



DER PERFORMANCE-MAKER

Frank Fischer ist ein Value-Investor mit Leidenschaft und Herz. Wohl deshalb gelingt es ihm und seinem Team, Jahr für Jahr eine weit überdurchschnittliche Performance zu erzielen.

Die Anlagegrundsätze sind einfach, nicht so ihre konsequente Umsetzung.

von Kay Schelauske

FONDS exklusiv: *Die Börsen sind politisch. Sobald die Europäische Zentralbank oder die amerikanische Fed nur ankündigen, Hand an die Geldschleusen zu legen, reagieren die Kurse – und sei es nur indirekt durch eine Umschichtung von Geldern, wie jüngst aus den Emerging Markets. Wie gehen Sie als Fondsberater mit diesen schwierigen, nahezu unkalkulierbaren Rahmenbedingungen um?*

FRANK FISCHER: Wir stellen uns gegen den Wind. Das bedeutet, dass wir unsere Portfolios derzeit über eine Cash-Quote im Umfang von 47 Prozent absichern. Die Ampel steht noch auf Gelb, aber es wird wackeliger. Aus unserer Sicht sind die Bewertungen schon seit einigen Monaten ambitionierter. Offen ist derzeit die Frage, ob die von der Liquidität der Notenbanken getriebene Hausse in eine gewinn- und konjunkturgetriebene übergeht und die Emerging Markets, allen voran China, sowie die USA die Weltkonjunktur mitziehen werden. Dann erleben wir noch einmal eine Party. Kommt es anders, würden

wir unsere Aktienquote mit Futures absichern. Derzeit begnügen wir uns aber mit der Absicherung über die Cash-Quote. Wir müssen keine Investitionsquote von 95 Prozent erfüllen. So bleiben wir vorsichtig und geduldig.

Die Fed drosselt zwar das Ausmaß, aber dennoch werden Monat für Monat Anleihen in Höhe von 65 Milliarden US-Dollar gekauft. Lässt sich dieser Berg von Anleihen weitgehend störungsfrei für die Märkte abbauen?

F. F.: Es wird einen Knall geben müssen, aber es sind verschiedene Szenarien vorstellbar, wie der aussehen kann. Die vom Internationalen Währungsfonds thematisierte Vermögensabgabe wäre plausibel und würde helfen, insbesondere wenn sie die Länder trifft, die noch in der Krise stecken. Ich erwarte aber, dass es eine europäische Kollektiv-Lösung geben wird. Das tut zwar weh, ist aber immer noch besser als Krieg. Das muss man auch mal sagen. Bedauerlich ist, dass die nötigen Reformen in den europäischen Institutionen nur sehr

schleppend vorankommen. Wir sollten dabei nicht vergessen, dass Krisen nicht nur Probleme, sondern auch die Chance beinhalten, es künftig besser zu machen. Das ist zwar oft schmerzhaft. Nur in der Krise sind die Menschen zu deutlichen Veränderungen bereit.

Sehen wir einmal von der Frage ab, wie sich die Weltwirtschaft und die Unternehmensgewinne weiterentwickeln. Gibt es Anlagebereiche, für die Sie bereits wieder grünes Licht geben?

F. F.: Wir sind mit unseren Investmententscheidungen immer auf verschiedene Szenarien vorbereitet. Auf Grün steht die Ampel bei Anlagebereichen, die stark abgestraft wurden, wo die Lage im Keller ist und die Ängste groß sind. Aktuell ist dies bei vielen Emerging Markets der Fall, die zuletzt stark unter die Räder gekommen sind. Aktien von Rohstoffminen, -Ausrüstern und -Zulieferern will auch keiner mehr haben. Wir interessieren uns für solche zumindest temporär hässlichen, unbeliebten Titel. Hier sind die Preise



„Den Value-Ansatz verfolgen wir beim Absolutissimo Fund und beim Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen. Letzterer hat seit März 2009 ein jährliches Plus von 11,83 Prozent erreicht.“

schon deutlich gefallen. Je nachdem, wie unsere Markt- und Sentiment-Bewertungen ausfallen, könnten wir dort investieren. Dies setzt natürlich voraus, dass unsere Value-Kriterien erfüllt werden. Das Kernelement bleibt immer das Unternehmen. Es gibt nichts Besseres als die Aktien einer tollen Gesellschaft supergünstig einzukaufen. Wir investieren nur in Qualitätspapiere. Denn morgen kann die Welt schon wieder unsicher sein. Damit haben wir den permanenten Kapitalverlust so weit wie möglich abgedeckt. Das ist der Hauptantrieb bei unserem Value-Investing.

Wie kamen Sie zum Value-Investing?

F. F.: Wegweisend war meine Begegnung mit dem Finanzanalysten und Anlageberater Günther Weispfenning. Ende der 80er-Jahre musste ich im Rahmen meiner Tätigkeit als Bankkaufmann seine Depotunterlagen auf Aktenvernichtung überprüfen und dafür im Keller zahllose vollgestaubte Papiere sichten. Das hat echt keinen Spaß gemacht. Aber es gab mir den Anstoß, sein Depot genauer anzuschauen. Ich war schwer beeindruckt. Ich kannte keinen Kunden, dessen Performance nur annähernd so gut war. Über 25 Jahre betrug der durch-

schnittliche Wertzuwachs rund 30 Prozent pro Jahr.

Wie lernten Sie sich kennen?

F. F.: Ich führte auch seine Aktienorders aus und hatte meinen Job offensichtlich gut gemacht. Jedenfalls wollte er mich bei einem Glas Bier persönlich kennen lernen. Das war der Beginn einer sehr langwierigen Freundschaft, die von einer gemeinsamen Leidenschaft für Aktienanlagen geprägt war.

Wann gründete Günther Weispfenning die Shareholder Value Management AG?

F. F.: Das geschah im Jahr 1999, zusammen mit meinem Geschäftspartner und CEO Reiner Sachs, der als Volljurist eine mir eher fremde Kompetenz einbringt, sodass wir uns prima ergänzen. Zunächst startete die Firma mit der Maßgabe, sein Vermögen zu verwalten. Bei meinem Firmeneintritt Ende 2005 war es mir wichtig, das Unternehmen so auszurichten, dass es auch ohne die Verwaltung seines Familienvermögens existieren könnte. Das war ein vorausschauender Schritt. Denn leider ist Günther Weispfenning im November 2011 im Alter von 70 Jahren verstorben.

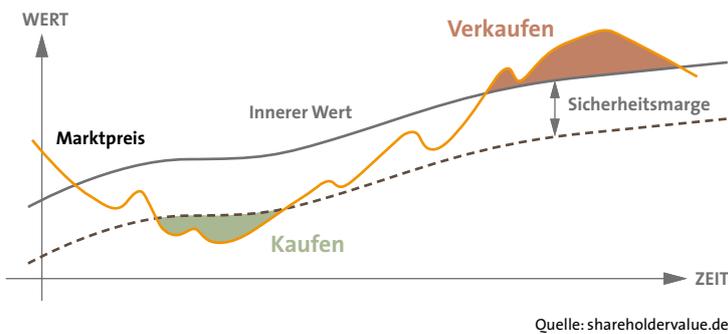
STETIGE ZUWÄCHSE MIT VALUE-INVESTING



Stand: 31.12.2013; Quelle: shareholdervalue.de

Wie kam es zur Gründung der Share Value Stiftung?

INVESTIEREN MIT SICHERHEITSMARGE



F. F.: Günter Weispfenning hat sich über drei Jahrzehnte mit Value-Investing ein Vermögen aufgebaut, mit dem er auch andere Menschen unterstützen wollte. Deshalb gründete er im Jahr 2003 die Share Value Stiftung mit der Maßgabe, dass das Vermögen ausnahmslos in Aktien investiert wird. Das Stiftungsvermögen liegt derzeit bei rund 25 Millionen Euro. Die jährlichen Ausschüttungen von zuletzt rund 600.000 Euro fließen in verschiedene gemeinnützige Projekte, z. B. in die Erneuerung eines kaputten Daches eines Behindertenheimes oder den Kauf einer Werkbank für ein Gefängnis zur Resozialisierung von straffällig gewordenen Jugendlichen.

War diese Stiftung sozusagen die Basis für die Auflage des „Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen“?

F. F.: Ja, das könnte man so sagen. Andere Stifter kamen auf uns zu und signalisierten Interesse an dem Anlagekonzept. Deshalb haben wir den Fonds aufgelegt. Die Anlage ist zwar für Stiftungen konzipiert. Da es sich aber um einen Aktienfonds handelt, müssen mindestens 51 Prozent des Fondsvermögens in Dividendenpapiere angelegt sein. Anleihenseitig investieren wir derzeit sicherheitsorientiert nur in Triple A-Kurzläufer. Hier sehen wir Optimierungspotenzial. Deshalb wol-

len wir im Zuge der geplanten räumlichen Vergrößerung einen Anleihenexperten ins Team holen, sodass wir auch in Unternehmens-, Wandel- und Hochzinsanleihen investieren können.

Mit wie vielen Personen managen Sie den Fonds?

F. F.: Seit Fondsaufgabe bin ich für die Anlageentscheidungen verantwortlich. Die Investmentideen finden wir im Team, das wir in jüngster Zeit erweitert haben, um die Ausrichtung des ehemals auf Deutschland fokussierten Fonds auf Europa und andere Anla-

gebereiche auszuweiten. Angesichts des in jüngster Zeit stark gestiegenen Fondsvolumens war dies nötig und zudem vor dem Hintergrund der jüngsten Schuldenkrise eine weise Entscheidung. Neben Rainer Sachs und mir sind inzwischen fünf Personen an Bord, die über eine ausgewiesene Expertise in bestimmten Ländern beziehungsweise Branchen verfügen. Allerdings bin ich kein Fondsmanager, sondern Fondsberater.

Was bedeutet das in der Praxis?

F. F.: Wir sind reguliert über die Netfonds, die uns als Haftungsdach im Auftrag der BaFin auf die Finger schaut. Dies hat den Vorteil, dass wir keine Lizenz für unsere Tätigkeit brauchen und den damit verbundenen Aufwand sparen. Ohne Lizenz kann ich jedoch selbst nicht handeln. Deshalb erhält die KAG von mir präzise Aktienempfehlungen, die dort geprüft und dann erst umgesetzt werden. In der Praxis ist das ein gelebter Prozess, der stringent und zu meist ohne Rückfragen abläuft.

Gerade bei Stiftungsanlegern dürften nachhaltige Kriterien verstärkt eine Rolle spielen. Inwiefern berücksichtigen Sie solche Anforderungen?

F. F.: In Gesprächen mit Investoren werden wir oft zu einzelnen Titeln befragt.



Beispielsweise gefiel unser Investment in den Getriebehersteller Renk nicht. Denn Anlagenteile des Produzenten werden nicht nur in Schiffen und Windrädern, sondern auch in Panzern eingesetzt. Wir können solche Bedenken nachvollziehen und setzen uns daher mit diesen Fragen auseinander. Wie vieles im Leben haben jedoch auch Aktien oftmals zwei Seiten.

Wie gehen Sie mit diesen beiden Seiten bei Ihren Anlageentscheidungen um?

F. F.: Wir haben uns darauf verständigt, Unternehmen kein Kapital bereitzustellen, die mit Themen in Verbindung gebracht werden, die gerade von Stiftungsanlegern als ethisch problematisch angesehen werden. Konkret finanzieren wir daher keine Rüstungs- und Drogengeschäfte und meiden Bereiche wie Glücksspiel, Tabak, Prostitution und Kinderarbeit. Das geschieht auf der Basis von Einzelfallentscheidungen, nicht eines umfassenden Nachhaltigkeitsprozesses.

Wodurch zeichnet sich Ihr Value-Investing aus?

F. F.: Wir verfolgen eine antizyklische Kapitalanlage in unterbewertete Titel nach den Prinzipien von Benjamin Graham und Warren Buffett. Das heißt in erster Linie Kapitalerhalt, also das

Vermeiden eines „permanent loss of capital“. Wie andere auch, wollen wir Aktien günstig einkaufen und teurer verkaufen. Dies tun wir allerdings nur mit einer Sicherheitsmarge in Höhe von 40 Prozent. Zur Beurteilung der einzelnen Titel liefert uns die Datenbank „Standard and Poor’s Capital IQ“ die benötigten Kennzahlen.

Worauf kommt es Ihnen dabei besonders an?

F. F.: Neben einer geringen Verschuldung und hohen Bilanzsolidität sind die „owner earnings“ für uns von zentraler Bedeutung. Das ist eine modifizierte Form des freien Cashflow. Diesen setzen wir in Relation zum Unternehmenswert, den „enterprise value“. Nur wenn wir darauf eine zweistellige Rendite erwarten können, kommt der Titel für ein Investment in Frage. Der Einstandspreis muss also entsprechend unterhalb des von uns berechneten Inneren Wertes der Aktie liegen. Übersteigt der Kurs diesen Wert, verkaufen wir unsere Positionen zumeist schrittweise. Das ist ein Prozess, keine Momentaufnahme. Deshalb würde ich unser Tun eher als Kunst denn als Wissenschaft bezeichnen. Das konsequente Einhalten einer Sicherheitsmarge schützt uns, wenn sich künftige Entwicklungen anders darstellen als von uns erwartet – sei es,

dass wir einen Sachverhalt falsch eingeordnet haben oder aufkommender Streit im Management die Unternehmensführung lähmt. Denn eine Glas-Kugel hat niemand.

Inwieweit sichern Sie Ihre Aktienengagements ab, um dauerhafte Kapitalverluste zu vermeiden?

F. F.: Wenn die Kurse nachgeben und die Aktien günstiger werden, erhöhen wir unsere Aktienquote, wie im September vergangenen Jahres. Als sich die Märkte dann erholt hatten und die Kurse stiegen, haben wir damit begonnen, langsam unsere Cash-Quote zu erhöhen. Teils haben wir auch Futures zur Absicherung der Aktieninvestments genutzt. Wenn die Ampel auf Rot stünde, würden wir unsere Aktienquote bis zu 80 Prozent mit Futures absichern. Das reicht aus, um unser Portfolio komplett gegen Kursverluste zu schützen. Denn die Futures laufen auf Indizes, die über ein höheres Beta verfügen als die Aktien in unseren Portfolios.

Welche wesentlichen Voraussetzungen muss eine Gesellschaft noch erfüllen, damit Sie deren Anteilsscheine kaufen würden?

F. F.: Wir investieren bevorzugt in Unternehmen, die von einem Eigentümer

Der Master-Value Fonds

Über 300 Prozent Wertzuwachs mit dem Absolutissimo Value Focus Fund seit Auflage Ende 2008

„Lege nicht alle Eier in einen Korb“, lautet der bekannte Investmentgrundsatz zur Diversifikation. Aber Warren Buffett prägte dazu auch den Begriff „Diversifying“, also die Verschlechterung der Performance-Aussichten durch zu vieles streuen, erläutert der Fondsberater Frank Fischer. Deshalb rät Buffett dazu, alle Eier in einen Korb zu legen, diese aber nie aus den Augen zu verlieren. Genau diesen Ansatz setzt Fischer mit dem konzentrierten Portfolio von zehn bis 20 Titeln in dem „Absolutissimo Fund – Value Focus Fund“ um.

Diese Fokussierung widerspricht allerdings gesetzlichen Anlageregeln, weshalb der Fonds

weder in Deutschland noch in Österreich zum öffentlichen Vertrieb zugelassen ist. Gleichwohl können Anleger Anteile ohne steuerliche Nachteile zeichnen, bestätigt der Fondsberater auf Nachfrage. „Erworbene Fondsanteile können dann aber erst zum Quartalsende mit einer Wartezeit von sechs Monaten veräußert werden“, ergänzt Fischer. Der Fondsberater will nicht aus den teils kaum liquiden Nebenwerten aussteigen müssen, nur weil Kapital an Investoren ausgezahlt werden muss. Deshalb richtet sich der Fonds an Langfrist-Investoren. Investiert wird nach dem Value-Konzept des Anbieters, das im Grundsatz auch schon im Weispenfening-Fonds „R 3000“ umgesetzt wur-

de. Aktuell investiert der „Absolutissimo“ in Small- und Micro Caps vorwiegend in Deutschland und Großbritannien. Ein Drittel der Werte ist in Italien, Frankreich und Österreich beheimatet. Einen sektoralen Schwerpunkt stellt die Gesundheitsbranche mit rund 40 Prozent. Der Nebenwerte-Fonds wurde Ende 2008 aufgelegt und erzielte seither einen jährlichen Wertzuwachs von 24,95 Prozent. Das entspricht einer kumulierten Wertentwicklung von 336,9 Prozent per 31. Jänner 2014.

Fazit: Exzellente Expertise. Der Fonds ist für etwas risikobereitere Anleger mit mehrjährigem Anlagehorizont ein glasklarer Kauf.

„Das konsequente Einhalten einer Sicherheitsmarge schützt uns, wenn sich künftige Entwicklungen anders darstellen als von uns erwartet“



oder der Familie geführt werden. Nur dann wissen wir, dass die Geschäftsführung die volle Verantwortung übernimmt, auch wenn es mal schief läuft. Alternativ können daher Private Equity-Investoren Mehrheitseigner sein. In jedem Fall müssen strukturelle Wettbewerbsvorteile existieren, die das Unternehmen schützen. Uns gefällt hier das Bild des „economic moat“, also eines wirtschaftlichen Burggrabens, sehr gut.

Können Sie dafür ein Beispiel geben?

F. F.: Ein gutes Beispiel ist Ebay. Der

strukturelle Wettbewerbsvorteil besteht hier vor allem in den Netzwerkeffekten. Jeder, der einen gebrauchten Artikel im Internet verkaufen will, wird dies auch auf Ebay tun, da die Plattform über das größte Netzwerk auf diesem Feld verfügt. Folglich profitiert das Unternehmen hier von einer entsprechenden Eigendynamik. Ein anderes Beispiel ist Microsoft. Der hohe Verbreitungsgrad ihres Betriebssystems führt bei Nutzern, die über ein anderes System verfügen, zu hohen Wechselkosten. Deshalb bleiben viele Nutzer dem Unternehmen treu, obwohl es

beispielsweise den Trend zu mobilen Lösungen verschlafen hat.

Außerdem bedienen Sie sich der von Graham geschaffenen Figur des „Mr. Market“. Was hat es damit auf sich?

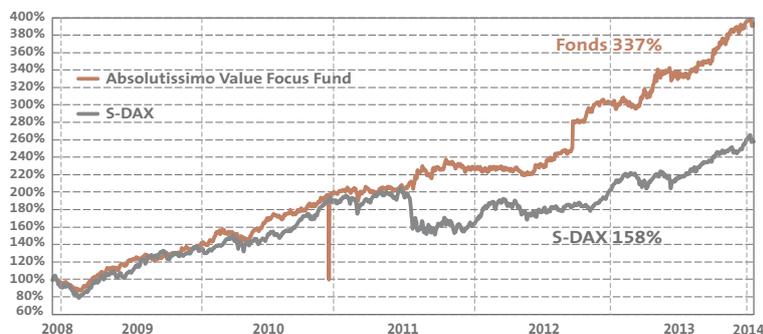
F. F.: Auf diese Weise berücksichtigen wir auch die Marktstimmung. „Mr. Market“ ist eine manisch-depressive Symbolfigur, der je nach Laune Aktien zu bestimmten Preisen kaufen oder verkaufen will. Hinter diesen Launen stecken die Angst und Gier der Anleger, die wir bei unseren Anlageentscheidungen ebenfalls beachten.

Warum haben Sie sich eigentlich auf Nebenwerte spezialisiert?

F. F.: Die kurzfristigen Kursschwankungen sind bei Nebenwerten höher als bei Blue Chips. Aber wir sind ja langfristig ausgerichtete Investoren. Performance-Analysen seit 1926 zeigen, dass sich mit Value-Nebenwerten in den USA ein jährlicher Wertzuwachs von durchschnittlich ca. 13 Prozent erzielen lässt, drei Prozent mehr als mit Standardwerten. Dieser Mehrertrag ist für uns ein „free lunch“. Das eigentliche Risiko ist die geringe Liquidität vieler Titel. Deshalb warten wir nicht bis zuletzt, sondern verkaufen die Titel sukzessive, sobald deren Bewertungen ansteigen. Dann sitzen wir auf einem Berg von Cash und

ABSOLUTISSIMO VALUE FOCUS FUND (ISIN: LU0566535208)

Wertentwicklung Absolutissimo Value Focus Fund vs. SDAX seit Auflage (30.12.2008)



Die Anteilsklasse P ist für neue Zeichnungen geschlossen und hat eine geringere Vergütung als die R-Klasse, die am 28.12.2010 aufgelegt wurde. Daher werden hier die Renditen der P-Klasse bis zum Auflegedatum der R-Klasse ausgewiesen und abgesetzt dargestellt.

Quelle: Shareholder Value Management AG



investieren erst dann wieder, wenn wir die erwähnte Sicherheitsmarge realisieren können. Hinzu kommt, dass unter den kleinen Werten viele „hidden champions“ sind, die weltweit marktführend sind.

Stichwort Anlagerisiken. Deutsche ebenso wie Österreicher meiden Aktien wie der Teufel das Weihwasser. Welche Maßnahmen könnten dazu beitragen, damit sich eine richtige Aktienkultur entwickeln kann?

F. F.: Die Politik hat hier die Fäden in der Hand. Was das in der Praxis bedeuten kann, hat der französische Ministerpräsident Francois Hollande Ende vergangenen Jahres gezeigt. Dort können Nebenwerte-Aktien mit einem steuerlichen Vorteil gekauft werden. Das ist noch aus einem anderen Grund nicht dumm: Die meisten Arbeitsplätze werden nicht in den Großunternehmen, sondern in den kleinen Betrieben geschaffen. Ein wichtiger Schritt wäre, die Manager von Vorsorgeeinrichtungen wie Versicherungen und Pensionskassen nicht mit einer stärkeren Eigenkapitalunterlegung zu bestrafen, wenn sie Aktien kaufen wollen. So sind sie heute wider jegliche wirtschaftliche Vernunft gezwungen, weiter Anleihen zu kaufen. Dies geht gleichzeitig zulasten der Altersvorsorge der Menschen.

Performance-Gebühren schrecken manche Anleger ab, weil sie die Rendite schmälern. Warum wollen Sie nicht auf diese zusätzliche Einnahmequelle zugunsten Ihrer Anteilseigner verzichten?

F. F.: Das ist zu kurz gesprungen. Wenn wir unseren Job richtig gut machen und Werte für unsere Anleger schaffen, sollen meine Mitarbeiter daran partizipieren. Ich kann mich auf mein Team zu hundert Prozent verlassen und die sind mit voller Leidenschaft bei der Sache. Diesen wirklich weit überdurchschnittlichen Einsatz sollen sie vergoldet bekommen. Meine Mitarbeiter sollen sich hier richtig wohl fühlen. Dann brauche ich mir keine Sorgen darüber zu machen, dass ich diese Talente verliere, sobald ein Headhunter am Telefon mit einem lukrativen Job lockt.

Und von dieser Leidenschaft profitiert am Ende auch der Anleger?

F. F.: Genau. Unsere Performance-Fee basiert auf dem High Watermark-Modell. Das bedeutet, dass beim Stiftungsfonds erst eine Wertentwicklung von acht Prozent pro Jahr erzielt werden muss, bevor die Gebühr greift. Diese Vorgabe gilt fortlaufend, sodass sich ein Kapitalverlust negativ auf die Folgejahre und damit auf die Bezahlung auswirken würde. Deshalb haben wir alle zunächst das Ziel vor Augen, einen permanenten Kapitalverlust zu vermeiden. Das ist ein perfekter Anreiz für unser Value-Investing.

Sind Sie selbst eigentlich auch in den Value-Fonds investiert?

F. F.: Mein privater Schwerpunkt liegt im Absolutissimo. Aber ich bin auch in dem Stiftungsfonds und in der Shareholder Value Beteiligungen AG investiert. Das wichtigste Asset ist für mich allerdings der Anteil an unserem Unternehmen.

Gibt es hier neue Zukunftspläne?

F. F.: Wir arbeiten an der Entwicklung eines Partnermodells. Das Ziel ist, meinen Mitarbeitern über die Zeit die Option zu eröffnen, ihre Performance-Boni in Firmenanteile konvertieren zu können. Dies stärkt die Bindung zum Unternehmen und stellt gleichzeitig sicher, dass die Firma auch dann unbeschadet weiter existieren kann, wenn ich mal nicht mehr so im Mittelpunkt stehe.

ZUR PERSON: FRANK FISCHER

Frank Fischer ist Vorstand der Shareholder Value Management AG und übt dort die Funktion des Chief Investment Officers aus. Außerdem ist er als Vorstand im Zentrum für Value Investing und bei der Shareholder Value Beteiligungen AG tätig. Darüber hinaus sitzt er im Verwaltungsrat der Pulsion AG.

Am 12. März 1964 wurde Frank Fischer in Frankfurt am Main geboren. Nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Hessischen Landesbank absolvierte er das Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Frankfurt mit einem Abschluss als Diplom-Kaufmann. Nach seiner Tätigkeit als Bankkaufmann und Börsenhändler bei der Amro Bank war Fischer bis Ende 2005 als Geschäftsführer von Standard & Poor's Fund Services (vormals Micropal) für Investmentfonds-Informationen und -Ratings zuständig. In seiner „Business Development“-Funktion führte er ab 2003 das S&P Advisory-Geschäft in den Bereichen Hedge Fund Indices und US Equity in Kontinentaleuropa ein. Frank Fischer ist verheiratet und hat zwei Kinder.