

Chefsache

Frank Fischer | Shareholder Value Beteiligungen AG

Sein Vater ist schuld. Als Frank Fischer 13 Jahre alt war, drückte der ihm ein Buch in die Hand, wie man den Wirtschaftsteil der FAZ liest. Danach war es um ihn geschehen: Aus einem Papierdepot, das er jahrelang führte, wurde ein reales. Dann kam die Banklehre, deren Erkenntnisse er nach der Zusammenarbeit mit dem Querdenker Günter Weispfenning von ABN Amro weitgehend zu den Akten legte.

Über seinen Aktienclub an der Goethe-Uni in Frankfurt, seine Diplomarbeit mit Unterstützung durch Frank Lingohr wurde aus ihm ein Überzeugungstäter: Systematisch sammelte er die überzeugendsten Ideen zum Value Investing und führte sie zu



seinem ganz eigenen Investment-Ansatz zusammen, der heute das Herzstück der Shareholder Value AG ausmacht.

Den Enthusiasmus der frühen Jahre hat der sehr jugendlich wirkende Fischer noch nicht abgelegt, und sein Ziel, seine Gesellschaft möglichst klein und schlank zu lassen, wirkt dem entgegen, was er bei seinen Portfoliounternehmen selbst partout nicht mag: Principal-Agent-Konflikte.

Eine chronische Krankheit seines Sohnes ließ ihn Ende 2011 mit seiner Ehefrau die Stiftung „Starke Lunge“ gründen mit dem Ziel, anderen betroffenen Familien zu helfen und die medizinische Forschung zu unterstützen.

„Price is what you pay, value is what you get.“ Warren Buffetts Bonmot ist das große Banner, unter dem alle Value-Investoren marschieren, so auch Frank Fischer. Doch der ehemalige Fondschef von Standard & Poor's erklärt **Maik Rodewald**, wie er einiges doch ein bisschen anders macht

Herr Fischer, mit welcher Aktie haben Sie Ihren ersten großen Erfolg gelandet?

Das war keine Aktie, sondern eine Kaufoption auf AEG mit zwei Wochen Restlaufzeit, ein rein Chart-basierter Kauf. Wenn man mit einem Vervierzigfachen anfängt, ist das schon einmal sehr ungesund für das Ego (lacht).

Wie lange ist das her?

Das war Mitte der 1980er.

Und wie kamen Sie zum Value Investing?

Durch den Crash 1987, bei dem ich so richtig Federn lassen musste. Außerdem durch meine Analysen über Bankaktien als Teil meiner Diplomarbeit bei Grossbötzl, Schmitz & Partner. Dort war der Austausch mit Frank Lingohr entscheidend, der mir mit auf den Weg gegeben hat, wie wichtig die Sicherheitsmarge ist – der Heilige Gral des Value Investings.

Wer hat Sie und Ihre Anlagephilosophie am meisten beeinflusst?

Günter Weispfenning. Er war ein Querdenker, jemand, der sehr eigenständig handelte und sich nicht von der Marktmeinung beeindrucken ließ. Ich habe ihn bei ABN Amro kennengelernt, als ich während des Studiums dort gejobbt habe. Er hat mir beigebracht, wie man Aktien fundamental analysiert und Bilanzen liest. Über den Aktienclub der Uni Frankfurt – den Johann Wolfgang von Goethe Investment-Verein – habe ich mein Hobby intensiv gelebt und hatte dort zumindest so viel Erfolg, dass ich in meinem anschließenden Job bei S&P auch unpopuläre, aber richtige Entscheidungen vertreten konnte. Leider ist Günter Ende 2011 gestorben.

Gibt es auch Akademiker, die Sie geprägt haben?

Professor Bruce C. Greenwald von der Columbia University, New York. Seine Schriften sind Bibeln der Value-Investoren. Ich kenne ihn auch persönlich, er ist wissenschaftlicher Beirat unseres Zentrums für Value-Investing, wo ich mit Hendrik Leber und Max Otte im Vorstand sitze.

Hauptberuflich sind Sie Vorstand der Shareholder Value AG, die unter anderem den Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen berät, einen der erfolgreichsten deutschen Nebenwerte-

fonds im vergangenen Jahr. Die Mittelzuflüsse steigen – wohin wollen Sie wachsen?

Wir wollen eine kleine Boutique bleiben und das machen, woran wir glauben, nämlich fokussierte Portfolios nach Value-Kriterien führen. Wir wollen langsam wachsen, ganz gesund. Mehr als ein Dutzend Mitarbeiter stelle ich mir nicht vor.

Die Mittelzuflüsse hinterlassen noch anderweitig Spuren: Sie halten gerade viel Cash. Zu viel?

Uns steht noch der ein oder andere Anpassungsschock bevor. In einem solchen Umfeld Cash zu halten, das gehört zum Kern der Philosophie. Auf unserer Broschüre steht auf der ersten Seite: „Vermeide den permanenten Kapitalverlust“ und eben nicht: „Maximiere die Rendite, egal mit welchem Risiko.“ Cash zu halten, bedeutet natürlich ab und zu auch Underperformance – doch das muss man zeitweise akzeptieren, um die Anlageprinzipien nicht zu verwässern.

„DEN GRÖSSTEN TEIL MEINER ANLAGEN HALTE ICH IN DEN VON UNS BERATENEN MANDATEN.“

Was längst nicht jeder Anleger versteht, sobald sich die Underperformance dann materialisiert...

So ist es. Deshalb wollen wir auch Anleger, die unseren Weg nicht nur dann mitgehen, wenn sie glauben, dass die Sonne scheint.

Wie legen Sie persönlich für Ihre Rente an? In eigenen Produkten?

Ja, den größten Teil meiner Anlagen halte ich in den von uns beratenen Mandaten.

Wie stehts mit Immobilien?

Ich will es eigentlich bei meiner eigengenutzten Immobilie belassen. Das bedeutet nicht, dass die Immobilie nicht durchaus vor einer Boom-Phase stehen könnte. Aber Aktien sind für mich einfach rentierlicher. Ich möchte mich auch nicht unbedingt mit Mietausfallrisiken und tropfenden Wasserhähnen beschäftigen. Und Bauherr oder Sanierer bin ich schon gar nicht gern.

Wo würden Sie niemals investieren?

In Ländern, in denen ich die politischen Risiken nicht einschätzen kann, wie zum Beispiel in Russland. Dort können sich die Rahmenbedingungen für mein Investment von heute auf morgen ändern. Ein weiteres Beispiel wäre Nigeria – Korruptionsrisiken will ich nicht nehmen.

Welche drei Dinge auf Ihrem Schreibtisch pressieren derzeit besonders?

Erstens: Ich sehe eine Riesenchance bei Bankaktien in diesem Jahr, und ich suche solche, die unseren Kriterien entsprechen. Diese Suche stellt sich aber bisher als schwierig heraus. Zweitens: Das Signal für die nächste Hausse wird von der Politik kommen – 2012 wird das Jahr der Politik. Es wird sich lohnen, in diesem Jahr Zeit mit Makrothemen und politischen Entscheidungen zu verbringen. Und drittens: Wir müssen den Spagat zwischen Mittelzuflüssen und unseren Wunschinvestoren hinbekommen.

„ICH WERDE KAUFEN, WENN POLITISCHE ENTSCHEIDUNGEN ZUR SCHULDENKRISE SEHR ENTÄUSCHEN.“

Hat die Nachfrage nach Ihrem Ansatz während der Finanzkrise zu- oder abgenommen?

Wir haben die Subprime-Krise gut gemeistert, wie auch die Staatsschuldenkrise 2011, letztere sogar noch besser. Das hat dazu geführt, dass wir stärker wahrgenommen werden und die Nachfrage doch ziemlich groß ist.

Was machen Sie ähnlich wie andere Value-Investoren?

Ein Thema eint alle Value-Investoren: die Sicherheitsmarge. Der Preis einer Aktie muss deutlich unter dem von uns berechneten inneren Wert liegen – mindestens 40 Prozent. Und: Wir kaufen bevorzugt Unternehmen, die einen strukturellen Wettbewerbsvorteil haben, der ihnen dauerhaft höhere Margen als ihren Wettbewerbern beschert. Wir nennen das „Economic Moat“. Je tiefer der Moat, also der Burggraben bestehend aus dauerhaften Wettbewerbsvorteilen, desto besser.

Und was differenziert Sie von anderen?

Für uns ist auch die Stellung des Managements wichtig, das Prinzip des Business Owners, darauf schauen nicht so viele Value-Investoren. Die Principal-Agent-Konflikte sollten so gering wie möglich sein; das finden wir regelmäßig bei eigentümergeführten Familienunternehmen, die an die nächste Generation denken und eben nicht an das Quartalsergebnis. Wir meiden auch Empire Builder, die umfangreiche M&A-Aktivität entfachen, nur um dann ihre Gehaltserhöhungen rechtfertigen zu können. Außerdem ist für uns sehr wichtig, Gelegenheiten wahrzunehmen, also zu kaufen, wenn andere panisch verkaufen.

Ach ja, das ist Ihr Mister Market ...

... wobei der Begriff nicht von uns stammt, sondern vom Altmeister des Value Investing, Benjamin Graham. Um zu bestimmen, wie gierig oder panisch Anleger reagieren, bedienen wir uns der Erkenntnisse der

Behavioural Finance. Wir werten beispielsweise die Analysen der AAI aus, der American Association of Individual Investors, oder auch von Sentix oder von Animus X, um Mister Market besser zu verstehen. Die Erkenntnisse setzen wir bei Gefahr im Verzug auch zum Hedgen mit Futures auf Dax und Euro Stoxx ein.

Wie sieht es denn zurzeit mit Mister Market aus?

Die liquiditätsgetriebene Rally kann noch einige Zeit anhalten. Mit hoher Wahrscheinlichkeit werden wir ab dem zweiten Quartal eine Korrektur und Bodenbildungsphase erleben. Damit gibt es Chancen für den langfristigen Investor, eine fantastische Rendite zu erwirtschaften.

Wann soll man denn Ihren Fonds kaufen?

(lacht) Wenn ich das wüsste. Ich werde kaufen, wenn politische Entscheidungen zur Schuldenkrise sehr enttäuschen. Ich bekräftige nochmal: 2012 wird das Jahr der Politik!

Welche ist Ihre goldene Regel des Investierens?

Achte immer auf die Sicherheitsmarge! Je weiter wir geografisch von einer Aktie entfernt sind, umso höher muss sie sein. Wenn ich nach Italien schaue, finde ich dort sogar Margen von 60 bis 70 Prozent.

Und in Japan?

Das ist ein Markt, der bei uns in der Analyse zu Ergebnissen führt, die ich selbst kaum glauben kann. Ich habe gerade ein Unternehmen im Visier, das 40 Prozent mehr Cash in der Bilanz hat, als die Aktie an der Börse wert ist. Andererseits ist Japan die am höchsten verschuldete Volkswirtschaft der Welt, weshalb die Aktien auch so günstig sind. Leider scheiden viele japanische Aktien aus, da sie unsere anderen Prinzipien nicht erfüllen, die ich schon erläutert habe.

Wie viele Länder kommen für eine Investition überhaupt in Frage?

Wir haben uns in unserem Stiftungsfonds klar auf Europa fokussiert. Mit dem Mandat bei der Axxion, das wir nicht nennen können, weil es noch nicht zum Vertrieb zugelassen ist, sind wir global unterwegs, haben dort neben italienischen auch kanadische Titel drin, außerdem Singapur-Kurzläufer, um eine bessere Staatsbonität zu bekommen. Aber unser Kern bleibt nach wie vor das, was ich mir seit Mitte der 1980er anschau – Small- und Midcap-Aktien aus Deutschland, Österreich und der Schweiz.

Welche Produkte würden Sie niemals anbieten?

Zum Beispiel ein momentum-basiertes Growth-Mandat, das entspricht überhaupt nicht unserer Philosophie. Das ist die Antithese zum Value Investing. Diese Antithese umfasst auch Aktien mit hohen Kurs-Gewinn-Verhältnissen, die Facebooks dieser Welt. Dort sind Wachstumsaussichten eingepreist, die eben keine Sicherheitsmarge mehr bieten.

Würden Sie in einzelne Aktien oder Branchen nicht investieren, wenn ein Kunde das von Ihnen verlangt?

Grundsätzlich ja, ich kann mit Ausschlusskriterien leben, aber dafür haben wir keinen Automatismus. Ich

habe solche Diskussionen mit dem ein oder anderen Anleger bereits geführt, und sie sind nicht immer einfach. Es ist schwierig abzuwägen, wie weit und konsequent man bestimmte und gut gemeinte Kriterien auslegen und anwenden sollte.

Tabakkonzerne sind Aktien, die sich zum Abschluss anbieten. Aber die sind doch in der Regel für Value Investing prädestiniert ...

Natürlich. Jeder Drogenhändler ist theoretisch ein hervorragender Value Play (schmunzelt). Aber wir haben den Luxus, dass wir solche Unternehmen auch in anderen Branchen finden können und nicht in Tabakunternehmen investieren müssen. Da wir nicht Benchmarkgetrieben sind, bin ich sehr gerne bereit, auf Tabakhersteller- und Verarbeiter zu verzichten.

Was ist der größte Mythos im Asset Management?

Dass die Märkte effizient sind. Und dass Value Investing nicht funktioniert. Ich halte Value Investing sogar für das Einzige, das über einen langen Zeitraum wirklich funktioniert. Klar gibt es Phasen, wie in Zeiten der TMT-Hausse, in denen Value-Unternehmen stark underperformen. Warren Buffett, der damals stark unter Beschuss gekommen ist, hat sehr gut reagiert und seinen Stil verteidigt. Solche Zeiten, in denen Value Investing nicht zu funktionieren scheint, wird es immer wieder geben.

Welche ist die nächste Blase?

Gold ist es nicht. Die nächste Bubble ist der Staatsanleihen-Boom, der jetzt zu Ende geht. Das wird in diesem Jahr vermutlich eingeläutet.

Es gibt eine Aussage eines Verantwortlichen einer deutschen Unternehmenspensionskasse, dass Aktien nun endlich auch einmal liefern müssen, ansonsten seien sie zu stressig – damit ist er sicherlich nicht alleine. Was würden Sie ihm sagen?

Ich würde mich erst einmal darüber aufregen. Aber nicht über den Investor, sondern über die Tatsache, dass die Aufsicht diese Institutionen dazu zwingt, den Stress, der sowieso schon da ist, noch stressiger zu erleben. Die Finanzaufsicht provoziert die Anleihenblasen. Hier zeichnet sich ein richtiges Repressionsdrama ab. Und es wird dazu führen, dass viele Menschen – wahrscheinlich staatlich gewollt – kalt enteignet werden über viele Jahre, damit der Staat sich entschulden kann, anstatt die Volatilität in den realen Assets als gegeben zu akzeptieren und Wege zu finden, wie man damit umgehen kann. Natürlich braucht man dann auch eine Auffanglösung für die Pensionseinrichtungen, die es nicht schaffen werden.

Ein anderes Thema: Der ökonomische Machtverlust des Westens scheint ausgemachte Sache zu sein. Für Sie auch?

Ja, das sehe ich genauso.

„DIE NÄCHSTE BUBBLE IST DER STAATSANLEIHEN-BOOM, DER JETZT ZU ENDE GEHT.“

CV

FRANK FISCHER

Seit 2010 Mitglied des Vorstands der Shareholder Value Beteiligungen AG

2008 zum Jahresanfang Auflage und Beratung des Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen, Ende 2008 Start des fokussierten Value Fonds bei der Axxion, Luxemburg

2006 Mitgründer des Zentrums für Value Investing e. V., seitdem dort im Vorstand

2005–heute Mitglied des Vorstands der Shareholder Value Management AG

2000–2005 Aufsichtsratsvorsitzender Shareholder Value Beteiligungen AG

1994–2005 Geschäftsführer von Standard & Poor's Fund Services (vormals Micropal GmbH)

1992 Abschluss als Diplom-Kaufmann an der Goethe-Universität, Frankfurt am Main

1987 Bundeswehr

1986 Abschluss der Banklehre bei der Hessischen Landesbank

1984 Abitur

1981 High-School-Abschluss, Michigan, USA

1964 geboren in Frankfurt am Main

Was bedeutet das für Ihr Portfolio Management?

Die Demografie spricht einfach für diese Umwälzung. Das bedeutet für uns, dass die Aktien der Unternehmen, die wir auswählen, die Chancen in diesen Ländern und Märkten auch wahrnehmen müssen.

Wie wird sich das Investment-Universum eines globalen Aktienmanagers in den kommenden fünf bis zehn Jahren verändern?

Ich denke nicht, dass das Gewicht der USA so bedroht wird, dass man das Land de facto schon abhaken kann. Allerdings sind Regionen wie Asien und Südamerika ein absolutes Muss. Dort ist alleine durch die gesunde Demografie und die häufig hohen Sparquoten auch ein anderes Investment-Verhalten von der Bevölkerung gegeben.

Welche Implikationen hat die Eurokrise für Ihr Portfolio Management?

Ganz klar eine hohe Cash-Quote bis zur Lösung der Krise, die ich für dieses Jahr auf der Agenda habe. Wegen einiger Prozente mehr Rendite ein Risiko zu nehmen, das ich nicht quantifizieren kann, kommt nicht in Frage. Das ist die wichtigste Regel. Das andere: Man sollte auch außerhalb des Euroraums Chancen wahrnehmen. Rohstoffreiche Länder mit einer gesunden Staatsverschuldung wie Kanada und Australien stellen insgesamt noch eine gute Chance dar, zu diversifizieren.

Let's play long-short. Banken als Value-Aktien?

Dieses Jahr long – nur noch nicht jetzt.

Principle before profit?

Long.

Chinesische Aktien?

Generell long – auf fünf Jahre.

Unternehmensbesuche vor Ort?

Sehr long. Bei uns etwa 100 pro Jahr.

ETFs?

Short.

USA und Großbritannien?

Beide short.

Angela Merkel und Barack Obama?

Angela long, Barack short.

Golfregion?

Long.

Ausländische Staatsfonds?

Long, weil sie häufig langfristig getrieben sind.

Deutschland?

Long. ■