



# „Man muss sehr viel tiefer in das Zahlenwerk von Unternehmen hineinschauen“

Geschäftsmodelle, die über möglichst alle Zyklen hinweg tragen und funktionieren: Genau danach sucht **Dominikus Wagner**, Mitgründer von **Wagner & Florack**, mit seinem Unternehmerfonds.

**D**ass ein Asset Manager sich von keiner einzigen Position trennen muss, damit sein Produkt als Nachhaltigkeitsfonds im Sinne der Präferenzabfrage nach Mifid II eingestuft wird, dürfte eher die Ausnahme sein. Bei dem von Wagner & Florack aufgelegten Unternehmerfonds war es tatsächlich der Fall. Warum seine Strategie wie eine Art automatischer ESG-Filter funktioniert, erklärt Fondsmanager Dominikus Wagner im gemeinsamen Analysegespräch mit Roland Kölsch, beim Wissenschaftsverein FIRST unter anderem für das FNG-Siegel verantwortlich. Mit am Tisch saß Daniel Knörr, Leiter Produktmanagement und Unit Linked Business bei der Ampega,

die als Master-KVG unter anderem für die Anlagegrenzprüfung zuständig ist.

**Hans Heuser:** Herr Wagner, bevor wir intensiver auf den ESG-Aspekt in Bezug auf Ihren Fonds eingehen, kurz gefragt: Warum heißt er eigentlich Unternehmerfonds?

**Dominikus Wagner:** Weil der Name am besten die Perspektive beschreibt, mit der wir grundsätzlich an ein Investment herangehen. Wir versetzen uns von vornherein in die Position eines Miteigentümers, um eine Beteiligung gewissermaßen durch die Brille eines Unternehmers zu analysieren, der das Ziel hat, nicht nur einen Anteil, sondern die ganze Firma zu kaufen. Daher unter-

scheidet sich unser Investmentansatz von etlichen anderen Fondsmanagern und erklärt vielleicht, warum wir uns als Leitmotiv gesetzt haben, nicht nur unternehmerisch zu denken, sondern auch unternehmerisch zu investieren. Nicht ohne Grund spreche ich in Bezug auf unsere Investments bevorzugt von einer Beteiligung statt von einer Aktie.

**Roland Kölsch:** Aber was kennzeichnet die Unternehmen, nach denen Sie suchen?

**Wagner:** Wir suchen nach Firmen, deren Geschäftsmodell über möglichst alle Zyklen hinweg trägt und funktioniert. Schon allein dieser Anspruch begrenzt die Zahl

**Dominikus Wagner** (2. v. l.), Fondsmanager des Wagner & Florack Unternehmerfonds, und **Daniel Knörr** (links) von Ampega im gemeinsamen Analysegespräch mit **Roland Kölsch** (2. v. r.) vom Wissenschaftsverein FIRST und **Hans Heuser** (FONDS professionell).



Dominikus Wagner von Wagner & Florack

der möglichen Kandidaten, weil es dazu der Kombination einer Reihe von Charakteristika bedarf. Dazu gehören neben einem extrem robusten Geschäftsmodell ein geringer Kapitaleinsatz, hohe Skaleneffekte, starke Marken und nicht zuletzt eine hohe Preissetzungsmacht sowie die Fähigkeit, die Innovationsführerschaft zu übernehmen. Diese Firmen findet man aber nicht, indem man Rankings mit Kennzahlen zu Faktoren wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis oder dem Kurs-Buchwert-Verhältnis aufstellt, mit denen auch heute noch oft gearbeitet wird.

*Heuser: Sondern?*

**»Nicht ohne Grund spreche ich bei unseren Investments bevorzugt von einer Beteiligung statt von einer Aktie.«**

**Dominikus Wagner, Wagner & Florack**

*Wagner:* Indem man sehr viel tiefer in solche Unternehmen hineinschaut. Auf die Geschäftsmodellanalyse kommt es an. Und wer sich über ein niedriges KGV freut und glaubt, eine unterbewertete Aktie gefunden zu haben, wird am Ende nicht selten enttäuscht feststellen müssen, dass es sich gar

nicht um ein günstig zu habendes Qualitätsunternehmen handelt, sondern dass dessen Kurs vielmehr dort hingehört, wo er gerade steht, weil das Geschäftsmodell vielleicht fragil geworden ist oder weil der Wettbewerb längst auf der Überholspur davonfährt.

*Kölsch: Wo schauen Sie stattdessen hin?*

*Wagner:* Bei einer simplen Berechnung des KGV wird lediglich der Nettogewinn ins Verhältnis zur Marktkapitalisierung gesetzt. Der Nettogewinn ist aber nicht der unternehmerische Gewinn. Das ist der freie Bar-mittelzufluss. Denn nur der Free Cash Flow berücksichtigt Abschreibungen, Ver-



Dominikus Wagner von Wagner & Florack

änderungen des Betriebskapitals sowie insbesondere Investitionen. Und das KGV berücksichtigt keine Nettoschulden beziehungsweise keine Nettofinanzposition. Allein das ist bei vielen Firmen ein großes Thema, das es bei der Bewertung aus unternehmerischer Sicht zu berücksichtigen gilt, vom KGV aber nicht erfasst wird. Den Eigentümer oder eben den Unternehmer, der die ganze Firma kaufen will, interessiert zudem die Kapitaleffizienz. Er will nicht nur wissen, wie sich sein Eigenkapital verzinst, ihn interessiert die Verzinsung des eingesetzten Gesamtkapitals inklusive der Schulden und inklusive der Pensionsverpflichtungen. Im Grunde geht es bei der Bewertung neben einer konservativen DCF-Analyse immer um eine Betrachtung der Relation Free Cash Flow zu Enterprise Value. Diese Art von Gesamtschau auf das Zahlenwerk von Unternehmen ist von wesentlicher Bedeutung für unsere Suche nach Firmen, die sowohl in wirtschaftlich guten wie auch in rezessiven Phasen einen verlässlich hohen Gewinn erzielen können.

**Kölsch: Aber wie kommt jetzt eigentlich das Thema ESG ins Spiel?**

**Wagner:** Vielleicht zunächst ganz grundsätz-

**»Die von uns entwickelten Grundsätze wirken wie ein automatischer Nachhaltigkeitsfilter.«**

**Dominikus Wagner, Wagner & Florack**

lich: Der Unternehmerfonds wie auch das Schwesterprodukt, der Unternehmerfonds flex, sind als Artikel-8-Produkte gemäß der Offenlegungsverordnung klassifiziert. Beide berücksichtigen in ihrem Investmentprozess die sogenannten PAIs, also wesentliche nachteilige Auswirkungen von Unternehmen auf Nachhaltigkeitsfaktoren. Im Rahmen eines „Better than Average“-Ansatzes wird vornehmlich in Firmen investiert, die bei der Einhaltung von ESG-Kriterien jeweils besser abschneiden als der Durchschnitt. Darüber hinaus haben wir entsprechende Ausschlusskriterien definiert, um Emittenten von vornherein auszuschließen, die ESG-Grundsätzen nur unzureichend Rechnung tragen. Damit erfüllen beide Fonds die Anforderungen an Nachhaltigkeitsfonds im Sinne der Präferenzabfrage nach Mifid II.

**Heuser: Aber wer überwacht die Einhaltung dieser Kriterien beziehungsweise wie erfahren Sie als Fondsmanager, ob ein Unternehmen entsprechend investierbar ist?**

**Daniel Knörr:** Das sicherzustellen ist unsere Aufgabe als Master-KVG, die am Ende als rechtlich Verantwortliche gegenüber der Finanzaufsicht für die Einhaltung der gesetzten Kriterien haftet und die Auditierbarkeit der ESG-Prozesse gewährleistet.

**Kölsch: Wie muss man sich das in der praktischen Umsetzung vorstellen?**

**Knörr:** Für ein vergleichsweise kleines Haus wie Wagner & Florack macht es aus meiner Sicht wenig Sinn, eigene ESG-Researchkapazitäten aufzubauen, allein schon weil es viel zu teuer wäre. Deshalb stellen wir sicher, dass unsere Fondspartner entsprechende ESG-Rating-Dienstleister mandatieren – und das sowohl für die Integration im Frontoffice von Wagner & Florack als auch in den Middle- und Backoffice-Bereichen bei uns als KVG, damit wir in der Lage sind, das jeweilige Fondskonzept nicht nur auf täglicher Basis auditierbar zu halten, sondern auch die Kontrolle im Sinne der Anlagegrenzprüfung durchzuführen. Dabei stellen wir unseren Kunden und Partnern frei, mit welchen Datenanbietern Sie zusammenarbeiten möchten.

**Wagner:** In unserem Fall haben wir die ESG-Ratingagenturen ISS ESG und Sustainalytics beauftragt. Deren Nachhaltigkeitsinformationen sind entsprechend in unser Portfoliomanagementsystem wie auch bei Ampega integriert.

**Kölsch: Was noch nicht erklärt, wie Sie die darüber verfügbaren ESG-Informationen bei der Entscheidungsfindung für oder gegen ein Investment berücksichtigen.**

**Wagner:** An unserem Auswahl- und Analyseprozess von Unternehmen hat sich im Prinzip durch die Notwendigkeit zur Berücksichtigung von ESG-Kriterien nichts grundlegend verändert. An ein potenziell



Daniel Knörr, Ampega

attraktives Investment gehen wir nach wie vor aus der rein ökonomischen Perspektive anhand unserer eingangs erwähnten Kriterien heran. Im Unterschied zu früher ist lediglich ein weiterer Prüfschritt vorgeschaltet. Während wir uns früher von vornherein in die detaillierte Analyse eines vermeintlich attraktiven Geschäftsmodells und das Durchforsten von Bilanzen, Cash-flow-Statements und anderen entscheidenden Kennzahlen gestürzt haben, prüfen wir heute natürlich zunächst anhand der Daten von ISS ESG, ob wir als Artikel-8-Fonds in das betreffende Unternehmen investieren können – im Prinzip, ob die Nachhaltigkeitsampel auf Grün steht.

**Kölsch: Darf man daraus schließen, dass Sie die ESG-Ratingdaten gar nicht als eine Art Ideengenerator für neue interessante Investments nutzen?**

**Wagner:** So kann man das sagen. Weil wir auf einen solchen Ideengenerator nicht angewiesen sind. Es hat sich in gewisser Weise nämlich schon bei der ursprünglichen Analyse zur Einordnung unseres Fonds in Bezug auf die Offenlegungsverordnung gezeigt, dass die von uns entwickelten Grundsätze in Form von hohen Ansprü-

**»Für ein kleines Haus wie Wagner & Florack macht es wenig Sinn, eigene ESG-Researchkapazitäten aufzubauen.«**

**Daniel Knörr, Ampega**

chen, die wir an ein potenzielles Investment stellen, wie eine Art automatischer Nachhaltigkeitsfilter wirken.

**Heuser: Wie meinen Sie das denn?**

**Wagner:** Um die Anforderungen an Artikel 8 SFDR zu erfüllen, mussten wir kein einziges Unternehmen aus unserem damals bestehenden Portfolio von rund 30 Aktien verkaufen. Unser Vorteil war dabei, dass wir schon lange bevor ESG zu einem nicht mehr wegzudenkenden Bestandteil unserer Branche und speziell im Management eines Fonds geworden ist, ganz konkrete No-Go-Kriterien festgelegt hatten, die uns die Investition in bestimmten Branchen, Industrien und Dienstleistungen versagt.

**Kölsch: Was muss man sich unter diesen „No-Gos“ konkret vorstellen?**

**Wagner:** Wir wollen Geld verdienen bei sehr geringen Risiken. Daher meiden wir bewusst extrem kapitalintensive Unternehmen mit chronisch schwachen Margen und nur homöopathischen Skaleneffekten, die zudem einer hohen Wettbewerbsintensität ausgesetzt sind und über eine nur geringe Preissetzungsmacht verfügen. Damit fallen Automobilhersteller wie auch -zulieferer, aber auch Fluggesellschaften, Maschinenbauer und Basischemieunternehmen gewissermaßen von selbst aus unserem Investmenttraster. Wir halten uns auch fern von Firmen, die ein Geschäft mit hohem Fremdkapitaleinsatz und nicht transparenten Risiken betreiben. Daher werden wir wohl niemals in Banken investieren. Und wenn ich eben davon gesprochen habe, dass wir nach qualitativ hochwertigen Firmen suchen, die auch in konjunkturell schwierigen Zeiten eine konsistent hohe Kapitalverzinsung erzielen, dann ergibt sich fast von selbst, dass wir Unternehmen der Ölindustrie bewusst außen vor lassen.

**Heuser: Wobei der eine oder andere Ölförderer doch zeitweise einen durchaus hohen Free Cash Flow erzielt ...**

**Wagner:** Genau, „zeitweise“. Oft genug aber eben auch nicht, und zwar immer dann, wenn die Aufwendungen für Investitionen in eine zunehmend teurer werdende Ölförderung immens steigen.

**Heuser: Aber noch einmal zurück zu Ihren eben erwähnten Grundsätzen in Form hoher Ansprüche. Geben Sie uns ein Beispiel? Und was hat das speziell mit ESG zu tun?**

**Wagner:** Wenn ein Unternehmen wie Procter & Gamble schneller als andere auf von Kunden nachgefragte dünnere Verpackungen oder solche aus Papier reagiert und seine Logistik auf die Reduktion von Transportkosten und -wegen trimmt, dann sind das nur wenige Beispiele, wie unsere Portfoliounternehmen ganz konkret ESG-Ansprüche umsetzen, allein getragen vom Streben nach Effizienzgewinnen. Oder



Dominikus Wagner von Wagner & Florack

wenn ein Unternehmen wie Hermès, das qualitativ extrem hochwertige Produkte herstellt, für eine wertschätzende und anerkennende Mitarbeiterführung sorgt, die nicht nur Identifikationsmomente schafft, sondern auch die Eigenverantwortung stärkt und Freiräume ermöglicht, dann ist

das nicht nur der Schlüssel zum langfristigen Unternehmenserfolg. Ein derartiger Umgang mit Mitarbeitern zahlt auch enorm auf das „S“ in ESG ein.

*Heuser:* Wer zeichnet denn am Ende verantwortlich für Investmententscheidungen?

*Wagner:* Ich manage die Unternehmerfonds zusammen mit Dr. Dirk Schmitt. Unterstützt werden wir von einem Investmentkomitee. Die finale Entscheidung obliegt mir.

*Kölsch:* Haben Sie denn aktuell vor, sich von einer Portfolioposition zu trennen, eventuell sogar aus ESG-Gründen?

*Wagner:* Ich wüsste nicht warum. Es gibt natürlich immer wieder einmal Anlässe, sich bewusst von einem Unternehmen zu trennen. Das war zuletzt aus jeweils unterschiedlichen Gründen bei den Aktien von Nike oder Starbucks der Fall. Aber in den vergangenen acht Jahren waren es insgesamt vielleicht gerade einmal vier Firmen, die wir verkauft haben. Auch das mag Ihnen zeigen, dass wir sehr bewusst auf einen insgesamt durchgängig robusten Ansatz Wert legen.

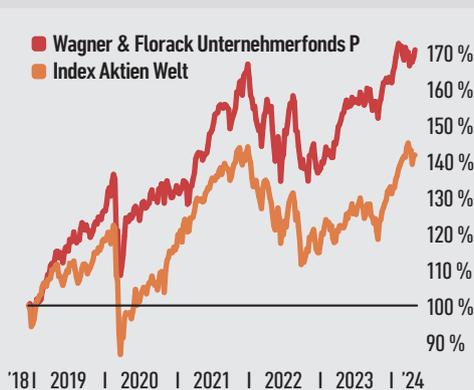
Vielen Dank für das Gespräch.

HANS HEUSER **FP**

## Analystenurteil von Roland Kölsch: „Implizites ESG-Minimum-Investment“

Wie soll man einen Fonds unter ESG-Gesichtspunkten bewerten, der zwar keine bewusste Nachhaltigkeitsintention hat und der sich auch nicht über das Einstampfen eines Gesamtuniversums, eine vordefinierte Themenauswahl, KPI-Ziele oder Ausschlusskriterien definiert und auch nicht mittels Stewardship-Ansatz die üblichen Werkzeuge nachhaltigen Investierens nutzt, der aber letzten Endes durch konsequentes, auf Qualität fokussiertes Stockpicking durchschnittliche bis sehr gute Werte aus quantitativen ESG-Scoring-Gesichtspunkten ausweist? Aus dieser langen Eingangsfrage erschließt sich bereits der ungewöhnliche Umgang mit ESG des 2012 aufgelegten „Unternehmerfonds“ der Investmentboutique Wagner & Florack. Ex ante fällt es schwer, diesen Fonds anhand konkreter ESG-Charakteristiken auszuwählen. Genauso wie die beiden akribischen Fondsmanager, die nahezu ihre gesamte Zeit in die Suche nach Unternehmen mit niedrigerem

Kapitalbedarf, unzyklischem Geschäftsmodell, attraktiven Gewinnmargen und starker Innenfinanzierungskraft (hohe Free Cash Flows) – landläufig oft als „Langweiler“ tituliert – stecken,



ISIN:	DE000A2H9BB2
Agio:	5,00 %
Laufende Kosten:	1,58 %
Erstausgabedatum:	6.12.2018
Fondsmanager:	Dominikus Wagner

müssen sich Anlegende mit Nachhaltigkeitsbrille mit diesem Investmentstil und dessen „No-Gos“ auseinandersetzen, um zu verstehen, dass diese fundamentale Methode letztlich dazu führt, aus ESG-Gesichtspunkten ohnehin unerwünschte Branchen wie etwa Öl & Gas, Flugzeugbauer, Materials, Metals & Mining gar nicht im Portfolio zu haben und dass die rund 30 Portfoliotitel implizit sozial-ökologische Merkmale aufweisen, die den Fonds für Artikel 8 SFDR qualifizieren, wobei dessen KVG durch Rückgriff auf zwei ESG-Agenturen gewährleistet, dass Unternehmen mit systematischen oder schwerwiegenden Kontroversen nicht im Portfolio landen.

**Anmerkung:** Dies ist ein Kommentar und keine profunde Analyse, wie sie im Rahmen der externen SRI-Due-Diligence bei der FNG-Siegel-Zertifizierung erfolgt, auch wenn Teile daraus hier einfließen. Der Rest ergibt sich aus dem geführten Interview und weiterem Material.