositionen** sehr erfreulich. Physisches Gold und Silber in Form von ETCs verbesserten sich um über 30% - und das, obwohl die westliche Welt Edelmetall-ETCs im Jahr 2024 eher verkaufte. Für die These, dass primär Zentralbanken von Schwellenländern Gold als Alternative zum Dollar erwarben und den Preis nach oben trieben, spricht u.E. einiges. Goldminen konnten dagegen nur selektiv glänzen. Während Agnico Eagle 55% zulegte, notierte **Newmont Mining** nahezu unverändert. Der größte Goldminenbetreiber der Welt verfehlte Gewinnprognosen (u.a. um 5% im dritten Quartal), die Kosten stiegen schneller als erwartet und eine wichtige Mine hatte Betriebsprobleme. Dennoch: Auf Basis der für uns maßgeblichen Kennzahl „Preis zu Nettoinventarwert“ ist das Unternehmen jetzt billiger denn je. Die Goldreserven Newmonts werden aktuell mit einem 50%-gen Abschlag zum historischen Durchschnitt bzw. mit einem Drittel des für Bullenmärkte typischen Niveaus bewertet. Wir gehen davon aus, dass Newmonts Probleme temporärer Natur sind. Geringe Markterwartungen, eine extrem niedrige Bewertung bei gleichzeitig unverändert guten Perspektiven für den Goldpreis – allesamt Kriterien die Newmont zu einem potenziell attraktiven Investment in jeder Wetterlage machen.



9

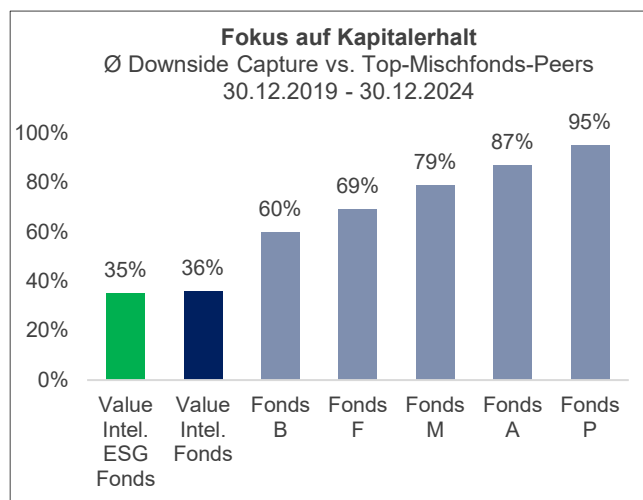
⁷ Quelle: VIA, Bloomberg Port per 30.12.2024

⁸ Quelle: VIA, Bloomberg Port per 30.12.2024

⁹ Quelle: VIA, Bloomberg per 30.12.2024



Dass wir 2024 „in unseren Kurs investiert“ haben, zeigt sich in unseren Performancedaten über fünf Jahre. So konnten einige unserer Peers im Bereich der vermögensverwaltenden Fonds Boden gut machen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese Fonds wesentlich indexnäher investieren und deshalb 2024 vom Momentum begünstigt waren. Es bleibt aber unsere Überzeugung, dass Indexnähe nicht ratsam ist und auch zukünftig in der Vermeidung von Verlusten der Schlüssel zu langfristig attraktiven Renditen liegt. Dass uns die Verlustvermeidung historisch gut gelungen ist, zeigt die „Downside Capture“ unserer Fonds im Vergleich zu denselben Peers.



10

Anmerkungen zur Aktien-Attribution der Fonds 2024¹¹

Neben Gold und Goldminen leisteten der koreanische Telekomdienstleister **KT Corp** und **Singapore Telecom** wesentliche, positive Performancebeiträge. Die Unternehmen gehören sowohl im Value als auch im ESG-Fonds zu den Top 5 Positionen. An SingTel gefällt uns neben einer attraktiven Dividende in harten Singapur-Dollar insbesondere die Beteiligung an dem indischen Telekomoligopolisten **BhartiAirtel** sowie die Kooperation mit KKR (Nxera) im Bereich moderner Datencenter. Nxera entwickelt eine Plattform nachhaltiger, hypervernetzter KI-fähiger Rechenzentren in der asiatisch-pazifischen Region. SingTel ist aufgrund seiner geographischen Lage und Vertrauenswürdigkeit prädestiniert Datencenter zu betreiben – eine gute Voraussetzung für profitables Wachstum über viele Jahre hinweg. Der Kurs von KT Corp profitierte davon, dass Telekomunternehmen – da staatlich reguliert – eine Vorreiterrolle im Rahmen des „Korea-Value-Up Programmes“ eingenommen haben. So setzte sich KT Corp das ehrgeizige Ziel, seine Eigenkapitalrendite von aktuell 6% bis 2028 auf 9-10% zu erhöhen, die bereits attraktive Dividende (aktuell 5,1%) kontinuierlich anzuheben und darüber hinaus Aktien im Wert von 1 Billion Won zurückzukaufen – Musik in den Ohren der Anleger. Die

Musik hörte abrupt auf zu spielen, als es zum Putschversuch in Korea kam. Die Lage hat sich inzwischen etwas entspannt, aber der sich abzeichnende Regierungswechsel ist unbestritten ein Dämpfer. Da aber mittlerweile 47% der Südkoreaner Aktien besitzen, spricht vieles dafür, dass es selbst im Falle eines Regierungswechsels politisch profitabel bleibt, den Shareholder-Value Gedanken nicht zu vernachlässigen. Die Bewertungen von global führenden koreanischen Wachstumsunternehmen reflektieren das in keiner Weise: Nirgendwo in der Welt gibt es Qualität und Wachstum zu derart niedrigen Preisen.

Gewinner & Verlierer 2024

Value-Fonds¹²

Beiträge
in %-Punkten

Agnico Eagle Mines	+ 1,00
Singapore Telecom.	+ 0,98
KT Corp. ADR	+ 0,90
Total Energy Services	+ 0,60
NS-Solutions	+ 0,51
Anglo American Platinum	- 0,28
Ambev SA	- 0,36
Nongshim	- 0,40
Fomento Economico	- 0,57
Samsung Electronics	- 1,22

Belastet wurde die Performance beider Fonds durch **Fomento Economico**, einem Betreiber von 21.500 Convenience Stores in Mexiko, der in den letzten beiden Jahren jeweils zu den Gewinnern zählte. Claudia Sheinbaum, Mexikos erste sozialistische Präsidentin verunsicherte die Anleger durch eine Justizreform, die als Eingriff in die Gewaltenteilung interpretiert werden kann. In der Folge wertete der Peso deutlich ab. Die jüngsten Drohungen Trumps, die Zölle für mexikanische Importe deutlich anzuheben, trugen anschließend nicht gerade zur Beruhigung bei. Unsere Perspektive auf Mexiko ist dennoch positiv. Folgt Trump, wie von uns erwartet der Monroe-Doktrin, dann braucht er einen geschlossenen Amerikanischen Block, zu dem neben Mexiko auch Kanada zählen muss. Es mag sein, dass Trump nach seinem Amtsantritt die Rhetorik noch einmal verschärft, am Ende sollten sich die Länder dennoch zusammenraufen.

Gewinner & Verlierer 2024

ESG-Fonds¹³

Beiträge
in %-Punkten

Singapore Telecom.	+ 1,34
Agnico Eagle Mines	+ 1,08
KT Corp. ADR	+ 1,05
Knorr-Bremse	+ 0,45
Wheaton Precious	+ 0,39
Barry Callebaut	- 0,16
LG H&H	- 0,33
Anglo American Platinum	- 0,36
Samsung C&T	- 0,62
Fomento Economico	- 0,88

¹⁰ Quelle: VIA, Bloomberg per 30.12.2024

¹¹ Quelle: VIA, Bloomberg Port per 30.12.2024

¹² Quelle: Bloomberg Port, Beiträge vor Gebühren

¹³ Quelle: Bloomberg Port, Beiträge vor Gebühren

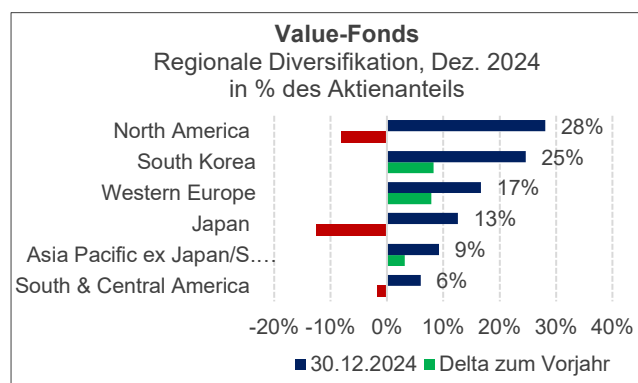


Die Schwäche des Weltmarktführers für DRAMs, **Samsung Electronics** belastete beide Fonds, den Value direkt, den ESG indirekt über die Holding Samsung C&T. Neben den jüngsten politischen Turbulenzen hat Samsung mit technologischen Problemen bei der Entwicklung der neusten Generation von HBM-Chips (High-Bandwidth-Memory) zu kämpfen. Während der zweite koreanische Anbieter im Oligopol, SK Hynix, als Zulieferer von Nvidia hohe Gewinne einfährt und seine Produktion fürs nächste Jahr bereits verkauft hat, konnte sich Samsung bisher noch nicht als Lieferant qualifizieren – eine Frage der Zeit, wie wir denken, auch da Nvidia selbst großes Interesse daran hat, Samsung als Lieferanten an Bord zu holen. Ein zweiter Belastungsfaktor war die temporär schwächelnde Endnachfrage nach DRAM-Chips. Trotz unserer Vorsicht gegenüber Modethemen, schätzen wir die durch KI entstehende längerfristige Nachfrage nach Speicherchips wesentlich positiver ein als Mr. Market. So blieb zwar der jüngste Upgrade-Cycle für PCs oder Mobiltelefone (u.a. bei Apple) hinter den Erwartungen zurück, wir gehen aber davon aus, dass der Markt schon 2025 erkennen wird, dass wir uns an der Schwelle zum Zeitalter der **KI-Agents** befinden. KI-Agents sind Apps die Arbeitsprozesse automatisieren, Fragen beantworten und eigenständig handeln können. Satya Nadella, Microsofts CEO¹⁴, geht davon aus, dass die KI-Agents den Software-Bereich revolutionieren, sich die KI-Leistungsfähigkeit alle sechs Monate verdoppeln wird und diese Fortschritte die Integration von KI-Agents in verschiedenen Lebens- und Arbeitsbereichen dynamisch vorantreiben. Da z.B. die dafür benötigten KI-kompatiblen Smartphones 50% mehr DRAMs verbrauchen und aufgrund der erwarteten, rasanten Verbreitung von KI-Agent-Apps auch in vielen weiteren Hardware Bereichen Upgrade-Cycle bevorstehen, sind wir sehr optimistisch für die längerfristige DRAM-Nachfrage und das Oligopol. Mr. Market ist dagegen ungeduldig und ignoriert die sehr niedrigen Bewertungen von SK Hynix und Samsung Electronics, weil der KI-Upgrade-Cycle sich 2024 noch etwas zäh entwickelte. Noch drastischer fallen die Bewertungen der Holdinggesellschaften **Samsung C&T** und **SK Square** aus, über die wir die gleichen Firmen zu einem zusätzlichen Abschlag von 50% und mehr bekommen. Fazit: Wer konjunkturunabhängige „Compounder“ zu niedrigen Preisen sucht, findet gerade in Korea Weltmarktführer zu verblüffend niedrigen Preisen – ein Grund dafür, dass unsere Exposure zu Korea in beiden Fonds (in Prozent der Aktienquote) trotz der Volatilität unverändert hoch ausfällt.

Wesentliche Portfolioveränderungen im Jahr 2024

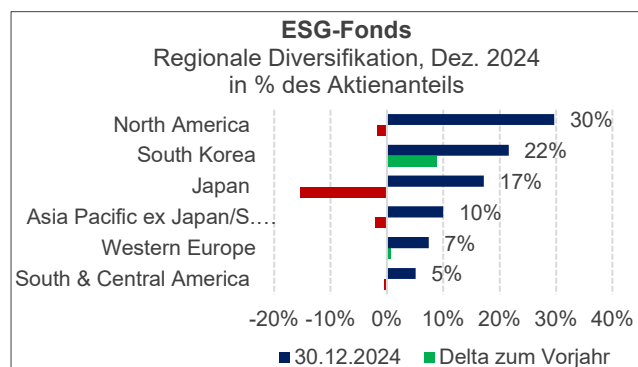
Im Rahmen der **Länderdiversifikation** reduzierten wir den Japan-Anteil an der Aktienquote beider Fonds deutlich. **Japan** offeriert uns Qualitätsunternehmen zu sehr niedrigen Bewertungen in Kombination mit einem Corporate-Value-Up Programm, dass bereits greifbare Früchte getragen hat. So entwickeln sich z.B. die Aktienrückkäufe

sehr dynamisch und die an der Performance des Managements orientierten Aktienvergütungspläne erreichten ein neues Rekordniveau.¹⁵ Trotzdem trennten wir uns von einigen Positionen, u.a. dem Sicherheitsdienstleister **Secom** (Value & ESG) und IT Dienstleister **NS-Solution** (nur Value) weil deren Bewertungen unseren Schätzungen des fairen Wertes relativ nah kamen. Gleichzeitig erinnerten uns aber die zwischenzeitlichen Turbulenzen aufgrund einer „unerwarteten“ Zinserhöhung der Bank of Japan (von Null auf 0,25%), und der damit ausgelösten Kettenreaktion bei Risk Assets in Asien daran, dass wir im aktuellen Umfeld nicht zu viele Eier in einen Korb legen sollten. Die Einbrüche wurden schnell wieder aufgeholt, aber der Block aus koreanischen und japanischen Aktien ist zugunsten einer breiteren globalen Diversifikation reduziert worden.



16

Zukäufe tätigten wir in Europa, u.a. in dem deutschen Chemie-Logistikunternehmen **Brenntag SE**. Die Kuehne Holding hat in Brenntag mittlerweile eine 15%ige Beteiligung aufgebaut, das Management tätigt fleißig Insiderkäufe und die Bewertung liegt aktuell rund 30% unter den typischen M&A Multiples für die Branche. Der größte Einzelmarkt von Brenntag sind die USA mit einem Umsatzanteil von knapp 40% - Tendenz steigend. Dieser könnte neben Kuehne auch Private Equity Firmen locken. Brenntag gehört mittlerweile zu den Top 10 Positionen in beiden Fonds. Das ESG-Rating (5,8) liegt deutlich über dem Durchschnitt des MSCI ESG Universum.



17

¹⁴ Siehe hierzu u.a. diverse YouTube Interviews von Satya Nadella, Microsoft CEO, Dezember 2024

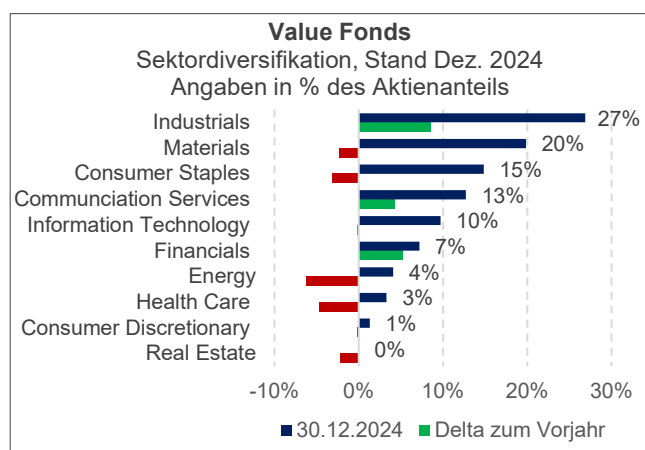
¹⁵ Quelle: Tokio Stock Exchange, 2024

¹⁶ Quelle: VIA, Bloomberg Port per 30.12.2024

¹⁷ Quelle: VIA, Bloomberg Port per 30.12.2024



Die Charts zur **Sektordiversifikation** zeigen, dass wir 2024 insbesondere im Industrie- und Finanzbereich Zukäufe getätigt haben. Für den Anstieg im Industriesektor war primär Brenntag verantwortlich. Die im ersten Halbjahr getätigten Käufe im Finanzsektor betrafen u.a. koreanische Brokerhäuser wie **Kiwoom** (Value) und Samsung Securities (ESG). Beide Unternehmen verfügen über sehr niedrige KGVs (3,7 bzw. 4,6) und hohe Dividendenrenditen (5,4% bzw. 8,3%). Zudem erwarben wir für beide Fonds Positionen in koreanischen Banken wie **Shinhan Financial** und **KB Financial**, die wir aber inzwischen mit sehr guten Renditen wieder veräußert haben.



18

Im Bereich der nicht-zyklischen Konsumwerte wurde **Barry Callebaut** neu in beide Portfolios aufgenommen (ESG-Rating 5,2). Barry Callebaut ist ein Schweizer Schokoladenhersteller, dessen Kurs im Zuge eines Restrukturierungsprogrammes und steigender Kakaopreise unter Druck geriet. Barry fungiert als Auftragsproduzent von Schokoladenprodukten für z.B. Mondelez und Hershey, aber auch zahlreiche kleinere Hersteller, und kann diesen aufgrund seiner Skaleneffekte im Einkauf und bei der Produktion einen hohen Mehrwert bieten.



19

Durch den starken Anstieg der Kakaopreise muss Barry aktuell deutlich mehr Kapital in die Hand nehmen, um

Käufe vorzufinanzieren, eine Problematik, die den Free-Cash-Flow kurzfristig belastet, u.E. aber nicht mit höheren Risiken verbunden ist. Mittelfristig erwarten wir, dass die Value-Proposition von Barry gegenüber den Kunden von der Situation eher profitiert, mehr Kunden zu Barry wechseln und die normalisierten Erträge höher ausfallen – und dass bei jeder Wetterlage.

Anlagestrategie 2025 – Value statt Zeitgeist!

Wolfgang Reizle, ehemaliger Linde Chef, veröffentlichte im September 2023 einen bemerkenswerten Artikel „Die Illusion vom anstrengungslosen Wohlstand“. Darin kritisierte er u.a. den Mangel an Strukturreformen in Deutschland, die Arbeitsmoral, oder die Energiepolitik. Seine Kernaussage: Es muss sich etwas ändern, Wohlstand ohne Leistung ist Illusion. Interessanterweise beobachten wir auch an den Aktienmärkten eine Illusion des anstrengungslosen Wohlstands. So vertreten viele Anleger nach einer jahrzehntelangen, liquiditätsgetriebenen Hausse die Ansicht, dass aktives Investieren sinnlos ist. Die meisten aktiven Investoren wiederum fühlen sich in den größten und besten Unternehmen am wohlsten, ohne sich dabei besonders viel Mühe zu geben, Wert und Preis voneinander zu trennen. Wir halten diesen Zeitgeist für gefährlich.

Warum? Wir gehen davon aus, dass der **Zinstrend** nachhaltig gedreht hat. Über Jahrzehnte hinweg haben kontinuierlich fallende Zinsen die Wirtschaft stimuliert, die Opportunitätskosten verringert, die Preise von Vermögenswerten getrieben, zu erhöhter Risikobereitschaft ermuntert und ein sehr wohlwollendes Umfeld für alle Akteure geschaffen. Zu den Nebeneffekten gehörten auch opportunistisches Verhalten, zahlreiche unkluge Investitionen und finanzielle Ungleichgewichte, die primär auf die geweckte Erwartung zurückzuführen sind, die Zinsen würden nie wieder steigen – eine Utopie, die bisher als solche noch nicht entlarvt.²⁰

“Everybody is looking at the Fed – what they should be looking at is the fiscal deficit.”
Warren Buffett, Omaha, Mai 2024

Häufig ist es die Inflation, die Zinsen ansteigen lässt. Aktuell stehen die USA vor dem Problem, dass trotz moderater langfristiger Zinserwartungen die Zinsen wieder anziehen, weil es ein Überangebot an Staatsanleihen gibt. Die Entwicklung war absehbar, wir hatten das Problem bereits im letzten Jahresbericht thematisiert. Ob Buffett, Dimon oder Dalio. Es gab zahlreiche warnende Stimmen. Immer weniger Länder sind bereit eine immer größere Flut von US-Staatsanleihen zu kaufen. Zum einen, weil ein Rekorddefizit von 8% in einem Jahr mit robuster Konjunktur wie im Jahr 2024 nicht gerade für eine verantwortungsvolle Haushaltsführung spricht; zum anderen, weil die USA den Dollar als Waffe instrumentalisiert haben und gerade die Wahl Trumps bei vielen Ländern die Befürchtung nährt, dass man sich auf die nach wie vor wichtigste Reservewährung der Welt auch juristisch nicht mehr verlassen kann. Die USA müssen in den nächsten zwei Jahren rund 30% ihrer Staatsverschuldung refinanzieren.

¹⁸ Quelle: VIA, Bloomberg Port per 30.12.2024

¹⁹ Quelle: VIA, Bloomberg Port per 30.12.2024

²⁰ Siehe hierzu: Howard Marks, „Easy Money“, Januar 2024



zieren. Zuletzt wurden unter der Biden Regierung mehrheitlich kurze Laufzeiten herausgegeben, jetzt wird es spannend zu sehen sein, wie aufnahmefähig der Markt für eine Flut von länger laufenden Anleihen sein wird. Trumps avisierte Kettensägenpolitik im Stile Mileis und mit der Unterstützung Elon Musks, könnte ein Mittel sein die „Bond Vigilantes“²¹ zu besänftigen. Vielleicht würde auch zunächst das Narrativ von einem sinkenden Haushaltsdefizit ausreichen, gefüttert durch einige symbolische Maßnahmen zu Beginn der Amtszeit. Eine radikale „America First“ Politik zu Lasten Europas und Asiens wäre ebenfalls ein Stilmittel, Kapital in die USA zu locken. Der „**External Revenue Service**“, eine von Trump geplante Behörde, die die Zölle und Abgaben von anderen Ländern eintreiben soll, wird vielleicht nicht nur eine Drohung bleiben.²² Wir denken, dass Trump angesichts der eigenen Zwickmühle in Bezug auf die US-Staatsverschuldung wenig alternative Optionen bleiben.

Ob dieser Plan aufgeht, wird sich zeigen. Vieles spricht dafür, dass das Narrativ der Kettensäge die Bond Vigilantes nur eine Weile ruhigstellen wird. Früher oder später dürfte Trump die Entmachtung der Fed anstreben und versuchen steigende Zinsen durch Zinsstrukturkurvenkontrolle zu bändigen. Höhere Inflation würde er dabei in Kauf nehmen, „finanzielle Repression 2.0“ wäre dann der nächste Versuch die Schuldenspirale zu stoppen. Der schottische Historiker Russel Napier vertritt die These, dass die Abschaffung von Marktpreisen für Staatsanleihen durch „Yield-Curve-Control“ weltweit Schule machen wird. Gleichzeitig werden zahlreiche Nationen Anreize bis hin zum Kaufzwang für die nationalen Anleihen schaffen. Dieser Trend zum „**Nationalkapitalismus**“ würde insbesondere jene Assets treffen, die weltweit die Aktienportfolios dominieren: Die großen Werte des S&P 500. Der Prozess wird auch als Verdrängung (Crowding Out) privater Kapitalnachfrage durch staatliche Kapitalnachfrage bezeichnet. Napier selbst sieht Japan als ersten Kandidaten einer solchen Politik.

“We have to keep interest rates down and we do that by forcing savings institutions to own government bonds... then you’ve got to ask what do they sell... most people invest their equity portfolio globally so most of them have 66% of it in the S&P 500, so the S&P becomes a source of funds for this.” Russel Napier, Historiker

Der auch von uns als sehr wahrscheinlich erachtete „Crowding Out“ Effekt wird die Märkte zu einem Zeitpunkt treffen, zu dem die Aktienquoten und die Aktienbewertungen gleichzeitig historische Hochs erklommen haben. So liegt z.B. die Aktienquote der privaten Haushalte in den USA bei 41,8% im Vergleich zum Durchschnitt seit 1951 von 23,6%²³. Der S&P 500 lag zum Jahresende bei einem KGV-Multiple von rund 24, nachdem er mit dem 20-fachen in das Jahr gestartet war.²⁴ Der historische Durchschnitt liegt eher beim 15-fachen des Gewinns. Zudem erreichte auch die Marktkonzentration einen neuen histori-

schen Höchststand: Die sieben größten US-Unternehmen stellen nun 35% des S&P 500, während die USA nun 74% des globalen Index ausmachen. Optimisten werden zurecht auf den einzigartigen Charakter der großen Tech-unternehmen hinweisen, z.B. dem von Microsoft, Nvidia oder Amazon. Wir teilen die Ansicht, dass es sich dabei um herausragende Geschäftsmodelle handelt, die höhere Multiples rechtfertigen. Macht es deshalb aber Sinn die natürliche Zinssensitivität ihrer abdiskontierten Cash-Flows zu leugnen? Warum gibt es so wenig Bewertungsdiskussionen? Ein gutes Unternehmen ist kein gutes Investment – wenn man zu viel dafür bezahlt! So basiert z.B. die Bewertung von Microsoft – dem vielleicht besten Unternehmen der Welt – auf Wachstumsannahmen von 15% pro Jahr, während die aktuelle Rendite des freien Cash-Flows nur 2% beträgt. Zum Vergleich: Als wir Microsoft im Jahr 2011 kauften, lag die FCF-Rendite bei über 12% und die Wachstumsannahme bei moderaten 3%. Der Spatz in der Hand (der Free-Cash-Flow) ist damit recht klein geworden, während die Taube auf dem Dach am besten nicht wegfliegt...

*„In the end life is simple, low interest rates push asset prices up, high interest rates push asset prices down.”
Jeremy Grantham, GMO, Value Ikone*

Bei vielen Unternehmen vermuten wir aber, dass die Preissetzungsmacht an ihre Grenzen gelangt ist („**Peak-Pricing-Power**“). So kostet der kleine Cappuccino bei Starbucks in Omaha stolze 6 Dollar – ohne das Trinkgeld, zu dem man vom Kassenautomaten aufgefordert wird!. McDonalds hat mittlerweile das 5 Dollar Menü wieder eingeführt, weil die Kunden anfangen wegzubleiben und Nestle – lange als unverwundbarer Premiumanbieter gepriesen – leidet unter dem Trading Down der Konsumenten. Die kritische Frage muss erlaubt sein: Wie werden sich die operativen Gewinne von zahlreichen bekannten Qualitätstiteln in einem wirklich schwierigen Umfeld entwickeln? Wohin fallen die Kurse, wenn steigende Zinsen zur Multiple-Kontraktion bei populären Indexschwerewichten führen? Schätzen die Anleger die disruptive Kraft der KI tatsächlich für jedes Unternehmen richtig ein? Satya Nadella hat vor kurzem prognostiziert, dass KI-Agents die Software-as-a-Service Landschaft völlig auf den Kopf stellen werden. Wissen passive und unkritische Momentum-Anleger, was auf sie zukommt?

Wir gehen davon aus, dass die **Multiplekontraktion** jedes Indexschwerewicht treffen wird, sollten passive Anleger anfangen Index-ETFs in Anleihen umzuschichten, weil der Staat sie dazu „bewegt“. Sollte diese Entwicklung von negativen Ergebnisrevisionen begleitet werden, sind Kursverluste von 50% und mehr möglich – und das nachhaltig. Unser Fazit: Wer im Zeitalter der finanziellen Repression 2.0 weiterhin die grundsätzlichen Vorteile der Aktie als zeitgemäßes Wertaufbewahrungsvehikel nutzen möchte, der muss sich von der „Herde“ entfernen und dort

²¹ Bond Vigilantes sind Anleihemarktinvestoren, die durch den Verkauf von Staatsanleihen gegen eine als inflationär oder unverantwortlich angesehene Geld- oder Fiskalpolitik protestieren

²² Siehe hierzu: Reuters, Trump says he will create new agency to collect revenue from foreign sources, 15. Januar 2025

²³ Siehe Webseite der St. Louis Fed

²⁴ Quelle: Bloomberg, Januar 2025



investieren, wo die Bewertungen niedrig sind, die Sicherheitsmargen hoch und Qualität und Wachstum unterschätzt werden. Aktives Stock-Picking ist das Gebot der Stunde!

Portfoliokonstruktion – Fokus auf Qualität abseits des Mainstreams

Menschen sind Trendextrapolierer. Je länger der Trend, desto ausgeprägter die Neigung zur Extrapolation – so die Behavioral Finance. Für den rationalen Investor ergeben sich daraus folgende Schlussfolgerungen: Zum einen ist es leichter zu verstehen, warum zahlreiche Long-Duration-Assets – u.a. populäre Qualitätsunternehmen, aber auch illiquide Anlagen – trotz hoher Bewertungen und steigender Zinsen aktuell (noch) eine hohe Anziehungskraft ausüben. Gleichzeitig erklärt genau diese Sogwirkung, warum Assets abseits des Mainstreams teilweise günstiger als je zuvor bewertet sind. Diese Chance gilt es zu nutzen, da die Sicherung der Kaufkraft des realen Vermögens im Zeitalter der finanziellen Repression eine anspruchsvolle Aufgabe sein wird und nur unterbewertete reale Assets dieser Aufgabe gerecht werden können. Anleihen werden dies nicht leisten können.

“The path will be increasingly toward monetizing debt, following a path very similar to Japan. ...The value of Japanese bonds has gone down by 90% so that is a tremendous tax through artificially giving you a lower yield each year.”

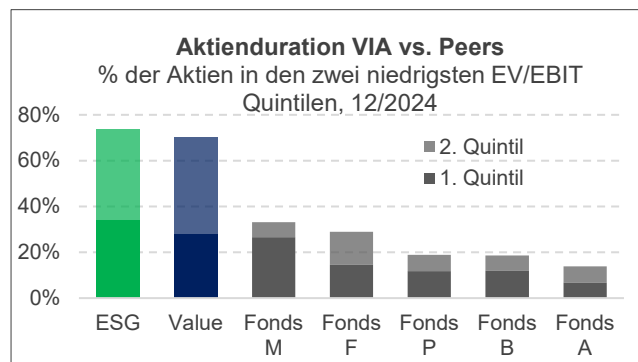
Ray Dalio, September 2024

Eine Herausforderung bleibt es, abseits des Mainstreams die Spreu vom Weizen zu trennen, da es auch dort jede Menge Unternehmen gibt, die zwar billig, aber nicht attraktiv sind. Wir suchen nach Unternehmen mit idiosynkratischem Charakter, d.h. der Fähigkeit auch im Zeitalter potenzieller Stagflation und Disruption zu bestehen und positive Renditen zu generieren. Im Folgenden beschreiben wir die wichtigsten Differenzierungsmerkmale der Anlagestrategie unserer Fonds und gehen dabei auf die wichtigsten Nischen ein, in denen wir Assets mit idiosynkratischem Charakter finden.

Kurze Duration (1) Wir halten die Duration sowohl bei Aktien als auch Anleihen bewusst kurz, damit die Zins-sensitivität unserer Fonds im nicht unwahrscheinlichen Fall weiter steigender Zinsen gering ausfällt. Bei Aktien erreichen wir dies, indem wir stärker auf Unternehmen mit niedrigen Multiples (z.B. KGV) setzen, und weniger auf Unternehmen mit hohen Wachstumserwartungen und deshalb höheren Multiples.²⁵

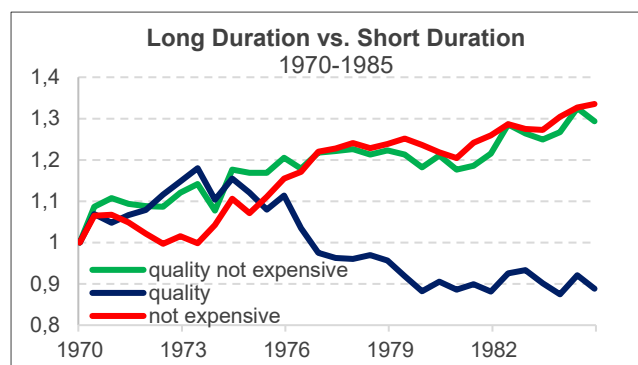
Letztere sind aufgrund ihres Cash-Flow-Profiles c.p. grundsätzlich zinsensensitiver. Die nachfolgende Graphik zeigt die Gewichtung des Aktienanteils unserer Fonds in den beiden günstigsten von fünf KGV-Quintilen. Diese fällt deutlich höher aus (70%) als bei den größten Peers (15-30%), ergo sollten unsere Portfolios im Falle des von uns erwarteten „Higher for Longer“ weniger zinsensensitiv

sein – ähnlich wie es zuletzt im Jahr der Zinswende 2022 der Fall war.



26

Wichtige Ergänzung: Niedrige KGVs oder KBVs sind für sich genommen keineswegs ein Indikator für eine höhere Attraktivität. Sie schließen aber auch nicht aus, dass ein Unternehmen über Preissetzungsmacht und Wachstum verfügt. Unser Hauptaugenmerk gilt deshalb niedrigpreisigen Unternehmen, deren Qualität unterschätzt wird. Vorbild für unsere Strategie ist u.a. Buffetts Strategie in den 70er Jahren.



27

Qualität abseits des Mainstreams (2) Unsere Skepsis gegenüber dem Mainstream ist in den letzten 12 Monaten angesichts der Multiple-Expansion des S&P 500 noch einmal größer geworden. Die Gretchenfrage für „Buy & Hold“ Anleger bleibt: Wie kann ich mich als indexnaher Investor dem Crowding-Out-Effekt aufgrund einer Flut von Staatsanleihen entziehen, die zukünftig die Liquidität aus den Aktienmärkten absaugen werden? Diese Frage ist umso heikler, da der Angebotsüberhang bei US-Staatsanleihen immer greifbarer wird und die Illusion einer Rückkehr zu niedrigen Zinsen – die 2024 noch einmal Konjunktur hatte – sich zunehmend als Utopie erweist. Wir denken Vorsicht ist das Gebot der Stunde: Free-Cash-Flow-Renditen von 2-3% wie im Fall von Microsoft, L'Oréal oder Visa lassen keinen Spielraum für negative Überraschungen.

„Ein großartiges Unternehmen ist keine großartige Investition, wenn man zu viel für die Aktie bezahlt.“
Benjamin Graham

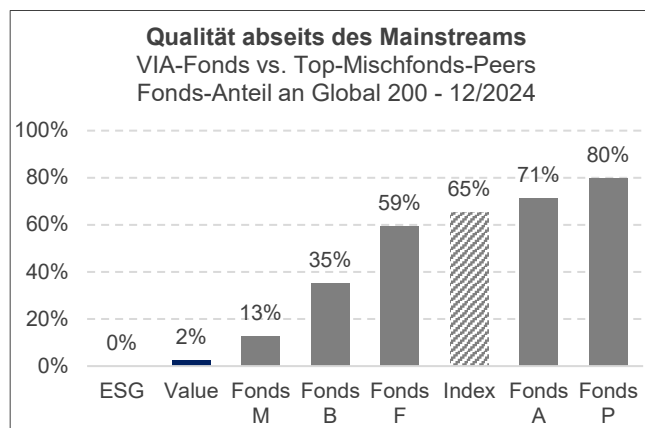
²⁵ Quelle: VIA & Bloomberg Port, Dezember 2024

²⁶ Quelle: VIA, Bloomberg Port per 30.12.2024

²⁷ Quelle: Edward Chancellor VIC 2022



Angesichts der Kombination von hohen Bewertungen, hoher Marktkonzentration und drohendem Crowding-Out haben wir eine stärkere Distanz zu den Indizes aufgebaut als sämtliche unserer besten Peers. Dies wird u.a. transparent, wenn man sich die Gewichtung der Top 200 Unternehmen am Gesamtportfolio der VIA-Fonds ansieht und diese mit den besten Peers vergleicht.



28

Ende 2024 liegt die Exposure unserer beiden vermögensverwaltenden Fonds zu den großen globalen Standardtiteln bei 2% (Value) bzw. 0% (ESG). Unsere wichtigsten Peers setzen dagegen weiter mehrheitlich auf einen sehr hohen Anteil von indexnahen Titeln im Rahmen der Aktienquote – und profitierten auch 2024 kräftig vom Momentum. Dass wir mit unserer Differenzierung nicht allein stehen und man die Dinge auch in qualitätsaffinen Value-Kreisen anders sehen kann, zeigt sich am Beispiel von Buffett. Dieser betonte zuletzt auf der HV im Mai, dass er keine billigen Standardtitel finden würde und fügte – angesichts der enormen Barmittel von Berkshire – klarstellend hinzu, dass dies auch dann der Fall wäre, wenn er nur 10 Milliarden an Assets hätte. Buffett mag in die Jahre gekommen sein, aber ist dies im aktuellen Umfeld tatsächlich ein Manko? Wir fühlen uns mit unserer Meinung in sehr guter Gesellschaft!

„Heute sind die Dinge nicht attraktiv ... Wenn wir 10 Milliarden hätten, würde ich im Grunde genommen nicht viel mehr Möglichkeiten sehen, als wir jetzt gefunden haben.“

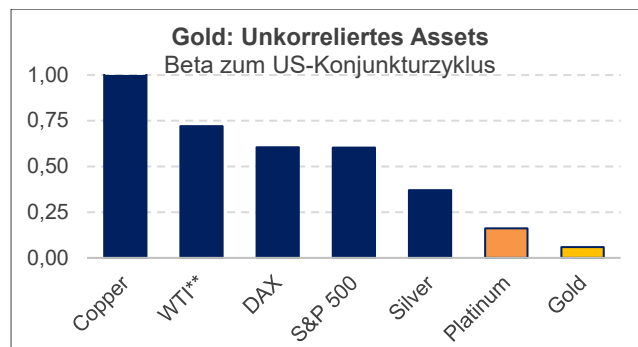
Warren Buffett, Mai 2024

Wonach suchen wir abseits des Mainstreams? Primär nach Qualität und Wachstum die subtiler Natur sind. Nur bei ineffizient gepreisten Unternehmen sehen wir das Potenzial für eine positive Eigendynamik im Falle einer Stagflation. Zu den von uns bevorzugten Geschäftsmodellen gehören **lokale Servicedienstleister** mit dominanter Marktstellung. Sie operieren in einem weniger wettbewerbsintensiven lokalen Umfeld, statt in sehr kompetitiven, von der Deglobalisierung bedrohten globalen Märkten. Das deutsche Logistikunternehmen Brenntag ist dafür ein prominentes Beispiel aus unseren beiden Fonds. Begeistern können wir uns auch für sehr günstig bewertete **„Picks & Shovel“ Unternehmen im KI-Bereich**. Als

solche interpretieren wir Unternehmen, die als Zulieferer für den Wachstumstrend unentbehrlich sind und als Oligopole über hohe Preissetzungsmacht verfügen. In dieser Position sehen wir speziell unsere Positionen im DRAM-Bereich, u.a. in Form von Samsung C&T und SK Square, den Holdinggesellschaften von Samsung Electronics und SK Hynix, die über den Umweg der Holding noch einmal mit einem zusätzlichen Discount von 50% plus notieren – hohe Sicherheitsmargen sind auch im KI-Bereich keine Utopie, wenn man sich traut abseits des Mainstreams zu agieren.

Edelmetalle & Minenaktien (3) Auch physisches Gold stärkt den idiosynkratischen Charakter unserer Fonds, da die Preisentwicklung des Goldes i.d.R. unkorreliert mit den Aktienmärkten und dem Konjunkturzyklus verläuft. Der Trend zur finanziellen Repression ist ausgeprägter denn je – ob in den USA, Europa, Japan oder China – und die relative Attraktivität des Goldes im Vergleich zu den Fiat-Währungen sollte davon weiter profitieren. „Gold is Money!“

Hat sich mit der Wahl Trumps etwas an unserer positiven Einschätzung zum Gold geändert? Nicht wesentlich. So ist der Dollar für Länder, die unter der neuen Trump-Regierung einen Handelskrieg fürchten müssen, noch unattraktiver geworden. Seit die USA den Dollar als „Waffe“ gegen Russland eingesetzt haben, ist die Verlässlichkeit des Dollar als Reservewährung noch einmal deutlich gesunken. China & Co dürften deshalb weiter US-Dollar in Gold tauschen.



29

Ende 2024 haben wir erstmals auch eine Position in physischen **Platin ETCs** sowie in **Anglo American Platinum** aufgebaut, dem weltweit führenden Platin und Palladium Produzenten mit Sitz in Südafrika. Platin notiert derzeit auf einem 85-Jahres-Tief im Vergleich zu Gold, und das, obwohl es über die gleichen vorteilhaften Eigenschaften verfügt wie Gold. Es ist zudem 30-mal seltener. Die aktuellen Bestände an Platin machen weniger als die Hälfte der jährlichen Produktion (6m Unzen) aus. Die Investmentnachfrage liegt bei unter 5% - eine gute Ausgangslage für ein Edelmetall, dem wir ebenfalls gute Chancen einräumen, im Zeitalter der finanziellen Repression einen monetären Status zu erobern. Erste Indizien für diese These: Der amerikanische Retailriese Costco bietet seinen Kunden seit kurzem neben Gold- auch Platinmünzen an und in China ist der Absatz von Platinmünzen 2024 um

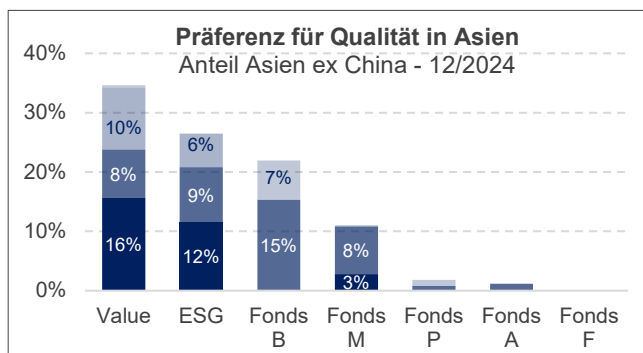
²⁸ Quelle: VIA & Bloomberg Port, Dezember 2024

²⁹ Quelle: VIA & Bloomberg



35% gestiegen... von niedriger Basis, aber der Trend ist bemerkenswert.

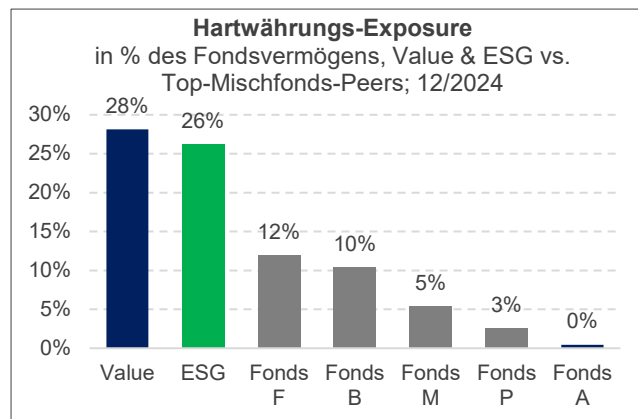
Asien ex China (4) Angesichts unserer Präferenz für unterschätztes Wachstum sind wir seit Beginn der Zinswende verstärkt in Asien investiert (ex China). Wir gehen davon aus, dass insbesondere Südostasien einer der Hauptnutznießer der Deglobalisierung sein wird. Dieser Trend begünstigt auch Unternehmen in Japan und Südkorea, deren Aktienmärkte zudem sehr attraktive Bewertungen aufweisen. Beide Länder sind darüber hinaus auf dem Weg von einem Stakeholder- hin zu einem Shareholder-Value-Ansatz. Wir sehen Parallelen zur Entflechtung der Deutschland AG, die in den 90er Jahren deutschen Aktien Flügel verlieh. Japan ist in diesem Prozess bereits weiter fortgeschritten als Korea, aber auch hier hat das Korea-Value-Up Programm im Jahr 2024 erste regulatorische Früchte getragen. So gibt es z.B. steuerliche Anreize für Unternehmen, die Dividendenzahlungen zu erhöhen und der staatliche koreanische Pensionsfonds berücksichtigt verstärkt Anlagen in jenen Unternehmen, die in Bezug auf ihren Shareholder-Value Fortschritte nachweisen können. Die Turbulenzen, denen beide Märkte 2024 ausgesetzt waren, haben dazu geführt, dass wir unsere Exposure etwas reduziert haben, um stärker diversifiziert zu sein. Zudem fokussieren wir uns in Korea jetzt mehr auf Unternehmen, die auch unabhängig vom Umfang der politischen Unterstützung für das Korea-Value-Up Programm unterschätztes Wachstum zu niedrigen Preisen bieten.



Harte Währungen (5) Zu den wenigen harten Währungen in der Welt zählen wir primär jene, die von Staaten herausgegeben werden, die keine oder nur geringe Schulden haben. Hierzu zählen wir den Singapur Dollar und die norwegische Krone. Zudem interpretieren wir Edelmetalle, primär Gold aber auch Platin und Silber, ebenfalls als monetäre Assets. („Gold is no one's liability“)

„Gold und Silber sind die einzigen Währungsformen, die in unserer Verfassung erwähnt werden... Das Sparen und die Verwendung von Gold und Silber ist unser Recht und eine der einzigen Kontrollen und Gegengewichte zur unendlichen Entwertung unserer Papierwährung durch die Bundesregierung.“ Ben Hansen, US-Senator, Nebraska, 12. US-Bundesstaat der die Kapitalertragssteuer auf Gold und Silber abschafft, April 2024

Das diese Interpretation immer mehr Anhänger findet zeigt sich u.a. daran, dass mittlerweile 45 von 50 Bundesstaaten in den USA Gold steuerlich begünstigen. Utah war zudem der erste Bundesstaat, der 2011 Gold und Silber als gesetzliches Zahlungsmittel anerkannte, mittlerweile sind es 14 Staaten, zuletzt Alabama und Oregon.



31

Singapur Dollar und norwegische Krone fielen bisher noch nicht durch große Kurssprünge auf, die norwegische Krone enttäuschte sogar. Wir messen dieser Entwicklung wenig Bedeutung bei. Der Trend hin zu harten Währungen wird sich verstärken, wenn die These Russell Napiers vom Nationalkapitalismus Realität werden sollte. Ist die finanzielle Repression durch den Staat – z.B. in Form von Kapitalverkehrskontrollen – erst einmal greifbar geworden, dürfte Mr. Market schnell neugierig werden.

Unsere Hartwährungsexposure besteht zu mehr als der Hälfte aus Edelmetallen. Zudem halten wir in beiden Fonds kurzlaufende norwegische Staatsanleihen und auch Staatsanleihen von Singapur (nur im Value). Wir setzen darüber hinaus auch auf unterbewertete Qualitätsunternehmen abseits des Mainstreams, die Cash-Flows und Dividenden in harten Währungen generieren. Ein gutes Beispiel hierfür ist Singapore Telecommunications, eine Top 3 Position in beiden Fonds. SingTel verfügt nicht nur über eine hohe und wachsende Dividende in Singapur Dollar (4,9%, 10% Wachstum p.a.(e)), sondern auch lukrative Beteiligungen (Bharti Airtel) sowie eine attraktive Wachstums-Runway im Geschäft mit KI-fähigen Datencentern.

„Währungsabwertungen sind gut für Aktien, sie sind gut für Rohstoffe und gut für Gold. Sie sind nicht gut für Anleihen.“ Ray Dalio, Bridgewater

Das via-Team bedankt sich bei seinen Investorinnen und Investoren recht herzlich für das entgegengebrachte Vertrauen und wünscht Ihnen allen ein gesundes, glückliches und erfolgreiches Jahr 2025!

Stefan Rehder

Stefan Rehder

München, Januar 2025

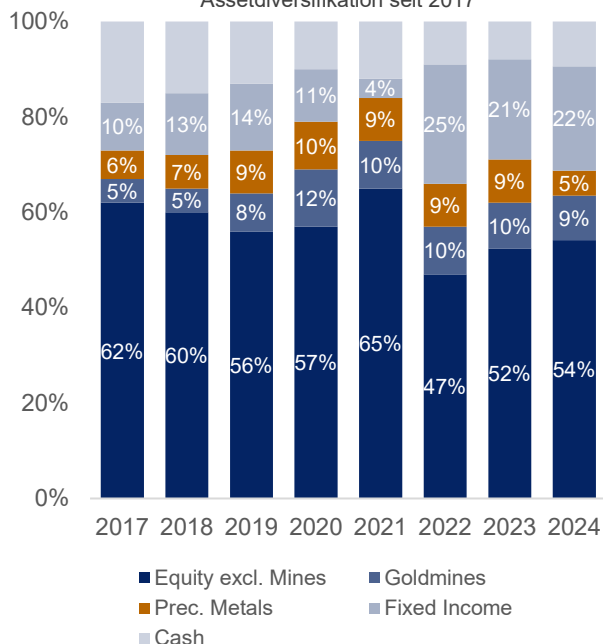
³⁰ Quelle: VIA & Bloomberg Port, Dezember 2024

³¹ Quelle: VIA & Bloomberg Port, Dezember 2024



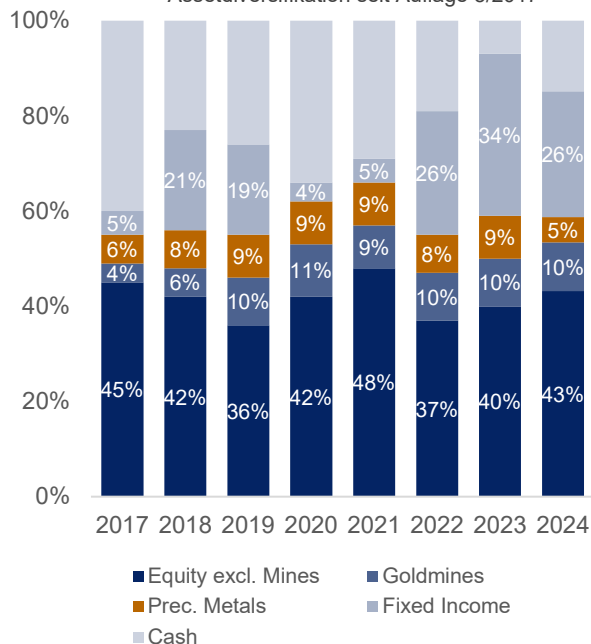
Value Intelligence Fonds AMI

Assetdiversifikation seit 2017



Value Intelligence ESG Fonds AMI

Assetdiversifikation seit Auflage 5/2017



Top 10 Aktien-Positionen – Value Intelligence Fonds AMI

Value Intelligence Fonds AMI	MSCI ESG-Score	Kurs	Gewicht	FCF Yield	Net Debt/ Equity	P/E	P/B
SINGAPORE TELECO	5,8	3,10	3,3%	5,0%	29,22	22,07	2,09
NONGSHIM CO LTD	3,4	374.000	3,1%	7,1%	-28,65	13,00	0,78
KT CORP	6,0	43.850	2,9%	20,9%	38,41	9,28	0,62
NEWMONT CORP	5,4	37,00	2,4%	2,1%	22,31	15,18	1,50
BRENNTAG SE	5,8	57,88	2,4%	8,7%	49,27	14,74	1,83
COMPAGNIE DE L'O	n.a.	1.574	2,1%	19,7%	5,76	n.a.	0,48
SAMSUNG ELECTRON	5,3	53.200	2,0%	6,0%	-21,92	10,27	0,86
U-HAUL HOLDING C	3,8	63,76	1,9%	n.a.	34,58	n.a.	n.a.
ANGLO AMERICAN P	5,2	55.432	1,8%	-2,2%	-19,50	13,20	1,63
DTS CORP	4,8	4.195	1,7%	n.a.	-61,12	18,89	2,79

Top 10 Aktien-Positionen – Value Intelligence ESG Fonds AMI

Value Intelligence ESG Fonds AMI	MSCI ESG-Score	Kurs	Gewicht	FCF Yield	Net Debt/ Equity	P/E	P/B
SINGAPORE TELECO	5,8	3,10	4,0%	5,0%	29,22	22,07	2,09
NEWMONT CORP	5,4	37,00	3,6%	2,1%	22,31	15,18	1,50
KT CORP	6,0	43.850	3,1%	20,9%	38,41	9,28	0,62
SAMSUNG C&T CORP	5,2	114.800	2,5%	9,8%	-0,34	9,31	0,60
BRENNTAG SE	5,8	57,88	2,5%	8,7%	49,27	14,74	1,83
DTS CORP	4,8	4.195	2,5%	n.a.	-61,12	18,89	2,79
FOMENTO ECON-ADR	6,0	85,31	2,4%	n.a.	10,85	n.a.	n.a.
U-HAUL HOLDING C	3,8	63,76	2,2%	n.a.	34,58	n.a.	n.a.
KNORR-BREMSE AG	5,8	70,35	2,0%	7,3%	45,04	17,83	3,72
NOVAGOLD RES	5,3	3,27	1,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Graphiken vom 30.12.2024, falls nicht anders vermerkt

Hinweis: Alleinverbindliche Grundlage des Kaufes ist der zurzeit gültige Verkaufsprospekt sowie der entsprechende Jahres- bzw. Halbjahresbericht. Die aktuellen Unterlagen erhalten Sie bei der Kapitalanlagegesellschaft oder unter www.am-pegas.de. Anlageergebnisse in der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.



Über VIA

Die Value Intelligence Advisors GmbH (VIA) ist eine unabhängige Vermögensverwaltung mit Sitz in München. Die Gesellschaft verfügt über eine BaFin-Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen gemäß § 15 WpIG. Die primäre Dienstleistung der Gesellschaft ist das Fondsadvisory für den „Value Intelligence Fonds AMI“ (ISIN DE000AOYAX80) und seinen streng nachhaltigen Ableger, den „Value Intelligence ESG Fonds AMI“ (ISIN DE000A2DJT31), zwei vermögensverwaltende, globale Aktienfonds mit ausgeprägtem Fokus auf den Kapitalerhalt. Mit dem „Value Intelligence Gold Company Fonds AMI“ (ISIN DE000A2N65Y2) bietet die Gesellschaft zudem einen Goldminenfonds an, für den Gabelli (USA) als Sub-Advisor fungiert. Der Anlageprozess VIAs stützt sich auf eine moderne Interpretation des Value-Ansatzes in der Tradition der Columbia Business School, New York. Bei der Auswahl geeigneter Anlagen werden Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigt. Langfristiges Anlageziel der Fonds ist es, attraktive Aktienrenditen mit einem vergleichsweise niedrigen Risiko zu erzielen. Zielkunden der Gesellschaft sind institutionelle Anleger.



Kontakt

Value Intelligence Advisors GmbH
Lucile-Grahn-Str. 48
81675 München

Tel.: +49 89 8856 2363
E-Mail: info@via-value.de
Web: www.via-value.de

In Kooperation mit

ampega.

Chancen / Risiken

Die Anlage in den Fonds beinhaltet die Chance auf Kursgewinne die aufgrund von markt-, branchen- oder auch unternehmensindividuellen Ereignissen eintreten können. Zusätzliche Ertragschancen ergeben sich durch Dividendenzahlungen der vom Fonds gehaltenen Wertpapiere oder durch eine für den Anleger günstige Währungsentwicklung. Dementgegen bestehen Risiken in Form von negativen Kursentwicklungen der Wertpapiere oder einer ungünstigen Währungsentwicklung, welche zu entsprechenden Verlusten führen können. Durch den Einsatz von Derivaten kann sich das Risikoprofil des Fonds ändern und es können sowohl zusätzliche Erträge als auch zusätzliche Verluste entstehen. Es besteht die Möglichkeit, dass der Anleger insbesondere bei kurzen Anlagezeiträumen sein investiertes Kapital nicht vollständig zurückerhält.

Allgemeiner Hinweis

Value Intelligence Advisors GmbH (VIA) und Ampega übernehmen keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokuments oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Alleinverbindliche Grundlage des Kaufes ist der zurzeit gültige Verkaufsprospekt sowie der entsprechende Jahres- bzw. Halbjahresbericht. Die aktuellen Unterlagen erhalten Sie bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder unter www.ampega.com. Die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind, sind nicht für jeden Anleger passend. Anleger müssen eine eigenständige Anlageentscheidung anhand ihres Risikoprofils, Erfahrungen, Renditeerwartungen etc. treffen und sich gegebenenfalls diesbezüglich beraten lassen. Dieses Dokument stellt keine Anlageberatung dar. Nähere steuerliche Informationen enthält der vollständige Verkaufsprospekt. Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist.