

# «Steigen die Zinsen, wird es heiss für teure Aktien»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Pascal Prüss und Georg von Wyss von BWM Value Investing haben bei Credit Suisse das Handtuch geworfen und sind bei einem Holcim-Konkurrenten neu dabei.

Den Franken für 60 Rappen kaufen, so lautet das Motto des Vermögensverwalters BWM aus Wilen bei Wollerau. Die beiden Portfoliomanager Pascal Prüss und Georg von Wyss investieren mit ihrem Team in unterbewertete Aktien in Europa und den USA. Die Pandemie und ihre Verwerfungen an den Finanzmärkten haben für einiges an Bewegung in ihren Fonds gesorgt, wo 1,2 Mrd. Fr. investiert sind.

**Herr Prüss, Herr von Wyss, nach langem Kriechgang erleben Value-Strategien gerade eine Renaissance. Warum?**

**Von Wyss:** Tatsächlich hat sich der Wert unseres Classic Global Equity seit dem Ausbruch der Pandemie mehr als verdoppelt. Was genau der Auslöser einer solchen Renaissance ist, ist selten klar. Klar ist hingegen, dass der Value-Stil langfristig eine Überrendite bringt. Die Phase vor der Pandemie war eine Ausnahme. Die Grundidee des Investierens ist: Bekomme ich in Zukunft mehr für einen Titel, als ich heute bezahle? Diese Überlegung ist wieder wichtiger geworden.

**Welche Rolle hat die Pandemie dabei gespielt?**

**Prüss:** Die Verwerfungen an den Märkten waren enorm, und es brauchte wieder einmal viel Disziplin, um an unserem Anlagestil festzuhalten. Eine eigentliche Normalisierung fand aber erst mit den positiven Impfstoffneugigkeiten im November statt, unterstützt von fiskalischen und monetären Massnahmen. Seither spüren unsere Investments einen deutlichen Nachfrageanstieg. Fossil hat sich seit Ende März 2020 fast vervierfacht, und zu unseren grössten Gewinnern seit damals gehören viele Verdoppler, etwa Kingfisher, ProSieben, Sat.1, AerCap oder Ceconomy. Die Rotation von Wachstum- in Substanztitel ist aber noch lange nicht abgeschlossen.

**Von Wyss:** Warum die Anleger wieder vermehrt auf die Bewertungen schauen, ist schwierig zu sagen. Aber in jeder Übertreibungsphase kommt es irgendwann zu einem Umdenken, und dann rennen alle von einer Richtung in die andere. Deshalb ist es auch so unvorsichtig, wenn man keine Value-Titel im Portfolio hat.

**Welche Bewertungskennzahlen sollten Anleger im Auge behalten?**

**Von Wyss:** Für uns am wichtigsten sind Kurs-Gewinn-Verhältnis, Unternehmenswert zu Ebitda und Cashflow-Rendite. Alle Kennzahlen müssen dieselbe Geschichte erzählen, sonst stimmt etwas nicht.

**Klassische Wachstumswerte wie Apple, Amazon oder Alphabet haben nur wenig korrigiert. Nach einem grossen Umdenken sieht das nicht aus.**

**Von Wyss:** Sie müssen auch nicht korrigieren. Es reicht schon, wenn sie kursmässig stagnieren und dank Wachstum günstiger werden. Aber: Wenn die Zinsen wieder steigen, kann es heiss werden für alle Aktien mit hohem Kurs-Gewinn-Verhältnis.

**Wie geht es weiter mit der Inflation und einem allfälligen Zinsanstieg?**

**Von Wyss:** Wir schauen uns das Thema mit Besorgnis genau an, machen aber keine Prognose. Sollte die Inflation kommen, ist die beste Lösung, unterbewertete Titel zu halten.

**Prüss:** Für unser Portfolio ist wichtiger, welcher Einzeltitle ein Margenproblem bekommt, wenn der Kostenanstieg nicht weitergegeben werden kann.

**Haben Sie aufgrund der jüngsten Inflationszahlen Veränderungen im Portfolio vorgenommen?**

**Von Wyss:** Nein, auf dieser Basis investieren wir nicht. Wir verkaufen, wenn eine Anlage ihren inneren Wert erreicht. Und bei neuen Engagements achten wir auf Preissetzungsmacht.

**Typischerweise findet man in den Sektoren Finanz oder Energie unterbewertete Valoren. Haben Sie hier zugekauft?**



Pascal Prüss (oben) und Georg von Wyss sehen bei den Fossil-Aktien viel Potenzial.

**Von Wyss:** Wir suchen Titel, die unterbewertet sind relativ zu ihrer mittelfristigen Ertragsperspektive. Das kann in jedem Sektor der Fall sein. Das Thema Finanzen ist bereits gut gelaufen, aber Credit Suisse ist ein Spezialfall. Wir haben viele Jahre an unserer Position festgehalten, sie aber nun verkauft. Wir haben nicht antizipiert, dass CS derart viele risikobehaftete, sinnlose Geschäfte macht. Zum einen wird der neue CS-Verwaltungsratspräsident nun hart durchgreifen müssen, was

*«Wir haben nicht antizipiert, dass Credit Suisse derart viele risikobehaftete, sinnlose Geschäfte macht.»*

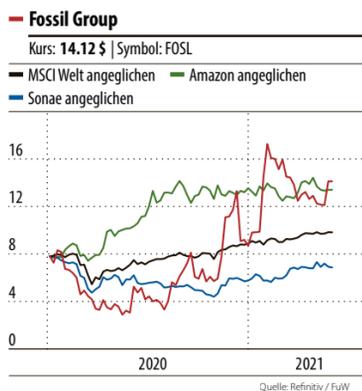
noch mehr Probleme zutage fördern kann. Zum anderen sinkt der Risikoappetit der Bank vorübergehend stark. Das heisst, sie verdient weniger Geld. Bis man genauer weiss, wo der Wert der Gesellschaft liegt, können wir mit unserem Geld Schlaues machen.

**Was genau?**

**Prüss:** Wir sind zum Beispiel beim portugiesischen Detailhändler Sonae eingestiegen. Auch Holcim hätte uns gefallen. Wir haben aber in diesem Sektor eine noch attraktivere Alternative gefunden, von der Bewertung wie vom Ausblick her, und da eine Position aufgebaut. Zudem kaufen wir gerade im europäischen Automobilsegment etwas Neues und haben beim US-Uhrenhersteller Fossil aufgestockt.

**In der Schweiz gibt es keine anderen interessanten Value-Papiere?**

**Prüss:** Unser Jagdrevier umfasst etwa 2000 Titel, davon sind 100 aus der Schweiz. Es



ist daher unwahrscheinlicher, dass wir hier fündig werden, und wir haben auch keine besondere Heimoptik.

**Von Wyss:** Wir betrachten die Welt aus der Froschperspektive. Dem Frosch ist es egal, was im Nachbarsteich passiert – Hauptsache, in seinem Teich gibt es genügend Fliegen. Wir suchen einzelne Titel und interessieren uns nur am Rande für die Bewertungen von Märkten.

**Prüss:** Trotzdem gibt es spannende Bewertungsanomalien in Bezug auf die Geografie. Interessant sind etwa Valoren, die aus einem unterbewerteten Markt stammen, aber einen Grossteil des Geschäfts ausserhalb erwirtschaften.

**Warum haben Sie keinen asiatischen Titel im Portfolio?**

**Von Wyss:** Das hat weniger mit den Risiken dieser Länder als mit den Risiken auf der analytischen Ebene zu tun. Es gibt Kommunikationsprobleme, und die Rechnungslegung ist nicht immer die gleiche. Unser Anlageuniversum in Europa und den USA ist gross genug, damit haben wir genügend zu tun.

**Welche Valoren im Portfolio haben besonders viel Aufholpotenzial?**

**Prüss:** Am meisten Potenzial und kaum noch Risiken sehen wir bei Fossil. Das Unternehmen hatte lange zu kämpfen, hat nun aber eine gesunde Bilanz und ist im E-Commerce sehr stark. Ab dem zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres wird es für längere Zeit zu einem hohen Ebit-Wachstum kommen. Dadurch wird die Aktie noch billiger. Sie kann sich noch mindestens verdoppeln. Das Problem von Fossil ist, dass sie von keinem Analysten abgedeckt wird und es dementsprechend keine Schätzungen gibt.

**Die letzten Jahre waren aber sehr schwierig für Uhren im tiefen Preissegment.**

**Prüss:** Auch Fossil wurde in der Vergangenheit vom Trend zu Smartwatches überholt. Nun hat man dazugelernt. Wer heute eine Fashion-Smartwatch möchte, kommt an Fossil fast nicht vorbei. Gleichzeitig wurde viel in die Digitalisierung investiert. Und in Asien gibt es mit der zu Fossil gehörenden Marke Armani viel Potenzial.

**Wo sehen Sie sonst noch gute Einstiegsmöglichkeiten?**

**Von Wyss:** Quadient und Pitney Bowes sind beide im Frankiermaschinengeschäft tätig. Das angestammte Geschäft hat zwar Mühe, aber der starke Cashflow wird genutzt, um in neue wachsende Gebiete zu diversifizieren. Das wird von der Börse noch nicht reflektiert. Das Gleiche gilt für Agfa-Gevaert, die Probleme hat mit ihren Druckplatten. Mittlerweile hat sie sich aber zum führenden Hersteller von Membranen zur Herstellung von Wasserstoff entwickelt. Sobald die Anleger verstehen, dass dies auch ein grüner Titel ist, werden sie ihn sexier finden.

**Wie integrieren Sie das Trendthema Nachhaltigkeit in Ihre Fonds?**

**Von Wyss:** Indirekt berücksichtigen wir schon lange einige ESG-Kriterien. Zum Beispiel indem wir nicht investieren, wo wir Gauner vermuten, siehe Wirecard. Beim Thema Ökologie sehen wir viele Geschäftsmöglichkeiten hinsichtlich des Wechsels zu einer grüneren Wirtschaft. Einige Kriterien sind aber schlicht hirn-wütig, zum Beispiel wenn die Existenz eines Patrons per se schlecht bewertet wird. Für einen systematischen ESG-Ansatz ist es uns noch zu früh.

**Wo haben Sie den Einstieg verpasst?**

**Prüss:** Das passiert leider immer wieder. Den US-Detailhändler Sprouts Farmers Markets und die französische Plakatgesellschaft JCDecaux habe ich mir genauer angeschaut, kurz bevor die Aktien stark gestiegen sind.

**Markttechnik**

## Besser als der MSCI Emerging Markets

In den ersten acht Jahren nach Ende des grossen Bärenmarktes von März 2000 bis März 2003 schnitt der MSCI Emerging Markets blendend ab. Während der MSCI Welt rund 70% zulegte, stieg er um 350%. Sowohl in der Zeit bis Oktober 2007 als auch ab März 2009, nach Ende des zweiten grossen Bärenmarktes in diesem Jahrhundert, war er deutlich stärker als der MSCI Welt.

Das hat selbstverständlich Spuren hinterlassen. Unter dem Eindruck der hervorragenden Performanz war man geneigt, Informationen insbesondere aus asiatischen Schwellen- und Industrieländern im Zweifelsfalle positiv zu interpretieren.

### Schwache Phase

Seit April 2011 hat sich der MSCI Emerging Markets miserabel entwickelt. Er hat nur rund 10% zugelegt. Dass es im Vergleich zu den 114% des MSCI Welt so wenig war, hängt nicht nur an der schlechten Entwicklung in Lateinamerika, dem Nahen Osten und in europäischen Schwellenländern, die zusammen rund 20% der Kapitalisierung dieses Index ausmachen. Besser als der MSCI Welt hat sich nur der indische Sensex entwickelt. Alle anderen Indizes zwischen MSCI Welt und MSCI Emerging Markets.

Aus Prinzip Aktien einer Region oder eines Landes haben zu wollen, halte ich für einen grossen Fehler. Die Haupttreiber für die Kursentwicklung sind in einer globalisierten Welt die Sektoren und nicht die Länder.

Es ist bemerkenswert, dass die Sektorgewichtung im MSCI Emerging

Markets ungefähr der des MSCI Welt entspricht. Information Technology ist mit rund 20% vertreten. Der MSCI Information Technology ist bis Februar dieses Jahres deutlich stärker gewesen als der MSCI Welt und der MSCI Emerging Markets (EM). Seither ist er leicht schwächer als der MSCI Welt und leicht stärker als der MSCI EM.

Finanzdienstleistungen sind mit knapp 19% vertreten. Der MSCI Financials ist in der fraglichen Periode gleich stark gewesen wie der MSCI EM, aber schwächer als der MSCI Welt. An-schliessend war er bis Februar dieses Jahres schwächer als beide Indizes. Seither ist er deutlich stärker als beide, insbesondere aber als der MSCI EM.

Zyklische Konsumgüter weisen ein Gewicht von 15% auf. Sie waren von März 2018 bis Februar 2021 relativ stark zu beiden Indizes. Seither schwächt der Sektor zum MSCI Welt – vorwiegend wegen Tesla –, während er immer noch relativ stark ist zum MSCI EM.

Nachrichtenwesen hat eine Kapitalisierung von knapp 13%. Das ist mehr als im MSCI Welt. Der MSCI Communication Services ist relativ stark zum MSCI Welt seit Februar 2020. Relativ zum MSCI EM steigt er seit Juni 2018.

### Sektoren am richtigen Ort

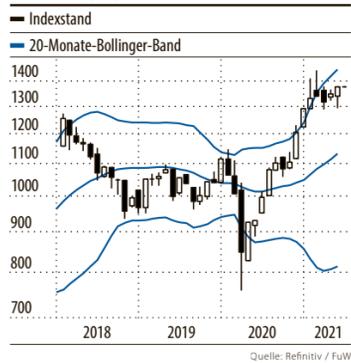
Der fünfgrößte Sektor im MSCI EM, Materials, ist mit knapp 9% deutlich höher gewichtet als im MSCI Welt. Er war von Juni 2018 bis März 2020 relativ schwach zum MSCI Welt, während die Entwicklung zum MSCI EM etwa gleich war. Seither ist der MSCI Global Materials deutlich stärker als beide Indizes.

Drei Viertel der Kapitalisierung des MSCI Emerging Markets schneiden also auf der Weltbühne besser ab als in der Region. Das hat nicht zwingend mit den volkswirtschaftlichen Daten insbesondere der asiatischen Industrieländer zu tun, wenn man bedenkt, dass viele Technologieriesen grosse Produktionskapazitäten gerade in diesen Ländern unterhalten. Aber ich denke, dass diese kleine Gegenüberstellung die Überlegenheit des Sektoransatzes deutlich demonstriert.

ALFONS CORTES [www.alfonscortes.com](http://www.alfonscortes.com)

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

### MSCI Emerging Markets



**Meinungen zur Börsenlage**

## Schweizer Value

Das jährliche Rebalancing hat unsere Liste der attraktivsten Schweizer Value-Aktien in einigen Punkten verändert. Neu aufgenommen wurden die Titel von Forbo, Schweizer Technologies, SFS Group, Swiss Re, Tecan und Zehnder. Unverändert mit dabei sind im Bereich Grundstoffe und Industrie die Aktien von Holcim und Vetropack. Im Bereich Konsumgüter gehören Bell Food, Emmi, Nestlé sowie Swatch Group dazu und im Technologiesektor Also und Swisscom. Unter den Finanzwerten sind Cembra Money Bank, Helvetia und Swiss Life weiterhin mit dabei, im Sektor Pharma/Gesundheitsvorsorge sind es Alcon, Coltene, Novartis, Roche, Siegfried und Sonova wie auch Vifor Pharma. Aus dem Portfolio ausgeschieden sind Adecco und Baloise.

**SALMANN INVESTMENT MANAGEMENT**

## Dufry, BASF

Am Finanzmarkt wimmelt es von Entwicklungen, die die beiden Branchen Chemie und Tourismus aktuell leider kaum absorbieren: Eine umfangreiche Durchreichung der Impfstoffe in der Bevölkerung bringt diverse Lockerungen im Reiseverkehr. Mehrere fiskalpolitische Unterstützungen nivellieren die Einkommensdelle und mobilisieren den angehäuften Konsumdrang. Das kann die Reiseaktivitäten stimulieren und dem Umsatz von Flughafen Zürich, Aena oder Dufry helfen. Eine Produktionsstufe tiefer agiert die Chemie-

industrie. BASF hat zuletzt den Ausblick 2021 erhöht und nutzt den Katalysator der Wirtschaftserholung sowie der neuen Klimaziele auf vielfältige Weise. Zum einen erweitert sie ihr asiatisches Verbundsystem und aktiviert das Cashflow-Potenzial für Akquisitionen in einer disruptiven Wirtschaft. Zum anderen setzt sie im Rahmen der klimapolitischen Bestrebungen mit sinnvollen Partnerschaften – in erneuerbaren Energien (Windkraft, RWE) und chinesischen Batteriekoooperationen – klar auf Umbruch.

**BANK CIC SCHWEIZ**

## Nachhaltigkeit

Schweizer Unternehmen stehen im internationalen Vergleich in Bezug auf Nachhaltigkeit insgesamt gut da. So ist die (kleine) Schweiz das wichtigste Land im Dow Jones Sustainability Europe Index. Weitere Verbesserungsanstrengungen sind aber nötig, denn auch die Schweiz überbeansprucht die natürlichen Ressourcen. Seit 1999 ist die Bestrebung nach einer nachhaltigen Entwicklung in der Bundesverfassung verankert. Die grösste Aktualität haben die Klimaziele. Viele Schweizer Unternehmen haben erhebliche Verbesserungen erzielt und verpflichten sich zu netto null. Während grosse Unternehmen tendenziell weiter fortgeschritten sind als kleinere, sind einige mittelgrosse Firmen Vorbilder. Nachhaltigkeitsbestrebungen bieten auch Differenzierungschancen. Nachhaltiges Anlegen dürfte sich weiterhin als lohnende Strategie erweisen.

**UBS**