Vertrauen schafft Rendite: ACATIS Halbjahreskompass für den

ACATIS Value Event Fonds

Rückblick auf das erste Halbjahr 2026. Orientierung für das zweite.

Johannes Hesche beantwortet Fragen zum Fonds, den er zusammen mit seinem Kollegen Tobias Engl managt

Johannes Hesche

ist Leiter Aktives Portfoliomanagement bei ACATIS Investment und seit 2024 Portfoliomanager des ACATIS Value Event Fonds.

Er ist seit 2018 bei ACATIS und managt auch den ACATIS Value und Dividende.

Was hat die Märkte im ersten Halbjahr bewegt?

Es war ein Halbjahr der lauten Geschichten. Die KI-Euphorie trug eine überschaubare Gruppe von Aktien von Rekord zu Rekord, während der Rest des Marktes zusehen durfte. Zinssenkungshoffnungen kamen und gingen, die geopolitischen Sorgen blieben. Und mit jeder Woche öffnete sich die Schere ein Stück weiter zwischen dem, was gefeiert wird, und dem, was gemieden wird. Selten war der Abstand zwischen Preis und Wert (Value) an so vielen Stellen so groß. Um so wichtiger ist zu verstehen, welche Einsichten wir bei ACATIS zur aktuellen Börsenlage haben.

> ***"Wir gehen bewusst nicht jede KI-Euphorie mit. Gute Unternehmen werden nicht schlechter, nur weil andere gerade lauter sind."***

Qualität wird an der Börse derzeit schlicht nicht bezahlt. Hohe Kapitalrenditen, starke Bilanzen, verlässliche Gewinne, all das zählt wenig in einem Umfeld, in dem Momentum regiert. Vorzeigegeschäftsmodelle, mit fantastischen Kapitalrenditen, wie Software haben es schwer. Microsoft, SAP und Salesforce verloren zweistellig, nicht weil ihre Geschäfte eingebrochen wären, sondern weil der Markt rätselt, was KI mit ihnen in einer ungewissen Zukunft anstellen könnte. Wer lange dabei ist, kennt solche Phasen. Sie fühlen sich endlos an. Aber sie enden.

Wie hat sich der Fonds im Umfeld behauptet?

Schaut man auf die nackten Zahlen: unbefriedigend. Der ACATIS Value Event Fonds beendete das Halbjahr mit minus 2,0 Prozent, während die Benchmark aus je hälftig MSCI World und Euro-Geldmarkt fast 7 Prozent zulegte. Das schmerzt. Wichtig ist für Sie als Investor jedoch die Einordnung: Der Rückstand entstand nicht durch Fehler in den Unternehmen, sondern durch die Titel, die der Markt derzeit pauschal meidet. Unsere Portfoliofirmen haben im Halbjahr geliefert, ihre Kurse haben es vielfach nicht. Die Rentenseite tat derweil leise und zuverlässig ihren Dienst und steuerte einen positiven Beitrag zur Rendite bei. Qualitätsorientierten Strategien erging es weltweit übrigens ganz ähnlich, das Muster ist kein hausgemachtes, sondern ein Marktphänomen.

Welche Faktoren haben den Unterschied gemacht?

Die Mischung: Rund ein Drittel des Fonds steckt in Anleihen und Liquidität. Das dämpfte die Schwankungen und gibt uns Handlungsspielraum für den Tag, an dem die Kurse günstiger Unternehmen noch günstiger werden.

Die Sektoren: Technologie war unser stärkster Bereich, Finanzwerte und Konsum bremsten. Wir waren also keineswegs KI-abstinent, nur wählerisch.

Die Einzeltitel: Hier liegen Licht und Schatten dicht beieinander. ASML, inzwischen das wertvollste Unternehmen Europas, legte fast 80 Prozent zu, hob die Jahresprognose gleich zweimal an und fertigt mit Intel erstmals Chips auf der neuesten Maschinengeneration. Alphabet und TSMC lieferten ebenfalls kräftig ab. Auf der anderen Seite bremsten Tencent, SAP und Microsoft, also genau jene Qualitätsunternehmen, deren Kurse gefallen sind, während ihre Firmengewinne weiter wuchsen. Das ist ärgerlich für das Halbjahr, aber eine Verheißung für die Jahre danach.

Ein Blick in den MSCI World: Wer trägt die Rally eigentlich?

Wer verstehen will, warum sich das Halbjahr für Anleger mit Qualitätsfokus so zäh angefühlt hat, muss nur nachschauen, welche Aktien den Weltindex nach oben gezogen haben. Es waren nicht die verlässlichen Gewinnmaschinen. Es waren Titel mit hohem Betafaktor, also Aktien, die jede Marktbewegung verstärkt mitmachen, und zwar überwiegend solche mit historisch eher mäßigen Geschäftsmodellen. Ganz vorne: die Speicherchip- und Festplattenhersteller. SanDisk gewann in sechs Monaten über 850 Prozent, Western Digital und Micron jeweils mehr als 320 Prozent, Seagate verdreifachte sich. Dahinter reihten sich Intel, Dell und AMD mit Zuwächsen zwischen 150 und 280 Prozent ein.

Was für Unternehmen sind das, was für Geschäfte sind das? Speicherchips sind ein Rohstoffgeschäft im Halbleitergewand: kapitalintensiv, austauschbar im Produkt, mit extremen Preiszyklen, in denen auf jede Knappheit verlässlich eine Schwemme folgt. Über viele Jahre haben diese Unternehmen ihre Kapitalkosten oft nicht verdient. Jetzt treibt der KI-Ausbau die Preise für Speicher in die Höhe, die Gewinne explodieren, und der Markt verhält sich so, als wäre der Zyklus abgeschafft. Seagate wird inzwischen mit dem rund Hundertfachen der zuletzt erzielten Gewinne bewertet, SanDisk mit dem Fünfundsechzigfachen. Zyklische Unternehmen zu Spitzenbewertungen am Zyklushoch, das ist eine Kombination, die in der Börsengeschichte selten gut ausgegangen ist.

Das Muster reicht bis in die klassische Industrie. Auch ein Chemiekonzern wie Dow, der 2025 noch rote Zahlen schrieb, wurde zeitweise zweistellig nach oben gekauft, getragen allein von der Hoffnung auf die Zykluswende. Wie schnell diese Hoffnung kippen kann, hat der Titel gleich selbst vorgeführt: Binnen weniger Wochen verlor die Aktie rund 30 Prozent von ihrem Hoch, ganz ohne Unternehmensnachricht. Genau das meinen wir mit Fallhöhe. Bei Kursen, die eine ewige Knappheit einpreisen, reicht schon eine Normalisierung, damit aus Verdreifachern Halbierer werden. Erste heftige Rücksetzer im Speichersektor haben im Juni darauf einen Vorgeschmack gegeben, und prominente Investoren positionieren sich bereits offen gegen einzelne dieser Highflyer.

Für uns ist das keine Klage, sondern eine Standortbestimmung. Der Index wird derzeit von den fragilsten Geschäftsmodellen zu den höchsten Preisen getragen, während die robustesten Geschäftsmodelle zu den niedrigsten Preisen seit Jahren zu haben sind. Wer dem Index hinterherläuft, kauft heute automatisch Zyklik am Hoch. Wer ihm bewusst nicht hinterherläuft, sondern den Kompass auf Qualität ausrichtet, sammelt Substanz am Tief, die sich längerfristig auszahlt.

Zwei zentrale Fragen für das zweite Halbjahr

1. Sind die bisherigen Gewinner noch attraktiv bewertet, und wo werden Anleger derzeit für ihre Geduld belohnt?
2. Welche Branchen und Unternehmen profitieren unabhängig vom Konjunkturverlauf, und wo liegen die größten Event-Chancen?

Beide Fragen führen zur selben Antwort: weg von den überhitzten Erwartungen, hin zu Unternehmen, deren Wert nicht von der Fortsetzung eines Booms abhängt. Wie das konkret aussieht, zeigen wir im nachfolgenden Ausblick.

“Der Index wird derzeit von den fragilsten Geschäftsmodellen zu den höchsten Preisen getragen, während die robustesten Geschäftsmodelle zu den niedrigsten Preisen seit Jahren zu haben sind.“

Ausblick: Hier liegen die Chancen

Warum wir gerade jetzt an Qualität festhalten

Man kann die aktuelle Marktphase als Niederlage der Qualität lesen. Man kann sie aber auch als das verstehen, was sie unserer Überzeugung und Erfahrung nach ist: eine seltene Gelegenheit. Denn wenn Qualität nicht bezahlt wird, heißt das nur eines, sie ist billig zu haben. Gemessen an ihrer eigenen Bewertungshistorie notieren Qualitätsaktien relativ zum Gesamtmarkt derzeit deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnitt, ein Abschlag, wie er nur wenige Male pro Jahrzehnt vorkommt. Die Geschichte ist an dieser Stelle unmissverständlich: Auf Jahre, in denen der Qualitätsfaktor dem Markt hinterherlief, folgten in gut drei Viertel der Fälle mehrjährige Phasen der Outperformance. Dazu kommt, dass die Gewinne der Qualitätsunternehmen aktuell schneller wachsen als die des breiten Marktes. Billiger geworden ist also der Preis, nicht der Wert (Value). Wir können die Wende nicht auf den Tag vorhersagen. Wir müssen nur investiert sein, wenn sie kommt, denn die stärksten Aufholbewegungen passieren erfahrungsgemäß in wenigen Wochen, und wer dann an der Seitenlinie steht, verpasst den Großteil der Ernte.

"Die größte Gefahr für Anleger ist oft nicht das Risiko, sondern der Drang, neuen Geschichten hinterherzulaufen."

Drei Performance-Potentiale

1. **Bewertungsaufholung**: Gemessen an ihrer eigenen Geschichte sind Tencent, Microsoft, SAP, Salesforce, MercadoLibre und Nu Holdings so günstig wie lange nicht. Dahinter stehen Unternehmen, die Quartal für Quartal mehr verdienen, ihre Marktstellung ausbauen und eigene Aktien zurückkaufen, während ihre Kurse das Gegenteil erzählen. Solche Lücken schließen sich nicht nach Kalender, aber sie schließen sich. Unsere Erfahrung bestärkt uns darin: Wir müssen nur halten, was gut ist, und warten können. Genau davon profitieren geduldige Anleger am Ende.

2. **Unternehmensevents**: Events sind das zweite Standbein des Fonds, und das erste Halbjahr hat eindrucksvoll gezeigt, warum. Das schönste Beispiel kommt ausgerechnet aus der Müllabfuhr. Urbaser, ein spanischer Entsorgungs- und Umweltdienstleister, der weltweit über 60 Millionen Menschen versorgt, wurde im Februar für rund 5,6 Milliarden Euro an Blackstone und EQT verkauft. Wir hatten zuvor in die hochverzinste Holding-Anleihe des Eigentümers investiert, mit einer klaren These: Der Verkäufer nutzte die Anleihe als Druckmittel in den Verhandlungen, und im Erfolgsfall muss sie vorzeitig über pari zurückgenommen werden. Genau so kam es. Kupon von über 10 Prozent plus Kursgewinn, ein aktienähnlicher Ertrag bei deutlich begrenztem Risiko. Man könnte sagen: Aus Müll wurde Rendite. Auf solche Ereignisse setzen wir auch für das zweite Halbjahr. Auf der Aktienseite bleibt der mögliche Zusammenschluss von Glencore und Rio Tinto das große Ereignis am Horizont. Der zweite Anlauf scheiterte im Februar an Fragen der Führung und der Bewertung, doch beide Seiten haben die Tür hörbar offen gelassen, und mit jedem Monat, in dem der Eisenerzpreis Rio Tinto zusetzt, wächst der Druck der Aktionäre, den Kupferschatz beider Häuser zu heben. Entstehen würde der größte Bergbaukonzern der Welt. Wir halten beide Titel und wären in jedem Szenario dabei, mit dem angenehmen Nebeneffekt einer breiteren und robusteren Portfoliostruktur. Auf Aktienseite sind Events im Sinne ihrer Timeline allerdings etwas ungewisser als auf Anleiheseite.

3. **Fundamentale Entwicklung**: Die Unternehmen im Portfolio verdienen Geld, stärken ihre Bilanzen und erhöhen still ihren Wert je Aktie. Kurse können sich davon eine Weile abkoppeln, doch auf Dauer folgen sie den Gewinnen. Wir haben das nach jeder Übertreibungsphase der letzten Jahrzehnte gesehen, und nichts spricht dafür, dass es diesmal anders endet.

Was wir im Portfolio verändert haben

Stillhalten heißt nicht Nichtstun. Wir haben das Portfolio mittlerweile breit über Sektoren und Länder hinweg diversifiziert. Aufgrund der höheren Bewertungen fällt unser USA Anteil, relativ zum Index, eher gering aus. Wir haben uns von Halliburton, Prosus, Deutsche Bank, KKR, Hershey, Ferguson, Munich Re, Nestlé, LVMH, LSEG und Vonovia getrennt, teils weil Kursziele erreicht waren, teils weil wir Besseres gefunden haben. Neu an Bord sind Broadcom, TSMC, Schlumberger, Rio Tinto, Glencore, Salesforce, Schneider Electric und Baker Hughes. Damit stellen wir Halbleiter, Energietechnik und Rohstoffe stärker im Portfolio auf drei Felder, in denen greifbare Events auf vernünftige Preise treffen. Im Unterschied zu den Highflyern des MSCI-Index kaufen wir Zyklik nur dort, wo die Bewertung den Zyklus noch respektiert. Wir bleiben unserer Strategie treu. Wir kaufen Value-Unternehmen, mit hervorragender Bilanz und einer geringen Unsicherheit, was die zukünftigen Unternehmensergebnisse angeht, im Einklang mit der langfristigen Ausrichtung und Philosophie des Fonds.

Unsere Überzeugung für das zweite Halbjahr

Wer heute erstklassige Unternehmen zu Ausverkaufspreisen hält, braucht keinen perfekten Markt, sondern nur die Rückkehr zur Normalität. Bis dahin arbeiten unsere Unternehmen und verzinsen sich unsere Anleihen. Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen in unsere Expertise und dafür, dass Sie diesen Weg im ACATIS Value Event Fonds mit uns gehen.

Johannes Hesche
Portfoliomanager des
ACATIS Value Event Fonds

Tobias Engl
Portfoliomanager des
ACATIS Value Event Fonds

Kontakt

ACATIS Investment
Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
mainBuilding
Taunusanlage 18
60325 Frankfurt
Tel: +49 69 97 58 37 77
Email: sales@acatis.de
www.acatis.de

Disclaimer

Bisherige Wertentwicklungen sind keine Garantie für künftige Erträge. ACATIS übernimmt keine Gewähr für die Erreichung der Marktprognosen. Die Ermittlung der Wertentwicklung erfolgt nach der BVI-Methode (ohne Berücksichtigung von Ausgabeaufschlägen). Die Kosten für die Verwaltung, die Verwahrstelle, die Prüfung etc. sind bereits abgezogen. Andere Kosten können hinzukommen: Die depotführende Bank kann dem Anleger jährliche Depotkosten belasten. Und: Beim Kauf des Fonds kann ein Ausgabeaufschlag durch den Vermittler oder die Bank einbehalten werden. So wird zum Beispiel bei einem Ausgabeaufschlag von 5% aus dem Bruttoanlagebetrag von 1000 Euro ein Nettoanlagebetrag von nur 952,38 Euro. Die Unterlage dient nur der Information und ist keine Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Fondskauf. Die dargestellte Anlagemöglichkeit kann für bestimmte Anleger wegen ihrer speziellen Anlageziele und finanziellen Situation ungeeignet sein. Privatpersonen sollten sich vor einem Fondskauf fachlich beraten lassen. Zur steuerlichen Behandlung fragen Sie bitte Ihren Steuerberater. Die Unterlage ist zudem kein Angebot an Personen, an die sie aus Rechtsgründen nicht abgegeben werden darf. Abgegebene Meinungen gelten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ändern, ebenso die Fondszusammensetzung und Allokationen. Trotz sorgfältig ausgewählter Quellen kann die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der Informationen nicht garantiert werden. Die Vertriebszulassungen der ACATIS-Fonds in einzelnen Ländern und zugehörige Dienstleistungen können unterschiedlich sein. ACATIS stellt die Verkaufsprospekte, Basisinformationsblätter (BIB), Jahres- und Halbjahresberichte ihrer Fonds kostenlos auf Deutsch bereit (http://www.acatis.de). Die ACATIS Investment KVG mbH hat ihren Hauptsitz in Frankfurt a.M., Deutschland, und wird von der BaFin, Marie-Curie-Straße 24-28, in 60439 Frankfurt, beaufsichtigt.