

«SoftwareOne ist ein Übernamekandidat»

INTERVIEW MIT MARTIN LEHMANN Der Fondsmanager sieht trotz US-Zöllen gute Chancen bei Schweizer Aktien. Seine Top Picks: Aryzta, Implemia und mehrere M&A-Situationen.

Mit seinem Aktienfonds 3V Invest Swiss Small & Mid Cap verfolgt Martin Lehmann einen vom Vergleichsindex unabhängigen Investitionsansatz. Der 2019 aufgelegte Fonds hat ein Volumen von 170 Mio. Fr. und schlägt im laufenden Jahr den Schweizer Markt.

Herr Lehmann, vor gut einem Monat sind die neuen US-Zölle angekündigt worden. Haben Sie seither viel gehandelt? Aufgrund der Zölle nicht. Die meisten kotierten Unternehmen sind gar nicht so stark betroffen, weil sie vor Ort «local for local» produzieren. Man hat schon seit Jahren einen starken Franken gegen sich und muss deshalb die Kosten in Einklang bringen mit dem Ertrag. Wo das noch nicht der Fall ist, verschiebt man den Produktionsstandort jetzt häufig in die USA oder in den EU-Raum. Aber für die Schweizer Wirtschaft insgesamt, vor allem für kleinere Unternehmen, sind das natürlich schlechte Neuigkeiten.

Wie schätzen Sie die indirekten Folgen für die Schweizer Börse ein? Mit den Zöllen können die Firmen umgehen. Aber wenn sich die Grosswetterlage ändert, wenn wir eine globale Rezession erleben, was das ein grösseres Problem. Damit rechne ich allerdings nicht, denn für andere Länder sind die Zölle ja viel tiefer als für die Schweiz. Trotzdem muss man versuchen, diese 39% so schnell wie möglich wegzubringen oder zumindest massiv zu reduzieren. Der starke Franken schmerzt mehr, ist aber nicht neu.

«Bei Accelleron haben wir im August Gewinn mitgenommen.»

Die grösste Position in Ihrem Fonds ist Aryzta. Hat das mit dem krisenfesten Geschäftsmodell des Grossrückers zu tun oder eher mit der Aktienbewertung? Wir schliessen in der Regel nicht von der Grosswetterlage auf unsere Investments, sondern schauen die Unternehmen für sich an. Bei Aryzta sind wir schon länger investiert, mit einigem Erfolg. Zwischenzeitlich haben wir etwas Gewinn mitgenommen, nun aber die Position wieder aufgestockt. Die Kursreaktion nach den Halbjahreszahlen war zu Unrecht negativ, denn Volumenzuwachs ist vorhanden, und auch sonst ist man auf Kurs. Ein positiver Nebeneffekt ist, dass Aryzta keinen Umsatz in den USA macht, aber das war nicht ausschlaggebend für unseren Zukauf.

Was denn? Sie wird demnächst die letzte Tranche einer Hybridanleihe zurückzahlen, womit die Finanzierungskosten nochmals sinken. Dann werden auch eine Dividende oder ein Aktienrückkaufprogramm wieder zum Thema. Überdies finde ich den neuen CEO Michael Schai eine sehr gute Wahl, der unabhängig von seinem Vorgänger Urs Jordi agiert. Auf diesem Stand sind die Aryzta-Aktien sehr attraktiv.

Was haben Sie sonst noch gekauft oder verkauft in letzter Zeit? Wir haben SoftwareOne aufgestockt und Huber+Suhrner ausgebaut. Letztere profitieren stark vom Boom bei Datenzentren. Straumann haben wir auch dazugekauft, nachdem der Titel abgestraft worden ist. Das Dentalunternehmen wächst zweistellig, aber in Nordamerika ist die Entwicklung noch unterdurchschnittlich. Wenn dort die Zinsen sinken und wieder mehr konsumiert wird, sollte sich das Umfeld bessern. Von daher ist Straumann auch eine Wette auf 2026. Allgemein beobachten wir, dass Small Caps gegenüber Large Caps aufholen, qualitativ gute Wachstumstitel haben momentan jedoch Mühe.

Schauen die Anleger wieder vermehrt auf die Bewertungskennzahlen?



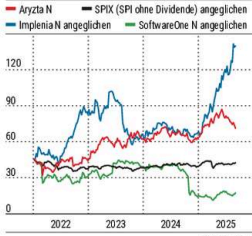
«Mit den Zöllen können die Firmen umgehen. Eine Rezession wäre schwieriger.»

Es gibt ein Revival von Value Investing. Gewisse Titel wie Straumann mögen im direkten Vergleich eher hoch bewertet sein. Aber wenn man die eigene Historie anschaut, sind die Bewertungen sehr attraktiv. Dann gibt es Titel, die überhaupt nicht von den USA abhängig sind, wie Implemia. Die profitieren sogar noch von den Infrastrukturprogrammen in Deutschland. Da greifen die Anleger eher zu als bei Firmen mit grossem Fussabdruck in den USA oder solchen, die stark am Konsum hängen. Einfach, weil man nicht weiss, wie es mit der Inflation und den Zinsen in den USA ausgeht.

Der Baukonzern Implemia ist in diesem Jahr bereits sehr gut gelaufen. Gibt es Beispiele von Aktien, wo die Kursentwicklung an ihre Grenzen stösst? Accelleron gefällt mir eigentlich sehr gut. Der Hersteller von Turboladern ist strukturell gut aufgestellt. Aber weil der Titel stark gestiegen ist, haben wir im August ein bisschen Gewinn mitgenommen. Mit der neuen Zollsituation ist dann die Guidance angepasst worden. Ich sehe das aber als temporäres Problem.

Ein Konsumtitel mit grossem US-Geschäft ist Lindt & Sprüngli. Warum halten Sie trotzdem daran fest? Gerade bei den Geschenkartikeln sieht man, dass Lindt viel weniger vom Volumenzuwachs betroffen ist als andere Schokoladenhersteller. Sie kann die Preise erhöhen, und die Leute greifen trotzdem zu, weil Lindt & Sprüngli ein Premium-Image hat. Im zweiten Halbjahr sollte auch die kürzlich in den USA eingeführte Dubai-Schokolade richtig zum Laufen kommen.

Überflieger-Aktie Implemia



Investora Zürich

Die Investora Zürich bringt am 17. und 18. September 2025 in der The Hall in Zürich-Stettbach Top-Führungskräfte von mehr als dreissig in der Schweiz kotierten Unternehmen aus dem Small- und Mid-Cap-Segment mit Investoren zusammen. Die Konferenz richtet sich an institutionelle und qualifizierte Investoren, Analysten, Vermögensverwalter und Anlageberater. Die Firmenpräsentationen werden umrahmt von Fachreferaten zu börsenrelevanten Themen. «Finanz und Wirtschaft» ist Medienpartner.

menrückgang betroffen ist als andere Schokoladenhersteller. Sie kann die Preise erhöhen, und die Leute greifen trotzdem zu, weil Lindt & Sprüngli ein Premium-Image hat. Im zweiten Halbjahr sollte auch die kürzlich in den USA eingeführte Dubai-Schokolade richtig zum Laufen kommen.

Seit den Halbjahreszahlen haben die Lindt-Titel Mühe. Warum nicht zum Branchennachbarn Barry Callebaut wechseln, der im Aufwind ist? Man sollte beide haben. Barry Callebaut profitiert gerade vom gesunkenen Kakaopreis, wovon die Volumenentwicklung stark abhingt. Darauf hat das Management keinen Einfluss. Aber der Turnaround scheint gut voranzukommen. Auf der Kostenseite hat der Konzern 15% der Belegschaft abgebaut. Das macht ihn agiler. Und historisch ist die Bewertung am unteren Ende der Bandbreite.

Sie haben vorher den IT-Dienstleister SoftwareOne erwähnt. Ist er eigentlich noch ein Übernamekandidat, nachdem er selbst akquiriert hat?

Ja, ich glaube schon. Vor allem, weil die Bewertung sehr attraktiv ist. Das Unternehmen hat in der Vergangenheit sehr viel Vertrauen verspielt, unter anderem durch mehrere Gewinnwarnungen. Dann ist leider die Übernahme durch Private Equity gescheitert. Wenn ich mir den Titel auf dem derzeitigen Niveau anschau, wird vom Markt kein Wachstum eingepreist. Das ist kein schlechter Nährboden für künftige Kursgewinne. Wenn die Firma wieder wächst und die Kostenzyklen mit Crayon realisiert werden, dann ist der Titel viel zu günstig. Zu einem späteren Zeitpunkt könnte sie dann wieder ein Übernamekandidat sein.

Aber auf diesem Niveau wäre SoftwareOne doch viel zu günstig?

Auf diesem Kurslevel habe ich auch nicht wirklich Interesse, dass die Gesellschaft von der Börse verschwindet. Zuerst muss man sehen, dass das Wachstum wiederkommt. Ich gehe davon aus, dass das im zweiten Halbjahr geschieht. Das Management steht in der Bringschuld. Ähnliches gilt übrigens für Temenos: Die Pipeline der Vertragsabschlüsse in den USA muss sich materialisieren, dann kommt es gut. Beides sind Übernamekandidaten, aber es braucht Geduld.

Eine weitere sozusagen opportunistische Position ist Calida Group. Auch hier gibt es schon lange Übernamegerüchte, die sich aber einfach nicht bewahrheiten.

Die Börse ist wohl kaum das richtige Kleid für dieses Unternehmen. Calida und Autobade sind zwar sehr gute Wachstumsunternehmen. Sie müssen wiederbelebt werden, haben aber ein gutes Fundament. Cosabella ist das Sorgenkind, das Marge kostet. Entscheidend ist für mich aber, dass der Unternehmenswert jetzt nur noch 100 Mio. Fr. beträgt, hinzu kommt eine schuldenfreie Bilanz. Das ist viel zu wenig. Wenn man Geduld hat, kann man mit der Calida-Aktie eine schöne Performance erzielen.

Seit kurzem wissen wir definitiv, dass der Plattformbetreiber Swiss Marketplace Group an die Börse will. Ein Investment? Zunächst finde ich es erfreulich, dass es wieder einmal einen Börsengang gibt. Denn der Trend geht ja eher in die andere Richtung. Was ich bis jetzt über SMG weiss, ist sehr positiv: 80% Marktanteil, starkes Wachstum- und Markenprofil. Alles, was man als Fondsmanager gerne hat. Mein einziger möglicher Vorbehalt könnte die Bewertung sein, 4 bis 4,5 Mrd. Fr. finde ich sinnvoll, darüber könnte es eher teuer werden. Überrascht hat mich auch, dass TX Group ihren Anteil behalten und der Finanzinvestor General Atlantic erst zu einem späteren Zeitpunkt aussteigen will. Dadurch könnte der Free Float zu Beginn eher tief sein.

INTERVIEW: IVO RUCH

Markttechnik

Der TSX in Toronto blüht auf

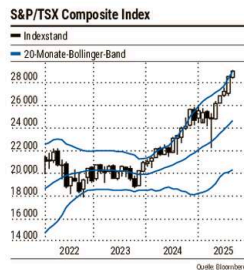
Dass Donald Trump Kanada zum 51. Bundesstaat der USA machen möchte, ist verständlich. Schliesslich ist der kanadische S&P/TSX Composite Index deutlich stärker als der amerikanische S&P 500. Seit Jahresbeginn ist der TSX 16% gestiegen, während der S&P 500 nur knapp 10% gebracht hat.

Nun ist anzunehmen, dass der TSX nicht eine beeindruckende relative Stärke zum S&P 500 aufgebaut hat, weil der amerikanische Präsident Kanada in sein Land einverleiben möchte. Wären die USA ein grosses Unternehmen, das das kleine Unternehmen Kanada schlucken möchte, würde natürlich die Kanada-Aktie anziehen. Da es sich um eine feindliche Attacke handelt, müsste man mit hoher Volatilität rechnen. Aber diese Börsenlogik kann wohl nicht auf das übertragen werden, was auf dem diplomatischen Parkett Usus ist.

Breit abgestützter Index

Da allerdings das Geschehen auf vielen Ebenen derzeit wenig bis gar nichts mit Logik zu tun hat, stellt sich die Frage, ob eventuell die hohen Zölle, die Kanada vom Nachbarn aufgebremmt bekommen hat, der kanadischen Börse Flügel verliehen haben. Auch da merke ich, dass ich mit meinen Denkversuchen nicht weiterkomme. Schuster, bleib bei deinem Leisten, und das heisst, bringe den TSX unter die technische Lupe.

Der TSX hat etwas, was mir sehr gefällt: Erst seit Juni des vergangenen Jahres erholt er sich aus dem tiefen Keller,



Meinungen zur Börsenlage

Givaudan

Givaudan gehört seit Jahresbeginn zu den schwächeren Aktien im SMI. Dass sich die organische Wachstumsentwicklung beim Aromen- und Riechstoffhersteller zuletzt etwas abschwächte, fand am Aktienmarkt wenig Gegenliebe. Zudem hat CEO-Urgestein Gilles Andrieu in den Halbjahreszahlen seinen baldigen Abgang angekündigt. Den jüngsten Kursrückgang erachten wir als Kaufgelegenheit in ein sehr gut positioniertes Qualitätsunternehmen. Der neue CEO Christian Stammkoetter bringt viel Erfahrung aus der Konsumgüterindustrie mit und dürfte den Erfolgskurs des Marktführers mit bewährten Mitteln fortschreiben. Dazu zählen hohe Investitionen in Produktinnovationen, die konsequente Erweiterung des Portfolios in Wachstumsbereiche wie Schönheits- und Hautpflege, sowie der starke Fokus auf Schwellenländer.

ST. GALLER KANTONALBANK

Schweizer Aktien

Schweizer Unternehmen haben trotz wirtschaftspolitischer Risiken insgesamt robuste Halbjahreszahlen vorgelegt. Die SMI-Gesellschaften profitierten von solider organischer Umsatzentwicklung und operativen Margen, die durch diversifizierte globale Geschäftstätigkeiten und starke Kostenkontrollen gestützt werden. Seit April sieht sich die Schweizer Wirtschaft mit US-Zöllen konfrontiert, während insbesondere die Dollarschwäche wieder zu signifikanten Währungsverlusten führt. Die SMI-Firmen können dennoch wohl auch in den nächsten Quartalen eine leicht positive

in den er gegenüber dem MSCI Welt nach einer vierzehnjährigen relativen Schwäche gefallen war. Das gilt auch in Bezug auf sein Verhältnis zum S&P 500. Relativ schwach Gewesenes, das neuerdings trendmässig, kontinuierlich und nicht sprunghaft relative Stärke demonstriert, mag ich ganz besonders.

Eine Gemeinsamkeit habe ich mit dem amerikanischen Präsidenten: Ich mag Gold. Nicht an den Wänden und nicht an der Decke, aber im Depot. Allerdings vor allem erst seit März 2023. Im TSX Composite gibt es eine Fülle von Goldminenaktien, die – von wenigen Ausnahmen abgesehen – das Momentum des Index befeuern. Silberminen übrigens auch.

Doch der TSX ist aus – am MSCI Welt gemessen – relativ starken Aktien aus zahlreichen Industrien zusammengesetzt. So gehören kanadische Bankwerte zur globalen Spitze der Branche. Viele Titel aus zahlreichen Branchen, wie Versicherungen und Nahrungsmittel, gehören in die Kategorie der Wählbaren, weil relative Stärke zum MSCI Welt sie auszeichnet. Kurz gesagt: Der TSX floriert nicht auf dem Humus einer Monokultur. Ich schätze, dass sein positives Momentum nachhaltig sein wird.

Ein Bilderbuch-Chart

An dieser Stelle noch ein paar Worte zum abgebildeten Chart. Er zeigt die lange Pause zwischen März 2022 und Februar 2024, als der TSX Composite zwischen den zwei Begrenzungen des 20-Monats-Bollinger-Bands schwankte. Das war die Zeit, in der im langen negativen relativen Trend noch der letzte Duck einsetzte.

Der Ausbruch aus dieser Seitwärtsbewegung folgte erst im März 2024. Das der Kursverlauf jetzt am oberen Rand des 20-Monats-Bands klebt, ist positiv. Es zeigt ganz einfach einen Bilderbuchtrend, der nach einer Konsolidierung zwischen November des vergangenen Jahres und Mai dieses Jahres eine Fortsetzung aufgenommen hat.

ALFONS CORTÉS, alfons@cortes.li

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

Gewinnentwicklung verzeichnen. Da die meisten mittlerweile einen Grossteil ihrer Produktion in den USA herstellen und verkaufen, sind ihre Margen vor Wechselkurseinflüssen und neuen Kosten im internationalen Handel geschützt. Auch für 2026 ist deshalb mit einem (leicht) positiven Gewinnwachstum für den SMI zu rechnen. Zu empfehlen sind Qualitäts- und Dienstleistungsunternehmen sowie eine dividendenbasierte Anlagestrategie. **UBS**

Industrie, Finanz

Der globale Aktienmarkt setzte seinen Höhenflug fort und erreichte im vergangenen Monat ein neues Rekordhochst (+2,5%). Die Kursgewinne waren breit gestreut, mit Japan als stärkstem entwickelten Markt. Auch US-Aktien legten weiter zu – trotz nachlassender Dynamik im Bereich künstliche Intelligenz. Das makroökonomische Umfeld zeigt das Bild einer sich verlangsamen US-Konjunktur sowie einer Erholung des verarbeitenden Gewerbes in Europa. Dort zeigt sich eine vergleichsweise steile Zinskurve, bedingt durch gestiegene Renditen im Bereich längerfristiger Laufzeiten. Davon profitieren Aktien europäischer Finanzdienstleister. Auch die Sektoren Industrie und Technologie erscheinen vor dem Hintergrund der weiterhin robusten Konjunktur attraktiv. Von Unternehmensseite kann wenig neue Impulse. Der Gesundheitssektor konnte aufholen und entwickelte sich zuletzt deutlich besser als in den Monaten zuvor. Unsere Investitionsschwerpunkte bleiben daher unverändert bei den Sektoren Industrie, IT, Gesundheitswesen und Finanzdienstleister. **ROTHSCHILD & CO BANK**