

# DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds  
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Nr. 19 vom 16. September 2024

Erscheinungsweise: 14-tägig

24. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

**in dieser Ausgabe wollen wir uns unter anderem mal wieder der „Königsklasse“ des Aktien-Portfoliomanagements widmen.**

Und gleichzeitig handelt es sich um eine bei Anlegern sehr beliebte Peergroup, nämlich „Aktien global“, besonders

geeignet als langfristiges Basis-Investment. Dieses Mal stellen wir Ihnen einen Aktienfonds vor, dessen Macher in der Fonds-Branche schon lange bekannt sind, da sie seit mehr als 15 Jahren im Bereich „Mischfonds“ konstant überzeugende Ergebnisse

erzielen. Die Rede ist von Uwe Rathausky und Henrik Muhle. Im Jahr 2008 lancierten sie mit dem Value-Event-Fonds einen dynamischen Mischfonds, der in den darauffolgenden Jahren bei Anlegern sehr beliebt sein sollte, da die Ergebnisse vom Start weg überzeugend waren. Zugegebenermaßen war der Zeitpunkt der Fondsaufgabe im Rückspiegel betrachtet auch nahezu perfekt, da viele Aktien extrem günstig bewertet waren und die Marktstimmung im Keller war. Es dauerte bis ins Jahr 2018, bis zum ersten Mal ein Kalenderjahr – wenn auch nur leicht – im Minus abgeschlossen wurde; davor erzielten die beiden Herren mit ihrem Ansatz ausnahmslos positive Renditen für die Anleger. Auch das schwierige Jahr 2022 ging mit einem Minus von rund 12 % nicht spurlos an dem Fonds vorüber, bevor dann aber relativ schnell ein neues Allzeithoch erreicht werden konnte.

## Erfolgreiches Stockpicking

Im Portfolio des Mischfonds wurden zumeist Aktien, Anleihen und Cash allokiert, und zwar mit einer recht flexiblen Quotensteuerung. Betrachtet man seit Fondsaufgabe 2008 die allokierten Aktien-Positionen isoliert, so sah man Ende 2021, dass die Outperformance gegenüber dem MSCI World rund 4 % pro Jahr betrug. Was also liegt dann näher, als einen globalen Aktienfonds aufzulegen, was dann

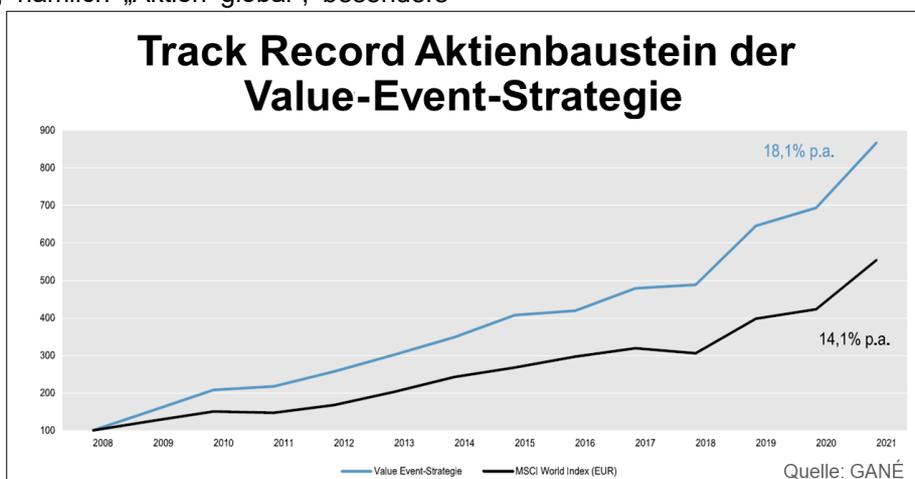
mit dem **GANÉ Global Equity Fund C (A3DQ29)** am 23.09.2022 (A- und B-Tranche) auch geschah. Zudem kamen aus dem Investorenkreis immer wieder Anfragen nach einem reinen Aktien-Investment. Eine beeindruckende Outperformance sowie die konkrete Nachfrage waren also beste

Voraussetzungen, um erfolgreich einen Aktienfonds aufzulegen. Die beiden Herren Rathausky und Muhle müssen wir Ihnen nicht mehr näher vorstellen, in unserem Online-Archiv können Sie frühere Beiträge zu dem Asset Ma-

nager und dem Mischfonds bequem per Fondssuche abrufen.

## Investmentphilosophie und Investmentansatz

Es handelt sich im Kern um eine Kombination aus zwei verschiedenen Investmentstilen: Auf der einen Seite steht das Value-Investing, das kombiniert wird mit einer Event-Komponente. Konkreter: Als „Value“ bezeichnen die Verantwortlichen Unternehmen, die über ein stabiles Geschäftsmodell verfügen, von einem Top-Management geleitet werden und die an der Börse möglichst günstig bewertet werden, sodass der Einstieg zu einem attraktiven Preis möglich ist. GANÉ unterscheidet drei Arten von Events: Veränderungen in der Kapitalstruktur (Aktienrückkäufe, Kapitalerhöhungen, Spaltungen, Verschmelzungen usw.), Veränderungen in der Aktionärsstruktur (zum Beispiel Übernahmen) und operative Katalysatoren (Wachstumsdynamik, Margendynamik, Steigerung des ROIC). Während bei dem eingangs erwähnten Mischfonds alle drei Arten berücksichtigt werden, fokussieren sich Muhle und Rathausky beim GANÉ Global Equity Fund im Event-Teil ausschließlich auf eine Art, nämlich auf die operativen Katalysatoren. Warum wurde gerade diese Event-Komponente ausgewählt? Im Hause GANÉ hat man ganz genau



analysiert, mit welcher der drei Event-Kategorien man in den letzten 15 Jahren besonders erfolgreich war, und dies ist das Ergebnis. Empirische Untersuchungen haben das ebenfalls noch bestätigt. In diese Event-Gruppierung fallen Unternehmen, die durch eine große operative Dynamik auf lange Sicht zu den Gewinnern zählen. Konkreter:

**Langfristige Wachstums- und Margendynamik**

Das sind die Charaktereigenschaften der Geschäftsmodelle, nach denen die Fondsmanager Ausschau halten. In dem Zusammenhang sind drei Kriterien maßgebend: die Kapitalrentabilität sowie die Rohertragsmarge. Beide sollten so hoch wie möglich sein. Zudem werden weniger kapitalintensive Geschäftsmodelle bevorzugt, da diese erfolgreicher sind als kapitalintensive. Anhand des MSCI World Index hat man festgestellt, dass die Rendite-Unterschiede in Bezug auf diese drei Parameter extrem hoch sind und diese damit recht zuverlässig als Outperformance-Merkmal taugen.

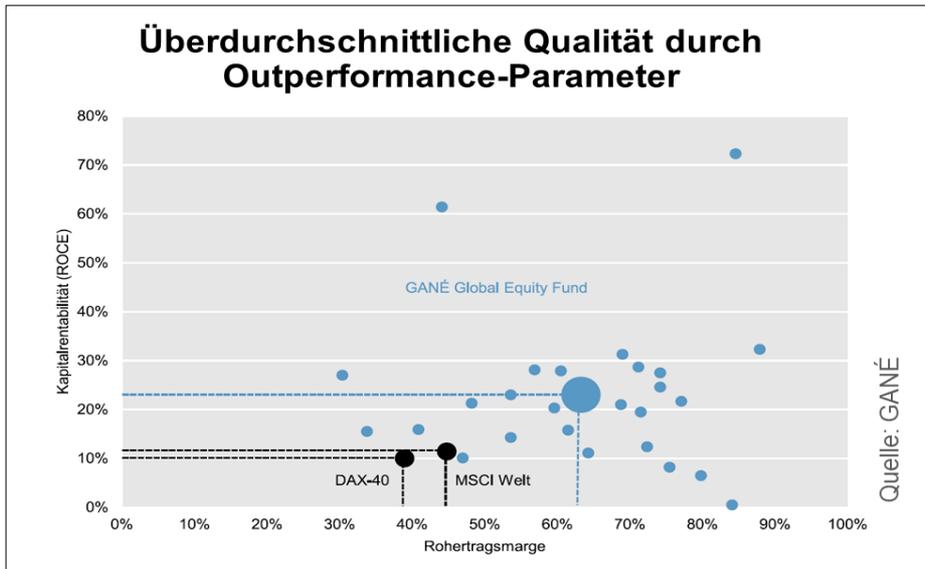
**Das GANÉ Scoring Model**

Mittels des GANÉ Scoring Model werden Unternehmen genau unter die Lupe genommen (siehe auch Grafik). Das Scoring Model beinhaltet 30 qualitative und quantitative Faktoren. Voraussetzung dafür, dass ein Unternehmen überhaupt zu einem langfristigen Portfolio-Kandidaten werden kann, ist, dass es in allen vier Teilbereichen mindestens 70 % der maximal möglichen Punktzahl erreicht. Ausnahmen sind starke kurzfristige Events, da dann eine solch tiefgehende Analyse nicht von Bedeutung ist. Mit diesem Scoring Model werden natürlich nicht nur neue Ideen

generiert, sondern die bestehenden allokierten Titel regelmäßig überprüft.

**Portfolio versus MSCI World und DAX 40**

Beeindruckend sind die Zahlen zu Rohertragsmarge sowie Kapitalrentabilität der Titel bzw. des gesamten Portfolios im Vergleich zu den beiden bekannten Indizes. Die durchschnittliche Kapitalrentabilität des Fondsportfolios liegt rund 100 % über dem Durchschnitt des MSCI World,



Quelle: GANÉ

die Rohertragsmarge ist um circa 50 % höher. In Summe finden Anleger also ein Portfolio vor, das qualitativ top positioniert ist.

**Keine Trichter vorhanden**

Wir haben schon unzählige Fonds analysiert und in den Präsentationsunterlagen sieht man sehr

häufig mit Blick auf den Investmentprozess diese Trichter: Oben in den ersten Trichter wird das komplette Anlageuniversum eingefüllt und dann durch verschiedene weitere Trichter (weitere Anforderungen an ein Investment) gefiltert, bis am Ende die potenziellen Portfolio-Titel übrigbleiben. GANÉ geht hier einen anderen Weg, wie uns Uwe Rathausky erläutert: „Wir gehen nicht so vor, dass wir 10.000 Unternehmen oben in einen Trichter einkippen und unten spuckt uns ein Algorithmus die Portfoliotitel aus. Dafür sind die Zusammenhänge aus Value und Event, für das Verständnis und die Güte eines Geschäftsmodells für zukünftige Preis-Mengengerüste und die Management-Qualität zu komplex, was sich nicht einfach aus

der Vergangenheit oder über ‚reversion to the mean‘ o.ä. extrapolieren lässt. Wir führen schon seit über 20 Jahren eine Liste mit rund 150 ‚wunderbaren‘ Unternehmen. Manche fliegen raus, manche kommen neu hinzu und natürlich suchen wir aktiv



Quelle: GANÉ

nach neuen Unternehmen und – wie Warren Buffett zu sagen pflegt – ‚wir lassen uns von ihnen finden‘. Anhand unseres GANÉ Scoring Modells (GSM) mit qualitativen und quantitativen Faktoren stellen wir fest, dass es nur sehr wenige herausragende Unternehmen gibt, wie wir sie hoffentlich selektiert haben.“

**Konzentriertes Portfolio und regionale Allokation**

Von Beginn an zeigt der Fonds ein konzentriertes Portfolio mit aktuell 27 Titeln. Es gibt zwar keine fest definierten Grenzen mit Blick auf die Anzahl; es ist allerdings so, dass die Manager die Titel sehr bewusst aussuchen und keine hohe Umschlagshäufigkeit anstreben. Die Titellanzahl sollte sich zwischen 25 und 30 auf Dauer einpendeln. Denn ein neues Investment sollte stark genug sein, um ein bestehendes verdrängen zu können, sonst endet man

mit einem Sammelurium. Die Verantwortlichen sehen sich als aktive Stockpicker, und daher stellt sich die Frage, ob die Sektor- und regionale Allokation das Ergebnis des Stockpickings darstellt. Zudem: Werden Schwellenländer grundsätzlich gemieden und man deckt ein Emerging Markets-Exposure im Prinzip mit Titeln ab, die dort einen Teil der Umsätze

generieren? Dazu Rathausky: „Im Grunde ja. Wichtig ist uns aber, dass wir die Rechnungslegung verstehen und uns auf Corporate Governance und Compliance verlassen können. Daher stehen die USA, Schweiz, Deutschland, Europa für die aktuelle Länderverteilung, die ebenfalls sehr stabil ist seit Auflage. Wir möchten lieber mit Unternehmen in Schwellenländern wachsen als uns dem spezifischen Vor-Ort-Risiko auszusetzen. In Sachen Sprachbarriere und Führungsvorteile sind wir uns bewusst, dass ein Fondsmanager vor Ort komparative Wettbewerbsvorteile im Vergleich zu uns besitzt. Es schließt nicht aus, dass wir auch mal ein Investment in den Schwellenländern eingehen werden, aber wir suchen nicht aktiv danach und fühlen uns in den etablierten Märkten seit jeher sehr wohl.“

**Das Portfolio**

Die Top Ten machen circa die Hälfte des Portfolios aus, darunter befinden sich Namen wie Berkshire Hathaway, Salesforce, Ferguson, Sika oder auch Roche. Die Titel sind ähnlich hoch gewichtet. Seit Auflage des Fonds gab

es auch bei den Titeln nur kleine Veränderungen. Ob dies bei den Regionen auch der Fall ist? Man liest immer wieder, dass die europäischen Aktienmärkte im Vergleich zu den USA attraktiver bewertet sind, und so könnte man annehmen, dass im Laufe der Zeit evtl. eine leichte regionale Verschiebung, hin zu Europa, zu erkennen ist. „Eher im Gegenteil: In den letzten Wochen konnten wir zwei weitere attraktive US-Titel erwerben und auch die deutliche Börsenkorrektur am 5. August wurde antizyklisch für selektive Zukäufe genutzt. Die Bewertung des breiten Marktes ist für unsere Betrachtung nicht relevant, da wir uns auf die Titel in unserem engeren Fokus konzentrieren. Die Schweiz nimmt mit 27 % einen wichtigen Part ein, unter anderem mit SIKA, Geberit, Belimo, Straumann und VAT“, so Rathausky. Weitere allokierte Regionen sind die USA mit ca. 42 % sowie Deutschland mit rund 18 %. Bei den Sektoren dominiert IT mit fast

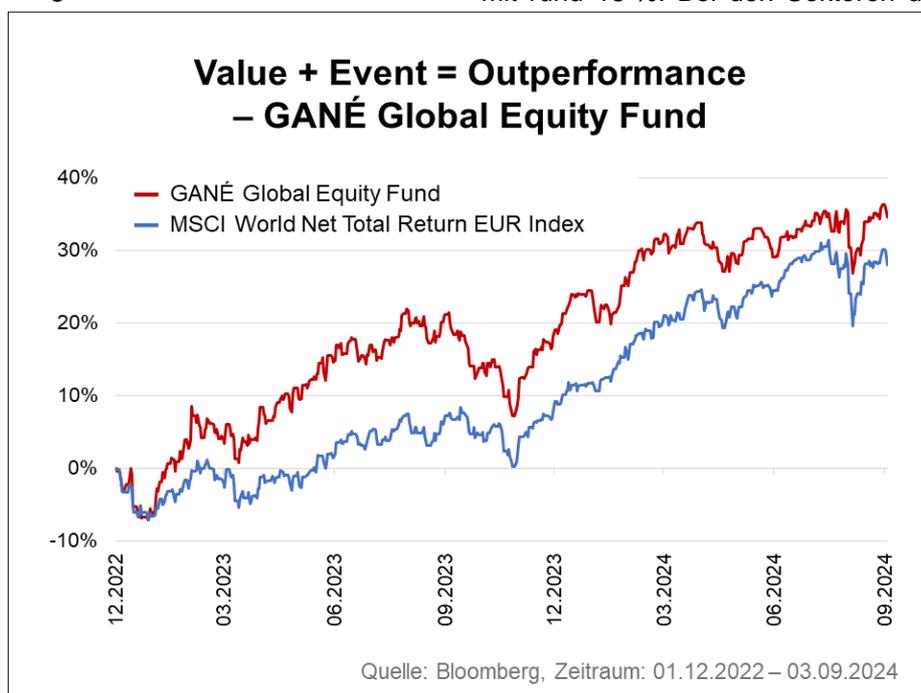
30 %, gefolgt von Industrials mit fast 18 %, zyklischem Konsum mit rund 15 %, Gesundheitswesen mit ca. 12 % und Finanzen mit etwa 10 %.

Mit welchen Trends und Entwicklungen die Fondsmanager in Zukunft rechnen, erläutert uns ebenfalls Rathausky: „Ein großes Investitionsaufkommen in Technologie

und Digitalisierung sowie generell im Produktionsbereich in ‚Near-Shoring‘ befreundeter Regionen werden ein bedeutendes Thema bleiben. Interessante Investmentthemen aber findet man an vielen Stellen, auch unabhängig von langanhaltenden Trends.“

**Die Performance**

Gleich nach Auflage startete der Fonds stark, und bis heute kann er die Outperformance gegenüber dem MSCI World halten, auch wenn diese ein wenig geschmolzen ist. Die Gründe dafür bringt Uwe Rathausky auf den Punkt: „Wir waren und sind in Microsoft, Alphabet, Apple und Amazon investiert, nicht aber in Nvidia. Das und die Gewichtungen im Vergleich zum MSCI verzerren sicherlich das Bild etwas.“ So steht seit Auflage ein Plus von ca. 30 % bei einer Volatilität von rund 15 % über die letzten 12 Monate. Außerdem wichtig zu wissen: Im Gegensatz zum GANÉ-Mischfonds nimmt man mit dem Fokus auf nur eine Event-Kategorie weniger Rücksicht auf Volatilität, man hat vielmehr die langfristige Outperformance im



Blick. Die Kombination aller drei Event-Kategorien im Mischfonds GANÉ Value Event verfolgt ein anderes Ziel, nämlich entlang der drei Kategorien, den jeweiligen Event-Stärken und -Laufzeiten auch die Volatilität zu reduzieren, ohne auf Rendite verzichten zu müssen. Das Fondsvolumen des Aktienfonds konnte seit Auflage auf mittlerweile rund 300 Millionen Euro gesteigert werden.

## Fazit

Mit dem bewährten Value-Event-Ansatz liefert das Team um Henrik Muhle und Uwe Rathausky seit 2008 nachweislich überdurchschnittliche Ergebnisse. Die Erkenntnis, dass man durch aktives Stockpicking und das haus-eigene GANÉ Scoring Model langfristig eine Outperformance erzielen kann, mündete dann in der Auflage des hier vorgestellten Aktienfonds. Dieser ergänzt die Produktpalette optimal: Wer es schwankungsärmer mag,

GANÉ Global Equity Fund C	
WKN	A3DQ29
Auflagedatum	01.12.2022
Fondsvolumen	ca. 301 Mio. Euro
Verantwortlich	GANÉ Investment-AG
Peergroup	Equity Global
Kontakt	<a href="https://gane-invest.de/">https://gane-invest.de/</a>

sollte sich den GANÉ Value Event näher anschauen, und wer dynamischer investieren und langfristig von der Entwicklung ausgewählter Qua-

litätsunternehmen profitieren möchte, kann den **GANÉ Global Equity Fund Global** in die engere Auswahl nehmen.

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir herzlichst

**„Jeder möge sein eigener Geschichtsschreiber sein, dann wird er sorgfältiger und anspruchsvoller leben.“**

Bertolt Brecht



Michael Bohn



Markus Kaiser



Werner Lang

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds. Herausgeber ist die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fonds-basierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang Verlag: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang • HRB 715980 • USt.-Id.-Nr.: DE815685325 • Tel. 0761/76 76 95 0, Fax: 0761/76 76 95 59. Der Abonnementpreis beträgt EUR 29,50 inkl. MwSt. pro Monat inkl. Versandkosten

Disclaimer: Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des jeweiligen Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahestehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenkonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer unter der Internetadresse [www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen](http://www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen) offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.