

INTERVIEW

Wir sehen gute Einstiegschancen“

Als **Value mit Twist** könnte man die Strategie von **Uwe Rathausky** bezeichnen. Seine Analyse und das Vermögen, **durch die Krise hindurchzusehen**, machen den Co-Chef der GANÉ AG zum gefragten Gesprächspartner

von HEIKE BANGERT

Unabhängig davon, wie es ausgeht, wird uns das Jahr 2022 am Ende viel abverlangt haben. Immerhin macht sich wieder Hoffnung breit. Ein Zeichen für die Trendwende?

Uwe Rathausky: Jetzt fallen Sie aber mit der Tür ins Haus! Die Frage nach der Glaskugel ist die schwierigste. Man kann aber konstatieren, dass die Börsen für gewöhnlich in solchen Marktphasen wie der aktuellen ein Stück weit überschießen. Wenn wir uns also die starken Kursrückgänge bei Anleihen und Aktien vergegenwärtigen, insbesondere im Technologiebereich, da sehen wir schon, dass mitunter das Kind mit dem Bade ausgeschüttet worden ist. Auch solide, wenig verschuldete Aktien von Unternehmen, die einen hohen und künftig weiter wachsenden Cashflow generieren, wurden sehr stark abgestraft. Fest steht, in der Vergangenheit sind Phasen, in denen die Börsen um 30 oder mehr Prozent eingebrochen sind, meist gute Einstiegsgelegenheiten für langfristig ausgerichtete Investoren gewesen. Und genauso sehen wir es auch jetzt. Der Markt ist ein Stück

Vita

Uwe Rathausky

Geboren **1976**, arbeitet Rathausky während des **BWL-Studiums** in Hohenheim bei der **Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG**, Pullach, **2007** erfolgt die Promotion.

Von **2003** bis **2007** wirkt er als Prüfungsleiter bei Jahres- und Konzernabschlussprüfungen bei **KPMG** in Stuttgart mit.

2007 gründet er mit J. Henrik Muhle die **GANÉ AG**, in deren Vorstand er sitzt.



FONDSMANAGER RATHAUSKY: Value und Wachstum gehören zusammen, Rathausky ergänzt sie durch die Event-Komponente

weit überverkauft. Das kann man zum Beispiel an den hohen Liquiditätsquoten bei institutionellen Investoren ablesen. Da haben einige die Flinte ins Korn geworfen und vor der Geschwindigkeit der Zinserhöhungen der Notenbanken kapituliert.

Aber beginnt diese Dynamik der Zinserhöhungen derzeit nicht abzunehmen?

Rathausky: Richtig. Der Höhepunkt der Inflation könnte erreicht worden sein, selbst wenn die industriellen Vorerwerbspreise zunächst noch weitere Teuerungen andeuten. Sowohl in den USA als auch in Deutschland sind die jüngsten Preissteigerungen nicht mehr ganz so hoch ausgefallen, wie sie erwartet worden waren.

Der Grund für den Trendwechsel am Markt?

Rathausky: Eher ein Anstoß. Die Märkte haben in den letzten Wochen negativ überreagiert. Nun wundern sich alle über die Gegenbewegung. Das erinnert mich an die Märkte nach dem Wahlsieg Donald Trumps im Jahr 2016. Nach einem kurzen Schock sind die Aktienkurse im Anschluss der Präsidentschaftswahlen gestiegen. Das wären sie aber vermutlich auch bei einem Wahlsieg von Hillary Clinton. Die Wahl selbst begründet eben keinen kausalen Zusammenhang. Vielmehr war das Umfeld reif für einen Börsenanstieg. Da genügte der kleinste Anlass. So wie heute.

Viele Anleger hatten auf den großen Wash-out gewartet ...

Rathausky: Daran sieht man, dass es oft nicht so kommt wie erwartet. Die meisten hatten das Jahr schon abgeschrieben. Doch nun formuliert die US-Notenbank ihre Wortwahl etwas gefälliger. Und schon zieht die Börse wieder an. Das heißt nicht, dass wir fundamental aus dem Größten heraus wären. Da wird es Härten geben. Aber selbst in China ist nicht alles Schlechte in Stein gemeißelt. Wie man an den vorsichtigen Anzeichen für eine Öffnungsstrategie inmitten der bisherigen Null-Covid-Politik sehen kann, gibt es Hoffnungsschimmer. Und auch die Lieferkettenproblematik entspannt sich allmählich. Die Frachtraten sinken wieder, die Energiepreise fallen und hierzulande sind die Gasspeicher voll. Die von vielen befürchtete Gasmangellage wird so wohl nicht eintreten.

Noch ist die Rezession nicht vom Tisch. Was steht uns bevor?

Rathausky: Rezession klingt dramatisch, aber ein temporär fehlendes Wachstum ist für Volkswirtschaften nichts Außergewöhnliches. Es kommt auf das Ausmaß an und wen sie tatsächlich trifft. Nicht überall tritt ein Rückgang der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen ein. Branchen und Unternehmen sind häufig sehr unterschiedlich betroffen. Je nachdem, ob wir eine Stagflation erleben, also eine weiterhin starke Teuerung bei Minderwachstum, oder eine erhoffte „weiche Landung“, werden die Notenbanken unterschiedlich reagieren. In Europa ist es jedenfalls schwer vorstellbar, dass wir auf ein Leitzinsniveau von fünf Prozent zulaufen werden. Dafür sind die Südländer der Euro-Zone viel zu stark

“
**Der Markt
ist überverkauft.
Da haben einige
schon vorzeitig
die Flinte ins
Korn geworfen
und vor den
Zinserhöhungen
kapituliert“**

verschuldet. Und auch in den USA werden die Zinsen nicht aus dem Ruder laufen. Das würde die Refinanzierung der in US-Dollar verschuldeten Schwellenländer verschlechtern und neue Staatsschuldenkrisen heraufbeschwören. Notenbanken müssen eine harte Rhetorik wählen, damit die vollzogenen Zinsschritte ihre Wirkung entfalten können. Im Anschluss stimmt man die Märkte wieder versöhnlicher.

Der Knackpunkt ist die Inflation. Wäre die Rezession nicht die lehrbuchgemäße Antwort darauf?

Rathausky: Absolut. Aber heute haben wir es ja nicht mit einer Inflation zu tun, weil die Volkswirtschaften unter Dampf überhitzen, sondern weil wir unter einer Angebotsverknappung leiden. Die Nachfrage ist vorhanden und robust, aber sie kann nicht bedient werden. Wenn das Angebot zurückkommt, dürfte auch die Inflation sinken. Das zeigt eben, wie eingeschränkt die Möglichkeiten der EZB sind und wie wenig das Lehrbuch, zum Beispiel die Theorie der Phillips-Kurve, derzeit funktioniert.

frage ist vorhanden und robust, aber sie kann nicht bedient werden. Wenn das Angebot zurückkommt, dürfte auch die Inflation sinken. Das zeigt eben, wie eingeschränkt die Möglichkeiten der EZB sind und wie wenig das Lehrbuch, zum Beispiel die Theorie der Phillips-Kurve, derzeit funktioniert.

Immerhin fiel die Berichtssaison größtenteils besser aus als erwartet. Wann schlagen sich die höheren Kosten nieder?

Rathausky: Das tun sie bereits. Aber man darf die Unternehmen nicht über einen Kamm scheren. Wir beobachten für unser Portfolio, dass Unternehmen mit hohen Rohertragsmargen und starken Kapitalrentabilitäten, insbesondere Asset-light-Geschäftsmodelle, die gestiegenen Preise überwälzen können. Das sehen wir zum Beispiel bei Unternehmen wie Microsoft und Apple, die beide die Abonnementpreise erhöht haben. Das beobachten wir bei L'Occitane en Provence. Der europäische Naturkosmetikhersteller hat eine Rohertragsmarge von 80 Prozent und konnte im Jahresverlauf zweimal die Preise um je fünf Prozent anheben. Für diese Unternehmen sind nicht die Energiekostenteuerungen der relevante Faktor, sondern die Wirtschaftspolitik Chinas und die Wechselkurse. L'Occitane hat zuletzt ein Wachstum von 29 Prozent ausgewiesen. Währungsbereinigt sind es 21 Prozent. US-Unternehmen trifft es umgekehrt. Sie leiden derzeit unter dem starken US-Dollar.

Ein Grund, warum die europäischen Märkte gegenüber den US-Märkten die Nase aktuell leicht vorn haben?

Rathausky: Möglicherweise. Doch der US-Dollar fiel zuletzt wieder leicht, der Rückenwind für die europäischen Unternehmen beginnt wieder nachzulassen. Für zyklische Industrieunternehmen mit hoher Energieabhängigkeit wird es in Europa weiter schwierig bleiben. Der Energiekostenvorteil in den USA liegt beim Faktor fünf.

Mit einem Minus von knapp zehn Prozent seit Jahresanfang steht der von Ihnen gemanagte Acatis Value Event Fonds vergleichsweise gut da. Hatten Sie Ihre Strategie im Lauf des Jahres angepasst?

Rathausky: Zu Beginn des Krieges in der Ukraine hatten wir eine Aktienquote von 67 Prozent. Der Rest war in Liquidi- ►

IT, Konsum und Finanzen

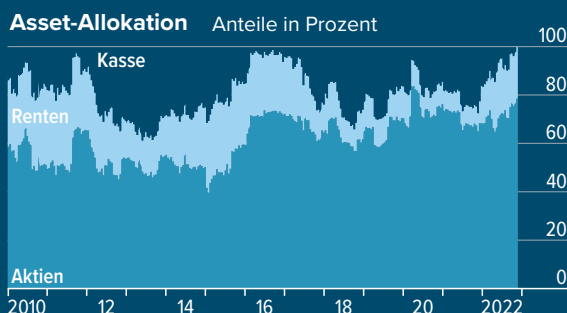
Der Fokus auf Unternehmen, deren Produkte und Dienstleistungen auch in der Krise gefragt sind, führt zu IT-, Konsum- und Finanzwerten.



Quelle: Bloomberg

Überwiegend Aktien

78 Prozent des Vermögens sind in Aktien investiert. Risiken müssen adäquat abgegolten werden – bei Aktien mit Zielrenditen von zehn Prozent pro Jahr.



Der Konkurrenz voraus

Acatis Value Event Fonds A



WKN/ISIN (thes.)	AOX754/DE000AOX7541
Fondsvolumen	6,5 Mrd. €
laufende Kosten	3,55 %
Fondswährung	EUR
Wertentwicklung 1/3/5/10 Jahre	-9,6/13,4/29,9/81,6 %
Volatilität 3 und 5 Jahre p. a.	14,1/11,8 %

Wertentwicklung auf Euro-Basis

tät und Geldmarktersatzanleihen geparkt. Durch die kurzen Laufzeiten hatten wir keine Zinsänderungsrisiken. Auf der Aktienseite waren wir gering in Europa investiert und hatten auch keine Unternehmen im Portfolio mit großen Umsatzanteilen oder großen Investitionsrisiken in Osteuropa.

Substanzwerte passen ohnehin nicht so ganz in Ihr Konzept, oder?

Rathausky: Nein, wir sind vielmehr getrieben durch den freien Cashflow. Wir investieren in Gewinner-Unternehmen, die über einen langen Zeitraum und mit hoher Rentabilität auf das eingesetzte Kapital wachsen können. Diese sind in der Korrektur auch abgestraft worden, weisen nun aber gute Einstiegs- oder Nachkaufmöglichkeiten auf.

Und wie sieht es bei Anleihen aus? Bis vor Kurzem waren die ein No-Go für Anleger. Haben Sie Ihre Vorsichtshaltung beibehalten?

Rathausky: Ja, wir behalten unseren Risk-off-Modus bei, investieren aber auch wieder in die ein oder andere Anleihe mit längerer Laufzeit – jüngst in eine Lufthansa-Anleihe mit einer Restlaufzeit bis 2027. Die Kapitalerhöhung, die es der Lufthansa erlaubte, die Staatshilfen zurückgeben zu können, war für uns eine wichtige Event-Komponente. Für Aktionäre ist so eine Kapitalerhöhung belastend. Anleihegläubiger hingegen werden in ihrer Position gestärkt. Wir konnten mit einer Rendite bis zur Fälligkeit von sieben Prozent pro Jahr investieren. Ähnliches gilt für zwei Zalando-Anleihen mit Renditen um die sechs Prozent pro Jahr und Restlaufzeiten bis 2025 und 2027.

Sind Anleihen nach dem Ausverkauf zu Jahresbeginn also wieder ein zurückgewonnenes Terrain für Mischfondsmanager?

Rathausky: Dem wieder bespielbaren Terrain möchte ich zustimmen, doch von einem Ausverkauf würde ich nicht sprechen. Die EZB hat ihre Anleihenpositionen bisher nicht abverkauft. Da ist kein Angebot auf den Markt gekommen.

Und doch haben Anleihen zu Jahresanfang teils im zweistelligen Prozentbereich verloren. Könnte man das nicht als Crash bezeichnen?

Rathausky: Das war durchaus bemerkenswert. Allerdings ging das nicht mit großen Transaktionsvolumina einher. Im Prinzip ist es buchhalterisch passiert. Von einem Crash würde ich erst sprechen, wenn Anleihen auf den Markt kommen, die keine Abnehmer finden. Das hatten wir nicht.

Die steigenden Zinsen belasten viele Unternehmen. Welche sind besonders gefährdet?

Rathausky: Viele. Ich verweise auf eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich aus dem Jahr 2018. Sie stufte damals schon rund 20 Prozent der untersuchten Unternehmen weltweit als Zombie-Unternehmen ein, also Unternehmen, denen es nicht gelingt, ihre Zinsaufwendungen durch operative Erträge zu erwirtschaften. Mit anderen Worten, die nur aufgrund der sehr niedrigen Zinsen am Leben erhalten wurden.

Inzwischen hat sich das Umfeld zu deren Ungunsten geändert ...

Rathausky: Ganz genau. Sie wurden aufgrund ihrer hohen Schuldenlast vom Kapitalmarkt auch überdurch-

schnittlich abgestraft. Wir hingegen fokussieren uns auf Unternehmen, die keine oder nur geringe Schulden besitzen und nun die Umstände an den Märkten nutzen, um massiv eigene Aktien zurückzukaufen.

Auf welche Unternehmen trifft das zu?

Rathausky: Das trifft etwa auf Microsoft, Apple und Alphabet zu. Und auch Berkshire Hathaway hat massiv eigene Aktien zurückgekauft. Diese Unternehmen sind schuldenfrei, haben ein geschütztes Geschäftsmodell und eine wunderbare langfristige Wachstumsstory. Durch ihren Wettbewerbsvorsprung gewinnen sie vor allem in der Krise Marktanteile hinzu.

Sind auch deutsche Unternehmen dabei?

Rathausky: Ja, die Münchener Rück, was die Aktienrückkäufe angeht. Das Unternehmen ist im konservativen Sinne überkapitalisiert. Da sie restriktiv im Schreiben von Neuge-

hen werden – vom Geschäftsmodell und von der Rentabilität.

Trifft das auch auf Amazon zu? Auch die musste Federn lassen ...

Rathausky: Richtig, Amazon leidet natürlich auch unter den steigenden Löhnen und Logistikkosten. Aber Amazon kann das sehr gut kompensieren durch den Cloud-Infrastrukturdienstleister Amazon Web Services. Der Bereich macht inzwischen 85 Milliarden Dollar Umsatz. Mit einer Gewinnmarge von 25 Prozent. Unseres Erachtens verkennt der Kapitalmarkt die Qualität dieses Teilbereichs.

Muss es in Ihrer Strategie immer eine Event-Komponente geben?

Rathausky: Auf jeden Fall. Manchmal sind diese Events sehr offensichtlich, etwa bei einem Aktienrückkaufprogramm oder bei einer Kapitalerhöhung. Wenn es dagegen um operative Dynamiken im Geschäftsmodell geht, die einen Katalysator für die künftige Umsatz- und Margenentwicklung



Wachstum ist ein Bestandteil der Value-Gleichung. Auch als Value-Investor wollen Sie in die Unternehmen investieren, die wachsen“

schäft ist, benötigt sie ihr bilanzielles Kapital nicht vollständig. In den kommenden Jahren will sie jedes Jahr die Dividende um fünf Prozent anheben. Zudem erwirbt sie eigene Aktien. Versicherer sind auch deshalb attraktiv, da sie aufgrund der gestiegenen Zinsen Neueingagements in ihrem Anlageportfolio zu attraktiveren Konditionen durchführen können.

Auch die SAP ist hoch gewichtet, die hat ja lange Zeit gelitten ...

Rathausky: Ja, hinter dem trübseligen Kursverlauf steckt eine große Chance. Er ist parallel zur Transformation des Geschäftsmodells zu sehen. Weg von den klassischen Lizenznahmen, hin zu einer Überführung des Geschäftsmodells in die Cloud. Das dauert länger und ist teurer als gedacht, aber es gelingt. In der Cloud können höhere Margen erzielt werden. Da müssen wir hindurchschauen. Wir sind zuversichtlich, dass wir in drei bis fünf Jahren eine ganz andere SAP se-

bilden, ist es weniger offensichtlich. Teilweise überlagern sich die Event-Komponenten auch und ein Unternehmen weist mehrere positive Ereignisse auf.

Die Jahre vor der Korrektur waren sehr stark von Wachstumsaktien geprägt. Sehen Sie jetzt mehr Chancen für Value?

Rathausky: Wir haben schon immer gesagt, dass Wachstum ein unbedingter Bestandteil der Value-Gleichung ist. Die Trennung in Value und Growth ist meiner Meinung nach nicht sachgerecht. Auch als Value-Investor möchte man in Unternehmen investieren, die wachsen. Nirgendwo ist in den vergangenen zehn Jahren mehr Value entstanden als bei Wachstumsunternehmen wie Microsoft, Apple oder Alphabet. Umgekehrt ist viel Value in klassischen Industrien verloren gegangen, etwa bei Banken. Apple nutzt das und wird künftig viele Zahlungsdienstleistungen anbieten. ■

Der Value-Klassiker

Ist Apple eine Value-Aktie? Diese Frage hat Warren Buffett längst beantwortet. In seiner Beteiligungsholding Berkshire Hathaway ist sie hoch gewichtet.

Berkshire Hathaway, B-Aktie

Aktienkurs in Euro



Beachtliche Ertragsmarge

Der Naturkosmetikanbieter L'Occitane Provence hat eine Rohertragsmarge von 80 Prozent und konnte die Preise dieses Jahr zweimal erhöhen.

L'Occitane International

Aktienkurs in Euro



Hohe Ausschüttungen

Die Münchener Rück ist in gutem Sinne überkapitalisiert. Der Rückversicherer achtet auf Risiken. Überschüsse fließen an Aktionäre zurück.

Münchener Rück

Aktienkurs in Euro

