

Fondsmanager-Interview

Corando setzt auf Value – Risikoeinschätzung beim Kauf zentral für langfristigen Erfolg

«Auf die besten Chancen warten»



**Heute mit
Ralph Wattenhofer
Value Focus Equity Management
Wil**

— Herr Wattenhofer, haben auf Value-Anlagen spezialisierte Fonds heute, in Zeiten haussierender Aktienmärkte, punkto Performance nicht einen schweren Stand?

Im Gegenteil. Value investing hat sich in den verschiedensten Börsenphasen bestens bewährt. Ausserdem gilt es, langfristig eine gute Performance zu erzielen. Was den langfristigen Leistungsausweis des Value investing betrifft, kann man sich wirklich nicht beklagen. In diesem Sinn ist die Nachfrage nach Anlagefonds mit einer Value-Strategie immer vorhanden.

— Wie sieht es mit dem Anlegerinteresse aus? Stellen Sie in Ihrem Fonds, dem Corando Value Investment Fund, Zertifikatsrückgaben von Leuten fest, die in Wachstumsfonds umschichten möchten?

Die Anzahl der ausstehenden Fondsanteile zeigt, dass wir bereits in der ersten Hälfte 2005 mehr Zertifikate ausgeben konnten als im ganzen letzten Jahr. Dem stehen nur sehr wenige Rücknahmen gegenüber. Das Interesse steigt also. Wir sind vor allem für wirklich langfristig denkende Investoren attraktiv. Deshalb verfügen wir über einen stabilen und gleichzeitig wachsenden Anlegerkreis.

— Viele Value-Titel können sich auch in haussierenden Börsen gut entwickeln. Wie sieht das in Ihrem Portefeuille aus?

Wir haben viele Gewinner. Die Performance ist breit abgestützt. Von den 36 Aktienpositionen im Portefeuille haben nur zwei in diesem Jahr noch keinen Gewinnbeitrag geliefert. Alle anderen sind heute mehr wert als zu Beginn des Jahres. Eine Analyse über die Gesamtlaufzeit des Fonds zeigt ein ähnliches Bild. Ein halbes Dutzend der Positionen hat seit dem Erwerb über 100% zugelegt, obwohl in diesem Zeitraum der MSCI World Index fast 10% gefallen ist.

— Werden Sie, sollte sich die freundliche Börsenstimmung fortsetzen, Anpassungen am Aktienportefeuille vornehmen?

Im Gegensatz zu anderen Anlagestilen passen wir unsere Strategie nicht der Entwicklung der Börsen an. Unsere Investmentstrategie fragt nur nach dem Preis und dem Wert einer Aktie. Ist ein Unternehmen unterbewertet, sind wir daran interessiert. Ist es zu teuer, kaufen wir nicht. In der Welt eines Value-Investors spielen nur die einzelnen Gesellschaften und ihre Bewertung eine Rolle, nicht aber das allgemeine Börsengeschehen.

— Es fällt auf, dass Ihr Fondsportefeuille per Ende Juni zu nur rund 75% in Aktien investiert war. Der Rest entfällt auf Obligationen und Barmittel. Weshalb dieser tiefe Investitionsgrad?

Unser Ziel ist es, entsprechend den sich bietenden Möglichkeiten anzulegen. Wir sind der Ansicht, dass man Cash-Halten nicht nur immer aus der negativen Perspektive beurteilen, sondern von der guten Seite betrachten sollte: Liquidität erlaubt, kommende Chancen zu nutzen, ohne bestehende Investitionen abbauen zu müssen. Unsere Liquiditätsposition ist zudem

vom stetigen Zufluss von Neugeld gespeist worden: Das Volumen des Corando stieg 2005 bereits über 50%. Ausserdem ist es für die Anleger von Vorteil, wenn sie in einem Vehikel investiert sind, in dem der Portfoliomanager über Liquidität verfügt. Sie schicken ja auch keinen Jäger ohne geladene Flinte auf die Pirsch, oder?

— Doch warum sind 17% in Anleihen angelegt – was hat das mit Value zu tun?

Das hat sehr wohl etwas mit Value zu tun: Die Prinzipien des Value investing lassen sich auf alle Vermögensklassen übertragen, sind also auch im Bondbereich anwendbar. In diesem speziellen Fall haben wir einen Teil der Barmittelposition in zwei Floaters geparkt. Das erlaubt uns, flexibel auf sich ergebende Chancen zu reagieren. Wir warten auf gute Kaufgelegenheiten – mit mittelmässigen Investments erreichen wir keine Outperformance.

— Wie verbindlich ist die Konzentration auf Value-Aktien? In den Unterlagen des Fonds steht, dass er in Papiere von Unternehmen mit einem attraktiven Ertrags- oder Substanzpotenzial investiert. Das lässt doch einige Freiheiten offen.

Die Konzentration auf Value-Titel ist sehr verbindlich. Im Portfolio befinden sich nur Valoren, die nach unserer Beurteilung beim Einstieg unter ihrem inneren Wert gehandelt wurden. Das Portfolio ist somit ausschliesslich in Value-Aktien investiert. Wir setzen zwei Selektionsverfahren ein. Das eine ist die Top business selection. Hier geht es darum, qualitativ hochstehende Unternehmen aufzuspüren. Nachdem wir die gesuchten Firmen herausgefiltert haben, wählen wir diejenigen aus, die zu einem ökonomisch günstigen Preis an der Börse erhältlich sind. Das zweite Verfahren ist die Value selection. Die Gesellschaften werden hier auf ihr Substanzpotenzial untersucht. Dabei geht es darum, sich in denjenigen zu engagieren, deren Substanzpotenzial nicht erkannt oder unterschätzt wird.

— Gibt es heute noch ausreichend Value-Aktien, die Ihre Anforderungen erfüllen? Wenn nein, werden Sie dann den Aktieninvestitionsgrad weiter reduzieren?

Es gibt immer Möglichkeiten, in Value zu investieren. Im Verlauf der letzten Jahrzehnte haben sich die Value-Anleger daran gewöhnt, dass es manchmal mehr Möglichkeiten gibt und manchmal weniger. Wenn man langfristig denkt, ist es nicht so wichtig, ob man gerade in diesem Monat etwas findet oder nicht. Hier kann man auch sagen: To finish first, you must first finish.

— Wo gibt es diese Gelegenheiten noch, in welchen Ländern und Branchen?

Wir investieren weder nach dem Länder- noch nach dem Branchenansatz. Unsere Strategie ist darauf ausgerichtet, unterbewertete Aktien zu finden. In welcher Branche ein Unternehmen tätig ist oder in welchem Land es kotiert ist, spielt keine Rolle. Ein Blick ins Portfolio zeigt, dass die grosse Mehrheit der Gesellschaften

international und in den verschiedensten Branchen aktiv ist. Wir finden in fast allen Wirtschaftszweigen attraktive Anlagen.

— Was haben Sie jüngst gekauft?

Wir haben vor allem bestehende Positionen aufgestockt. Um welche Titel es sich handelt, möchten wir aus verständlichen Gründen nicht sagen. Was wir aber gerne zugeben, ist, dass einige Unternehmen eine deutlich bessere Entwicklung zeigen, als wir erwartet hatten. Wir haben somit den inneren Wert dieser Gesellschaften eher unterschätzt. Auf der Verkaufsseite haben wir wenig gemacht. Da das Fondsvolumen ständig steigt, sind wir auch nicht gezwungen, Positionen zu veräussern.

— Wie beurteilen Sie die weiteren Aussichten der Aktienmärkte in diesem Jahr? Setzt sich der Aufschwung fort?

Da wir keine Propheten sind und keine Kristallkugel besitzen, wissen wir nicht, ob der Aufschwung kurzfristig weitergeht oder nicht. Wir halten aber das allgemeine Preisniveau an den Aktienmärkten für nicht gerade tief. Deshalb richten wir ein besonderes Augenmerk darauf, das Verlustrisiko im Fonds niedrig zu halten. Einer der Vorteile der Value-Strategie ist ja gerade, dass wir nicht auf steigende Börsen angewiesen sind. Die Siebzigerjahre haben beispielhaft gezeigt, dass einzelne Value-Investoren in der Lage waren, trotz des schwierigen Umfelds eine Performance von durchschnittlich über 15% jährlich zu erarbeiten.

— Ihre Anlagepolitik gilt als risikobewusst. Lohnt es sich, defensiv zu bleiben?

Risikobewusstsein ist ein inhärenter Bestandteil der Value-Strategie. Wir sind überzeugt, dass sich konservatives Anlegen über die Zeit bestens auszahlt. Über Jahrzehnte konstant eine überdurchschnittliche Performance hinzulegen, ist bis heute nur wenigen Investoren gelungen. Eine vertiefte Analyse ihrer Anlagen zeigt, dass die meisten nicht besonders grosse Risiken eingegangen sind. Berkshire Hathaway ist ein Paradebeispiel dafür, wie sich mit wenig Risiko langfristig eine überragende Performance erwirtschaften lässt. Man muss die Geduld und die Disziplin aufbringen, nicht nur auf gute, sondern auf die besten Chancen zu warten.

— Welches sind denn die wichtigsten Risiken, die Sie zur Vorsicht zwingen?

Im Gegensatz zur Definition der modernen Portfoliotheorie, in der das Preisschwankungsrisiko gemeint ist, analysieren Value-Investoren die fundamentalen ökonomischen Risiken von Engagements. Zur Vorsicht zwingen uns somit die Risikodimensionen «Preis» und «Qualität des Unternehmens». Je tiefer der bezahlte Einstiegspreis, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, einen Verlust einzufahren. Je besser die Stabilität und das Wachstum des Gewinns, desto kleiner ist das Verlustrisiko. Die Risiken des Investments richtig zu erkennen und einzuschätzen, ist absolut zentral für den langfristigen Erfolg.

— Die Total expense ratio Ihres Fonds ist vergleichsweise hoch. Wie begegnen Sie der Kritik, er sei zu teuer?

Sie haben Recht, die Ter des Fonds zeigt einen überdurchschnittlichen Wert. Das ist bei Vehikeln mit einer erfolgsabhängigen Entschädigung immer dann der Fall, wenn eine gute Performance erreicht wird, was ja für den Anleger sehr erfreulich ist. Die Kosten allein sind aber kein genügendes Kriterium zur Beurteilung eines Fonds. Ebenso wenig wie Sie einen fahrbaren Untersatz nur anhand des Preises beurteilen sollten: Ein Rolls-Royce ist immer teurer als ein Fahrrad. Für aktiv gemanagte Fonds mit erfolgsabhängiger Vergütung ist die Nettoperformance über mehrere Jahre ein besseres Beurteilungskriterium. Seit der Lancierung unseres Fonds im März 2002 wurde der MSCI World Index auf Frankensbasis netto um über 42% übertroffen. Das haben nur wenige globale Aktienfonds in den letzten drei Jahren geschafft. Ausserdem zeigt der Fonds sehr tiefe Risikowerte. Die Kombination von geringem Risiko und ansprechender Rendite ist für eine wachsende Anzahl von langfristig orientierten Investoren attraktiv.

Interview: Franz Schneider

Mit Value zum Erfolg

Auch in breiten Anlegerkreisen kaum oder nicht bekannte Vermögensverwaltungsgesellschaften können sehr erfolgreich Fonds managen. Ein Beispiel dafür ist die in Wil (SG) domizilierte Value Focus Equity Management. Die Fondsmanager Christian Strässle und Ralph Wattenhofer verwalten den im März 2002 lancierten Corando Value Investment Fund. Der Fonds schweizerischen Rechts investiert weltweit in Aktien von Unternehmen, die ein attraktives Ertrags- oder Substanzpotenzial aufweisen. Er kann auch in Obligationen anlegen. Seit der Lancierung erzielte er per 30. Juni eine Wertsteigerung von 31% (in Franken). Die Überperformance gegenüber der Benchmark (MSCI Welt) beträgt 42,6%. Das Fondsvermögen erreichte Ende Juni 45,6 Mio. Fr. Promoter ist Giger Investment & Finanz in Hinwil, Depotbank die Bank Wegelin in St. Gallen. **FS**