

IM INTERVIEW: HANS-PETER SCHUPP

„Sind in zyklischen Aktien Übergewichtet“

Der Manager des Fidecum-Contrarian-Value-Fonds über Investitionen in Value-Aktien und Bewertungen

Als einer der wenigen Vermögensverwalter in Deutschland bietet die Fondsboutique Fidecum einen Contrarian-Value-Fonds an, der unterbewertete Aktien zu identifizieren verspricht. Die Börsen-Zeitung hat sich mit Fondsmanager Hans-Peter Schupp über seine Anlagestrategie unterhalten.

Börsen-Zeitung, 15.7.2017

Herr Schupp, Sie halten als einer der drei Mitgründer ein Drittel der Anteile an der Fondsboutique Fidecum. Auf welche Nische sind Sie spezialisiert?

Wir suchen niedrige Bewertungen und haben einen relativ langen Zeithorizont von drei bis fünf Jahren. Da landen wir automatisch in Titeln oder Branchen, die derzeit nicht im Fokus sind. Von unserem Ansatz her ist ‚Contrarian‘ die Konsequenz, nicht die Voraussetzung für Value-Anlagen. Innerhalb eines Jahres haben wir nur eine geringe Umschlaghäufigkeit im Portfolio.

Welche Größen bevorzugen Sie? Wir setzen auf alle Größenklassen. Unserer Meinung nach ist die Mitte derzeit ziemlich überbewertet. Wir halten 60% in Blue Chips, 15% in Mid Caps und 25% in Small Caps. Von unserer Definition her sehen wir den Fonds als einen Baustein für ein Portfolio. Wir haben nicht den Anspruch, stark diversifiziert zu sein, sondern lieben die Konzentration. Die Anzahl der Aktien bestimmt sich aus der Summe der Assets unter Management und aus dem Mix. Bei mehr Small und Mid Caps nimmt die Zahl der Unternehmen zu und bewegt sich zwischen 25 bis 55. Es gelten dabei die Grenzen nach der UciTs-Richtlinie. Dies halten wir ein, aber reizen dies aus, wenn es sinnvoll ist.

Wie gewichten Sie? Wir richten uns nicht nach der Marktkapitalisierung, sondern setzen aufgrund unserer Analyse Kursziele und gewichten nach dem Performance-Potenzial. Das Schlimmste, was uns passieren könnte, wäre eine Stil-Inkonsistenz. Eine kurz- oder mittelfristige Underperformance kann dabei immer mal wieder vorkommen. Wir generieren die Überrendite langfristig über unseren Ansatz.

Wie läuft Ihr Analyse- und Anlageprozess ab? Wir haben ein Universum von rund 2500 europäischen Aktien, die wir filtern. Wir wollen im ersten Schritt die Unternehmensmodelle verstehen, dann kommt die Datenanalyse und drittens machen wir Unternehmensbesuche. Das Management aller Mid-Cap-Unternehmen, die wir im Portfolio haben, sehen wir regelmäßig. Bei den Blue Chips ist dies nicht zwingend notwendig. Das liegt daran, dass nach einem Gespräch mit einem Blue Chip die Fragen meist beantwortet sind. Im Top-down-Check geht es nicht um makroökonomische Faktoren, denn über drei bis fünf Jahre lassen sich keine Wirtschaftsprognosen machen. Es geht mehr um Liquidität und Branchenaufteilung.

Auf welche Kennzahlen setzen Sie? Das Preis-Buchwert-Verhältnis liefert uns relativ gute Ergebnisse, auf Basis von Reuters-Daten. Schlechte Ergebnisse geben Multiples, die auf Gewinngrößen beruhen. Neben der Bewertung beziehen wir bewusst die Performance der Aktien mit ein. Wir suchen jene Titel, die sich am schlechtesten entwickelt haben, und versuchen herauszufinden, ob es einen tiefergehenden Grund gibt oder ob es eine Übertreibung ist.

Das Preis-Buchwert-Verhältnis ist leicht einsehbar – wie erkennen Sie darin einen Mehrwert? Was die Effizienzmarkttheorie angeht, bin ich skeptisch – nicht jedes Portfolio liegt genau auf der Effizienzlinie. Meine Philosophie ist eine, die von der Unter- zur Übertreibung ausgeht. Oder nehmen wir den Vergleich mit den Wirtschaftsprüfern. In deren Modellen wird der Unternehmenswert aus dem Ertrags- und Zerschlagungswert gebildet. Dies hatte auch schon um 1940 Benjamin Graham gesagt. So modern wie Warren Buffett sind wir also nicht. Wir folgen einem modifizierten Graham-Ansatz.

Das bedeutet was genau? Analystenschätzungen interessieren uns niemals, das ist pure Fantasie. Wir gehen in die Historie der Unternehmen, schauen uns historische operative Marge an und versuchen herauszuarbeiten, welche Marge ein Unternehmen in einem normalen Jahr in der Mitte eines Zyklus verdie-

nen kann. Dann betrachten wir das Umsatzverhalten. Bei zyklischen Unternehmen wächst der Umsatz als Nominalzahl normalerweise, da nehmen wir den zuletzt berichteten Wert. Marge mal Umsatz ergibt das operative Ergebnis, von dem wir mittelfristig ausgehen. Davon ziehen wir die Minderheitsanteile ab sowie eine für die Struktur des Unternehmens typische Steuerquote. Als Ergebnis erhalten wir den Net Operating Profit after Taxes oder Nopat.

Mit dem Nopat rechnen viele Analysten. Was machen Sie anders?

ZUR PERSON

Wertorientiert



Hans-Peter Schupp

Hans-Peter Schupp ist Mitgründer der Fondsboutique Fidecum in Bad Homburg und verantwortet seit Februar 2008 den Contrarian-Value-Euroland-Fonds, der per Ende Mai ein Volumen von rund 500 Mill. Euro aufwies. Schupp startete seine Laufbahn als Aktienfondsmanager bei Schröder Münchmeyer Hengst und war danach bei Julius Bär in Frankfurt Leiter des Aktienfondsmanagements sowie Leiter des Assetmanagements der Mainfirst Bank in Frankfurt – er baute diesen Bereich mit auf. Für beide Adressen verwaltete er ebenfalls Fonds, die auf eine wertorientierte Anlagestrategie setzten. Schupp war im Mai in der Kategorie Aktien Europa von der Fondsratingagentur Morningstar als Fund Manager of the Year nominiert worden. (Börsen-Zeitung, 15.7.2017)

Wir unterscheiden uns in der Bewertung. Graham schlägt vor, man solle so errechnete Ergebnisse mit Übernahme-Multiples berechnen und eine Sicherheitsmarge abziehen. Diesen Schritt mögen wir nicht, denn da kommt Willkür hinein. Je nachdem, welche Synergien in einer Übernahme erzielt werden, können die Multiples ganz anders aussehen. Auch das Marktfeld spielt eine Rolle. Wir meinen, einen Ansatz gefunden zu haben, in dem wir keine Zahl manipulieren können. Wir wissen, was das Unternehmen mittelfristig verdienen soll, und was es heute kostet, nämlich den Enterprise Value, soll heißen die Marktkapitalisierung plus Nettoverschuldung.

Und dann? Uns interessiert immer der Nopat dividiert durch den Enterprise Value. 11 bis 12% Renditen finden sich in jedem Marktumfeld. Wir verkaufen bei unserer Zielerwartung von 8,5%. Der Nopat geteilt durch 0,085 gibt das Kursziel. Risikozuschläge und so weiter berücksichtigen wir nicht, die sind zu sensitiv. Wir müssen aber den Enterprise Value in eine Marktkapitalisierung übersetzen und also die verschiedenen Verschuldungsgrade der Unternehmen berücksichtigen. Als Fixpunkt haben wir die Zielerwartung 8,5% formuliert. Ganz langfristig bringen Aktienmärkte zwischen 8 und 9% pro Jahr. Wenn wir den Return on Investment von mindestens 11 bis 12% einkaufen, sollten wir mittelfristig besser dastehen als der Markt.

Achten Sie auf weitere Kriterien? Top-down betrachten wir die Liquidität des Portfolios. Intern gilt, dass mindestens 30% des Fondsvermögens täglich liquidierbar sein müssen. Heute sind wir bei rund 60%. Zweitens spielt die Branchenaufteilung eine Rolle. Wir möchten wissen, wie das Portfolio auf einen makroökonomischen Schock reagieren würde, wenn ein starkes Übergewicht in einer Branche besteht, und greifen hier wenn nötig korrigierend ein.

Wann steigen Sie aus? Verkauft wird, wenn das Kursziel erreicht wird. Oder wenn es einen Strukturbruch gab, etwa in Form eines Spin-off. So geschehen vor einigen Jahren bei Fiat Chrysler – als das Industriegeschäft abgespalten wurde, war die vorher gemachte Bewertungsannahme obsolet. Nach unse-

rer Erfahrung kommen Strukturbrüche aber gar nicht so oft vor, wie sie an der Börse gespielt werden. Eine Ausnahme, welche die Regel bestätigt, ist die Versorgerbranche. Durch die erneuerbaren Energien sind Geschäftsmodelle getroffen worden, die über Dekaden funktioniert haben. Kleine Preisänderungen an der Strompreisbörse haben hier riesige Auswirkungen. Eine Veränderung von 1 Euro je Megawattstunde macht beim österreichischen Versorger Verbund beispielsweise rund 20 Mill. Euro am Nettoergebnis aus. Das können wir nicht schätzen, weshalb wir in der Branche nicht investiert sind.

Und wann kaufen Sie? Wir erhöhen die Gewichtung bei fallenden Kursen. Das ist zum einen einhergehend mit unserer Philosophie, wenn ein Wert aus unserer Sicht günstiger wird. Das ist aber auch eine Antwort auf ein Problem, das jeder fundamentale Anleger hat: Er ist immer zu früh, beim Kauf wie beim Verkauf. Keiner kann sagen, wie lang man warten muss, deswegen machen wir es nicht von der Zeit abhängig, sondern von der Amplitude. Wir bauen Positionen in der Regel mit 0,5% des Fondsvermögens auf, wohl wissend, dass wir zu früh sind. Das Ganze führt auch zu gewissen Mustern in der Performance.

Ihr Fonds zeigt eine Underperformance in schwachen Märkten. Mit unserem Ansatz haben wir immer Probleme in emotionalen Märkten oder bei Anlage-Modethemen. Wenn die Investoren von der Gier getrieben sind oder von Angst. Da schneiden wir schlechter ab. Wenn der Markt dreht, überkompensieren wir dies in der Regel, weil wir dann stärker in zyklischen Titeln engagiert sind. High-Beta-Titel sind in diesen Phasen eher unterbewertet, weshalb wir sie eher kaufen. Sie verlieren dann zunächst stärker, erholen sich dann aber überproportional.

Worauf setzen Sie derzeit? Finanzwerte sind wichtig und Ölwerte. In Financials setzen wir eher auf den Bereich der Versicherungen. Viele haben davor Angst, dass Lebensversicherungen tot sind. Das verstehe ich nicht. Viele Anbieter haben ihre Produkte umgestellt und die Performance-Risiken an die Versicherten abgewälzt. Wir sprechen bei der Axa noch von einem Garantiezins

von um 0,5%. Und bisher wurden Lebensversicherungen falsch eingesetzt, nämlich als Ansparprodukt. Sie sind aber kein gutes Ansparprodukt. Das liegt an den Regularien, mittels derer der Staat sich eine Möglichkeit geschaffen hat, seine Verschuldung loszuwerden. Lebensversicherungen sind aber sinnvoll beim Entsparen – dem Tausch eines Vermögens in eine lebenslange Annuität. In diesen Bereich gehen Banken rein. Banken können aber nur Zinsänderungsrisiken managen, keine Mortalitätsrisiken. Dies ist eigentlich

„Mit unserem Ansatz haben wir immer Probleme in emotionalen Märkten oder bei Anlage-Modethemen.“

nur eine Frage der Zeit, wann das in Europa kommt. Das ist auch für die Banken interessant.

Bei den Ölwerten ist eine Auffassung, durch den Vormarsch erneuerbarer Energien und höherer Effizienz werde der Konsum zurückgehen und den Preis drücken. Unserer Meinung nach gibt es keinen Strukturbruch durch Fracking. Derzeit werden keine neuen Förderkapazitäten geschaffen, und da die Nachfrage hoch bleiben dürfte, deutet dies auf steigende Ölpreise hin. Die Frage ist dabei: Sind die historischen Margen noch ein guter Schätzer für die Zukunft? Und im Tiefpunkt eines Zyklus muss ein Unternehmen stabil genug sein, um dies finanziell durchzustehen.

Was ist mit defensiven Titeln wie Nahrungsmittel- oder Körperpflegekonzernen? Consumer Staples sind uns zu teuer, wie Nestlé oder Unilever. In diesem Zyklus haben wir eine Situation, wie wir sie bisher noch nicht gesehen haben. Defensiver Werte haben offensive Aktien überflügelt. Deswegen sind wir in zyklischen Aktien Übergewichtet, obwohl wir eher am Ende als am Beginn des Zyklus stehen.

Wie viel Cash halten Sie vor? Wir sind immer zu 100% investiert. Das Interview führte Dietegen Müller.

Analysten für den Aktienmarkt weiter optimistisch

DZ Bank sieht Dax in einem Jahr bei 13 500 Punkten – Quartalsaison kommt in Fahrt

Von Dieter Kuckelkorn, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 15.7.2017 Dem deutschen Leitindex Dax ist es in der gerade beendeten Handelswoche gelungen, sich um fast 200 In-

AUSBLICK

dexpunkte nach oben zu arbeiten. Gegenüber dem Stand vom Freitagabend vergangener Woche ergibt sich ein Plus von 1,8%. Der Euro Stoxx 50 legte um 1,7% zu. Wie die Analysten der DZ Bank anmerken, lassen sich die Aktienmärkte nicht wesentlich davon beeindruckt, dass sich die großen Notenbanken inzwischen vor oder bereits in ei-

nem Zinsanhebungszyklus befinden. So seien die Renditen in Europa zuletzt kräftig angestiegen. Die ersten Zinsanhebungen stellten aber keine große Gefahr für die Märkte dar, weil das Zinsniveau weiterhin im längerfristigen Bereich sehr niedrig sei. Seit Wochen befänden sich die großen Aktienindizes in einem Seitwärtstrend – aber auf hohem Niveau. Die globalen volkswirtschaftlichen Frühindikatoren bestätigten die Hochstimmung an den Aktienmärkten.

Liquidität sei üppig vorhanden, Rekordgewinne bei den Unternehmen führten in Verbindung mit den niedrigen Zinsen dazu, dass speziell US-Unternehmen weiter Aktien zurückkauften und die Dividendenausüttungen erhöhten. Nach der

Sommerpause könnten die europäischen Aktienindizes wieder an Fahrt aufnehmen, vermuten die Analysten der DZ Bank. Die langfristigen Perspektiven schätzen sie unverändert positiv ein, dem Euro Stoxx 50 sagen sie in zwölf Monaten ein Niveau von 3900 Punkten voraus, verglichen mit aktuell 3526 Punkten. Für den Dax rechnen sie mit einem Anstieg binnen eines Jahres auf 13 500 Punkte. Im Dax erscheine ein Rücksetzer jedoch überfällig, bisher habe der deutsche Leitindex 2017 in der Spitze um nicht mehr als 5% korrigiert.

In der neuen Börsenwoche wird die Berichtssaison in den USA Fahrt aufnehmen. Zudem gibt in Deutschland SAP den Startschuss für die Saison der Vorlage der Quartalsergebnisse. Am Donnerstag steht zudem

die Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) auf dem Programm. Aktuell wird noch nicht erwartet, dass die Zentralbanker den Startschuss für das Tapering, also die Reduzierung der Anleihekaufvolumina, geben. Damit wird erst für den September gerechnet.

Am Montag werden noch die Daten zum chinesischen Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal veröffentlicht. Gemäß der von Bloomberg erhobenen Konsensschätzung wird ein Anstieg des Bruttoinlandsproduktes um 6,8% im Vorjahresvergleich erwartet. Am Dienstag folgen dann die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland. Am Mittwoch stehen die neuesten Zahlen vom amerikanischen Häusermarkt auf dem Programm.

US-Konjunkturdaten setzen Dax und Dollar zu

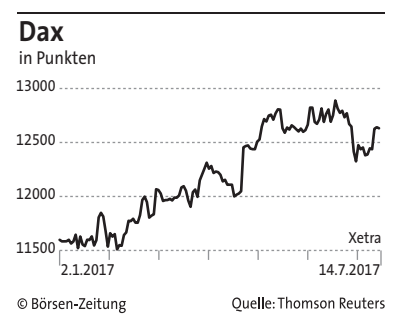
Goldpreis erholt sich weiter – Öl wird teurer

Börsen-Zeitung, 15.7.2017

ku Frankfurt – Enttäuschende US-Konjunkturdaten haben am Freitag nachmittag dem Dax zu schaffen gemacht. Der Index, der sich im Tagesverlauf zunächst auf Vortagsniveau hielt, gab nach Veröffentlichung der Zahlen deutlich bis auf 12 577 Punkte nach. Später erholte er sich wieder etwas und beendete schließlich den Handel mit 12 632 Punkten, was einem kleinen Minus von 0,1% entsprach. Der Euro Stoxx 50 gab um 0,2% auf 3 526 Zähler nach.

So haben in den USA die Verbraucherpreise im Juni auf Vormonatniveau stagniert. Im Mai waren sie bereits um 0,1% rückläufig gewesen. Im Vorjahresvergleich ergibt sich ein Anstieg des Index der Verbraucherpreise im Juni um lediglich 1,6%. Dies ist der geringste Zuwachs seit Oktober 2016. Zudem gaben die Einzelhandelsumsätze den zweiten Monat in Folge nach. Dies weckt Sorgen hinsichtlich des Zustands der amerikanischen Volkswirtschaft und vor allem der Kaufkraft der US-Konsumenten.

Nach Veröffentlichung der Daten zeigte der Greenback gegenüber den wichtigsten Partnerwährungen Schwäche. Der Euro befestigte sich um 0,5% auf 1,1455 Dollar. Dass aber die Risikobereitschaft der Kapitalmarktakteure zum Wochenende hin nicht komplett wegfiel, zeigt sich darin, dass der australische Dollar zulegte. Er kletterte um 0,4% auf 0,7758 US-Dollar und erreichte damit den höchsten Stand seit acht Monaten.



Der Goldpreis, der im Verlauf der Woche bis auf rund 1 207 Dollar je Feinunze zurückgefallen war, befestigt sich auf die enttäuschenden US-Konjunkturdaten hin weiter. Er verzeichnete ein Plus von 0,8% auf 1 227,10 Dollar.

Der Preis der wichtigsten Ölsorte Brent Crude kam weiter voran. Die Notierung kletterte um 0,6% auf 48,72 Dollar je Barrel. Händler sagten, es habe Short-Eindeckungen gegeben, nachdem für die nigerianische Ölsorte Bonny Light Force majeure, also Lieferunfähigkeit aufgrund höherer Gewalt, in Anspruch genommen worden ist.

Schwach zeigten sich am Freitag die Aktien der beiden Großbanken im Dax. Commerzbank ermäßigten sich um 1,2% auf 11,13 Euro, Deutsche Bank um 0,9% auf 16,37 Euro. Händler sagten, der Aktie der Deutschen Bank habe vor allem das enttäuschend verlaufene Anleihegeschäft der US-Großbank J.P. Morgan zu schaffen gemacht, die ihre Quartalszahlen bekannt gab.

TAGESGEWINNER & VERLIERER

Dax Titel	Kurs	in %
Volkswagen Vz.	145,45	1,5
BASF	83,72	1,2
FMC	85,94	0,7
Vonovia	35,01	0,5
Infineon	19,26	0,4
Dax	12 631,72	-0,1
BMW	83,74	-0,7
HeidelbergCement	86,13	-0,8
Deutsche Bank	16,37	-0,9
ThyssenKrupp	26,57	-1,0
Commerzbank	11,13	-1,2

(Xetra-Kurse)
Quelle: Thomson Reuters

MDax Titel	Kurs	in %
Norma	54,56	4,5
Metro	9,89	3,2
Salzgitter	38,25	3,2
Leoni	50,62	3,2
Wacker Chemie	99,05	2,1
MDax	25 162,38	0,3
Aurubis	72,41	-0,6
Airbus Group	74,48	-0,6
Aareal Bank	35,60	-0,7
Hannover Rück	108,80	-0,8
Innogy	35,89	-1,3

(Xetra-Kurse)
Quelle: Thomson Reuters

TecDax Titel	Kurs	in %
Morphosys	66,80	7,0
SMA Solar Techn.	29,92	5,7
Drillisch	54,81	1,7
Drägerwerk Vz.	95,76	1,5
Aixtron	7,33	1,3
TecDax	2 298,90	0,4
Software	38,32	-0,5
S&T	13,53	-1,5
Xing	238,30	-1,6
Evotec	14,15	-1,6
GFT Technologies	14,95	-2,8

(Xetra-Kurse)
Quelle: Thomson Reuters

Euro Stoxx 50 Titel	Kurs	in %
LVMH	219,75	1,5
Volkswagen Vz.	145,45	1,5
BASF	83,72	1,2
ASML	121,60	1,0
Essilor Int.	114,70	0,8
Euro Stoxx 50	3 525,94	-0,1
Deutsche Bank	16,37	-0,9
BNP Paribas	66,30	-0,9
Banco Santander	5,80	-0,9
CRH	31,49	-1,1
Société Générale	48,98	-1,3

(Xetra-Kurse)
Quelle: Thomson Reuters