



Gesamtbelegschaft: Ohne weitere Kollegen im operativen Geschäft verwalten Uwe Rathausky, Henrik Muhle und Marcus Hüttinger (v. l.) mehr als acht Milliarden Euro Anlegergeld in ihrer Fondsgesellschaft GANÉ

Welche Aktien jetzt das Vermögen sichern

Die drei Gründer des unabhängigen deutschen Acht-Milliarden-Euro-Fonds GANÉ warnen vor harten Zeiten an der Börse. Doch ohne Aktien geht es auch nicht. Sie verraten, welche Unternehmen für Anleger lukrativ erscheinen. Und warum.

Das Interview führte Mark Böschen
28.09.2023, 17.23 Uhr

Henrik Muhle (48) und Uwe Rathausky (47) haben zusammen seit 2007 einen der größten bankunabhängigen Vermögensverwalter Deutschlands aufgebaut: Mit GANÉ verwalten sie mehr als acht Milliarden Euro Kundengeld. Ihr Acatis Value Event Fonds hat seit dem Start Ende 2009 pro Jahr 8,9 Prozent Rendite nach Kosten erzielt. Außer dem Mischfonds bietet GANÉ neuerdings den globalen Aktienfonds GANÉ Global Equity, der in den ersten zwölf Monaten 21 Prozent Rendite geschafft hat. Außerdem stellt Rathausky in seiner Kolumne "Geldanlage für Kopfmenschen" im Wechsel mit drei anderen Fondsmanagern Investmentideen vor. manager magazin hatte 2011 als erstes Medium über den Investmentansatz des Duos berichtet. Seit Januar 2020 werden die zwei Gründer vom ehemaligen Goldman-Sachs-Banker Marcus Hüttinger (42) unterstützt, der das Team als Partner vervollständigt. Weitere Mitarbeiter hat das Unternehmen nicht.

manager magazin: Herr Hüttinger, Herr Muhle, Herr Rathausky, der US-Aktienmarkt ist nach vielen Kennziffern teurer als in den Vor-Crash-Jahren 1999 oder 2007. Sind die auf mehr als 5 Prozent gestiegenen Zinsen ganz egal für die Börse?

Henrik Muhle: Nein, die Zinsen sind nicht egal. Sie sind zu einer Hürde geworden. Auch wenn es weiterhin herausragende Geschäftsmodelle gibt, die langfristig hohe Renditen versprechen.

Marcus Hüttinger: Der breite Aktienmarkt ist nicht mehr günstig, und es ergibt keinen Sinn mehr, undifferenziert in den gesamten Markt zu investieren. Es gibt wieder Alternativen zu Aktien. Und wenn die Zinsen schnell steigen, fallen die Aktienindizes, so wie wir es in diesem September gesehen haben.

Die klassische Empfehlung in solchen Zeiten wäre: stärker auf Anleihen setzen.

Uwe Rathausky: Wir erleben ein Comeback der Bonds, das stimmt. Allerdings ist es immer noch nicht so leicht, langfristig mit Anleihen die Inflation zu schlagen und die Kaufkraft zu erhalten. So sind etwa US-Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit von zwei Jahren deutlich attraktiver als US-Staatsanleihen mit Rückzahlung in zehn Jahren. An Aktien führt kein Weg vorbei.

Sie sind wertorientierte Investoren mit dem Vorbild Warren Buffett. Die Value-Investoren von GMO in Boston erwarten für die kommende Dekade inflationsbereinigt sogar Verluste von 2,7 Prozent pro Jahr mit großen US-Aktien, dagegen könnten US-Staatsanleihen nach Abzug der Inflation 1,4 Prozent an Wert gewinnen. Haben die Kollegen recht mit ihrer skeptischen Sicht auf Aktien?

Muhle: Die hohen Zinsen fressen sich in die Realwirtschaft rein. In einigen Bereichen schränken die Kunden ihren Konsum ein. Der Modeeinzelhandel ist deshalb ein schwieriges Geschäft. Dennoch peilt Birkenstock gerade den Börsengang zu einer Bewertung von mehreren Milliarden Euro an. Und der Modeeinzelhändler Inditex steht mit seiner Aktie nahe an einem Rekordhoch und wird von der Krise vermutlich sogar profitieren. Auch die Baubranche leidet. Trotzdem geht bei unserem Portfoliounternehmen Geberit der Umsatz nur um wenige Prozent zurück, weil der Sanitärtechnikhersteller seine Preise stark erhöhen konnte. Es gibt also gerade in schwierigen Zeiten nicht nur Verlierer, sondern auch Gewinner.

"Wir haben in den vergangenen Jahrzehnten im High-Yield-Segment schon Ausfallraten von 14 Prozent gesehen – solche Spitzen können durchaus wieder auftreten."

Uwe Rathausky

Welche Merkmale von Unternehmen suchen Sie für die neue Ära der hohen Zinsen?

Rathausky: Wir müssen in Unternehmen investieren, die keine hohen Schulden haben, sondern vielleicht sogar eine Netto-Cash-Position. Hier trennt sich in den kommenden Jahren die Spreu vom Weizen. Für stark verschuldete Unternehmen dürfte sich die Zinslast teilweise verdoppeln, wenn ihre Kredite oder Anleihen auslaufen und sie diese zu viel teureren Konditionen refinanzieren müssen.

Rechnen Sie mit Insolvenzen?

Rathausky: Wir haben in den vergangenen Jahrzehnten im High-Yield-Segment schon Ausfallraten von 14 Prozent gesehen – solche Spitzen können durchaus wieder auftreten.

Muhle: Es wird Pleiten geben. Manche Anleger werden nicht das Geld zurückbekommen, das sie verliehen haben. Der Verschuldungsgrad ist für Aktienbewertungen eine wichtige Kennziffer

Was muss ein Unternehmen außer Finanzstärke noch haben, um die kommenden harten Zeiten zu überstehen?

Rathausky: Preissetzungsmacht ist das Wichtigste. Unternehmen, die aufgrund ihrer Stärke die Preise für ihre Produkte und Dienstleistungen bestimmen können, sind auch in der Lage, sich hohe Margen zu sichern. Die Unternehmen in unserem Fonds haben eine Rohertragsmarge von durchschnittlich 64 Prozent. Im US-Leitindex S&P 500 liegt diese Profitabilitätskennziffer nur bei 45 Prozent. Wichtig ist auch, dass die Unternehmen einen klaren Weg zum Wachstum mit hoher Kapitalrentabilität haben. Die Firmen müssen ja nicht nur mit den höheren Zinsen zurechtkommen,

sondern auch mit der Digitalisierung. Der strukturelle Umbruch ist in vielen Branchen gewaltig. Wir müssen als Investoren deshalb geradezu paranoid auf die Geschäftsmodelle schauen: Werden die Angebote der Unternehmen von Kunden überhaupt noch gewollt?

Ist es denn überhaupt realistisch zu verlangen, dass Unternehmen bei jedem technologischen Umbruch vorn dabei sind?

Rathausky: Manche Unternehmen sind unglaublich gut darin, ihre bestehenden Stärken zu nutzen, um neue Produkte und Dienste zu entwickeln. Und sei es durch das Kopieren von Rivalen, so wie es Microsoft mit seinem Kooperationswerkzeug Teams gemacht hat. Oder durch die Übernahme des Businessnetzwerks LinkedIn.

Gibt es solche Produktentwicklungsgenies auch in Europa?

Muhle: Ja, zum Beispiel das schwedische Unternehmen Thule. Die sind vor allem durch ihre Auto-Dachboxen bekannt geworden. Sie bieten jetzt auch Tiertransport-Systeme an und Kinderwagen. Oder nehmen wir Straumann, den Weltmarktführer bei Dental-Implantaten: Die Schweizer erschließen sich mit transparenten Zahnschienen, Biomaterialien und digitalen Lösungen neue Marktsegmente.

Der GANÉ-Aktienfonds startete vor zwölf Monaten nahe am Zwischentief der Aktienindizes, danach folgte die Kurserholung. Braucht man manchmal auch Glück?

Hüttinger: Schaden kann es nicht. Allerdings war der Zeitpunkt für den Start bewusst gewählt. Schon lange hatten wir Anfragen von Kunden, die unsere Aktienauswahl nutzen wollten, aber in keine Mischfonds investieren wollten. Mitte 2022 waren viele Unternehmen nach dem Kursrutsch sehr attraktiv bewertet. Auch deshalb haben wir den Fonds zu diesem Zeitpunkt gestartet.

Haben Sie durch Investitionen in die großen Techplattformen Apple, Amazon und Alphabet von der Begeisterung für künstliche Intelligenz profitiert?

Muhle: Der KI-Hype hat manche Kurse beflügelt, das stimmt. Aber Uwe Rathausky und ich arbeiten jetzt schon seit 20 Jahren zusammen. Unser größter Fehler war es immer, sehr gute Unternehmen zu früh zu verkaufen oder gar nicht zu kaufen. Wir haben ja nur 25 Unternehmen im Fonds. Und das sollen Unternehmen sein, die ihren Wert vervielfachen können. Weil bei ihnen viele positive Faktoren zusammenkommen.

Bei Ihrer Topposition Sika kommt derzeit viel Schlechtes zusammen: Die Baunachfrage bricht ein, warum brauchen Sie einen Zementspezialisten?

Rathausky: Sika senkt mit seinen Zusatzstoffen die CO₂-Emissionen beim Bauen. Und wir wissen alle, dass viel Infrastruktur weltweit erneuert werden muss. Das Unternehmen sollte für lange Zeit im hohen einstelligen Prozentbereich pro Jahr wachsen und die Marge kontinuierlich steigern können. Wichtig für uns ist generell, und das trifft auch auf Sika mit kleineren Abstrichen zu, dass wir uns an Asset-Light-Geschäftsmodellen beteiligen. Solche Unternehmen investieren vor allem, um neue Produkte zu entwickeln und mehr davon verkaufen zu können. Wir setzen nicht auf Unternehmen wie die großen Automobilhersteller, die viel investieren müssen, nur um im Wettbewerb überhaupt relevant zu bleiben.

Sind solche Asset-Light-Unternehmen nicht bereits unattraktiv teuer an der Börse?

Rathausky: Sika ist nach unserer Einschätzung mit dem 25-Fachen des für das kommende Jahr erwarteten Gewinns bewertet. Es hat wenig Konkurrenz und profitiert von großen Skaleneffekten. Für die besten Unternehmen zahlen Anleger eine Prämie.

Müssen Sie solche Preisaufschläge für Ihr gesamtes Portfolio zahlen?

Muhle: Nein. Unser Portfoliounternehmen L'Occitane zum Beispiel ist im Vergleich zu anderen Kosmetikherstellern stark unterbewertet. Der Börsenwert entspricht nur dem Doppelten des Umsatzes. Andere starke Kosmetikanbieter werden mit dem Fünf- bis Sechsfachen des Umsatzes gehandelt.

L'Occitane hat die Anleger ja nicht ohne Grund verschreckt ...

Muhle: Ein Übernahmeangebot durch den Hauptaktionär wurde aufgrund der Unterbewertung in Erwägung gezogen. Die Hauptmarke L'Occitane selbst wächst derzeit nur mäßig stark. Das ist aber immer weniger relevant, denn das Unternehmen besitzt seit 2021 zwei weitere starke Marken, die sie zum Beispiel an vielen Flughäfen im Duty-Free-Shop finden können: Sol De Janeiro wächst aktuell um 100 Prozent pro Jahr. Und die auf hochwertige Gesichtskosmetik spezialisierte Marke Elemis wächst ebenfalls kräftig. In beiden Fällen liegt die Marge deutlich über dem Konzerndurchschnitt. Außerdem ist L'Occitane in gewisser Weise ein Gewinner des Zinsanstiegs: Zur Strategie gehören Übernahmen. Wegen der höheren Zinskosten sinken die Firmenpreise, weil weniger finanzstarke Rivalen nun weniger hohe Kaufpreise bieten können. Gute Unternehmen wie L'Occitane überraschen außerdem immer wieder positiv.

Das klingt nach dem Prinzip Hoffnung.

Muhle: Das ist vielmehr unsere Erfahrung. Nehmen Sie unser Investment beim Insulin-Hersteller Novo Nordisk in Dänemark. Jahrelang ist das Unternehmen mit fünf bis acht Prozent pro Jahr gewachsen und war in unserem Portfolio hoch gewichtet. Wir haben an dieser hohen Gewichtung festgehalten, auch als der Kurs vor einigen Jahren zwischenzeitlich stark fiel wegen der sinkenden Insulin-Preise auf dem wichtigen US-Markt. Zuletzt wuchs das Unternehmen wieder mit 30 Prozent wegen des neuen Abnehm-Medikaments Ozempic, zeitweise war Novo Nordisk sogar der wertvollste Börsenkonzern Europas. Damit konnten wir nicht rechnen. Aber wir wussten, dass Novo Nordisk in vielerlei Hinsicht ein gutes Unternehmen ist und deshalb viel Potenzial hat. Wegen der Qualität unserer Unternehmen ist uns nicht bange. Aber auch wir merken, wenn der Aktienmarkt insgesamt fällt. Wenn Anleger langfristig Erfolg haben wollen, müssen sie deshalb gewisse Schmerzen aushalten können, so wie wir zwischenzeitlich bei Novo Nordisk.

Qualität hat ihren Preis, sagen Sie. Die Ratingagentur Morningstar bemängelt, dass Ihr Aktienfonds mit aktuell 1,86 Prozent laufenden Kosten pro Jahr einer der teureren im Wettbewerbsvergleich ist. Neue, aktiv verwaltete Indexfonds namhafter Anbieter verlangen einen Bruchteil dieser Gebühren. Wie wollen Sie sich dieser Konkurrenz stellen?

Muhle: Wir trauen uns zu, eine bessere Leistung zu liefern, so wie in den vergangenen 15 Jahren. Wenn uns das weiterhin gelingt, sind wir unser Geld wert.

Hüttinger: Innerhalb eines Jahres haben wir mehr als 100 Millionen Euro für unsere Aktienstrategie eingesammelt. Es besteht also Nachfrage nach unserer Kombination aus Wertorientierung und dem Blick auf Ereignisse, die den Wert steigern: Value plus Events. Das bekommen Sie bei der Konkurrenz so nirgends.

Zum Abschluss an Sie drei eine spekulative Frage: Was ist das größte Risiko und was das größte positive Überraschungspotenzial für die Börse?

Muhle: Positive Überraschungen wären, wenn der Ukraine-Krieg schneller als erwartet mit einer einigermaßen positiven Lösung enden würde. Oder wenn die geopolitischen Spannungen sinken sollten. Viele haben sich damit abgefunden, dass die internationalen Verflechtungen der Weltwirtschaft zurückgehen, was hohe Kosten verursacht. Das größte Risiko sind unerwartete Unternehmenspleiten, zum Beispiel in der Immobilienbranche.

Und aus Ihrer Sicht, Herr Hüttinger?

Hüttinger: Eine positive Überraschung wäre ein rapider Rückgang der Inflation, der zeitnahe Zinssenkungen ermöglichen würde. Davon gehen wir aber nicht aus: Wir setzen stattdessen auf Unternehmen, die mit höheren Zinskosten zurechtkommen. Schlecht für den Aktienmarkt wäre es dagegen, wenn die USA doch noch in eine schwere Rezession abrutschen sollten aufgrund der zuletzt steilen Zinserhöhungen. Im Moment sieht es allerdings nach einer weichen Landung der Konjunktur aus.

Und für Sie, Herr Rathausky?

Rathausky: Das größte Risiko ist auch für mich, dass die scharfen Zinserhöhungen zu einer weltweiten Rezession führen und dass China uns – anders als noch nach der Finanzkrise von 2008 – diesmal nicht als Konjunkturlokomotive rettet. China steckt in einer veritablen Immobilienkrise. Positive Überraschungen könnte die Digitalisierung bringen. Da wird es einige ganz neue Produkte geben, hoffentlich auch von unseren Portfoliounternehmen.

Quelle: <https://www.manager-magazin.de/finanzen/geldanlage/gane-fonds-global-equity-welche-aktien-und-kennziffern-fuer-anleger-jetzt-wichtig-sind-a-3a67979b-a66e-4fe7-83fc-4348ed65518a>