



Spezialausgabe - 31. Mai 2023

Seasonal Reflections

Management Kommentar

Sehr geehrter Leser / Investor,

aufgrund der schwachen Mai-Performance des Fonds (-4,42% in der EUR-R-Anteilsklasse per 30. Mai) im Anschluss an zwei ebenfalls leicht schwächere Vormonate haben wir zuletzt vermehrt Anfragen zur Performance-Entwicklung des **IASF** erhalten, die ich im Folgenden gern kommentieren und in eine angemessene Perspektive stellen möchte.

Zuerst einmal möchte ich Anleger auf meinen Investorenbrief **Seasonal Reflections** verweisen, die auf der [IASF-Fondswebsite](#) unter Downloads / Management Kommentar zu finden sind und eine große Menge an transparenter Information zu unserem Investmentansatz und dessen Umsetzung bereithalten.

Zur Entwicklung der vergangenen Wochen ist zu sagen, dass die **IASF**-EUR-R-Anteilsklasse ihr Hoch im Jahr 2023 am 17.4. mit einem Anteilswert von EUR 175,80 erreichte. Ein Anteilswert von EUR 162,59 per 30.5. bedeutet einen Drawdown von 7,5%, den ich selbstverständlich sehr bedaure, aber der im Gesamtkontext keineswegs ungewöhnlich ist. So verzeichnete der **IASF** vom 3.1. bis 25.3.2020 seinen maximalen Drawdown von nahezu 26%, hat aber auch in der Folge immer wieder einmal kleinere Rückschläge hinnehmen müssen, z.B. im Zeitraum vom

- 17.09. – 22.10.2020: ca. -10%
- 10.06. – 19.08.2021: ca. -12%
- 11.11. – 16.12.2021: ca. -8%
- 07.06. – 14.07.2022: ca. -13%
- 14.09. – 26.09.2022: ca. -5%

Damit fällt die laufende Korrektur weder zeitlich noch in ihrem Ausmaß aus dem Rahmen unserer auch durch historische Erfahrungen geprägten Erwartungen.

Was sicherlich auffällt ist, dass der **IASF** insbesondere in Relation zu den gängigen Aktienmarktindizes (FTSE Global 100 in EUR: +19%) deutlich hinterherhinkt. Ich kann hier jedoch nur immer wieder betonen, dass wir keine indexnahe Investitionsstrategie verfolgen, sondern eine themenorientierte Absolut Return-Strategie, was ja auch erklärt, wie wir im Vorjahr denselben FTSE Global 100 Index um 67% outperformen konnten. Wer meine Investorenbriefe regelmäßig liest oder sonst mit mir in Kommunikation zum Fondsmanagementprozess steht weiß, dass ich nie den Anschein erweckt habe, dass wir mit dem **IASF** die Aktienmarktperformance kontinuierlich outperformen können. Da auch wir mit einem hohen Maß an Unsicherheit in der Einschätzung des Marktgeschehens leben müssen, sind solche Rückschläge Teil der Anlageerfahrung. Deshalb möchte ich auch noch einmal betonen, dass der **IASF** nicht für Anleger mit kurzfristigen, sondern mit einem mittel- bis langfristigen Anlagehorizont (5-10 Jahre) geeignet ist.

Was hat nun die jüngste Korrektur ausgelöst?

Zum einen waren es Verluste auf der Aktienseite bei unseren bevorzugten Anlagethemen, hier insbesondere

- Energie (Öl- und Gaspreise sind trotz einer sich abzeichnenden Angebotslücke auf neue Tiefstpreise gefallen, wobei insbesondere die Futures-Märkte inzwischen eine historisch niedrige spekulative Long-Position aufweisen),
- Edelmetallproduzenten (Gold und Silber konsolidieren auf hohem Niveau, und wie so oft bei einer solchen Entwicklung ist das bisher hauptsächlich engagierte spekulative Kapital aus den Edelmetallaktien schon wieder geflohen),
- Sonstige Rohstoffproduzenten (hier hat es insbesondere bei den Düngemittelherstellern aufgrund des vorherrschenden Preisdrucks, ausgelöst durch hohe Lagerbestände und zögerliche Nachfrage, starke Verluste gegeben),
- wie auch Emerging Market Value (wo die Jahresanfangseuphorie insbesondere für asiatische Aktien längst wieder verflogen ist).

Weiterhin trugen auch Währungsverschiebungen, hier besonders die Abwertungen des JPY oder NOK sowie die jüngsten Korrekturen bei Gold (XAU) und Silber (XAG) zu den Verlusten bei.

Grundsätzlich sind wir jedoch mit der operativen Performance wie auch den Bewertungen unserer Long-Positionen zufrieden und haben nur geringfügige Änderungen an unserer Allokation vorgenommen.

Insgesamt erwies sich aber unsere themenbasierte Positionierung als Nachteil. Es dürfte den meisten Lesern bekannt sein, dass der Monat Mai eine unglaubliche Euphorie für das Thema AI / KI (Artificial Intelligence / Künstliche Intelligenz) gesehen hat. Im Technologie-Bereich ist das zum neuen Modethema geworden und es gibt kaum ein Unternehmen, welches nicht die außerordentlichen Wachstumspotentiale dieser Technologie herausstellt. Unabhängig von unserer eigenen Einschätzung diesbezüglich sind wir davon überzeugt, dass dies in den Aktienkursen und Bewertungen schon mehr als reflektiert ist. Ich hatte auch in der letzten Ausgabe der **Seasonal Reflections** zu diesem Thema Stellung bezogen und seitdem hat sich die Blase noch weiter ausgedehnt. Persönlich halte ich es für ausgeschlossen, dass Investoren über das kommende Jahrzehnt mit Aktien wie z.B. Nvidia (NVDA), welche nach der Bekanntgabe außerordentlich guter Quartals- und deutlich über den Erwartungen liegender Umsatzzahlen und einem optimistischen Ausblick ihre Marktkapitalisierung um ein Drittel erhöhen konnte, den Gesamtmarkt schlagen können. Selbst bei einem erwarteten Jahresumsatz von USD 42 Milliarden wird die Aktie zurzeit zum nahezu 25-fachen des schon heraufgestuften 2024er Jahresumsatz sowie einem KGV von ca. 200 gehandelt, was ungefähr dem Niveau der Bewertungen bei (der damals viel kleineren und wachstumsstärkeren) Cisco (CSCO) im 2000er Hoch entspricht. Letztlich wird über diese meine Einschätzung jedoch wie immer die Zukunft Aufschluss geben. Für die Gegenwart ist festzustellen, dass wer nicht in den großen US-Technologie Aktien engagiert war den Gesamtmarkt signifikant underperformed hat, was auch für den **IASF** zutrifft.

Zum anderen funktionierten aber auch unsere Absicherungen nicht wie erwartet, da der Aktienmarkt die positiven Seiten eines rezessiven Umfelds (nämlich sinkende Zinsen und Diskontsätze) aber nicht deren negative Seiten (fallende Gewinne und steigende Abschreibungen) reflektiert. So haben uns allein unsere Nasdaq 100 Futures-Short Positionen im laufenden Jahr ca. 2% Performance gekostet, während die übrigen Short Positionen einen weiteren aber nur geringfügig negativen Nettobeitrag leisteten. Zusätzlich blieb das Volatilitätsumfeld trotz des herausfordernden Umfelds überraschend gedämpft, was uns auch bei unseren VIX Future-Long Positionen Geld gekostet hat.

Alles in allem möchte ich hiermit die Performance-Attribution innerhalb des Portfolios transparenter machen, will jedoch nicht davon ablenken, dass wir die Situation vor allem in den vergangenen drei Monaten falsch eingeschätzt haben. Daher teile ich die Frustration der Anleger bezüglich des schwächelnden Fondsanteilswertes, sehe aber keinen Grund zur Panik. Wie immer beobachten wir die sich entwickelnde Situation genauestens und versuchen uns ein zutreffendes Bild der anstehenden Entwicklungen zu machen. Dabei lässt sich u.a. feststellen, dass vermehrt über das sich eintrübende technische Bild (abnehmende Aktienmarktbreite) und eine weiter anhaltende Liquiditätsverknappung durch die Wiederauffüllung des US Treasury General Account und anhaltende QT-Maßnahmen berichtet wird. Rekordhohe Absicherungen / Short-Positionen von Hedge Funds, die ja ebenfalls in der Mehrheit Absolute Return Investoren sind, bestätigen zudem unsere eigene verhaltene Markteinschätzung.

Zusammen mit dem sich eintrübenden konjunkturellen Umfeld halten wir es daher zu diesem Zeitpunkt für nicht angebracht unsere Absicherungen aufzulösen. Mit perfekter Voraussicht hätten wir diese gar nicht erst aufgebaut, aber über eine solche verfügen wir offenkundig nicht.

Insgesamt bleiben wir auf der Anlageseite und bei unseren bevorzugten Themen davon überzeugt, dass diese sich im Jahresverlauf wieder rehabilitieren werden. Selbstverständlich berücksichtigen wir dabei sehr wohl, dass diese stark zyklisch geprägt sind und dass Cashflows und Dividenden im Energie- oder Rohstoffsektor oder auch in der Schifffahrt stark schwanken können. Aber im Vergleich zur Marktkapitalisierung / EV bleibt die Profitabilität unserer Portfoliogesellschaften weiter erfreulich hoch und der Markt übersieht wohl auch dass die außerordentlich hohen Gewinne der vergangenen Jahre die Bilanzen dieser Gesellschaften deutlich gestärkt haben.

Ich möchte an dieser Stelle allen Investoren noch einmal versichern, dass wir das **IASF**-Portfolio nach bestem Wissen und Gewissen aktiv verwalten und unsere Positionierung dabei immer wieder in Frage stellen. Dabei sind wir allerdings gut damit gefahren an unserer langfristig ausgelegten Investmentstrategie festzuhalten und das kurzfristige Auf und Ab des Marktes entsprechend hinzunehmen, welches schlussendlich der Preis für langfristige Kaufkraftgewinne ist.

Mit freundlichen Grüßen,

Hans G. Schiefen

Partner & Fund Manager
Incrementum AG
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)
Tel.: +423 237 26 67
Mail: hgs@incrementum.li
Web: www.incrementum.li

ZUM ABSCHLUSS: DIES IST KEINE ANLAGEBERATUNG!

Als Autor dieses Newsletters und verantwortlicher Fondsmanager des **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** möchte ich die Leser darauf hinweisen, dass alle in diesem Bericht geäußerten Ansichten, insbesondere zu einzelnen Anlagen oder der Anlagestrategie des Fonds, voreingenommen und nicht auf ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnitten sind. Und obwohl ich diesen Kommentar mit Sorgfalt verfasse, kann weder ich noch die Incrementum AG für die Richtigkeit der hier gemachten Aussagen einstehen. **Seasonal Reflections** werden nur an registrierte Abonnenten zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und dürfen nicht als Versuch gesehen werden, für eine Investition in einzelne Wertpapiere oder in den **IASF** zu werben. Wenn Sie also Anlageideen oder Ratschläge suchen, wenden Sie sich immer an einen zugelassenen Anlageexperten! Und seien Sie daran erinnert, dass vergangene Wertentwicklung keine Garantie für zukünftige Erträge ist und dass alle Investitionen ein Risiko beinhalten, einschließlich des Kapitalverlusts.

IASF – 8 Investment Lektionen des PM

1. Die Kapitalmärkte, wie auch die Wirtschaft, unterliegen saisonalen Zyklen, und man muss sich immer bewusst sein, wo man sich im Zyklus befindet und nie zögern "vorsichtig zu sein wenn andere gierig sind" (Warren Buffett)
2. Der Preis für ein Wertpapier bestimmt seine zukünftige Rendite, d.h. je höher der Preis und die Bewertung desto tiefer müssen die zukünftigen Ertragserwartungen ausfallen (und umgekehrt), was dem Kern des Value Investing entspricht.
3. Kapitalerhalt ist die *Conditio Sine Qua Non*, und eine konsistente und langfristig ausgelegte Anlagestrategie ist wichtiger als das kurzfristige Verfolgen von Trends und Momentum.
4. Daher sollte man immer wissen, wann man spekuliert oder wann man investiert.
5. Die grundlegendsten und effektivsten Instrumente des Risikomanagements sind eine gute Diversifikation sowie die Fähigkeit liquide Mittel halten zu können.
6. Substanzwerte sind immateriellen Vermögenswerten, Ausschüttungen der Thesaurierung vorzuziehen.
7. Beachte Anreize und Motivation: Wahre Interessenkongruenz begünstigt das Anlageergebnis.
8. Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg: Beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, sei flexibel, sorgfältig, geduldig sowie offen, und bedenke dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.



Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich der Information und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Anlageempfehlung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf dar, sondern ist lediglich eine Zusammenfassung der wichtigsten Aspekte des Fonds. Das Dokument ist insbesondere nicht dazu bestimmt, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die Informationen müssen in Verbindung mit dem aktuellen (ggf. vollständigen und vereinfachten) Prospekt gelesen werden, da nur diese Dokumente relevant sind. Es ist daher notwendig, den aktuellen Verkaufsprospekt sorgfältig und gründlich zu lesen, bevor man in diesen Fonds investiert. Die Zeichnung von Anteilen wird nur auf der Grundlage des aktuellen (gegebenenfalls vollständigen und vereinfachten) Prospekts akzeptiert. Der vollständige Prospekt, der vereinfachte Prospekt, die Vertragsbedingungen und der letzte Jahresbericht können bei der Verwaltungsgesellschaft, der Depotbank, bei allen Vertriebsstellen im In- und Ausland sowie auf der Website des Liechtensteinischen Anlagefondsverbandes (LAFV; www.lafv.li) kostenlos bezogen werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Erstellung und können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Die Autoren waren bei der Auswahl der Informationen sorgfältig, übernehmen jedoch keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der bereitgestellten Informationen. Dieser Fonds ist im Fürstentum Liechtenstein domiziliert und kann auch in anderen Ländern zum öffentlichen Angebot registriert werden. Detaillierte Informationen über das öffentliche Angebot in anderen Ländern können dem aktuellen (gegebenenfalls vollständigen und vereinfachten) Prospekt entnommen werden. Aufgrund der unterschiedlichen Registrierungsverfahren kann keine Gewähr dafür übernommen werden, dass der Fonds und ggf. die Teilfonds in jeder Jurisdiktion und zum gleichen Zeitpunkt registriert sind oder werden. Bitte beachten Sie, dass in Ländern, in denen ein Fonds nicht für das öffentliche Angebot registriert ist, dieser vorbehaltlich der geltenden lokalen Vorschriften nur im Rahmen von "Privatplatzierungen" oder institutionellen Anlagen vertrieben werden darf. Anteile an Fonds werden in Ländern, in denen ein solcher Verkauf gesetzlich verboten ist, nicht zum Verkauf angeboten.

Dieser Fonds ist nicht gemäß dem United States Securities Act von 1933 registriert. Fondsanteile dürfen daher in den Vereinigten Staaten weder für noch auf Rechnung von US-Personen angeboten oder verkauft werden (im Sinne der Definitionen für die Zwecke der US-Bundesgesetze über Wertpapiere, Waren und Steuern, einschließlich Regulation S in Bezug auf das United States Securities Act von 1933). Spätere Anteilsübertragungen in den Vereinigten Staaten und/oder an US-Personen sind nicht zulässig. Alle Dokumente, die sich auf diesen Fonds beziehen, dürfen nicht in den Vereinigten Staaten in Umlauf gebracht werden.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Beleg für die künftige Wertentwicklung. Der Anteilswert kann sowohl steigen als auch fallen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den von Ihnen investierten Betrag zurück. Die Erträge aus Anlagen können schwanken. Änderungen der Wechselkurse können sich negativ auf den Wert, den Preis oder die Erträge von Anlagen auswirken. Bevor Sie eine Anlage tätigen, sollten Sie sich von einem Fachmann über die mit der Anlage verbundenen Risiken und gegebenenfalls über die steuerlichen Auswirkungen beraten lassen.