

# «Von Euphorie ist nichts zu spüren»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Martin Lehmann von 3V Asset Management glaubt nicht, dass der Börsenhaus ein abruptes Ende droht. Er setzt mit Logitech und Interroll auf strukturelle Trends.

Die Finanzkrise 2007/2008 und die Auswirkungen auf den Aktienmarkt haben Martin Lehmanns Anlagestil geprägt. Mit seinem Schweizer Small- und Mid-Caps-Fonds 3V Invest Swiss Small & Mid Cap setzt er grösstenteils auf beständige Qualitätstitel. Mit Erfolg: 2020 hat er den Markt geschlagen. Mittlerweile sind 140 Mio. Fr. darin investiert.

**Herr Lehmann, boomende Wirtschaft, neue Höchst an den Börsen, gepaart mit Inflationsorgen. Die Unsicherheit der Anleger nimmt zu. Wie ist Ihr Eindruck?**  
Ich teile den Eindruck, dass die Unsicherheit zugenommen hat. Auch deshalb, weil viele noch unterinvestiert sind. Nach der Zäsur im März 2020 haben sie den Wiedererwerb verpasst und warten jetzt seit Monaten auf einen Rücksetzer. Aber er kommt einfach nicht.

**Das macht Ihnen aber keine Sorgen?**  
Von Euphorie ist nichts spürbar, was eine wichtige Voraussetzung für mich ist, dass wir nicht zu «topisch» sind. Den Leuten tut die Aufwärtsbewegung weh, weil sie zu wenig dabei sind. Für mich ist die Ampel auf Grün. Es fehlen weiter die Alternativen.

**Zumindest eine kurzfristig höhere Teuerung ist mittlerweile Konsens.**  
Ja, wobei ich glaube, dass das ein temporäres Phänomen ist – und ein kontrolliertes. Die Wiedereröffnung der Wirtschaft hat die Inputkosten steigen lassen. Rohstoffe und der Faktor Arbeit sind teurer geworden. Aber ich denke, auch die Notenbanken sind der Meinung, dass das etwas Temporäres ist. Die Zinsen werden nicht durch die Decke gehen.

**Und die steigenden Kosten?**  
Wichtig ist die Preissetzungsmacht. Nehmen Sie Sika oder Geberit. Die haben so eine gute Marktposition, dass sie die höheren Inputkosten weitergeben können.

**Wird die Fallhöhe an der Börse nicht grösser, wie andere das propagieren?**  
Ein Rücksetzer respektive eine Konsolidierung wäre sicher mal gesund, aber grundsätzlich bin ich positiv. Wenn man die Firmen anschaut, darf man von den Halbjahreszahlen Gutes erwarten. Wir hatten ein paar positive Gewinnwarnungen.

**Diese Meldungen scheinen die logische Konsequenz der pessimistischen Prognose gepaart mit der Erholung.**  
Klar, es gibt zwei Punkte zu beachten. Zum einen die niedrige Vergleichsbasis: Dieses Jahr gehen wir aus dem Lockdown in den Reopening Trade. Letztes Jahr war es natürlich genau umgekehrt. Das andere ist die geringe Visibilität. Gute Unternehmen sind ambitiös. Aber was die Kommunikation mit dem Finanzmarkt angeht, wollen sie keine utopischen Ziele setzen. Darum sind die Gewinnwarnungen nicht gänzlich überraschend, aber positiv. Gerade wenn man sieht, dass der Grund dafür die hohe Nachfrage ist. Dazu kommen dann Effekte auf die Profitabilität: Bei vielen ist die Kostenbasis niedriger.

**Dennoch: Der SMI notiert 6% über dem Niveau von Anfang 2020. Da ist ein guter Zyklus am Aktienmarkt eingepreist.**  
Es ist auch viel passiert. Stichwort Strukturwandel. Genau das suchen wir bei unseren Investition: Unternehmen, die von strukturellen Trends profitieren.

**Können Sie ein Beispiel nennen?**  
Unsere grösste Position, Logitech: Heute wird sie Pandemiegewinnerin genannt. Doch der strukturelle Trend zu Home Office und Video Collaboration ist schon viel länger da. Die Pandemie verstärkt ihn jetzt. Hinzu kommen eine Nettocashposition von 1,7 Mrd. \$, keine Schulden, ein Management, das sich Kreditwürdigkeit geschaffen hat. Trotz des Kursniveaus halten wir strategisch an unserer Position fest.

**Bei SoftwareOne, einem Ihrer anderen Tech-Titel, zeigt sich das bisher nicht.**



«In der Krise bestätigt sich für mich: Durch alle Marktphasen ist Qualität Trumpf.»

Bei SoftwareOne ist die Situation anders. Die Firma investiert ins Servicegeschäft und nimmt temporär tiefere Margen in Kauf. Mittelfristig sollte dies in stärkeres Wachstum und höhere Profitabilität münden. Kommunikativ wurden Fehler begeben. Wir nahmen den Kurstaucher im März als Anlass, eine Position einzugehen. Das strukturelle Thema ist ebenfalls spannend. Das Vertrauen ins Management muss aber wieder aufgebaut werden.

**Ganz ähnlich erging es Temenos.**  
Grundsätzlich profitiert der Softwarehersteller von Digitalisierungstrend bei den Banken – und da gibt es noch einiges zu tun. Mit dem Software-as-a-Service-Modell sinkt der Umsatz kurzfristig, langfristig verspricht es aber höhere Einnahmen. Das haben nicht alle verstanden, die Valoren sind getaucht. Aber ich glaube weiterhin, dass sie noch viel Upside haben.

**«Es ist viel passiert. Stichwort Strukturwandel. Genau das suchen wir: Firmen, die von solchen Trends profitieren.»**

**«Zurückgebliebene» gibt es kaum noch.**  
Ja, auch sonst sind viele Unternehmen wieder auf Flughöhe was das Operative angeht. Die Gewinnzuschätzungen sind auf dem Level von vor der Krise.

**Die Erholung hat mittlerweile aber viele Aktien mit nach oben geschwemmt. Trügt der Eindruck?**  
Diese Bewegung lässt sich oft nach Krisen beobachten: In einer ersten Welle steht Qualität als Erstes auf. Das sahen wir bereits im Frühjahr 2020. Die Zurückgebliebenen brauchen dann etwas länger. Gerade Small Caps, die oft zyklischer sind, erholen sich erst in einer nächsten Phase.



**Ist das gerechtfertigt?**  
Viele dieser Titel, vor allem diejenigen milderer Qualität, nehmen bereits viel vorweg. Was mich etwas vorsichtiger stimmt. Für mich bestätigt sich: Durch alle Marktphasen ist Qualität Trumpf.

**Was verstehen Sie unter Qualität?**  
Growth at a Reasonable Price. Wobei man diskutieren kann, was vernünftig ist.

**Welche Faktoren müssen erfüllt sein?**  
Erstens, wie gesagt, strukturelles Wachstumspotenzial. In diesem Markt sollte das Unternehmen – zweites – eine Top-Position belegen, also Marktführer oder die Nummer zwei sein. Nehmen Sie zum Beispiel Partners Group. Da gilt «The winner takes it all». Drittens sollte die Bilanzqualität gut sein. Etwas Verschuldung liegt zwar drin. Aber wir wollen Firmen wie etwa Dufruy vermeiden, die in einer Krise als Erstes eine Kapitalerhöhung brauchen.

**Und sonst?**  
Ein attraktives Margenprofil ist wichtig – viertens. Wobei wir darauf achten, dass die Kapitalkosten über den Zyklus stets verdient werden. Zuletzt steht das Management im Fokus. Nehmen Sie Aryzta – nicht, dass das schon Qualität wäre, aber die Firma wurde jahrelang schlecht gemanagt, und nun ist jemand am Ruder, der die Dinge anpackt – und schon sieht es ganz anders aus.

**Wie wirkt sich Qualität in der Krise nun aus?**  
Es kann eine Marktberichtigung geben: Solche Gesellschaften gewinnen Marktanteile, können durch die Krise hindurch investieren. Die Distanz zu den Mitbewerbern wird grösser.

**Was bedeutet das für Anleger?**  
Die Aktienauswahl wird noch wichtiger. Und da lautet eine grosse Falle: dass man die gute Qualität verkauft und in vermeintlich günstigere Aktien investiert.

**Das heisst, sie sollten weiter in scheinbar teure Titel – wie eine Interroll – investieren, auch wenn sie überbewertet wirken?**  
Absolut. Interroll ist ein gutes Beispiel: Das ist eine sehr gut geführte Gesellschaft, die kompetitiv besser dasteht und deshalb die Krise eher gut gemeistert hat. Sie konnte punkten, weil Mitbewerber nicht liefern. Hinzu kommt auch das ein struktureller Trend. Stichwort Logistik, E-Commerce, Automatisierung.

**Zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 39 für 2021.**  
Dass das teuer ist als ein Zykliker, der die üblichen Boom-und-Tief-Phasen durchmacht, liegt auf der Hand. Solche Aktien sind nur an dem Tag teuer, an dem man sie kauft. Die Bewertung ist für mich kein Verkaufsgrund solange alles andere intakt ist. Ein Verkaufsgrund wäre eine strukturelle Veränderung.

**Gibt es da auch Raum für opportunistische Trades?**  
80% unseres Portfolios machen die oben genannten Qualitätsaktien aus. Mit dem Rest handeln wir auch opportunistisch. Zum Beispiel haben wir nach dem Managementwechsel in Aryzta investiert.

**Was ist neben Aryzta heute spannend?**  
Das Medmix-Spin-off von Sulzer ist interessant. Der Run auf die Kapitalerhöhung danach wird gross sein, denn das Geschäft ist attraktiv. In der Summe sollten die Einheiten höher bewertet werden als die jetzige Marktkaufpreis. Anleger haben bessere Chancen, an die Aktien zu kommen, wenn sie Sulzer im Vorfeld kaufen.

**Und sonst?**  
Gedanken mache ich mir über die Clariant-Geschichte. Die grosse Frage ist, was Grossaktionär Sabc macht. Wenn das Unternehmen kleiner ist, wird die Chance grösser, dass es verkauft wird.

INTERVIEW: GABRIELLA HUNTER

**Markttechnik**

## Swissquote und Roche

Was bewegt die Kurse? In der vergangenen Woche konnte ich irgendwo lesen, dass Swissquote wegen guter Geschäftszahlen gestiegen sei. Das ist natürlich sehr interessant. Es braucht also keine Investoren mehr, die einen Aufschlag auf den gestrigen Schlusskurs zu bezahlen bereit sind, weil sie morgen noch höhere Kurse erwarten. Und wenn die Geschäftszahlen so sind, wie sie sind, wie erklärt sich dann der Kursrückgang? Mirakel über Mirakel.

Die Fakten zeigen, dass die Dynamik des 2016 gestarteten längerfristigen Aufwärtstrends konstant abnimmt. Während der Kursstizze im Juli 2020 war sie am höchsten. Seit März sind die Werte nochmals gestiegen, aber nicht mehr auf gleiches Niveau. Seit Ende Mai ist sie gar wieder auf dem Rückzug.

### Nah an ihrem Zenit

Die Trenddynamik misst, ob eine Entwicklung sich verstärkt oder nachlässt. Eine nachlassende Trenddynamik weist auf eine hohe Trendsättigung hin. Das erklärt, weshalb die Aktie zwar kurzzeitig höhere Kurse zu erreichen vermag, dann aber Mühe hat, das Niveau zu halten. Die maximalen Anreize zu prozyklischem Verhalten wiederum erklären Kaufbereitschaft und Art des Publikums bei der Zahlenbekanntgabe. Ich gehe davon aus, dass die Aktie nahe an ihrem Zenit steht. Offensichtlich sind viele positive Erwartungen schon eingepreist. Die Begeisterungsfähigkeit der Aktionäre wird deshalb nur noch schwerlich zu steigern sein. Ein konstanter Nachfrageüberhang wäre für höhere Kurse notwendig. Ge-

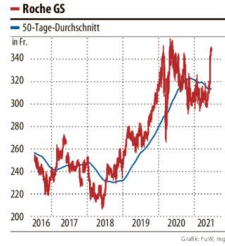
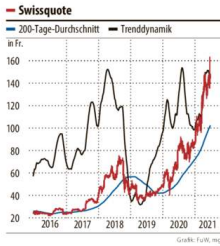
schäftszahlen können Investoren motivieren, diesen Überhang zu verursachen, was hier jedoch nachweislich nicht funktioniert hat. Ich stütze meine Entscheidungen mit Vorliebe auf Fakten.

### Roche mit Potenzial

Plötzlich ist Roche interessant. Positive Meldungen, die zu einem Kursanstieg passen würden, hat es zuvor schon gegeben. Aber vor fünf Wochen war es dann so weit, dass sie Gehör fanden – nach vierzehn langen Monaten. Eine dreiecksförmige Konsolidierungsphase nimmt immer den gleichen Verlauf. Zu Beginn sind die Einschätzungen im Publikum stark polarisiert, am langen Ende erinnert sich aber kaum mehr jemand an den Aktien-Ticker. Aus diesem Nichts heraus findet der ursprüngliche Trend zurück. Die Preisbewegung erzeugt dann die Aufmerksamkeit gleich selbst.

Roche wird während des zweiten Halbjahres mit einiger Wahrscheinlichkeit noch deutlich höher steigen. Notierungen im Bereich um 390 Fr. kann ich mir durchaus vorstellen. Aber das geschieht natürlich nicht plötzlich und in einem Ruck. 18% über den Preisen von Anfang Mai ist der Markt jetzt überkauft und zu kurzfristig ausgerichtet. In diesem Zustand wird es kaum möglich sein, den von früheren Höchstwerten verursachten Preiswiderstand zu überwinden. Nach einer Korrektur wird das dann aber wohl funktionieren.

**ROLAND VOGT** [linkedin.com/in/rolvogt](https://www.linkedin.com/in/rolvogt)  
Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.



**Meinungen zur Börsenlage**

## Inflationsschutz

Viele Rohmaterialien haben sich eklatant verteuert – nach der Pandemie ist anscheinend vor dem Anstieg der Inflation. Grösster Treiber dafür sind die Personalkosten, gefährlich für den Aktienmarkt wäre eine Lohn-Preis-Spirale. Die erkennen wir vorerst nicht. Die Wirtschaftserholung ist in vollem Gang, dank der lockeren Geldpolitik bleiben wir zuversichtlich für solide Unternehmensgewinne. Trotzdem: Für Anleger, die sich vor aufziehender Inflation schützen wollen, gibt es immer noch Aktien, die einen Discount gegenüber dem Index aufweisen. Dazu gehören RWE, Total Energies, Enel oder Engie. Mit der zaghaften Öffnung des Tourismus werden sich auch die Aktien von TUI, Lufthansa oder Norwegian Cruise erholen. Im Weiteren gefallen uns nach wie vor Kering, SAP und Cap Gemini. Risikofähigere Anleger können Nel Asa oder Atoss Software in Betracht ziehen.

**NÜNLIST INVESTMENT MANAGEMENT**

## IT und Rohstoffe

Wir erwarten, dass das robuste globale Wachstum weiterhin den Aktien Auftrieb verleiht. Der Inflationsanstieg sollte nicht nachhaltig sein und zum Jahresende wieder zurückgehen. Wir bleiben daher für Aktien positiv gestimmt und favorisieren den Technologiesektor (Digitalisierung, Cloud Computing, Semiconductors), welcher aufgrund der Rotation in Zyklischer zurückgeblieben ist. Zudem sehen wir weite-

res Potenzial bei Rohstoffaktien. Die Nachfragedynamik in Metallen dürfte in den nächsten Jahren aus diversen Gründen (staatliche Infrastrukturprogramme, Technologisierung, Energiewende, etc.) anhalten und das Angebot längerfristig übersteigen. Unsere bevorzugte Region bleibt Asien, im Speziellen China und Vietnam, wo wir unser Engagement weiter erhöht haben. Im Obligationenbereich empfehlen wir Wandelanleihen dank ihres hybriden Charakters sowie High-Yield-Anleihen mit kürzeren Laufzeiten. **INFIBIA**

## Qualitätsaktien

Das Fed-Meeting von vergangener Woche hat für Bewegung bei den US-Zinsen gesorgt. Die kurzfristigen Zinsen sind deutlich gestiegen, während die niedrigen am langen Ende gesunken sind. Die Kurskurve ist dadurch flacher geworden. Das heisst, der Markt rechnet mit einer baldigen Reduktion der Anleihenkäufe durch die Notenbank, was ab Anfang 2022 der Fall sein dürfte. Eine restriktive Geldpolitik wiederum wird die heisse gelaufene Konjunktur abbremsen. In der Tat deutet vieles darauf hin, dass die US-Wirtschaft den Zenit in puncto Wachstumsdynamik im Sommer erreichen wird. Damit dürfte auch ein Grossteil der starken Outperformance der zyklischen Substanzwerte hinter uns liegen. Wir empfehlen daher, den Fokus wieder verstärkt auf defensive Qualitätstitel zu legen. In der Schweiz gehören die Aktien von Roche, Novartis, Barry Callebaut und Swisscom dazu. **RAIFFEISEN SWITZERLAND**