

Krieg und Börse

Was Vermögensverwalter jetzt empfehlen

Während der Dax einbricht, treffen einige der bekanntesten unabhängigen Vermögensverwalter Deutschlands im Hamburger "Vier Jahreszeiten" ihre Kunden. Wie die Geldverwalter angesichts von Krieg, Inflation und Kursrutsch nun reagieren.

Von Mark Böschen

Am Montagmittag haben sich fünf Dutzend Herren in dunklen Anzügen in einem Saal des Hotels "Vier Jahreszeiten" an der Hamburger Binnenalster versammelt. Trotz des Drei-Gänge-Menüs herrscht unter den Kristallkronleuchtern und den Putten an der Decke gedrückte Stimmung. Der Dax ist am Vormittag zeitweise um fast 5 Prozent gefallen, binnen fünf Tagen hat der deutsche Leitindex mehr als 10 Prozent verloren. Seit dem Hoch von Anfang Januar hat er zeitweise bereits die Schwelle von minus 20 Prozent überschritten, ab der Finanzanalysten von einem Crash sprechen. Wie geht es nun weiter?

Das ist das große Thema hier im Saal, viele der Herren haben heute schon Geld verloren. Nun wollen sie Antworten hören von den Menschen auf der Bühne: Vertretern der größten unabhängigen Vermögensverwalter Deutschlands. Zu der Veranstaltung eingeladen haben die Fondsgesellschaften und die Privatbank Hauck Aufhäuser Lampe. Bis Mitte März werden die Fondsmanager auf ihrer Investorentour auch Anleger in mehreren deutschen Städten sowie in Wien und Zürich treffen. *manager magazin* war dabei – und dokumentiert die wichtigsten Aussagen, wie die Geldverwalter angesichts von Krieg, Inflation und Kursrutsch nun reagieren wollen.

Henrik Muhle und Marcus Hüttinger, Gané

Die Fondsgesellschaft Gané mit Sitz in Aschaffenburg ist bekannt für ihren Mischfonds Acatis Gané Value Event. Der verwaltet mehr als 6 Milliarden Euro Anlegergeld. Das Kapital liegt zu gut 70 Prozent in Aktien, der Rest ungefähr zur Hälfte in Anleihen und Bargeld. In den zurückliegenden zehn Jahren hat der Fonds durchschnittlich 7 Prozent Rendite pro Jahr nach Kosten erzielt. **Henrik Muhle** (46) war 2007 einer der beiden Gründer von Gané und seither im Vorstand aktiv. **Marcus Hüttinger** (40) ist seit Januar 2020 Kapitalmarktstrategie bei Gané, zuvor war er bei den Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley tätig.

manager magazin

Sonderveröffentlichung
zum Artikel auf manager-magazin.de vom 09.03.2022

Die Analyse: "Die Kapitalmärkte befinden sich in einem Umfeld der Extreme, das durch den Krieg und die humanitäre Katastrophe in der Ukraine noch herausfordernder geworden ist", sagt Hüttinger. Schon vor dem Angriff Russlands auf die Ukraine seien die Weltbörsen unter Druck gewesen, weil die gigantischen Hilfsmaßnahmen nach dem Corona-Crash schrittweise zurückgefahren werden. Vor dem russischen Angriffskrieg hatten die Marktteilnehmer in den USA sechs Zinserhöhungen erwartet. Die Fed beabsichtigte jeden Monat Dutzende Milliarden Dollar aus den Finanzmärkten abzuziehen. "Wir müssen uns jetzt fragen, wie die Notenbanken reagieren werden." In Europa seien "angesichts des Desasters in der Ukraine keine Zinserhöhungen denkbar". In den USA sehe es jedoch anders aus. "Entscheidend ist, dass wir in den USA eine Zinswende bekommen werden. Wir müssen von einem Paradigmenwechsel für die Finanzmärkte ausgehen."

Der weitere Anstieg der Rohstoffpreise ist aus Sicht der Gané-Manager die stärkste wirtschaftliche Belastung für Europa aufgrund des Krieges. "Der Krieg überlagert alles", sagt Henrik Muhle. "Der wird uns nicht so schnell wieder loslassen, fürchte ich." Die Effekte würden andauern und Geld kosten. Ein Freund aus der chemischen Industrie zum Beispiel habe drei Jahre veranschlagt, die es brauche, um russisches Gas zu ersetzen, selbst wenn alternative Lieferanten gefunden würden – schon wegen des hohen Reinheitsgrades des russischen Erdgases.

Die Strategie: Aktien bleiben für Gané, deren Flaggshipfonds sowohl in Anleihen wie in Aktien investiert, die bevorzugte Anlageklasse, sagt Hüttinger. Der leichte Anstieg der Staatsanleiherenditen vom Jahresanfang habe sich bereits wieder weitgehend verflüchtigt. Die Renditen von Unternehmensanleihen seien angesichts der höheren Ausfallrisiken noch immer nicht attraktiv. "Wir halten Liquidität vor, um sie gegebenenfalls einzusetzen." Nämlich dann, wenn die Kurse von Anleihen oder Aktien weiter fallen. "Wir können einen Zinsschock in den USA nicht ausschließen."

"Wir suchen nach Unternehmen mit robustem Geschäft, deren Aktien so günstig sind, dass die Investition ein Stück weit unabhängig ist von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung", sagt Muhle. Zum Beispiel, weil andere Investoren aus regulatorischen Gründen zum Verkauf gezwungen sind. Oder wo Übernahmeangebote einen bestimmten Übernahmepreis sichern.

Ein Beispiel sei die Aktie des Videospieleherstellers Activision Blizzard, die derzeit bei 80 Dollar gehandelt werde – obwohl Microsoft 95 Dollar pro Aktie biete bei seinem Übernahmeangebot. "Über ein bis anderthalb Jahre sind 17 Prozent Rendite möglich", sagt Muhle. Falls die Übernahme nicht zu 95 Dollar erfolge, könne

manager magazin

Sonderveröffentlichung
zum Artikel auf manager-magazin.de vom 09.03.2022

Activision Blizzard in den Blick anderer Übernahmeinteressenten geraten, wie zum Beispiel Apple, Amazon, Meta ("Facebook") oder Disney. "Die Aktie ist für uns eine Möglichkeit, Liquidität zu investieren, mit beherrschbarem Risiko."

Muhles zweites Beispiel ist die Aktie des Wohnungsverwalters Deutsche Wohnen, der derzeit vom Marktführer Vonovia übernommen wird, zum Angebotspreis von 53 Euro. Seit Abschluss des Angebots mit 87,6 Prozent Annahmquote ist der Aktienkurs um 35 Prozent gefallen, binnen drei Monaten, auf weniger als 40 Euro. Vonovia hat angekündigt, keine Dividende bei Deutsche Wohnen zu zahlen. "Vonovia hat versucht, den Besitz der Aktie unattraktiv zu machen – es bleibt aber derselbe Immobilienbesitz, der dahintersteht", sagt Muhle. Große Anleger hätten die Aktie verkaufen müssen. Die ökonomische Logik sei bestechend: Für Vonovia ergebe es keinen Sinn, die Deutsche-Wohnen-Aktie dauerhaft an der Börse zu belassen. "Hier können Anleger wie wir in unsicherer Zeit Geld parken, ohne den vollen Risiken des Kapitalmarkts ausgesetzt zu sein."

Insgesamt rät Muhle dazu, angesichts der Unsicherheit einen kühlen Kopf zu bewahren und nicht vorschnell zu handeln, bevor die wahrscheinlichsten Szenarien absehbar würden. Es sei klug, nach unternehmensspezifischen Risiken zu suchen, die mit dem Krieg in Zusammenhang stünden. In Russland stünden etwa Flugzeuge im Wert von 10 Milliarden Dollar still, die Leasinggesellschaften gehörten. Solche Risiken gelte es jetzt zu meiden. Die geopolitische Situation spreche für Investments in den USA. "Wir Deutschen kaufen jetzt 'Freedom Gas' statt russisches Gas und werden sicherlich auch einige F-35-Kampfflugzeuge von Lockheed Martin bestellen. Das spricht für den Dollar, nicht für den Euro."

Marc Profitlich, ProfitlichSchmidlin

Direkt nach ihren Masterstudiengängen gründeten **Marc Profitlich** und **Nicolas Schmidlin** den Vermögensverwalter ProfitlichSchmidlin, unterstützt wurden sie dabei damals unter anderem von Henrik Muhle von Gané. Das Duo ist bekannt dafür, Investmentchancen in den Tiefen der Anleihe-Emissionsprospekte zu entdecken oder in Übernahmeangeboten für börsennotierte Gesellschaften. In den zurückliegenden fünf Jahren schaffte ihr Fonds 4,6 Prozent Rendite pro Jahr.

Die Analyse: "Ich war zweimal in der Ukraine, das letzte Mal vor weniger als zwei Monaten", sagt Marc Profitlich. "Ich bin geschockt über das, was wir in der Zeitung lesen. Die Weltpolitik ist aus dem Gleichgewicht geraten. Ich hoffe sehr, dass wir es bald wiederfinden und hoffe auf Frieden in Europa." Für Russland sieht Profitlich

manager magazin

Sonderveröffentlichung
zum Artikel auf manager-magazin.de vom 09.03.2022

düstere Zeiten aufziehen: "Der Flugverkehr, aber auch Netflix oder Paypal funktionieren in Russland nicht mehr. Dem Land droht eine Entwicklung in Richtung nordkoreanischer Verhältnisse." Eine weitere Befürchtung: Die Ukraine habe auch die ertragreichsten Agrarböden der Welt. Falls dort nicht wie gewohnt Getreide angebaut werden könne, könne es zur Knappheit kommen. "Gibt es Leute, die frieren oder nicht satt werden auf der Erde? Solche Fragen könnten auf uns zukommen." Allerdings sei Russland wirtschaftlich nicht bedeutender als Italien. Von Agrar- und Energieexporten abgesehen seien die wirtschaftlichen Auswirkungen auch für Europa verkraftbar.

Die Strategie: Profitlich führt ein hoch konzentriertes Portfolio mit nur 18 langfristigen Investments. Die stehen für mehr als 60 Prozent des Fondskapitals. Ein Geschäftsmodell, auf das er setzt, sind Distributoren wie der Chemielieferant Brenntag. Diese Unternehmen kaufen Produkte von Herstellern, um sie später weiterzuverkaufen. "Bei hoher Inflation profitieren Distributoren von der Preissteigerung", sagt Profitlich. Die Margen seien teils recht hoch. Außerdem seien die Märkte fragmentiert, was die Chance biete, durch Übernahmen zu wachsen. Die Geschäfte hätten sich außerdem als sehr krisenfest erwiesen: Brenntag habe in der Finanzkrise 2008 den bis dahin höchsten Cashflow der Unternehmenshistorie gehabt.

Sein Fonds ist bei Beijer Ref aus dem schwedischen Malmö investiert – dem größten Distributoren für Kühlgeräte, wie sie in jedem Supermarkt zu finden sind. "Wenn das Kühlaggregat nicht mehr funktioniert, wird der Joghurt schlecht. Deswegen ist es entscheidend, dass der Supermarkt schnell Ersatzteile und Reparaturen bekommen kann, falls nötig." Über den Preis einer Reparatur wird in solch einer Notlage nicht gefeilscht. Ein weiterer Vorteil: Bis 2030 muss auf EU-Anweisung nach und nach auf natürliche Kühlmittel umgerüstet werden. Nordamerika und Asien würden früher oder später folgen. "Dem Unternehmen steht ein regulatorisch getriebener, jahrzehntelanger Wachstumstreiber bevor." Nach Profitlichs Einstieg im Frühjahr 2020 zum Kurs bei 60 schwedischen Kronen hat die Beteiligungsgesellschaft EQT Ende 2020 rund 30 Prozent des Unternehmens gekauft. In den vergangenen Wochen ist der Aktienkurs von zeitweise fast 200 Kronen deutlich gefallen. "Wir sind jetzt wieder eher auf der Käuferseite", sagt Profitlich.

Zu robusten, langfristigen Wachstumsunternehmen kommen bei Profitlichs Fonds die Sondersituationen bei Anleihen und Aktien, mit denen sein Fonds auch im Corona-Crash-Jahr 2020 eine positive Rendite erzielte. "Die Liste der Unternehmen, die in Übernahmesituationen sind, ist derzeit sehr lang, was sehr gut für uns ist." Wenn Käufer ein Unternehmen von der Börse nehmen, muss er den verbliebenen Aktionären ein Übernahmeangebot machen. Die Höhe wird von Gutachtern geprüft

manager magazin

Sonderveröffentlichung
zum Artikel auf manager-magazin.de vom 09.03.2022

und teils auch festgelegt. "In solchen Situationen bekommen wir oft ein Risiko vergleichbar mit Anleihen, mit attraktiver Rendite."

Ein Beispiel hierfür ist die Aktie von Kabel Deutschland. Vodafone hat schon vor fast zehn Jahren fast 85 Euro pro Aktie geboten und zahlt eine Garantiedividende von mehr als drei Euro pro Jahr. Das Delisting der Aktie zieht sich durch rechtliche Auseinandersetzungen hin. Im Dezember 2020 überschritt Vodafone die Schwelle von 90 Prozent der Anteile an Kabel Deutschland. "Jetzt kann theoretisch jederzeit der Squeeze-out kommen", sagt Profitlich. Wenn es dazu komme, werde nochmals eine Unternehmensbewertung angestellt. Das Unternehmen erziele heute fast doppelt so viel Ebitda-Gewinn wie zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots. Außerdem sei das Zinsniveau heute fast zwei Prozentpunkte niedriger. "Eine Bewertung von bis zu 140 Euro pro Aktie ist denkbar", sagt Profitlich. Es könne jedoch sein, dass Vodafone sich arm rechnen werde und nur 110 Euro zahlen wolle. "Dann streiten wir für den Betrag zwischen 110 und 140 Euro."

"Ein sicherer Hafen sind derzeit auch die großen US-Techkonzerne", sagt Profitlich. Apple oder Alphabet ("Google") seien weniger auf die Beschaffung von Rohstoffen angewiesen als viele andere Unternehmen.

Ufuk Boydak, Loys

Die Loys AG verwaltet mehr als 1,5 Milliarden Euro Kundengeld in mehr als einem halben Dutzend Fondsstrategien. Bei einigen davon setzt Loys nicht nur auf steigende, sondern auch auf fallende Kurse bei solchen Unternehmen, die das Fondsmanagement für überbewertet hält. Der Loys Global L/S ("long/short") hat binnen zehn Jahren 3,3 Prozent Rendite pro Jahr erzielt. **Ufuk Boydak** (36) ist seit 2009 bei der Loys AG, seit 2017 Vorstandsvorsitzender.

Die Analyse: "Die Geldpolitik hat lange Zeit bei allen Problemen den Aktienmarkt gestützt", sagt Ufuk Boydak. Das habe zu Übertreibungen geführt. Unprofitable Techunternehmen hatten allein von 2020 bis Anfang 2021 zeitweise ihre Marktwerte mehr als vervierfacht. "Die Spekulationsblase war viel zu sehr aufgebläht", sagt Boydak. "Das wird sich ändern müssen, angesichts der Inflationsraten." Die Notenbanken seien zum Handeln gezwungen. "Wir erwarten steigende Zinsen in den nächsten Jahren." Der Zinsdruck sei definitiv da. "Wir können ihn nicht vermeiden – gerade in den USA."

manager magazin

Sonderveröffentlichung
zum Artikel auf manager-magazin.de vom 09.03.2022

Die Folge seien "substanzielle Kursverluste bei Wachstumswerten". Softwareaktien wie Roku oder Bilibili haben bereits mehr als die Hälfte ihres Börsenwerts verloren seit Dezember 2021. Der Index europäischer Wachstumswerte ist seit Dezember 2021 um 20 Prozent gefallen. Der Fondsmanager sieht Potenzial für weitere mehr als 40 Prozent Kursverlust beim MSCI Europe Growth.

Bezüglich des Ukraine-Kriegs erkennt Boydak nur Verlierer. "In Russland ist eine sehr starke Verarmung leider nicht zu vermeiden." Für Europa sei der Krieg belastender als für die USA. "Bei den Lieferketten und den Rohstoffpreisen haben wir nun einen Super-GAU." Für jeden Unternehmer, der Vorprodukte brauche, drücke das die Profitabilität. Die allgemeine Nachfrage werde sinken, "schon durch die hohen Preise an der Tanksäule".

In Europa trete daher nun ein neues Szenario auf: Rezession und Wirtschaftsverlangsamung. Die Notenbanken müssten abwägen zwischen Inflationsraten von mehr als 5 Prozent und der Gefahr, die Wirtschaft abzuwürgen. Er geht allerdings davon aus, dass im zweiten Halbjahr negative Wirtschaftsfaktoren den Preisanstieg dämpfen werden.

Die Strategie: "Bewahren Sie Ruhe im Sturm, und werfen sie nicht all ihre Anlageentscheidungen über den Haufen", sagt Boydak. "Als Kapitalmarktteilnehmer müssen wir davon ausgehen, dass die Welt nicht untergeht." Andernfalls braucht sowieso niemand mehr Anleihen oder Aktien. Boydak ist überzeugt: Profitable Unternehmen mit guter Marktstellung können über die kommenden drei bis fünf Jahre ihre Unternehmensziele erreichen.

"Wir wissen, was die Unternehmen in unseren Fonds wert sind", sagt Boydak. Dadurch könne er zwar nicht vermeiden, von den Kursverlusten an den Leitindizes betroffen zu werden. Der Loys Global L/S hat seit Jahresbeginn knapp drei Prozent an Kurswert verloren. Aber die Bewertung der Portfolio-Unternehmen biete Orientierung in unruhigen Zeiten. "Es geht darum, was wir nachhaltig langfristig mit diesen Aktien verdienen können – und nicht um spekulative Luftschlösser oder die Hoffnung auf Kursgewinne."

Die PostNL zum Beispiel liefere in den Niederlanden Briefe und Pakete aus. Die Dividendenrendite liege bei mehr als 10 Prozent – "falls ich davon ausgehe, dass das Paketgeschäft nicht einbricht". Bei steigenden Zinsen seien solch solide Unternehmenswerte attraktiver als spekulative Wachstumsfirmen. Andere Beispiele sind für ihn der Druckmaschinenhersteller Koenig & Bauer und der britische

manager magazin

Sonderveröffentlichung
zum Artikel auf [manager-magazin.de](https://www.manager-magazin.de) vom 09.03.2022

Wohnungsverwalter Mears. Für krisenfest hält er auch das IT-Systemhaus Atea oder den Zahlungsdienstleister Worldline.

Chancen sieht Fondsmanager Boydak bei Ölförder-Dienstleistern. "Hier wurde jahrelang zu wenig in den Ausbau der Förderung investiert." Der Loys-Vorstand erwartet zweistellige Wachstumsraten für die börsennotierten Dienstleister der Ölkonzerne in den kommenden Jahren.

© **manager magazin Verlagsgesellschaft mbH**