

DEUTSCHLANDS UNABHÄNGIGES MAGAZIN FÜR ANLAGEBERATER

FONDS

professionell

Alle Sieger
im Überblick



REPUTATION

Wie Bankberater
das Vertrauen ihrer
Kunden gewinnen

TOPSELLER

Diese Fonds rocken
die Hitlisten der
Maklerpools

MARKT & STRATEGIE

- » Flossbach-Manager im Interview
- » Der Boom der Ökoaktien
- » Top- und Flopfonds
- » Green-Bond-Fonds
- » Themenfonds

»Value lebt«

Uwe Rathausky über die Strategie des Acatis Gané Value Event Fonds
und die Frage, warum er die Finger von Wirecard gelassen hat

JUPITER-CHEF

„Wir wollen nicht wie
Blackrock sein“

IMMOBILIEN

Was die Pleiten für
die Crowd bedeuten

BETRIEBSRENTE

So können Makler im
bAV-Geschäft punkten

ESG-REGULIERUNG

Die neuen EU-Vorgaben
für Finanzberater



„Es ist vollkommener Unsinn zu behaupten, Value sei tot“

Uwe Rathausky, der gemeinsam mit Henrik Muhle den **Acatis Gané Value Event Fonds** managt, hat noch nie am wertorientierten Investment gezweifelt. Oft fehle nur das richtige Timing.

Eine aktienähnliche, aber kontinuierliche Rendite, die den Anleger in allen Börsenphasen ruhig schlafen lässt. Mit diesem Claim charakterisiert die Frankfurter Acatis Investment das grundsätzliche Ziel ihres vom Gané-Duo Uwe Rathausky und Henrik Muhle gemanagten Mischfonds Acatis Gané Value Event. So wolle man auf Seiten des Anlegers vor allem eines vermeiden: Stress. Schon der Fondsname lässt im Grunde erahnen, wie dieses Ziel erreicht werden soll. „Value“ steht für eine klassische Wertorientierung, die kombiniert wird mit einem bestimmten „Event“ oder Ereignis, das bei dem entsprechenden Unternehmen zu erwarten ist. Ergänzt wird diese

Kombination dadurch, dass die ausgewählten Titel im Sinne einer klassischen Value-Strategie möglichst über eine hohe Sicherheitsmarge – die berühmte Margin of Safety – verfügen, um Verluste tunlichst gering zu halten.

Im Grunde hat das in den vergangenen Jahren auch gut funktioniert, einmal abgesehen von 2016, als der Fonds leicht schlechter abgeschnitten hat als der Kategoriedurchschnitt und sein Vergleichsindex. Im Corona-Jahr 2020 aber lief es mit der Stressvermeidung an der einen oder anderen Stelle nicht ganz so reibungslos. Zwar konnten Rathausky und Muhle das Gesamtjahr mit einem über Benchmark

und Wettbewerb liegenden Wertzuwachs von gut sieben Prozent deutlich im Plus abschließen. Aber nicht nur während der extremen Korrektur, die die Aktienmärkte im März hinnehmen mussten, auch während der Schwächephase Anfang November ging der Fondspreis zeitweise stärker zurück als Konkurrenzfonds und Vergleichsmaßstab. Wir wollten wissen, womit Anleger künftig bei dem Acatis-Fonds rechnen müssen, und haben Uwe Rathausky zu einem gemeinsamen Analysegespräch mit Detlef Glow, Head of Lipper EMEA Research – inzwischen ein Unternehmen der London Stock Exchange Group –, eingeladen.

Uwe Rathausky, Gané: „Nur weil wir spüren, dass in manchen Bereichen des Kapitalmarktes das Wasser zu kochen beginnt, ist das für uns kein automatischer Impuls, aus den Märkten auszusteigen.“



Hans Heuser: Herr Rathausky, das wertorientierte Investieren hat viele Facetten. Was charakterisiert den von Ihnen und Henrik Muhle gemanagten Acatis Gané Value Event Fonds?

Uwe Rathausky: Als flexibler Mischfonds profitiert unser Fonds von einer variablen Investitionsquote in Aktien, Anleihen und Liquidität. Wir möchten eine stetige Wertentwicklung mit einer geringeren Volatilität als der Aktienmarkt erzielen. Dafür kombinieren wir mit Value-Investing und Event-Orientierung zwei Investmentstile, um sowohl fundamentale als auch marktpreisbedingte Risiken möglichst begrenzen zu können. Das ist einer der Gründe,

»Unser Fonds wird häufig als Basisinvestment für eine langfristige und ausgewogene Vermögensanlage eingesetzt.«

Uwe Rathausky, Gané

warum unser Fonds häufig als Basisinvestment für eine langfristige und ausgewogene Vermögensanlage eingesetzt wird.

Heuser: Was kennzeichnet denn ein solches Event, von dem Sie sprechen?

Rathausky: Es können unterschiedliche Anlässe sein, die eine Veränderung der Relation zwischen Aktienkurs und tatsächlichem Wert eines Unternehmens erwarten lassen. Ein solches Ereignis kann zum Beispiel die Veränderung der Kapital- oder Aktionärsstruktur im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung oder einer Übernahme sein. Es kann sich aber auch um eine Veränderung innerhalb des operativen Geschäfts des jeweiligen Unternehmens handeln.

Detlef Glow: Ist das sozusagen Ihre Art, damit umzugehen, dass ein rein wertorientiertes Investieren in den Augen vieler Marktbeobachter ausgedient hat?



Rathausky: Auf keinen Fall! Es ist vollkommener Unsinn zu behaupten, die vergangenen Jahre seien keine Value-Jahre gewesen oder Value sei endgültig tot. Auch ein Warren Buffett ist davon überzeugt, dass Wachstum ein unbedingter Bestandteil der Value-Gleichung sein muss. Am Ende möchte ich doch in Unternehmen investieren, die wachsen. Man darf aber nicht die Augen davor verschließen, dass sehr viele Unternehmen, die früher als Top-Value-werte galten, von ausgeprägten Strukturbrüchen in Mitleidenschaft gezogen worden sind, während andere Unternehmen emporgekommen sind und auf einmal in Glanz und Anschein stehen. Value ist entstanden in Unternehmen wie Apple, Microsoft, Alphabet und Amazon, die in toto im Jahr 2020 einen operativen Cashflow von fast 300 Milliarden US-Dollar erzielten. Gleichzeitig ist Value regelrecht verloren gegangen in Unternehmen wie der Deutschen Bank, Metro, Thyssen-Krupp und vielen anderen. Das ist der Grund, weshalb man sich nicht auf Kurs-Buchwert-Verhältnisse, Dividendenrenditen oder Kurs-Gewinn-Verhältnisse verlassen darf. Diese Kennzahlen bilden vielleicht den Status

»Die Diskussion um die Frage einer möglichen Rotation von Growth zu Value führt vollkommen in die Irre.«

Uwe Rathausky, Gané

quo oder die Vergangenheit ab, aber sie richten den Blick nicht in die Zukunft. Deshalb führt auch die Diskussion um die Frage einer möglichen Rotation von Growth zu Value vollkommen in die Irre. So mancher Value-Investor hat aber noch ein ganz anderes Problem.

Heuser: Das wie genau aussieht?

Rathausky: Viele Anhänger des Value-orientierten Investierens können zwar durchaus gut einschätzen, wann ein bestimmtes Investment günstig erscheint. Was ihnen aber häufig fehlt, ist das richtige Timing. Dann harren sie zu lange aus in der Hoffnung, dass ihre Erwartung irgendwann aufgeht. Wir setzen dagegen alles daran, erst

gar nicht in ein solches Dilemma zu geraten. Deshalb ist uns beides wichtig: Einerseits wollen wir das fundamentale Risiko einer Investition möglichst eingrenzen. An der Stelle sind wir nah an der Philosophie von Warren Buffett, indem wir in Unternehmen mit einem sehr guten Geschäftsmodell, einem guten Management und einem attraktiv bewerteten Aktienkurs investieren. Andererseits wollen wir aber auch nicht allzu lang darauf warten, dass unsere Erwartung auf einen deutlichen Wertzuwachs aufgeht. Deshalb versuchen wir, ein gutes Timing zu erreichen. Und ein gut analysiertes Event liefert uns den Grund, warum wir zu einem bestimmten Zeitpunkt investieren, um so unser Marktpreisrisiko im Zaum zu halten. Das gelingt natürlich nicht immer perfekt, auch wir liegen bei einzelnen Investments daneben oder haben auch mal Gegenwind.

Heuser: Ziemlichen Gegenwind gab es vor Kurzem bei Ihrem Investment in die Grenke AG. Warum halten Sie trotz des starken Kursrückgangs an der Aktie fest?

Rathausky: Würden wir wegen des Kursrückgangs verkaufen, folgten wir einem Value-at-Risk-Modell. Das ist das Gegenteil von dem, was wir machen. Wir sind davon überzeugt, dass die Grenke AG als mittelständisch geprägtes und ehemals eigentümergeführtes Unternehmen ein wunderbares Geschäftsmodell besitzt und zu Unrecht ins Zentrum einer Short-Attacke geraten ist. Es muss aber unbedingt seine internen Prozesse und die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt verbessern. Der erneute Kurseinbruch Anfang Februar war weniger auf die inhaltliche Relevanz der in einer Ad-hoc-Mitteilung angesprochenen Themen Compliance, interne Revision und Ausscheiden eines Vorstands zurückzuführen, sondern auf mangelhafte Krisenkommunikation. Die anschließende Ad-hoc-Mitteilung über den Zwischenstand der Bafin-Sonderprüfung war dann schon deutlich gelungener. Jedenfalls, das Unter-



nehmen, aber auch die Wirtschaftsprüfer und die Bafin müssen schleunigst abschließende Ergebnisse liefern, damit der Kapitalmarkt das Vertrauen in die Gesellschaft zurückerlangt.

Glow: Waren Sie denn bei Wirecard engagiert?

Rathausky: Wir waren nie investiert. Wir konnten das Geschäftsmodell und seine vermeintliche Rentabilität nie nachvollziehen. Vor zwei Jahren war ich in Dubai und habe in einem Büroturm geklingelt, in dem sich nach meinen Recherchen 200 Mitarbeiter von Wirecard befinden sollten. Auf der entsprechenden Etage habe ich aber niemanden angetroffen. Daher hat es mich nicht überrascht, dass es bei Wirecard nicht mit rechten Dingen zugegangen ist. Die Tragweite habe ich mir allerdings nicht ausmalen können.

Glow: Von welchen Unternehmen lassen Sie denn prinzipiell die Finger?

Rathausky: Von allen Unternehmen, deren Geschäftsmodell wir nicht verstehen. Meistens gelingt uns das auch. Selektive Ignoranz ist eine wichtige Eigenschaft, die man

»Wir schauen uns immer sowohl die Eigenkapital- als auch die Fremdkapitalseite eines Unternehmens an.«

Uwe Rathausky, Gané

als Fondsmanager benötigt. Wir verstehen eine Aktie als eine Art Eigenkapitalanleihe, um so potenzielle Zahlungsströme in der Zukunft besser abschätzen zu können. Letztere hängen nicht nur von der operativen Ertragskraft des Geschäftsmodells ab, sondern auch von der Fähigkeit des Managements, Kapital zu allokalieren. Ein Management steht im Grunde immer wieder vor der Entscheidung, freie Gelder ins eigene Unternehmen zu reinvestieren, Übernahmen zu tätigen oder das Kapital über Dividenden oder Aktienrückkäufe an die Aktionäre auszukehren. Jeder dieser möglichen Bausteine kann vor dem Hintergrund der internen Verzinsung sehr klug, aber auch sehr dumm gewählt

werden. Wenn es uns gelingt, die Kapitalallokation des Managements so gut es geht richtig zu beurteilen und vorherzusehen, dann sind wir auch in der Lage, Zahlungsströme in der Zukunft einigermaßen korrekt abzuschätzen.

Glow: Und bei welchen Unternehmen gelingt Ihnen das nicht?

Rathausky: Es gibt viele Unternehmen und Branchen, bei denen wir solche Zahlungsströme nicht aufbauen können. Zum Beispiel ist es für uns extrem schwer zu prognostizieren, wie viel eine Bank in drei, fünf, oder sieben Jahren verdienen wird. Deshalb können wir die entsprechenden Aktien relativ schnell für uns ausklammern. Das gilt in ähnlicher Weise für Fluggesellschaften, die in den vergangenen Jahrzehnten in Summe keinen Euro verdient haben. Solche Unternehmen taugen für uns nicht als langfristige Gewinnerunternehmen und damit auch nicht als langfristige Investments.

Heuser: Wie entscheiden Sie denn, ob Sie die Aktie eines Unternehmens kaufen oder ob nicht eher die jeweilige Unternehmensanleihe attraktiver wäre?

Rathausky: Wir schauen uns immer sowohl die Eigenkapital- als auch die Fremdkapitalseite an. Üblicherweise ist die Eigenkapitalseite interessanter, wenn das Unternehmen eine sehr günstige Refinanzierung auf seiner Fremdkapitalseite aufweist. Wenn zum Beispiel eine Berkshire Hathaway in der Lage ist, eine Anleihe in britischen Pfund mit 40 Jahren Laufzeit und einem Coupon von 2,6 Prozent zu begeben, dann ist das ein Anzeichen für eine solide Bilanz und ein gutes Geschäftsmodell. Das weckt folglich unser Interesse für die Aktie, nicht aber für die Anleihe des Unternehmens. Der Fall könnte aber auch umgekehrt gelagert sein, wobei derzeit natürlich vieles durch die ultraexpansive Geldpolitik und die schier unerschöpfliche Refinanzierungsmöglichkeit für Unternehmen verzerrt ist.



Heuser: Vielen Investoren treibt die Bewertung an den Aktienmärkten Sorgenfalten auf die Stirn. Anderen machen Inflation und steigende Zinsen Angst. Sie scheint das alles relativ kalt zu lassen. Warum?

Rathausky: Die Zeiten, in denen Unternehmen höhere Anleihenrenditen als Dividen-

»Selektive Ignoranz ist eine Eigenschaft, die man als Fondsmanager benötigt.«

Uwe Rathausky, Gané

denrenditen aufwiesen, sind vorbei. Heute befinden wir uns in einem Umfeld, in dem viele Anleihen negativ rentieren, qualitativ hochwertige Unternehmen mit sehr guten Zukunftsperspektiven aber Dividenden von drei bis vier Prozent ausschütten, manchmal sogar mehr. Natürlich stehen uns die nächsten Korrekturen an den Aktienmärkten bevor, und natürlich wird der Kapitalmarkt seine Korrekturfunktion erfüllen für Geschäftsmodelle, die sich nicht bewähren. Aber nur weil wir spüren, dass in manchen Bereichen des Kapitalmarktes das Wasser zu kochen beginnt, ist das für uns kein automatischer Impuls, aus den Märkten auszusteigen. Solange man das Zinsniveau als Gravitationskraft für Bewertungen auf seiner Seite hat und auf die richtigen Titel setzt, kann man meines Erachtens mit verhaltener Zuversicht den Blick nach vorn richten.

Wir bedanken uns für das Gespräch.

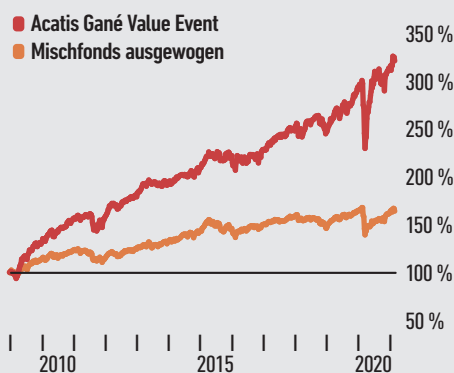
HANS HEUSER 

Analystenurteil: „Value-Investment mit außergewöhnlichem Ansatz“

Der am 15. Dezember 2008 aufgelegte Acatis Gané Value Event Fonds konnte bis Ende Januar 2021 ein Vermögen von mehr als 4,8 Milliarden Euro aufbauen, er kann somit als gut etablierter flexibler Mischfonds eingestuft werden. Dieser Anlagekategorie entsprechend investiert er hauptsächlich in Anleihen und Aktien. Zudem ist die Kasseposition eine weitere strategische Komponente im Portfolio. Ziel ist es, aktienähnliche Erträge mit einer geringeren Volatilität zu erzielen. Eine Besonderheit ist die Auswahl der im Portfolio eingesetzten Themen und Werte, bei denen zur Bewertung der Attraktivität der einzelnen Titel neben der klassischen wertorientierten Wertpapieranalyse auf bestimmte anstehende Events geachtet wird. Als Event definieren die Fondsmanager ein Ereignis, das die Preis-Wert-Relationen eines Unternehmens verändert oder Veränderungen erwarten lässt. Das können Veränderungen der Kapital- beziehungs-

weise Aktionärsstruktur oder auch Katalysatoren im operativen Geschäft eines Unternehmens sein. Insgesamt betrachtet ist die Anlagestrategie des Fonds als erfolgversprechend anzusehen, in der

Vergangenheit konnte er gute Ergebnisse erzielen. Allerdings hat das Jahr 2020 gezeigt, dass der Fonds eine überdurchschnittliche Anfälligkeit für Marktschwankungen besitzt. Lipper bewertet den



ISIN:	DE000A0X7541
Agio:	5,0 %
Laufende Kosten:	1,78 %
Erstausgabedatum:	15. 12. 2008
Fondsmanager:	Uwe Rathausky und Henrik Muhle

Fonds auf Sicht der für die Anlagekategorie üblichen Halteperiode von fünf Jahren sowohl in Bezug auf den erzielten Gesamtertrag wie auch die risikoadjustierte Wertentwicklung mit der Höchstnote 5, während die Kapitalerhaltungseigenschaften nur mit einer 3 bewertet werden. Die laufenden Kosten des Fonds sind vergleichsweise hoch und werden mit einer 2 bewertet. Hierbei ist zu beachten, dass der Fonds zusätzlich noch eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente aufweist. Die Bewertungen zeigen, dass die von den Fondsmanagern verfolgte Strategie erfolgreich ist. Anleger sollten aber einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont mitbringen und über eine der Schwankungsbreite des Fonds entsprechende Risikotragfähigkeit verfügen.