



Mehr über Klaus Walczak finden Sie unter www.ariad.de.

MEISTER DER PATENTE

Klaus Walczak

Klaus Walczak ist Fondsmanager bei ARIAD Asset Management in Hamburg. Das Unternehmen ist auf quantitative Absolute-Return-Strategien in Spezialfonds für institutionelle Anleger spezialisiert. Daneben werden auch zwei Publikumsfonds angeboten. Einer von ihnen ist der Monega-Innovation-Fonds (WKN: 532102), der auf einer einzigartigen Patentstrategie basiert. Klaus Walczak und sein Partner Carsten Lund setzen hier auf Small- und Mid-Caps aus den USA, Europa und Japan, die ein attraktives Patentportfolio sowie eine günstige Bewertung aufweisen. Mitte des Jahres 2014 wurde der bereits zuvor mit anderer Strategie gefahrene Fonds auf diesen Ansatz ausgerichtet und galt als weltweit erster Fonds mit diesem Fokus.

Marko Gränitz hat Klaus Walczak zum Interview getroffen und mit ihm über das spannende Thema Patente gesprochen.

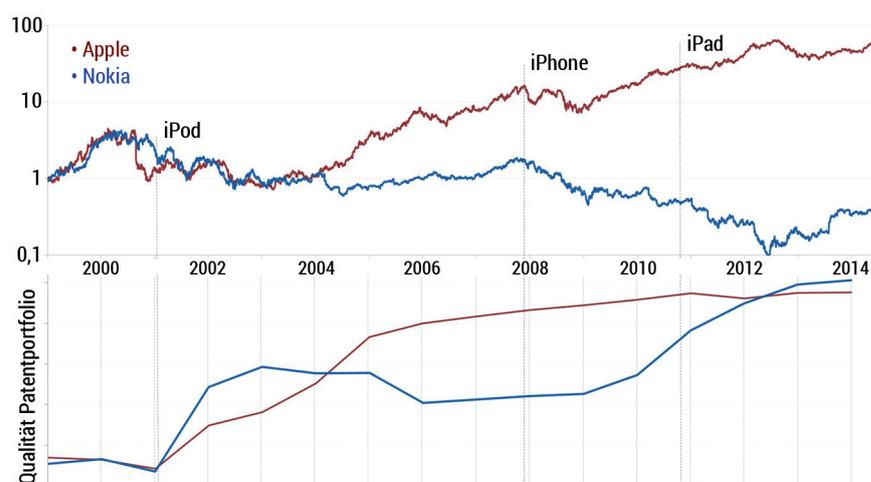
TRADERS': HERR WALCZAK, WIE SIND SIE EIGENTLICH AUF DIE IDEE GEKOMMEN, EINE PATENTSTRATEGIE ZU ENTWICKELN?

Walczak: Patente haben in der Wirtschaft schon immer eine große Rolle gespielt. In den letzten Jahrzehnten hat ihre Bedeutung für Unternehmen weiter zugenommen, da es hier vor allem um das Gewinnen künftiger Marktanteile und das langfristige Sichern hoher Margen geht. Ein gutes Beispiel, wie wichtig dieses Thema ist, war der jahrelange Patentstreit in der Telekombranche. Intangible Assets – also immaterielle Vermögenswerte – spielen deshalb auch zunehmend eine Rolle als Bewertungskriterium. Das hat dazu geführt, dass es heute nicht mehr so einfach möglich ist, eine klassische Value-Strategie im Stile eines Benjamin Graham umzusetzen. Damals war es noch möglich, aus einer Analyse der Bilanz einen fairen Wert der Aktien zu ermitteln, von dem dann ein Sicherheitspuffer (Margin of Error) abgezogen wurde, um attraktive Einstiege in unterbewertete Aktien zu finden. Heute ist die Unternehmensbewertung deutlich komplexer geworden.

TRADERS': LIEGT ES DARAN, DASS DIE ANGEMESSENE BEWERTUNG DER IMMATERIELLEN VERMÖGENSWERTE EINEN GRÖßEREN SPIELRAUM AUFWEIST?

Walczak: Ja, durchaus. Heute fallen größere Bereiche der Unternehmenswerte in diese Kategorie. Dazu zählen Humankapital, Marken und vor allem Patente.

B1 Apple versus Nokia



Lange Zeit galt Nokia als der unbestrittene Platzhirsch im mobilen Telefonbereich. Apple als „Design-PC-Hersteller“ fiel den Investoren nicht als Konkurrent zu Nokia auf. Doch der iPod (2001) war nur der Vorgeschmack auf das iPhone Jahre später. Schon früh konnte man an der Qualität des Patentportfolios in den für die Mobiltelefontechnik entscheidenden Patentklassen erkennen, dass Apple hier als ernsthafter Konkurrent auftritt. Die entsprechende spätere Kursentwicklung der Aktien kennt jeder.

Quelle: ARIAD Asset Management

B2 Gescheiterte Übernahme von Haldex



2017 wollte Knorr-Bremse die schwedische Firma Haldex übernehmen. Nach Bekanntgabe der Pläne und einem deutlichen Kurssprung erwartete Klaus Walczak einen Bieterwettbewerb, der zu noch höheren Kursen führen würde. Doch dann schob das schwedische Kartellamt dem Ganzen überraschend den Riegel vor, was zum Abbruch der Übernahmegespräche und einem entsprechenden Kursverlust führte.

Quelle: www.tradesignalonline.com

TRADERS´: WIE HABEN SIE HERAUSGEFUNDEN, DASS EINE GENAUE ANALYSE DER PATENTE EINZELNER UNTERNEHMEN EINEN VORTEIL BRINGT?

Walczak: Zum einen haben wir eigene Untersuchungen vorgenommen, basierend auf wissenschaftlichen Erkenntnissen der Vergangenheit. Begleitet wurden wir dabei zuerst durch Forscher der Universität Hamburg. Aktuell arbeiten wir mit einem Lehrstuhl der ECP in Berlin zusammen, einer der renommiertesten Business Schools in Europa. So ist uns aus diesen Studien bekannt, dass die innovative Effizienz eines Unternehmens positiv mit zukünftigen Renditen korreliert, und diese Erkenntnis ist natürlich spannend für eine langfristig ausgerichtete Handelsstrategie. Professionelle quantitative Backtests auf Aktienmärkte mit diesen Erkenntnissen sind allerdings schwierig und aufwendig. Zwar ist die Datenbasis im Prinzip vorhanden und über die Patentämter auch öffentlich zugänglich, aber im Detail ist das Thema dann doch überaus komplex. Patentdaten sind keine einfachen Datenreihen, sondern vielschichtige Informationen. Außerdem sind Patente oftmals in Händen von Unternehmen, deren Konzernzugehörigkeit – auch historisch – ermittelt werden muss, um sie dem eigentlichen Nutznießer zuzuordnen.

TRADERS´: SIE INVESTIEREN IN SMALL- UND MID-CAP-UNTERNEHMEN MIT STARKEM

PATENTBESTAND. WARUM KEINE GROSSEN UNTERNEHMEN BEZIEHUNGSWEISE LARGE CAPS?

Walczak: Das Patentportfolio ist ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensbewertung, aber es ist nicht der einzige. Je größer ein Unternehmen ist, desto geringer ist der Effekt aus besonders wertvollen Patenten auf den zukünftigen Unternehmenswert. Bei kleinen Unternehmen ist der Hebel einer erfolgreichen Patentausrichtung dagegen weitaus höher, da erfolgreiche Patente – und damit innovative Produkte – einen viel höheren Effekt auf die Marktkapitalisierung des Unternehmens haben. Außerdem sind solche Unternehmen oftmals Übernahmekandidaten für größere Mitbewerber. Allerdings gehen wir auch keine großen Einzelpositionen in den attraktivsten Titeln ein, da nicht immer sicher ist, ob das Management eines Unternehmens

seine jeweiligen vielversprechenden Patente zukünftig in nachhaltige Cashflows umsetzen kann, obwohl wir das mit verschiedenen Patentindikatoren zu berücksichtigen versuchen.

TRADERS´: IN WELCHEN LÄNDERN LIEGEN IHRE SCHWERPUNKTE?

Walczak: Momentan ist es die USA, wo einfach die Dynamik im Patentbereich gerade im Biotech-Bereich nach wie vor am stärksten ist. Ich denke aber, dass in Zukunft die Bedeutung des asiatischen Marktes stark zunehmen wird. Schon heute sehen wir mit unserer Strategie vor allem in Japan eine besonders gute regionale Performance. Aber auch China wird sowohl in Sachen Quantität als auch bei der Qualität der Patente immer wichtiger.

TRADERS´: KÖNNEN SIE UNS BITTE BESCHREIBEN, WIE SIE VON DER ANALYSE BIS HIN ZUM ERSTELLEN IHRES PORTFOLIOS VORGEHEN?

Walczak: Alles beginnt bei unserer Datenbank, die wir quartalsweise auf den neuesten Stand bringen. Darin sortieren wir alle enthaltenen Unternehmen nach ihrer Patentqualität über die letzten fünf Jahre und schauen uns dann die besten 200 bis 300 Werte unseres investierbaren Universums genauer an. Entscheidend ist dabei, die Qualität der Patente angemessen in der Kalkulation

des Buchwerts des jeweiligen Unternehmens zu berücksichtigen. Positionen, die wir in den Fonds aufnehmen, haben meist eine Gewichtung von 0,5 bis einem Prozent. Für die maximale Initial-Gewichtung im Portfolio setzen wir eine Obergrenze von zwei Prozent. Momentan haben wir etwas mehr als 100 verschiedene Positionen mit einem recht hohen Anteil in den USA sowie im Pharma- und Biotechnologiebereich, aber auch vielversprechende Unternehmen aus dem Bereich der klassischen Technologie. Die durchschnittliche Haltedauer beträgt erfahrungsgemäß etwa 1,5 Jahre. Aufgrund unseres weltweiten Fokus bringen die internationalen Investments zwar ein Währungsrisiko mit sich, aber auf lange Sicht bin ich der Meinung, dass man es vernachlässigen kann. Früher oder später gleichen sich die meisten Schwankungen wieder aus und am Ende kostet eine Absicherung mehr, als sie nützt.

TRADERS': SIE SUCHEN NACH AKTIEN VON UNTERNEHMEN MIT HOHER PATENTQUALITÄT. WIE BEURTEILEN SIE DIESE QUALITÄT MÖGLICHT OBJEKTIV?

Walczak: Die offensichtliche Möglichkeit, einfach die Anzahl der Patente eines Unternehmens in Relation zu seiner Marktkapitalisierung zu betrachten, führt zu keinem nachhaltigen Erfolg. Um die wirkliche Qualität besser einschätzen zu können, müssen wir weitere Kriterien überprüfen. Dazu zählt zum Beispiel, wie oft ein bestimmtes Patent von anderen Unternehmen in ihren Patenten als Referenz zitiert wird. Ebenso können Patente in wissenschaftlicher Literatur genannt werden. Je stärker diese Wechselwirkung des Patents, desto besser. Ein weiterer Hinweis auf hohe Qualität ist die gleichzeitige Anmeldung des Patents in den USA, Europa und Japan statt nur in einer Region beziehungsweise Nation. Eine Patenterteilung in allen Regionen signalisiert, dass die Innovation wirklich eine bedeutende Weiterentwicklung ist. Darüber hinaus ist das anmeldende Unternehmen von der dahinterstehenden Technologie überzeugt und scheut auch nicht die Kosten mehrfacher Anmeldungen. Zusätzlich spricht es für eine größere Anwendungsbreite eines Patents, wenn es auch in mehreren Patentklassen erfolgreich angemeldet werden kann. Entscheidend ist aber, dass die Anmeldung von

B3 Enttäuschung bei Biotech-Aktie



Nach Verschlechterungen der Ergebnisse in den klinischen Studien der Phasen II und III eines Wirkstoffes geriet der Kurs von Nektar Therapeutics ordentlich unter die Räder.

Quelle: www.tradesignalonline.com

DIESEN ZEITEN ÜBER ANPASSUNGEN IM PORTFOLIO?

Walczak: In unseren Rückrechnungen haben wir das so angenommen, aber in der Praxis sind wir weniger stringent. Gerade was die Rebalancings angeht, schauen wir, ob sich dort Kosten sparen lassen, indem kleinere Anpassungen ausgesetzt werden. Aber auch was Neuaufnahmen und Verkäufe bestehender Positionen angeht, richten wir uns nach der aktuellen Marktsituation und unseren Erfahrungswerten. Zum Beispiel steige ich gern dann ein, wenn das jeweilige Unternehmen kurzfristig gerade in einer eher schwierigen Situation und der Kurs signifikant gefallen ist. Das spiegelt unseren Value-Gedanken wider, da der Wert der immateriellen Vermögensgegenstände inklusive der Patente in

diesem Fall offensichtlich nicht angemessen im Kurs berücksichtigt ist.

TRADERS´: WÄRE ES FÜR INVESTOREN ALTERNATIV AUCH MÖGLICH, PATENTE DIREKT ZU KAUFEN?

Walczak: Das wurde in der Vergangenheit bereits im Rahmen von Finanzprodukten probiert, aber hat sich als schlechter Ansatz herausgestellt. Das Problem ist, dass sie dem Verkäufer eines einzelnen Patentes einen angemessenen Preis zahlen müssen und anschließend einen langen Atem nebst hoher Risikobereitschaft brauchen, um überhaupt eine Wertsteigerung zu erzielen.

TRADERS´: ALTERNATIV KÖNNTEN UNTERNEHMEN ABER KLEINERE MITBEWERBER ÜBERNEHMEN, DIE ÜBER ATTRAKTIVE PATENTE VERFÜGEN.

Walczak: Tatsächlich lässt sich das immer wieder beobachten. Ein Grund dafür ist, dass größere Unternehmen so versuchen, beim technischen Fortschritt mitzuhalten. Zum anderen lassen sich durch Übernahmen auch Lizenzabkommen und die damit verbundenen Schwierigkeiten umgehen.

TRADERS´: HABEN SIE EIN BEISPIEL FÜR EINE SOLCHE ÜBERNAHME?

Walczak: 2015 schätzte ich die Aktie von Sharp als attraktiven Übernahmekandidaten ein, was das Patentportfolio anging. Und tatsächlich wurde das Unternehmen

T1 Größte Positionen

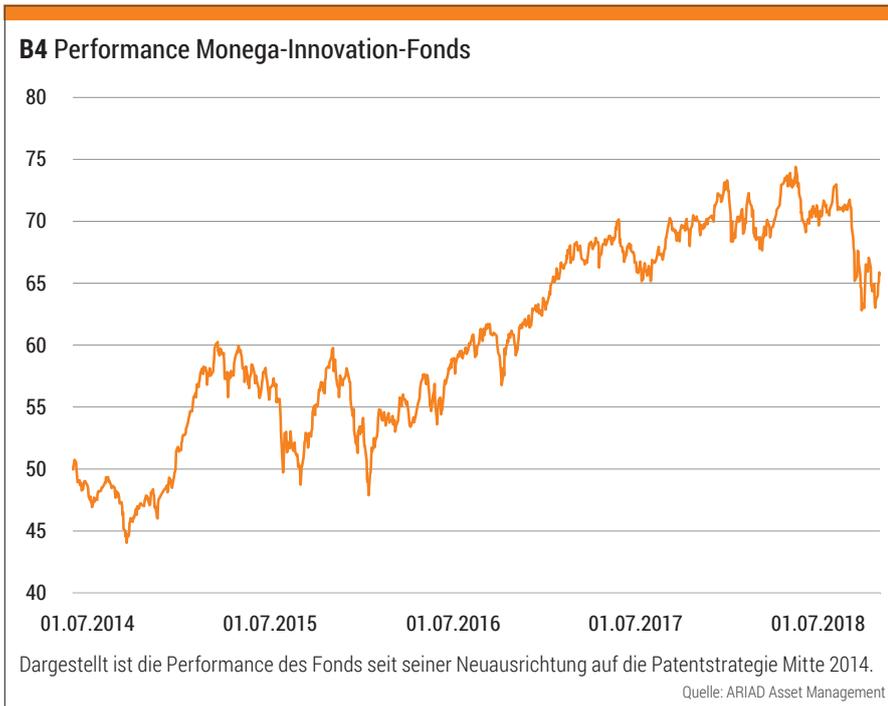
Rang	ISIN	Bezeichnung
1	IE00BFRT3W74	Allegion PLC
2	FR0011726835	Gaztransport & Technigaz SA
3	US5261071071	LENNOX International Inc.
4	NZFAPE0001S2	Fisher & Paykel Healthcare Corp LTD
5	AU000000COH5	Cochlear LTD

Die Tabelle zeigt die größten Positionen des Monega-Innovation-Fonds per 30.11.2018.

Quelle: ARIAD Asset Management

Patenten auch zur Erteilung durch das jeweilige Patentamt führt. Insgesamt versuchen wir, uns auf die wichtigsten Kriterien zur Qualitätsanalyse zu konzentrieren. Unsere Erfahrungen im Bereich quantitativer Modelle haben gezeigt, dass erfolgreiche Strategien nicht von der Anzahl der benutzten Indikatoren abhängen. Indem wenige, aber stabile Größen gefiltert werden, können komplexe Zusammenhänge und direkte Kausalitäten besser erkannt und deren Einflüsse validiert werden. Gerade in Phasen schwieriger Aktienmärkte hilft es, die Ruhe zu bewahren.

TRADERS´: DIE UPDATES IHRER DATENBANK ERFOLGEN QUARTALSWEISE. ENTSCHEIDEN SIE AUCH NUR ZU



dann 2016 mehrheitlich durch Foxconn übernommen. Bei solchen Deals können wir im Nachhinein gut abschätzen, wie viel dem Käufer die intangiblen Assets wirklich wert waren, was uns im Zeitablauf wiederum eine Indikation für den realen Wert bestimmter Patentkategorien ermöglicht.

TRADERS´: NEHMEN SIE IN SO EINEM FALL DIE GEWINNE MIT, INDEM SIE NACH ANKÜNDIGUNG DER ÜBERNAHME SOFORT VERKAUFEN, ODER VERSUCHEN SIE, NOCH LÄNGER ZU WARTEN, UM DEN FINALEN ÜBERNAHMEWERT ZU ERZIELEN?

Walczak: Es kommt darauf an, aber meist verkaufe ich direkt nach dem Kurssprung infolge der Ankündigung der Übernahmeabsicht. Die Position weiterzuhalten und darauf zu setzen, dass ein Bieterwettstreit mit immer höheren Kursen entbrennt, kann auch nach hinten losgehen. Ich kann mich zum Beispiel gut erinnern, bei der Aktie von Haldex (Bild 2) damit mal schlechte Erfahrungen gemacht zu haben, als ich einen solchen Wettstreit erwartete. Das Problem war dann, dass der Käufer (das Unternehmen Knorr-Bremse) weder das Management von Haldex noch das Kartellamt in Schweden von den Absichten überzeugen konnte. Schließlich wurde die Übernahme abgeblasen und die Aktie verlor deutlich an Wert.

TRADERS´: WELCHE KRITERIEN DEFINIEREN SIE, UM AUS POSITIONEN WIEDER AUSZUSTEIGEN?

Walczak: Wenn das jeweilige Unternehmen in unserem Ranking nach Patentqualität zu weit nach hinten abrutscht, bauen wir die Position zügig ab. Das ist der klassische Ausstiegs-Trigger. Ansonsten werden im Rahmen des Rebalancings kleine Gewinne und Verluste realisiert.

TRADERS´: GIBT ES BEI IHNEN KRITERIEN, DIE DAZU FÜHREN, DASS BESTIMMTE UNTERNEHMEN ALS ANLAGEIDEEN AUSGESCHLOSSEN WERDEN?

Walczak: Unternehmen, die über keine Patente verfügen, wie beispielsweise Banken und Versicherungen, finden Sie nicht im Portfolio. Aber auch Unternehmen, die Patente besitzen, können trotz gutem Ranking ausgeschlossen werden, wenn

ihr Geschäftsmodell offensichtlich die grundlegenden Richtlinien nachhaltiger Investments nicht erfüllt. Das ist uns schon einmal mit einem Unternehmen passiert, dessen Geschäftsmodell nicht nur im zivilen Bereich angesiedelt ist, sondern auch Waffensysteme für die US-Armee entwickelt.

TRADERS´: WIE GEHEN SIE MIT DEM ALLGEMEINEN MARKTRISIKO UM – GIBT ES HIER DIE MÖGLICHKEIT VON ABSICHERUNGSGESCHÄFTEN?

Walczak: Bei starken Verwerfungen können wir einen Cross-Hedge in Futures durchführen. Damit erzielen wir zwar nur eine grobe Absicherung, da unser Portfolio keinem konkreten Index ähnelt, aber das ist in der Regel ausreichend. Zudem haben wir die Möglichkeit zur Steuerung der Cash-Quote, die bis zu 30 Prozent betragen kann. Fallende Märkte bieten uns damit im Idealfall die Chance, günstig nachzukaufen, denn kleinere Aktien verlieren in scharfen Korrekturen oft überdurchschnittlich an Kurswert. Wir konnten in der Vergangenheit und auch in unseren Backtests feststellen, dass Werte, die wir selektiert hatten, sich nach solchen Phasen besonders stark erholen.

TRADERS´: WAS GIBT ES SONST NOCH ZU BEACHTEN, WAS BISHER NOCH NICHT ANGESPROCHEN WURDE?

Walczak: Aus praktischer Sicht ist es wichtig, vor allem im Biotechnologiebereich auf hohe Volatilitäten vorbereitet zu sein. Ab und zu gibt es in den klinischen Studien

Rückschläge – insbesondere in den Phasen II und III. Solange solche negativen News nicht da sind, steigen Kurse aufgrund der hohen Erwartungen, die bei enttäuschenden Zwischenberichten zu starken Kursrücksetzern führen (Bild 3). Die Erfahrung hat uns gelehrt, hier nicht immer auf den Durchbruch zu warten, sondern auch mal aus Risikosicht Gewinne mitzunehmen.

TRADERS´: WIE SIEHT ES HEUTE EIGENTLICH MIT PATENTEN IM BEREICH DER BLOCKCHAIN-TECHNOLOGIE AUS?

Walczak: Hier sehen wir bereits seit Längerem viel Bewegung. Bisher gibt es allerdings noch zu wenige Patente, als dass wir diesen Bereich nachhaltig analysieren könnten. Im letzten Jahr waren es einige Hundert, von denen rund 80 Prozent allein aus China stammten. Dennoch traue ich der Technologie einiges zu, denn sie ist klar disruptiv und sprengt so manche aufsichtsrechtlichen Kriterien.

TRADERS´: WÄRE ES EIGENTLICH MÖGLICH, DASS SIE IHRE PATENTSTRATEGIE PATENTIEREN LASSEN?

Walczak: Nein, grundsätzlich lassen sich Strategien im Kapitalmarkt nicht patentieren. Man könnte einen Index entwickeln und den als Marke schützen lassen. Das wäre dann so wie der DAX, S&P 500 und andere Indizes, für die man dann Lizenzrechte zahlen muss, wenn man sie namentlich verwendet und abbildet, etwa im Rahmen eines ETFs.

TRADERS´: NEBEN DEM MONEGA-FONDS HABEN SIE NOCH EIN WEITERES PRODUKT FÜR PRIVATANLEGER, DEN ARIAD-ACTIVE-ALLOCATION-FONDS. WIE SIEHT DESSEN ANLAGESTRATEGIE KURZ ZUSAMMENGEFASST AUS?

Walczak: Hier gehen wir ausschließlich Positionen in Derivaten auf Aktienindizes ein, überwiegend Short-Positionen in Call- und Put-Optionen zum Erzielen der Optionsprämien. Die Grundlage für die Positionierung im Markt ist ein Scoring-Card-Ansatz zur Bewertung des US-Marktes aus makroökonomischer Sicht, da wir ihn als Impulsgeber der Weltmärkte sehen. Die verschiedenen Positionen des Fonds werden dann diskretionär aufgebaut. Ziel des Fonds ist es, sowohl eine absolute Rendite von vier Prozent über dem Euribor-Zinssatz als auch eine relative Rendite in Höhe von 25 Prozent des EURO STOXX 50 zu erzielen. Das ist uns auch in einem Spezialfonds in den vergangenen neun (!) Jahren ununterbrochen gelungen. Leider müssen wir 2018 feststellen, dass wir im Geschäftsjahr des Fonds diese Ziele wohl nicht erreichen können. Zu stark waren die unterschiedlichen Entwicklungen in den USA und Europa. Wir werden deshalb in Kürze zusätzlich einen quantitativen Ansatz einfließen lassen, der permanent die Call- und Put-Positionen gemäß der Marktvolatilität und dem Risikorahmen des Fonds evaluiert.

Das Interview führte Marko Gränitz.

— Anzeige —