

Börse entwickelt sich in Teilen zu einem Spielcasino“

Mehrfach **gehebelte Index-ETFs treiben die Aktienmärkte auf immer neue Höhen**, warnt **Uwe Rathausky**. Im Interview sagt der Gané-Vorstand, warum er bei KI-Aktien zur Vorsicht rät und **Softwareunternehmen zu den Profiteuren des Wandels** zählt

von HEIKE BANGERT

Herr Rathausky, die Aktienquote des Gané Value Event Fund ist von 70 auf 82 Prozent gestiegen. Für einen vermögensverwaltenden Fonds ist das ein hoher Wert. Wie passt das ins aktuelle Marktumfeld?

Uwe Rathausky: Auf der Anleihe Seite können wir derzeit kaum gewinnen. Die Risikoauflagen sind historisch eng und bieten nur wenig Puffer für schlechte Nachrichten. Auf der Aktien Seite finden wir dagegen viele Unternehmen, die ausgesprochen günstig bewertet sind. Sie sind schuldenfrei oder nur gering verschuldet, erwirtschaften hohe freie Cashflows und kaufen eigene Aktien zurück. Zusammen mit den Dividenden ergeben sich in Einzelfällen Ausschüttungs- und Rückkaufrenditen von mehr als zehn Prozent.

Steigende Zinsen belasten aber auch Unternehmen. Warum sollten Aktien in einem solchen Umfeld nicht ebenfalls unter Druck geraten?

Rathausky: Natürlich leiden Unternehmen, die regel-

VERMÖGENSVERWALTER RATHAUSKY: „Phasen von extremer Konzentration gab es schon zuvor: die Nifty Fifty, die Japan-Euphorie, die Dotcom-Blase. Irgendwann korrigiert der Markt.“

mäßig auf den Kredit- oder Anleihemarkt angewiesen sind. Genau diese Geschäftsmodelle meiden wir jedoch weitgehend. Wir investieren bevorzugt in Firmen mit geringer Verschuldung und hohen freien Cashflows.

Reicht das in Anbetracht der derzeit hohen Indexstände?

Rathausky: Dass wir bei hohen Indexständen die Aktienquote erhöhen, mag zunächst widersprüchlich wirken. Tatsächlich entfernen wir uns dadurch aber stärker von den großen Indizes. Von den 30 weltweit größten Unternehmen nach Marktkapitalisierung befinden sich nur zwei Werte direkt oder indirekt in unserem Portfolio: Berkshire Hathaway sowie Tencent, die wir über eine Beteiligung an Prosus halten. Die großen Indizes werden zunehmend von wenigen Technologie- und KI-Titeln dominiert. Unser Ansatz sorgt hier bewusst für einen Diversifikationseffekt. Wir folgen also nicht dem Herdentrieb, sondern suchen nach Unternehmen, die im Schatten dieser Trendthemen stehen.

Ihr Fonds investiert nach dem Value-Event-Ansatz. Value-Aktien hatten in den vergangenen Jahren allerdings einen schweren Stand. Die Märkte wurden von Wachstum und Momentum getrieben...

Rathausky: Wir tun uns mit dieser rückblickenden Einordnung etwas schwer. Wachstum ist ein notwendiger Bestandteil von Wert. Value bedeutet für uns nicht einfach, Aktien mit einem niedrigen Kurs-Gewinn- oder Kurs-Buchwert-Verhältnis zu kaufen. Die entscheidenden Fragen lauten: Wo entsteht Relevanz beim Kunden? Und wo bauen sich nachhaltige Cashflows auf? Ein wachsendes Unternehmen kann daher sehr wohl ein Value-Investment sein. Zu sagen, die vergangenen Jahre seien keine Value-Jahre gewesen, würde ich nicht unterschreiben.

Eine Aktie zu kaufen, nur weil sie billig ist, kann aber gefährlich sein. Wie unterscheiden Sie eine echte Unterbewertung von einem Unternehmen, das zu Recht abgestraft wurde?

Rathausky: Genau darin besteht unsere Aufgabe. Wir suchen nach operativen Katalysatoren oder nach Veränderungen in der Kapital- oder Aktionärsstruktur, die eine höhere Bewertung rechtfertigen. Das ist die Verbindung von Value und Event. Wir sehen eine Differenz zwischen dem Wert eines Unternehmens und seinem Börsenpreis. Ein Event ist der Auslöser, durch den der Markt diese Lücke erkennt und schließt. Das kann eine operative Verbesserung sein, ein Aktienrückkauf, ein Spin-off oder ein anderer konkreter Anlass. Ein niedriger Kurs allein genügt uns nicht. Wir wollen verstehen, warum der Markt seine Einschätzung ändern könnte.

Währenddessen klettert der Gesamtmarkt in immer neue Höhen...

Rathausky: Die Börse entwickelt sich in Teilen zu einem Spielcasino. Auf der einen Seite steht das langfristige seriöse Investieren. Auf der anderen Seite gibt es kurzfristige Spekulation, etwa über Optionen, gehebelte Produkte oder Käufe auf Kredit. Zu den neueren Instrumenten gehören mehrfach gehebelte Index-ETFs und sogenannte Single-Stock-Leveraged-ETFs. Mit

Vita

Uwe Rathausky

Geboren **1976** in der Nähe von Stuttgart, arbeitet Rathausky während des **BWL-Studiums** an der Universität Hohenheim als Analyst bei der **Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG**, Pullach. **2007** promoviert er

Rathausky ist **Vorstand** des Asset-Managers **Gané AG**, den er **2007** zusammen mit J. Henrik Muhle gegründet hat

Von **2003** bis **2007** wirkte er als Prüfungsleiter bei Jahres- und Konzernabschlussprüfungen bei **KPMG** mit

ihnen werden täglich hohe Milliardensummen auf einzelne Aktien bewegt. Das führt zu einer extremen Konzentration auf wenige Trendthemen, insbesondere im Technologiesektor. Solche Phasen hat es in der Börsengeschichte immer wieder gegeben: die Nifty Fifty in den 1960er- und 1970er-Jahren, die Japan-Euphorie in den 1980er-Jahren oder die Dotcom-Blase Ende der 1990er-Jahre. Zunächst treiben hohe Erwartungen die Kurse. Doch wenn die Investitionen zu groß werden, das Gewinnwachstum nachlässt oder die Zinsen steigen, ziehen sich Anleger oft sehr schnell zurück. Dann korrigiert der Markt heftig, bevor er sich wieder auf eine breitere Basis stellt. Von diesen Trendthemen halten wir uns möglichst fern.

Das größte Trendthema ist zweifellos künstliche Intelligenz. Ist der KI-Boom nachhaltig – oder droht auch hier eine Übertreibung?

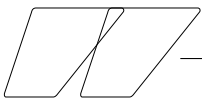
Rathausky: In den USA entwickelt sich der Finanz- und Vermögensmarkt zunehmend zu einer regelrechten KI-Einbahnstraße. Wenn die aktuellen Investitionstrends anhalten, könnten die Schulden für KI-Rechenzentren in drei bis vier Jahren die Hypothekenschulden übersteigen. Ich bezweifle, dass die Einnahmen aus diesen Rechenzentren ausreichen werden, um die Gläubiger angemessen zu bedienen. Der entscheidende Punkt lautet: Ein technologischer Erfolg ist überhaupt keine Garantie für einen finanziellen Erfolg. Das haben bereits der Eisenbahnboom im 19. Jahrhundert und der Telekommunikationsboom im 20. Jahrhundert gezeigt. Beide Technologien waren von großer Bedeutung. Trotzdem haben nicht alle Unternehmen, die darin investierten, Geld verdient.

Wo liegt im aktuellen KI-Konstrukt das größte Risiko?

Rathausky: Die gewaltigen Investitionen werden vielfach nicht aus bereits erzielten Umsätzen finanziert, sondern über zirkuläre Geschäfte. Chiphersteller investieren in KI-Labore. Diese kaufen mit dem Geld wiederum Chips bei Hyperscalern. Das erzeugt den Eindruck einer starken Nachfrage, sagt aber noch nichts über ein tragfähiges Geschäftsmodell aus. Hinzu kommt, dass die Investitionen nur begrenzt dauerhafte Vermögenswerte schaffen. Chips machen etwa die Hälfte der Kosten eines KI-Rechenzentrums aus. Ihre wirtschaftliche Nutzungsdauer beträgt jedoch häufig nur drei bis fünf Jahre. Das ist eine gefährliche Konstellation. Die Hyperscaler planen für 2026 Investitionen von rund 750 Milliarden US-Dollar in KI-Rechenzentren. Über die Lebensdauer dieser Anlagen müssten nach Schätzungen etwa 1,5 Billionen Dollar Umsatz entstehen, damit sich die Investitionen amortisieren. Ob das gelingt, ist keineswegs sicher.

Aus Asien kommen zunehmend günstigere Modelle. Könnten sie den teuren Anbietern das Geschäft verderben?

Rathausky: Ja, davon ist auszugehen. Die Qualität der KI-Modelle unterscheidet sich weniger stark, als es die aktuelle Bewertung vermuten lässt. Durch die sogenannte Modelldestillation können kleinere Anbieter leistungsfähige Modelle nutzen, ►



um eigene und günstigere Lösungen zu entwickeln. Das erinnert an das Red-Queen-Problem aus Alice im Wunderland: Die Marktführer müssen immer schneller laufen, nur um an derselben Stelle zu bleiben. Sie investieren Milliarden in das nächste Modell, um den bisherigen Vorsprung zu verteidigen. Doch die bestehenden Modelle entwickeln sich dadurch zunehmend zu einer Handelsware, die sich kontinuierlich entwertet. Die Hyperscaler planen enorme Investitionen, obwohl viele Unternehmen gar kein besonders großes Sprachmodell benötigen. Für konkrete Geschäftsprozesse sind kleinere, spezialisierte Modelle oft besser geeignet. Große Sprachmodelle sind teuer und schwerfällig. Sie arbeiten mit Milliarden von Parametern und neigen eher zu sogenannten Halluzinationen, weil sie Kreativität höher gewichten als Genauigkeit. In Unternehmen geht es dagegen um präzise Antworten, klar definierte Prozesse, bestimmte Daten und den jeweiligen Kontext. Dafür sind spezialisierte Modelle häufig passender – und deutlich günstiger.

Ihr Fonds hält rund 22 Prozent in Softwareaktien. Die Branche wurde zuletzt abgestraft. Viele Anleger befürchteten eine „Software-Apokalypse“. Warum bleiben Sie so zuversichtlich?

Rathausky: Weil die technische Möglichkeit der KI und die Realität im Geschäftsalltag deutlich auseinanderliegen. Die meisten Unternehmen müssen ihre Daten und Prozesse erst vollständig und konsistent digitalisieren, bevor sie künstliche Intelligenz sinnvoll einsetzen können. Sie wollen sich auch nicht von einem einzigen Modellanbieter abhängig machen. Sie benötigen Kontrolle über die Modelle, die Kosten, ihre Daten und die regulatorischen Anforderungen. Das stärkt etablierte Softwareanbieter und schwächt sie nicht. Unternehmen wie SAP oder Salesforce können sich zu Orchestrierungsplattformen entwickeln, auf denen unterschiedliche KI-Anwendungen unter klaren Leitplanken eingesetzt werden. Beide Anbieter sind tief in die Wertschöpfung ihrer Kunden integriert. Ihre Systeme steuern zentrale Prozesse, enthalten sensible Transaktionsdaten und sind eng mit den jeweiligen Geschäftsmodellen verknüpft. Ein Austausch wäre keine einfache Umstellung, sondern eher eine offene Operation am Herzen. Die Unternehmen, mit denen wir sprechen, sagen nicht: „Wir brauchen weniger SAP.“ Sie sagen: „Wir müssen mehr SAP einsetzen.“ Das zeigt sich auch im Auftragsbestand. Der SAP-Order-Backlog ist zuletzt um rund 27 Prozent gestiegen.

Sie sagten, viele Unternehmen sind nicht ausreichend digitalisiert, um KI zu nutzen. Welche Branchen hängen zurück?

Rathausky: Der Nachholbedarf besteht branchenübergreifend. Die Daten müssen homogen und konsistent auf einer Plattform zur Verfügung stehen. Viele Unternehmen befinden sich gerade erst auf dem Weg in die Cloud.

Und wenn Sie eine Branche herausgreifen müssten?

Rathausky: Dann wäre das die Bauindustrie. Mit Nemetschek halten wir einen der weltweit führenden Anbieter von Design- und Bausoftware im Portfolio. Die Branche muss ihre Prozesse von der Idee über Planung und Bau bis zu Wartung, Betrieb und Rückbau digital abbilden. Gesetzliche Vorgaben wie Building Information Modeling beschleunigen diese Entwicklung. Branchenanalysen erwarten für die Bausoftware in den kommenden

Softwareunternehmen sind keine KI-Verlierer. Im Gegenteil: SAP gewinnt Kunden wegen künstlicher Intelligenz.“

Uwe Rathausky, Vorstand, Gané AG

fünf Jahren ein Wachstum von rund zehn Prozent jährlich – zunächst allein deshalb, weil die Digitalisierung noch nicht abgeschlossen ist. Künstliche Intelligenz kommt als zusätzlicher Wachstumstreiber hinzu.

Viele Softwareunternehmen kaufen derzeit eigene Aktien zurück. Ist das ein verlässliches Zeichen für eine Unterbewertung?

Rathausky: Der Aktienrückkauf ist dann sinnvoll, wenn das Unternehmen unterbewertet ist und er keine renditestärkeren Investitionen verdrängt. Gleichzeitig muss das Management weiter ausreichend in Forschung, Entwicklung und Innovation investieren. Genau diese rationale Kapitalallokation sehen wir bei mehreren Unternehmen. Paycom hat seit Jahresbeginn rund 19 Prozent der eigenen Aktien zurückgekauft. Salesforce hat über ein beschleunigtes Rückkaufprogramm etwa elf Prozent der Aktien erworben. SAP plant, innerhalb von zwei Jahren eigene Aktien im Wert von zehn Milliarden Euro zurückzukaufen. Wenn ein Unternehmen eigene Aktien unter ihrem inneren Wert erwirbt, steigt der Gewinn je Aktie der verbleibenden Anteilseigner. Das ist ein fundamentaler Unterschied zu Geschäftsmodellen, die zwar hohe Umsätze versprechen, aber keinen freien Cashflow erzeugen.

Welche Chancen sehen Sie außerhalb des Software-Bereichs?

Rathausky: Wir finden auch bei Konsumunternehmen attraktive Konstellationen. Dazu zählen Hugo Boss, Deckers Outdoor und Lululemon. Die Unternehmen leiden unter einem schwächeren Konsumumfeld, Zöllen, einem schwachen Dollar und weiteren Belastungen. Ihre Aktienkurse sind entsprechend deutlich zurückgekommen. Gleichzeitig erwirtschaften die Firmen hohe freie Cashflows, sind weitgehend schuldenfrei und kaufen ihre Aktien auf niedrigem Bewertungsniveau zurück. Bei Lululemon und Deckers Outdoor ergeben sich aus Rückkäufen Renditen von acht bis neun Prozent. Zudem besitzen sie Wachstumspotenziale über eigene Geschäfte, internationale Expansion und neue Produktkategorien. Das entspricht genau unserem Suchprofil: „Asset-light“-Geschäftsmodelle, hohe Kapitalrenditen, starke Profitabilität, freie Cashflows und ein Management, das mit dem Geld vernünftig umgeht.

Muss bei jedem Ihrer Investments ein Event vorliegen? Oder reicht die Überzeugung, dass ein gutes Unternehmen vom Markt übersehen wird?

Rathausky: Sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen muss ein Katalysator erkennbar sein. Ausgenommen sind Liquiditätsbestände und Geldmarktersatzanlagen. Ein gutes Beispiel ist Berkshire Hathaway. Warren Buffett hat bereits vor Jahren eine Methode erläutert, mit der sich der faire Wert der Beteiligungsgesellschaft näherungsweise berechnen lässt. Wir aktualisieren diesen Wert von Quartal zu Quartal. Zugleich beobachten wir, auf welchem Niveau Berkshire eigene Aktien zurückkauft. Daraus ergibt sich ein aufwärtsgerichteter Korridor: Der innere

Wert steigt, während Aktienrückkäufe ein Sicherheitsnetz bilden können, wenn der Börsenkurs unter dem fairen Wert liegt. Wir kaufen eher am unteren Ende des Korridors zu und nehmen am oberen Ende Gewinne mit. Auch bei Anleihen kann ein Event den Ausschlag geben. Eine Kapitalerhöhung ist für Aktionäre möglicherweise unerfreulich, kann aber die Position der Gläubiger stärken. Dadurch kann eine Anleihe attraktiver werden.

Sie halten im Anleihebereich kurzlaufende Papiere. Warum?

Rathausky: Die Risikoaufschläge sind zu niedrig, um längere Laufzeiten oder schwächere Bonitäten ausreichend zu vergüten. Wir wollen uns nicht über Fremdwährungen, lange Laufzeiten oder schlechtere Kreditqualität eine Rendite erkaufen, die das Risiko nicht angemessen entschädigt. Unsere durchschnittliche Anleihelaufzeit beträgt 1,1 Jahre, das durchschnittliche Rating A+. Die Rendite liegt bei etwa vier Prozent. Damit halten wir Zinsänderungs-, Bonitäts- und Währungsrisiken möglichst gering. Es gibt einzelne interessante Konstellationen, etwa Wandelanleihen. Eine Anleihe von Zalando ist durch Rückkäufe des Unternehmens zu einer Art Geldmarktersatz geworden. Auch die Wandelanleihe des US-Tierarzneimittelherstellers Zoetis bietet eine interessante Struktur: Die Wandlungsoption wird derzeit kaum bewertet, während das Unternehmen weiterhin solide Cashflows erzielt und eigene Aktien zurückkauft. Wir investieren überwiegend in Euro, Dollar und die norwegische Krone. Fremdwährungspositionen sichern wir nicht ab. Über lange Zeiträume haben sich positive und negative Währungseffekte bislang ausgeglichen.

Und wie ist das Portfolio gegenüber Risiken von außen gewappnet?

Rathausky: Unser Portfolio ist robust, aber nicht immun. Wir investieren in Unternehmen mit geringer Verschuldung, hoher Profitabilität und Preissetzungsmacht. Die durchschnittliche Rotertragsmarge unseres Portfolios liegt bei etwa 65 Prozent. Zum Vergleich: Bei den großen Welt- und US-Indizes sind es rund 40 Prozent. Eine hohe Rotertragsmarge ist ein erster Hinweis darauf, dass ein Unternehmen steigende Kosten an seine Kunden weitergeben kann. Unsere Unternehmen erzielen im Durchschnitt eine Kapitalrentabilität von etwa 20 Prozent, die Free-Cashflow-Marge liegt bei rund 20 Prozent. Die Cash-Conversion – also das Verhältnis von freiem Cashflow zum operativen Ergebnis – beträgt etwa 80 Prozent. Das sind alles wichtige Hinweise für die Qualität der ausgewiesenen Gewinne und die Robustheit des Portfolios. Ausgewiesene Ergebnisse können beispielsweise durch aktivierte Eigenleistungen, vorgezogene Umsatzrealisierungen oder umfangreiche Aktienoptionen verzerrt sein. Der tatsächlich erwirtschaftete Cashflow zeigt, was im Unternehmen ankommt.

Und bei welchen Risiken müssten Sie das Portfolio doch anpassen?

Rathausky: Ein noch höherer Ölpreis, ein schwächerer US-Dollar oder eine erneute Sperrung der Straße von Hormus würden nicht automatisch zu einem Austausch einzelner Titel führen. Wir überprüfen die Aktien- und Anleihequote ständig und wägen die Opportunitätskosten von Liquidität ab. Solange wir bei qualitativ hochwertigen Unternehmen deutliche Bewertungsabschläge und eine gute Kapitalallokation vorfinden, halten wir eine Aktienquote von rund 80 Prozent für vertretbar. ■

GANÉ VALUE EVENT FUND

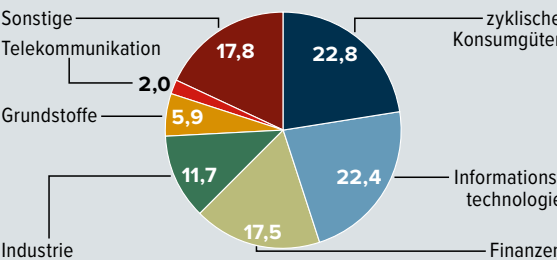
Value mit Event-Orientierung

Der vermögensverwaltende Fonds strebt als Basis eine flexible und ausgewogene Anlage an. Value-Investing bedeutet dabei, durch den Kauf von Unternehmen mit hoher Qualität, gutem Management und attraktiver Bewertung fundamentale Risiken niedrig zu halten. Die Event-Orientierung soll helfen, Marktpreisrisiken zu reduzieren, indem positive Ereignisse zur Wertsteigerung der Investments beitragen.

IT und zyklischer Konsum vorn

Gewichtung nach Sektoren

Anteile in Prozent



Quelle: Gané Investment AG, 21.08.2026

Top-5-Aktien

Aktie	ISIN	Branche
Paycom Software	US70432V1026	IT-Dienstleister
Credit Acceptance	US2253101016	Spezialversicherer
Prosus	NL0013654783	Zyklische Konsumgüter
Ionos Group	DE000A3E00M1	IT-Dienstleister
Ulta Beauty	US90384S3031	Konsumgüter/Kosmetik

Quelle: Gané Investment AG, 21.08.2026

Start in schwierigem Umfeld



WKN/ISIN (thesaurierend, €)	A3ERNQ/DE000A3ERNQ7
Fondsvolumen	1 357 Mio. €***
Laufende Kosten (TER*)	1,70%**
Wertentwicklung 1/2 Jahre p.a.	3,5/5,8%
Wertentwicklung seit Auflage	12,8%
Auflagedatum	31.01.2024

Quelle: Morningstar, 25.08.26, Total Expense Ratio

Korrekturhinweis: In der veröffentlichten Fassung stand **: 2,63 % und ***: 146 Mio.