

Der Perlentaucher aus Zug

Günstig kaufen, teuer verkaufen. Die Börsenweisheit tönt einfach. Schwieriger ist es, herauszufinden, welcher Kurs günstig ist und welcher hoch. Fondsmanager Peter J. Lehner beherrscht die Kunst. Er setzt auf Schweizer Aktien. Und zwar ausschliesslich auf kleine und mittlere Unternehmen. Damit fährt er gut. Seit 1996 schlägt er den Index erstaunlich regelmässig. Wie macht er das? Das Interview führten Emil Stark und Urs Thaler

Herr Lehner, sagen Ihnen die Namen Adval, Sunstar oder Groupe Minoteries etwas? Ja, es sind kleinere schweizerische Unternehmen, die an der Börse kotiert sind. Adval kenne ich recht gut; die andern beiden liegen ausserhalb meines Anlageuniversums.

An der Schweizer Börse sind gegen 240 Unternehmen kotiert. Viele Titel, die selten gehandelt werden, sind nicht einmal allen Aktienhändlern geläufig. Ihnen schon, weil Sie sich seit Jahren mit kleinen und mittleren Unternehmen befassen. Was reizt Sie an Small & Mid Caps? Kleine und mittelgrosse Unternehmen sind lebendiger als grosse Firmen. Ich bin fest davon überzeugt, dass in vielen Small & Mid Caps ein Mehrwert drinsteckt, der von der Finanzwelt noch nicht wahrgenommen wird. Kleine Firmen sind, von Ausnahmen abgesehen, sehr agil und nutzen die Marktchancen schneller als grosse Unternehmen. Langfristig hält sich dieses Segment sehr gut. Natürlich kann es auch

mal eine Firma geben, die es nicht schafft oder die übernommen wird. Aber das kommt auch bei den Grossen vor.

Wie grenzen Sie Small und Mid Caps voneinander ab? Gar nicht. Ich unterscheide die beiden Gruppen nicht, weil mich beide interessieren. Der Swiss Performance Index umfasst rund 240 kotierte Titel, die in drei Gruppen eingeteilt sind: small, mid und large Companies. Als Fondsmanager des SaraSelect bin ich am stärksten bei den kleinen Unternehmen engagiert. Wenn ich abgrenzen muss, dann nur nach oben: Die grossen Firmen, also die Blue Chips, interessieren mich überhaupt nicht.

Aber auch dann verbleiben im SPI noch immer genügend Titel, um die Sie sich kümmern müssen. Theoretisch schon. Aber in der Praxis ist es anders. Denn unter den rund 200 kleinen und mittleren Titeln gibt es eine Reihe von illiquiden Papieren, von denen ich mich fernhalte. Dann gibt es auch ►

«Wer heute etwas pflanzt, kann nicht
am nächsten Tag ernten.
Zuerst muss die Pflanze wachsen und
gehegt werden.» Peter J. Lehner



- Branchen, die nicht meinen Kriterien entsprechen. Ich halte beispielsweise keine Titel von halbstaatlichen Unternehmen.

Wenn Sie weiter so hart selektionieren, bleiben bald keine SPI-Titel mehr übrig. Doch, doch. Mein Universum umfasst etwa 80 bis 90 schweizerische Unternehmen. Davon bin ich etwa bei der Hälfte wirklich engagiert. Die übrigen verfolge ich mit Blick auf ein zukünftiges Engagement. Erscheint mir ein Titel aus dieser Gruppe aufgrund einer bestimmten Entwicklung als interessant, nehme ich eine Position. Denn erst wenn man effektiv beteiligt ist, geht man wirklich in die Tiefe und lernt die Stärken und Schwächen einer Firma detailliert kennen.

Trifft es zu, dass die Informationsbeschaffung bei Small Caps ausserordentlich aufwendig und zeitintensiv ist? Sagen wir so: Wenn man die Informationsbeschaffung so betreibt wie ich, ist es sicher aufwendig. Mich interessieren eben nicht nur die zugänglichen Zahlen und die Artikel, die in den Medien über eine Firma publiziert werden. Mich interessieren auch die weichen Faktoren.

Was verstehen Sie darunter? Ich will zum Beispiel wissen, wie das Management wirklich arbeitet. Wie ist das Klima im Unternehmen? Wie ist die Firma ins wirtschaftliche und gesellschaftliche Umfeld eingebettet? Wie sieht die Konkurrenzsituation national und international aus? Auf die Abklärung solcher Dinge verwende ich mehr Zeit als ein Analyst, der sich in der Regel auf die Zahlen konzentriert.

Wie kommen Sie zu den weichen Informationen? Durch Fragen, durch Beobachtungen, durch regelmässige Besuche, durch Telefonate. Da gibt es viele Wege.

Orientieren Sie sich im Alltag nur am Index? Nein, ich orientiere mich überhaupt nicht daran. Das tönt jetzt vielleicht etwas merkwürdig, aber es ist so. Ich bin ein reiner Stock-

picker, der sich antizyklisch und sehr eigenständig verhält. Mein Ziel ist nachhaltige Wertsteigerung über die Zeit. Und darüber hinaus habe ich gerne dividendenträchtige Papiere, die Erträge bringen.

Sprechen Sie ausschliesslich mit dem CEO und dem Finanzchef eines Unternehmens? CEO und Finanzchef sind wichtige Auskunftspersonen. Aber ich spreche auch mit andern Personen. Auch mit Konkurrenten. Letztere haben oft ein sehr aufschlussreiches Bild vom Mitbewerber. Ein weiterer Vorteil der kleinen und mittleren Firmen: CEO und Finanzchef kennen im Normalfall ihr Geschäft viel detaillierter und tiefer als der Chef eines Grosskonzerns.

Gibt es unter den Schweizer Nebenwerten Branchen, die Sie meiden? Ich meide alle, die zu teuer sind und ein zu hohes Kurs/Gewinnverhältnis haben. Und ich meide auch jene, die Führungsgremien haben, die mich nicht überzeugen. Auf Verwaltungsräte, die in allen möglichen Gesellschaften auftauchen, bin ich allergisch. Ich engagiere mich nur, wenn ich weiss, dass bei einer Firma Leute in der Verantwortung stehen, die fähig sind, das Unternehmen vorwärts und nicht rückwärts zu bringen.

Kennen Sie auch die Produkte oder Dienstleistungen einer Firma? Bei Hiestand schon (lacht). Bei andern weniger. Hiestand habe ich ganz früh gekauft, weil diese Firma mit ihren vorgebackenen und gefrorenen Produkten einfach eine sehr gute und überzeugende Geschäftsidee hat. Vorgebackene Nahrungsmittel laufen in unserer modernen, arbeitsteiligen Welt immer, wenn man sie an die richtigen Verkaufspunkte bringt und die Produktepalette nicht zu breit fasst. Aber auf diese Idee musste zuerst einmal jemand kommen. Auch Hiestand musste Lehrgeld zahlen, hat aber das Ziel nicht aus den Augen verloren und es schliesslich geschafft.



«Ich kaufe dann, wenn die andern nicht wollen, wenn sie Angst haben oder unsicher über die weiteren Entwicklungen sind.» Peter J. Lehner

Der Handel mit Small Caps an der Börse ist häufig nicht sehr liquide und der Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufsangebot (Spread) ist ziemlich hoch. Wie gehen Sie vor, wenn Sie grössere Käufe und Verkäufe tätigen wollen?
Da ich antizyklisch anlege, spüre ich davon nicht sehr viel. Ich kaufe dann, wenn die andern nicht wollen, wenn sie

intensiv um die Entwicklungen kümmern. Wenn man dies nicht kann oder will, ist eine Fondslösung sicherer.

An der Börse gibt es immer wieder Phasen, in denen entweder gross- oder kleinkapitalisierte Werte bevorzugt werden. Wie kommt das? Dieses Bild hat sich etwas geän-

«Ich bin ein reiner Stockpicker, der sich antizyklisch und sehr eigenständig verhält. Mein Ziel ist nachhaltige Wertsteigerung über die Zeit.» Peter J. Lehner

Angst haben oder unsicher über die weiteren Entwicklungen sind. Weil ich in der Regel erst dann verkaufe, wenn die Gesellschaften teuer geworden sind, habe ich ebenfalls keine Probleme. Als Stockpicker habe ich Zeit und muss nicht an einem bestimmten Stichtag kaufen oder verkaufen – im Gegensatz zu vielen spekulativ orientierten Investoren.

Eignen sich die Nebenwerte überhaupt für Direktanlagen? Oder sollten sich die Privatanleger in diesem Segment eher über einen Fonds engagieren? Es gibt darauf keine generelle Antwort. Jemand, der nicht allzuviel vom Segment der kleinen und mittleren Firmen versteht und der auch nicht allzuviel Zeit hat, sollte sich tatsächlich an Small & Mid Cap Fonds halten. Wer sich dagegen die Zeit nehmen kann, um die Firmen zu beobachten und auch über den notwendigen wirtschaftlichen Sachverstand verfügt, kann es durchaus mit Direktanlagen versuchen. Allerdings sollten es aus Diversifikationsgründen mindestens fünf bis zehn verschiedene Titel sein. Zum Vergleich: Ein Small & Mid Cap Fonds hält etwa 30 bis 40 verschiedene Positionen.

Die Devise «kaufen und vergessen» gilt also bei Small & Mid Caps nicht? Nein. Man muss sich vorher und nachher

der. In den letzten Jahren hatten wir einen markanten Aufstieg im Segment der kleinen und mittleren Werte zu verzeichnen. Es gibt mehr Fonds, es gibt mehr Transparenz bei den Nebenwerten und es gibt mehr Probleme bei den Blue Chips. Deshalb ist das Interesse an Small & Mid Caps gewachsen. Viele Beobachter sind heute der Meinung, dass in einem Aktienportfolio die Nebenwerte mindestens so stark berücksichtigt werden sollten wie es ihrem Gewicht im Index entspricht. Für das SPI-Universum heisst das: 15 bis 20 Prozent Nebenwerte, 80 bis 85 Prozent Blue Chips. Im Heimmarkt, den man in der Regel gut kennt, macht eine solche Gewichtung für institutionelle wie für private Anleger Sinn.

Haben Schweizer Nebenwerte etwas, das ausländische Nebenwerte nicht haben? Ja. Unsere kleinen und mittleren Firmen sind zu einem grossen Teil international ausgerichtet und in ihrem Tätigkeitsfeld sogar oft Marktleader. Nehmen wir Komax, Sika oder Geberit. Diese drei Unternehmen sind auf allen Kontinenten tätig und weisen damit in sich schon eine gewisse Diversifikation auf, die sie für Anleger doppelt interessant macht. Eine derartige Dichte von global tätigen kleinen und mittleren Unternehmen gibt es wohl nur in der Schweiz.



Wird sich der positive Trend für die Small & Mid Caps fortsetzen? Natürlich gibt es auch kleine und mittlere Titel, die phasenweise gefährdet sind oder die auf mittlere Sicht vielleicht nicht das bringen, was man erwartet hat. Insgesamt werden die kleinen und mittleren Titel in Zukunft an Bedeutung gewinnen, weil sie berechenbarer sind als die Blue Chips. Und erst noch ein grösseres Wachstumspotenzial haben.

Setzen Sie in Ihrer persönlichen Vermögensanlage ebenfalls stark auf Small & Mid Caps? Oder investieren Sie privat ganz anders? Privat halte ich ausschliesslich Aktien und etwas Liquidität. Unter den Aktien gibt es bei mir gegenwärtig keinen einzigen Blue Chip.

Schon Ihr ganzes Berufsleben lang befassen Sie sich mit Geld, mit Vermögen, mit der Suche nach interessanten Anlagemöglichkeiten. Was fasziniert Sie im Innersten an dieser Tätigkeit? Dass alles fliesst. Es gibt ständig positive und negative Veränderungen. Nie, aber auch gar nie stellt sich Routine ein. Deshalb wird es mir auch nicht langweilig.

Je mehr Trubel, desto besser? Nein, das nicht. Bewegung und Veränderung sind in einem vernünftigen Ausmass gut und auch notwendig. Was mir aber Sorgen macht, ist die teilweise ungesunde Hektik in der Finanzindustrie: Immer schneller, immer höher, immer weiter mag im Sport sinnvoll sein, aber beim Anlegen kann das zerstörerisch wirken. Es ist wie ein Herdentrieb, dem alle folgen und dabei auch alle Torheiten mitmachen. Ein Beispiel dafür ist die Gier während der Börsenblase. Und jetzt, nach dem Absturz, erleben alle dem ebenso absurden Absicherungswahn.

Wie sieht Ihre Philosophie aus? Anlegen ist ein Prozess, der seine Zeit braucht. Es ist wie im Garten: Wer heute etwas pflanzt, kann nicht am nächsten Tag ernten. Zuerst muss die Pflanze wachsen und gehegt werden.

Der Ostschweizer Peter J. Lehner (65) ist im sanktgallischen Tübach aufgewachsen und hat in St. Gallen und Genf Ökonomie studiert. Heute ist er als unabhängiger Vermögensverwalter in Zug tätig. Als Fondsmanager betreut er seit Lancierung im Jahre 1996 den SaraSelect. Dieser Aktienfonds der Bank Sarasin investiert seine Mittel ausschliesslich in kleine und mittlere Unternehmen, die an der Schweizer Börse kotiert sind. Bevor sich Lehner 1994 selbständig machte, war er während rund 13 Jahren leitend in der Finanzverwaltung der Stadt Zürich tätig.

Lehner ist Vater von zwei erwachsenen Kindern. Er trennt wenig zwischen Beruf und Freizeit. Viel Zeit widmet er dem Studium von Fachliteratur, Wirtschaftsmedien, Geschäftsberichten, Firmenanalysen. Es ist ihm wichtig, über den Schweizer Markt hinauszublicken und auch über die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Europa oder in den USA Bescheid zu wissen.

Lehner interessiert sich neben der kreativen Gastronomie für zeitgenössische Kunst, wobei ihn nicht die grossen Namen, sondern die weniger bekannten Künstler anziehen. Und sonst? «Reisen und Ferien sind mir zu anstrengend», sagt Lehner. Er hat sowieso den Eindruck, dass er das ganze Jahr Ferien habe. Dies, weil er dort wohnt, wo es ihm gefällt und es sich leisten kann, nur das zu tun und zu machen, was ihn interessiert und ihm Spass macht.