

«Wer Aktien kauft, kauft das Management»

Die Nebenwerte-Investoren Erhard Lee und Marc Possa erläutern, welche Faktoren sie bei der Aktienauswahl für ihre Fonds beachten.

VON ANDREAS KÄLIN

Marc Possa schätzt Schweizer Tugenden, pünktlich erscheint er zum Gespräch in den Büros von Erhard Lee. Die beiden kennen sich. Ihre Domäne sind Schweizer Nebenwerte. Beide orientieren sich am Value-Stil, mit dem anhand von Kriterien wie dem Kurs-Gewinn- und Kurs-Buchwert-Verhältnis unterbewertete Aktien gesucht werden. Lee achtet dazu im Fonds AMG Substanzwerte Schweiz auf eine stete Ertragsentwicklung der Firmen. Possa wendet den Value-Stil weniger strikt an und der von ihm betreute Fonds SaraSelect ist stärker auf zyklische Industrieaktien ausgerichtet.

Herr Lee, Herr Possa, Sie suchen günstige Schweizer Nebenwerte. Ist es derzeit leicht, fündig zu werden?

Possa: Zurzeit wird ein Drittel aller Schweizer Small und Mid Caps unter ihrem Buchwert gehandelt. Das ist eine hohe Zahl, auch im langfris-

«Wenn sich die Direktoren-Parkplätze vor dem Haupteingang befinden, ist das ein schlechtes Signal.»

Erhard Lee, AMG Substanzwerte Schweiz

tigen Vergleich. Zudem agieren viele dieser Firmen in Bereichen, die ein strukturelles Wachstum aufweisen, nicht nur ein zyklisch bedingtes.

Lee: Speziell unter Nebenwerten findet man Trouvaillen. Man kann ein schönes Portefeuille erstellen mit Aktien, die tiefe Kurs-Gewinn-Verhältnisse von fünf bis zehn haben.

Kurs-Gewinn- und Kurs-Buchwert-Verhältnis sind für Sie als value-orientierte Investoren wichtig. Auf was für Faktoren achten Sie noch?

Possa: Wer Aktien kauft, kauft das Management. Ich muss Vertrauen haben ins Management, wie beim Elektronikkomponentenhersteller Lem, der grössten Position im SaraSelect. CEO François Gabella weiss, was in den Fabriken läuft oder in China, weil er gerade dort war. Da fühle ich mich wohler als bei Nestlé, wo CEO Bulcke im Elfenbeinturm sitzt und seine Datenaggregationen erhält. Er weiss nicht so schnell, was an der Front abgeht.

Lee: Sehr wichtig ist eine hohe Kontinuität im Management, ein langjähriger Erfolgsausweis. Bei der Jungfrau-bahn hat das Management in 20 Jahren einmal gewechselt, in so einer Firma stimmt der Geist.

Was macht denn die Führung der Jungfrau-bahn so gut?

Lee: Das Marketing ist einzigartig, das unterschätzt man völlig. Die Jungfrau-bahn hat seit über 20 Jah-

ren eigene Vertriebsleute vor Ort, in China, Indien, Russland, in Südamerika. Bezüglich des Marketings ist die Jungfrau-bahn für mich eine der besten Firmen überhaupt. Da zeigt sich eine Eigenschaft des Managements.

Und ein Beispiel für ein schlecht geführtes Unternehmen?

Lee: Orell Füssli. Der Massenbuchhandel ist ein Geschäftsmodell, das in Frage steht angesichts der Möglichkeiten, Bücher elektronisch herunterzuladen. Und die Leute, die Orell Füssli leiteten, haben diesen Wandel zu wenig gesehen.

Possa: Aber Orell Füssli steckt im Umbruch. Mit Heinrich Fischer hat jetzt ein gestandener Manager das Verwal-

Erhard Lee hat 30 Jahre Börsenerfahrung gesammelt, auch im hektischen Ringhandel. Als Anlageberater will er heute «ruhig schlafen», weshalb er gern in Unternehmen mit «langweiligen Geschäften» investiert. Lee ist Alleininhaber der Firma AMG Analysen & Anlagen. Das Flaggschiff ist der Fonds AMG Substanzwerte Schweiz, der sich auf Small Caps fokussiert und auch Leerverkäufe tätigt, um sich gegen Börseneinbrüche abzusichern.

BILD: PETER FROMMENVILIER



tungsratspräsidium übernommen, er bringt eine neue Dynamik hinein. Es gab verschiedene Rochaden.

Lee: Es ist möglich, dass es besser kommt. Aber da bin ich zu vorsichtig. Ich kaufe erst, wenn das Management über längere Zeit einen Leistungsausweis erbracht hat.

Was ist ein typisches Merkmal für ein gutes Management?

Possa: Gute Manager bringen mehr, als sie versprochen haben. Und was wichtig ist: Jeder Manager hinterlässt eine Spur. Er prägt eine Kultur, die sich auf das Unternehmen positiv oder halt negativ auswirkt.

Lee: Genau, ich will die Kultur eines Unternehmens spüren. Darum besuche ich die Firmen, etwa um zu sehen, wie mich die Leute empfangen. Das sind alles wichtige Details. Ich schaue nach, wo sich die Besucherparkplätze befinden.

Wo müssen die denn sein?

Lee: Wenn sich statt der Besucher- die Direktorenparkplätze vor dem Eingang befinden, ist das ein schlechtes Signal. Dann kaufe ich nicht.

Es gibt neben den Managern andere wichtige Mitspieler in einem Unternehmen. Achten Sie darauf, welche Aktionäre mit ihnen im Boot sitzen?

Lee: Das ist ein wichtiges Kriterium. Bei mir scheidet zum Beispiel ein Engagement bei Sulzer von Anfang an ►►

Marc Possa übernahm per Mitte 2011 die Verantwortung für den Schweizer Nebenswertefonds SaraSelect, der von Peter Lehner aufgebaut wurde. Possa sieht sich als Mensch, der Übertreibungen nicht mag und langfristig denkt – das passt zum Stil des SaraSelect, der spekulative Titel meidet und einen langen Anlagehorizont pflegt. Der Fonds gilt als Investor, der sich bei den Firmen aktiv einbringt, aber auch Geduld mit ihnen aufbringt.

aus, wegen dem Haupteigner. Entweder will man mit einem Viktor Vekselberg in einem Boot sitzen oder nicht. Ich will es nicht. Punkt.

Was stört Sie an dem Russen?

Lee: Kann ich solch einem Mitaktionär vertrauen? Die Verlässlichkeit fehlt. Man weiss nie, was mit einer Gesellschaft passieren wird, die solch ein Aktionariat hat.

Possa: Ich sehe es gar nicht gerne, wenn kurzfristig agierende, angelsächsisch geprägte Fonds mit an Bord sind. Solche wie BlackRock. Die gehen mit Hü und Hott in einen Titel hinein und drücken den Kurs so gleich mal um zehn Prozent nach oben. Einige Zeit später stossen sie mit dem gleichen Trompetengetöse ihre Fünf-Prozent-Beteiligung ab und schicken den Kurs damit ins Tal.

Ausser BlackRock, welche anderen Fonds sind als Mitaktionäre noch unerwünscht?

Possa: Alle, die auf eine typisch angelsächsische Art vorgehen und sich, was den Anlagehorizont betrifft, einem unterjährigen Joch unterstellen. Wenn wir in eine Firma investieren, versuchen wir, als stabile Aktionäre und langjährige Partner die Strategie des Managements mitzutragen.

Lee: Die kurzfristig orientierten Fonds haben auch ein Problem. Gibt es eine Krise, müssen sie verkaufen, damit beschleunigen sie den Kurseinbruch in ihren Titeln noch. Ich

schaue, was für Aktien diese Fonds halten. Dann verkaufe ich diese Aktien manchmal leer, um so von einem Kurseinbruch profitieren zu können.

Mögen Sie andererseits Unternehmen, die von einer Familie kontrolliert werden?

Lee: Die Frage ist, macht es die Familie gut oder nicht. Ein gutes Beispiel ist die Familie Cornaz, die die Stimmenmehrheit am Verpackungsglashersteller Vetropack hält. Da denkt man für die nächste Generation. Wenn Vetropack eine neue Glashütte aufstellt, ist das eine Investition für die nächsten 20 bis 50 Jahre.

Possa: Der strategische Horizont solcher Familien ist anders als bei normalen Managern, viel langfristiger. Vor allem Manager in der Finanzindustrie versuchen doch, in ihrer Zeit die Zitrone auszupressen. Läuft es gut, schöpfen sie so viel wie möglich

für sich ab, das Kurspotenzial für den Aktionär ist begrenzt.

Lee: Bei den Grossbanken fehlt mir eine Führung, die sich an den Interessen der Eigentümer orientiert.

Meiden Sie Finanzwerte denn konsequent?

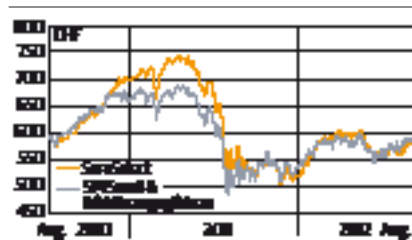
Possa: Für uns ist die Finanzindustrie ein rotes Tuch. Die Welt ist auch «overbanked» und «overinsured», es gibt zu viele Banken und Versicherungen. Von daher ist es für sie schwierig, wirklich Mehrwert zu generieren.

Lee: Ich meine, das Versicherungsgeschäft kann man profitabel betreiben. Die grössten Risiken liegen im Anlagebereich der Versicherungen. Da picke ich mir halt die mit den geringsten Risiken heraus, das sind zurzeit die Swiss Life und vor allem die Vaudoise. Die werden beide zu rund 0,4-mal den Buchwert gehandelt. Das ist absurd günstig.

«Die Schweizer Tugenden wie die Zuverlässigkeit werden wichtiger. Solche Eigenschaften können die Chinesen nicht von heute auf morgen übernehmen.»

Marc Possa, mit einer Nespresso-Kapsel, für die Dätwyler zuliefert.

SaraSelect



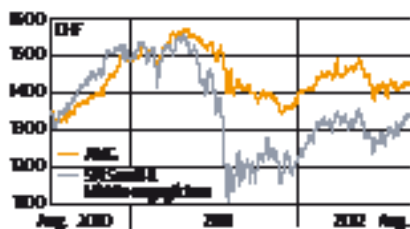
Valor	123406
Fondsvolumen	564 Mio. CHF
2-Jahres-Performance*	-2,8%
10-Jahres-Performance*	118,3%

Stichtag: 17. August 2012, *Gesamtrenditen



BILDER: PETER FROMMENWILER (2)

AMG Substanzwerte Schweiz



Valor	1959753
Fondsvolumen	226 Mio. CHF
2-Jahres-Performance*	6,5%
Performance seit dem Start 2004*	107,8%

Stichtag: 17. August 2012, *Gesamtrenditen

Possa: Das Management der Swiss Life hat aber ein fragwürdiges Gebaren gezeigt, einen Drang zur Grösse, der zur kostspieligen Fehlakquisition von AWD führte.

Lee: Das stimmt schon. Aber darum haben wir die Swiss-Life-Aktien ja erst nach dem Kurssturz gekauft.

Possa: Ihr handelt opportunistischer. Wir sind von unserer Anlagephilosophie her stringenter, Finanztitel werden wir kaum kaufen. Auch bei Stromfirmen sind wir ultravorsichtig.

Was für einen Nachteil weisen die Stromversorger auf, Herr Possa?

Possa: Dass da im Verwaltungsrat Politiker sitzen. Da kann der Wind rasch drehen. Ein Politiker will die Wiederwahl, der hat einen kürzeren Horizont, das ist per se heikel bei der Umsetzung einer langfristigen Strategie.

Lee: Der Strommarkt ist nicht frei, richtig. Die Preise sind zu stark reguliert. Auch wir meiden subventionierte Bereiche eher. In den Stromtiteln sind wir dennoch drin, lange haben wir damit super verdient. In den letzten Jahren mussten wir Verluste einstecken. Aber auch da war es für mich wichtig zu sehen, welche Firma ein gutes Management hat, so wie Repower. Ihre Aktien haben viel weniger als andere Stromtitel verloren.

Herr Lee, gibt es für Sie als Investor eigentlich Tabus?

Lee: Ich meide alles, was ich nicht verstehe. Beim Verschlüsselungsspe-

zialisten Kudelski habe ich noch nie verstanden, wie das Ganze funktioniert. Wieso soll ich da investieren? Gerade im Fall von neuen Technologien gilt, die Hoffnung wird an der Börse immer zu teuer bezahlt.

Possa: Ja, junge Industrien, wie die Biotechindustrie, mögen sexy wirken. Aber nüchtern betrachtet, muss ich mir sagen, ich kann da nicht besser sein als andere Investoren, weil ich das Geschäft nicht verstehe. Übrigens meide ich auch Firmen, die von einem Treiber abhängig sind, so wie Meyer Burger von der Entwicklung der Solarbranche. Wir legen Wert auf eine gewisse Diversifikation, auch was die Absatzmärkte betrifft.

In welchen Branchen finden Sie besonders häufig geeignete Anlagemöglichkeiten?

Possa: Verglichen mit dem AMG-Fonds investieren wir stärker in die klassische, produzierende und kapitalintensive Industrie. Da gibt es ei-

nen gewissen Schutz. Wer die Schweizer Maschinen- oder Elektroindustrie analysiert, erkennt, wie hoch die Eintrittshürden für ihre Technologien sind. Die Firmen haben über Jahrzehnte eine Lernkurve durchgemacht und sich zu Partnern ihrer Kunden entwickelt. Dann kann man auch gute Preise verlangen. So wie Ems Chemie. Obwohl sie zur Hälfte im Hartwährungsland Schweiz produziert, erzielte sie zuletzt eine operative Marge von 18 Prozent.

Bringen typische Schweizer Tugenden den Erfolg?

Possa: Ja, zu unseren Tugenden gehören die Zuverlässigkeit, der Qualitätssinn, der gute Service nach dem Verkauf. All das wird noch wichtiger, wegen des strukturellen Trends zur Miniaturisierung, der die Qualitätsansprüche weiter steigen lässt. Solche Eigenschaften kann ein chinesischer Konkurrent nicht von heute auf morgen übernehmen. ➔



«Als Investor ziehe ich Firmen wie IVF Hartmann vor. Die Verbandstoff-Fabrik hat ein langweiliges, aber grundsolides Geschäft»

Erhard Lee, mit einem Pflaster der Schaffhauser Firma IVF Hartmann

AMG Substanzwerte Schweiz Die grössten Positionen

Gesellschaft	Tätigkeitsgebiet	Valor	KGV 2012
Vaudoise Assurances	Versicherung	2154566	5.5
IVF Hartmann	Materialien für die Pflege	18762425	15.3
Vetropack	Glasverpackungen	622761	11.5
Galenica	Pharma, Apotheken	1553646	15.6
BFW Liegenschaften	Wohnimmobilien	1820611	n.a.

*Fondsberichte, Bloomberg

SaraSelect Die grössten Positionen

Gesellschaft	Tätigkeitsgebiet	Valor	KGV 2012
Lem	Elektronikkomponenten	2242762	15.8
Dätwyler	Industriezulieferer, Verteiler	3048677	10.6
Belimo	Elektrische Stellantriebe	150319	17.2
Bell	Fleischverarbeiter	441041	9.4
Interroll	Fördertechnik, Logistik	637287	15.1

*Fondsberichte, Bloomberg

Lee: Man muss aber sehen, dass es auch bei Produkten oder Technologien Zyklen gibt. Der Hörgerätehersteller Sonova ist für mich auf einem absteigenden Ast im Produktzyklus, weil er sich nicht mehr wie früher technologisch und über eine weitere Miniaturisierung von der Konkurrenz abheben kann. Das hat der ausgeschiedene CEO Chapero gesehen und Sonova von einer technologie- zu einer marketinggetriebenen Firma gewandelt. Der neue CEO muss erst zeigen, dass er es auch kann.

Herr Lee, anders als Herr Possa mögen Sie die zyklischen Schweizer Industriewerte weniger?

Lee: Ich meide sie eher, wegen der Kursschwankungen. Von meinem Typ her ziehe ich den Plakatwerber APG vor, der hat ein langweiliges Geschäft, das auch in der Krise gut läuft. Oder IVF Hartmann. Die Verbandstofffabrik hat ebenfalls ein langweiliges, aber grundsolides Geschäft, das ein schönes Gewinnwachstum gebracht hat. Zuletzt hat der AMG-Fonds aber auch die eine oder andere

«Ich meide Firmen wie den Solarindustrie-Zulieferer Meyer Burger, die von einem einzigen Treiber abhängen.»

Marc Possa, SaraSelect

Position in Zyklikern aufgebaut, wie im Verbindungstechniker Bossard.

Dass Sie in Zykliker investieren, heisst doch, Sie sind zurzeit optimistisch eingestellt für die Börse.

Lee: Genau, ich bin sehr positiv eingestellt für die Wirtschaft und halte die Zykliker für unterbewertet.

Possa: In den Bewertungen spiegeln sich zu starke Rezessionsängste.

Gerade wer in schwankungsanfällige Zykliker investiert, muss sich heute fragen, ob die Kaufen- und Halten-Strategie noch dienlich ist.

Possa: Da ist das Timing angesprochen. Es ist schwierig, bei Zyklikern

den richtigen Zeitpunkt zum Ausstieg und Wiedereinstieg zu finden. Weil es unsinnige Übertreibungen an der Börse gibt, bei denen man nicht sagen kann, wie weit sie gehen. So hat die Sika-Aktie in der Finanzkrise drei Viertel verloren, obwohl der Spezialitätenchemiehersteller immer einen positiven Cashflow ausgewiesen hat.

Lee: Das hat eben damit zu tun, wer die Aktien hält. Viele kurzfristig orientierte Fonds. Wenn es anfängt zu kriseln, verabschiedet man sich besser von solchen Titeln. Übrigens gibt es zwei Arten von Zyklichkeit. Ein Industriekonzern wie Georg Fischer erlebt tatsächlich Gewinneinbrüche. Bei Sika bleiben auch in der Krise die Gewinne erstaunlich stabil, da bricht nur der Aktienkurs ein.

Trotzdem geht es nicht nur darum, die richtigen Titel zu kaufen. Man muss auch wissen, wann die Zeit gekommen ist, zu verkaufen.

Lee: Richtig, der Zeitpunkt für die Trennung kommt, wenn eine Firma ihre Ziele nicht mehr erfüllt oder die Aktie stark überbewertet ist. In den letzten 18 Monaten haben wir die Engagements in Immobilienaktien stark abgebaut, aus Mobimo sind wir ganz hinaus. Ich glaube, der Immobiliensektor ist insgesamt zu hoch bewertet.

Possa: Viele Schweizer Immobilienaktien werden mit einer Prämie um 20 Prozent zum inneren Wert gehandelt. Da hat sich eine Blase gebildet. ■

BILD: PETER FROMMENWILER



Roundtable.

Erhard Lee und Marc Possa im Gespräch mit Stocks-Redaktor Andreas Kälin.

finanzen.ch

stocks.finanzen.ch/
roundtable
Erfahren Sie mehr über die
Fonds AMG und SaraSelect

