Handelsblatt
WOCHENENDE 22./23./24. APRIL 2016, NR. 78

HENDRIK LEBER

„Auch Warren Buffett ist nur ein sterblicher Mensch“

Der Gesellschafter des Vermögensverwalters Acatis über den Superinvestor aus Omaha, abgestürzte Börsenlieblinge und Aktien, von denen er lieber die Finger lässt.

Von Jessica Schwarzer

> Ich fühle mich im Moment sehr wohl. In den letzten Wochen habe ich wunderschöne Aktien gefunden. Es gibt eine ganze Reihe abgestürzter Perlen.

Manche nennen ihn den deutschen Warren Buffett, schließlich ist er nicht nur ein großer Fan des amerikanischen Starinvestors, sondern Hendrik Leber verfolgt auch dieselbe Anlagestrategie. Wie sein Vorbild Buffett investiert er mit seiner Fondsgesellschaft Acatis in unterbewertete Aktien. An der Wand von Lebers Büro hängen zwei Fotos - Schwarz-Weiß-Porträts von Buffett und dessen Partner Charlie Munger. Die Herren wird er bald live erleben. Am Sonntag geht es dann nach New Orleans und von dort aus wenige Tage später nach Omaha. Denn Buffett hat zur Hauptversammlung geladen. Schon mehr als 20-mal war Leber bereits bei dem Treffen dabei - dem Woodstock für Aktionäre.

Herr Leber, viele Aktien sind in den vergangenen Monaten stark gefallen. Ist die Zeit der Value-Anleger à la Warren Buffett gekommen?
Ich merke, dass sich die Stimmung seit Mitte Februar deutlich gedreht hat. Die vergangenen anderthalb Jahre waren schwierig, aber jetzt laufen die Value-Aktien wieder. Auch wenn es vielleicht noch zu früh ist, um von einer Wende zu sprechen.

Wie definieren Sie Value?
Wir investieren, wenn der Wert - also der Value - höher ist als der Preis, sprich Börsenkurs. Wir schauen auf Indikatoren wie Kurs-Buch-Wert, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhaltnis und naturlich auf die Dividendenrendite. Diese Indikatoren haben sich deutlich verbessert.

Eigentlich gilt Value als sehr erfolgreicher Anlagestil, der bekannteste Anhänger ist wohl Warren Buffett. Die vergangenen Jahre waren für Value-Anleger aber nicht einfach. Ist der Stil überholt?
Gute Frage. Bei Warren Buffett lief es in den vergangenen Jahren auch nicht so doll, wenn man die Portfolio-Komponenten mal sauber misst, also das Versicherungsgeschäft vom anderen Geschäft trennt. Schaut man nur auf sein Aktienportfolio, ist es nicht weltbewegend, was Buffett und sein Team geleistet haben. Das ist einfach gutes Mittelmaß. Auch Buffett zeigt, dass er nur ein sterblicher Mensch und kein Guru ist.

Langfristig ist Value aber doch überdurchschnittlich erfolgreich.
Value läuft seit August 2007 schlecht, bis dahin gab es eine sehr gute Value-Phase. Aber irgendwann, wenn nun jeder dieses Spiel spielt, dann funktioniert es nicht mehr, und an den Märkten wird ein neues Spiel gespielt. Seit 2007 sind das „Low Vola“, also geringfügig schwankende Aktien, und Qualität.

Und jetzt wird Value wiederentdeckt?
Value ist betriebswirtschaftlich logisch. Ich bewerte eine Firma von innen heraus, hinterfrage, welche Renditen sie mir bringt durch das, was sie tut, und bestimme dadurch den fairen Wert.

Aber faire Bewertungen können Sie derzeit nicht beobachten?
Die Börse hat sich von dem, was ich bei vielen Titeln als fairen Wert errechne, weit entfernt. Die Kurse sind gelaufen, obwohl ich das betriebswirtschaftlich nicht rechtfertigen kann. Die Kriterien, die heute interessant sind, sind beispielsweise die Kursstabilität - Stichwort „Low Vola“ -, und das hat erst mal mit der Firma nichts zu tun, sondern nur mit den Kursen. Ich komme an der betriebswirtschaftlichen Realität als Anleger aber nicht vorbei. Ich kann die Schwerkraft nicht leugnen. Das kann ich über bestimmte Zeit, aber irgendwann müssen die billigen Aktien auch wiederentdeckt werden und die teuren Aktien wieder runterkommen. Und das könnte in den vergangenen Wochen angefangen haben.

Value-Investoren tun sich in stark steigenden Märkten angeblich oft schwer. Finden Sie in schwachen Phasen leichter unterbewertete Perlen?
Ich fühle mich im Moment sehr wohl. In den letzten Wochen habe ich wunderschöne Aktien gefunden. Es gibt eine ganze Reihe abgestürzter Perlen.

Welche beispielsweise?
Die Aktien von Luxusgüterherstellern sind stark gefallen. Dazu gehören Titel wie der Cartier-Konzern Richemont, aber auch die Uhrenhersteller Swatch, die Modelabel Burberry, Ralph Lauren und Hugo Boss, der Taschenhersteller Coach oder die amerikanische Jeanskette Buckle. Diese Aktien hat es alle kräftig erwischt. Es scheint fast so, als ob die Leute diese Marken nicht mehr schätzen würden.

Das ist aber nicht so?
Die Unternehmen sind alle profitabel. Natürlich leiden sie unter einer konjunkturellen Delle und der schwächeren Nachfrage aus China. Deshalb sind sie enorm billig. Aber diese Aktien werden sich auch wieder erholen.

Das kann aber dauern.
Irgendwann wird die Welt wieder anfangen, Uhren, Handtaschen und Jeans zu kaufen. Richemont bietet Uhren im oberen Segment und Swatch im mittleren mit Tissot und Omega. Die einfache Erklärung dafür, dass die Aktien derzeit nicht laufen, ist, dass die Chinesen nicht kaufen. Der Schweizer Uhrenexport nach China ist mächtig eingebrochen. Das hängt ein bisschen mit dem Franken-Wechselkurs zusammen. Aber noch mehr damit, dass die

VITA

Der große Buffett-Fan

Hendrik Leber macht es seinem Vorbild nach: Wie der legendäre amerikanische Investor Warren Buffett setzt Leber auf unterbewertete Aktien. 1994 gründete er die Investmentgesellschaft Acatis, bei der der 59-Jährige das Portfoliomanagement verantwortet. Der promovierte Betriebswirt hat in St. Gallen, Syracuse und Berkeley studiert. Vor seinem Schritt in die Selbstständigkeit arbeitete er bei der Unternehmensberatung McKinsey und dem Bankhaus Lampe.

Acatis ist auf „Value Investing“ nach dem US-Wissenschaftler Benjamin Graham spezialisiert. Dieses wertorientierte Anlegen ist eine Strategie, die versucht, Aktien unter ihrem inneren Wert (Intrinsic Value) mit einer Sicherheitsmarge zu kaufen. Die Investmentgesellschaft Acatis mit Sitz in Frankfurt verwaltet 3,3 Milliarden Euro in insgesamt 27 Fonds und Vermögensverwaltungsmandaten.

© Handelsblatt GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

BOSTELMANN / BILDFOLIO für Handelsblatt

Chinesen ihren Reichtum nicht mehr zeigen, um nicht der Korruption verdächtigt zu werden. Das belastet Uhrenhersteller, aber auch andere Luxusgüterkonzerne.

Für den Value-Anleger sind das aber klare Kaufkandidaten?
Wir haben Swatch gekauft. Auch Richemont mag ich sehr. Die Firma wird sehr gut geleitet. Man muss sich als Investor entscheiden, und Swatch war für uns der billigere Kandidat. Aber Richemont ist durchaus ein interessanter Value-Wert und sollte nach meinem Modell langfristig eine Rendite von zehn Prozent pro Jahr abliefern.

Da greifen Sie nicht zu?
Wir hatten bereits einige der großen Luxusmarken in unserem Portfolio. Wenn ich als Value-Investor zu viel aus einer Branche kaufe, die ich für billig halte, dann werde ich vom Markt erst mal lange Zeit bestraft. Es dauert ja in der Regel, bis unterbewertete Aktien vom breiten Markt entdeckt werden und laufen, oft fallen sie erst mal weiter.

Wie funktioniert Ihr Modell?
Wir arbeiten mit langjährigen Zeitperspektiven. Wir schauen zehn Jahre zurück, analysieren die Bilanzen sehr detailliert, schreiben die Entwicklung zehn Jahre in die Zukunft fort und errechnen den fairen Wert einer Firma. Wir investieren, wenn wir eine deutliche Unterbewertung gegenüber dem zehnjährigen Durchschnitt erkennen.

Welche Branchen sind jetzt unterbewertet?
Ganz klar die ABC-Aktien, also Auto, Banken und Chemie. Diese drei Branchen sind an der Börse besonders abgestürzt und jetzt billig zu haben.

Nach dem VW-Skandal wurde auch die Konkurrenz an der Börse in Sippenhaft genommen.
Autoaktien sind sehr billig. Wir haben deshalb BMW im Portfolio. Die Luxusmarken werden sich behaupten.

Und was ist mit Volkswagen?
Da habe ich Sorgen. Die Aktie würde ich nicht anfassen. Der Konzern ist dermaßen unbeholfen an die Krisenbewältigung herangegangen, das wird ihn zig Milliarden kosten. Die Verschleppung der Krise wird noch lange Folgekosten haben. Man weiß nicht, wie viel von VW am Ende übrig bleibt. Das Geld, was VW für die Strafen braucht, fehlt in der Produktentwicklung. Wenn ich nicht mehr forschen kann, weil mir das Geld ausgeht, ist die Marke schon ziemlich angeschlagen. Der Phaeton wurde schon geopfert.

Finden Sie auch unter den Autozulieferern Perlen?
Interessant sind etwa Conti, Leoni oder Hella. Leider kann man Bosch und ZF nicht kaufen. Gerade die deutschen Zulieferer werden von den Elektroautos profitieren. Die Sensorik in einem Tesla kommt beispielsweise von deutschen Herstellern, die Innenausstattung auch. Manche Zulieferer werden große Schwierigkeiten haben, weil wir in Zukunft keine Getriebe mehr brauchen, aber Elektronik, Sensorik, Motor, Fahrzeugsteuerung - das sind Dinge, wo die Deutschen gut sind.

B wie Banken, sind diese Aktien einen Blick wert?
Ausgewählte Banken, Versicherungen, aber auch Finanzdienstleister sind interessant. Das Geschäftsmodell der Banken ist unter Druck, das wissen wir seit 30 Jahren. Nun wird es immer realer.

Das müssen Sie erklären.
Nehmen wir den Zahlungsverkehr. Da ist Visa mit 2,5 Milliarden Kartenkunden der dominante Spieler auf dem Markt. Eine lokale Bank gibt nur noch die Karten aus, in der Abwicklung spielt sie keine wesentliche Rolle mehr. Im Kreditbereich ist es zwar noch nicht so weit, aber auch da kommen Firmen wie Lending Club. Im Wertpapiergeschäft gibt es Konkurrenz durch unabhängige Fondsanbieter wie Blackrock oder Verwahrstellen wie State Street. All das sind neue Branchen, die den Banken Filetscheibe um Filetscheibe wegschneiden.

Das heißt für Banken?
Eine durchschnittliche Bank hat nicht mehr so eine große Daseinsberechtigung. Die großen Weltspieler wie HSBC, die UBS oder Goldman wird man noch brauchen. Die mittelgroßen Banken werden es schwer haben. Die kleinen spezialisierten Institute wie die Arealbank oder die Deutsche Pfandbriefbank hingegen braucht man weiter.

Ihre Kaufkandidaten?
Ich habe in einem unserer Fonds die Fondsgesellschaft Alliance Bernstein. Wir haben Aktien der Bangkok Bank und auch die deutsche Pfandbriefbank, die zum Drittel ihres Buchwerts notiert.

Was ist mit der Deutschen Bank? Die Aktie hat extrem gelitten.
Bei der Deutschen Bank zahle ich einen Turm und kriege zwei - plus ein paar Prozesse im Kellergeschoss dazu. Aber die Deutsche Bank ist natürlich sehr undurchsichtig. Dagegen haben die Deutsche Pfandbriefbank und die Arealbank sehr einfache Geschäftsmodelle. Da weiß ich, was ich bekomme.

Der Acatis Aktien Global Fonds hat in den vergangenen zwölf Monaten gut zwölf Prozent verloren. Was ist schiefgelaufen?
Wir haben im vierten Quartal viel verloren, da hat es einige unserer Titel richtig durchgeschüttelt - Leoni, ein paar der Luxusgüterhersteller wie Ralph Lauren und Fossil. Das ist das typische Schicksal eines Value-Anlegers. Man muss warten. Wir warten nun schon ziemlich lange. Der Fonds hat sich schon länger schlecht entwickelt, aber ich bleibe meinem Stil treu - aus Überzeugung. Und ich erwarte große Sprünge.

Besser sieht es beim Acatis Aktien Deutschland Fonds aus, der in den vergangenen zwölf Monaten nur knapp ein Prozent verloren hat, während der Dax zweistellig verlor. Warum läuft der Deutschland-Fonds so viel besser?
Das liegt vor allem an den vielen Nebenwerten im Fonds. Diese Aktien waren vor den Turbulenzen in den vergangenen Monaten deutlich weniger betroffen als die großen Standardwerte.

Herr Leber, wir danken Ihnen für das Interview.

© Handelsblatt GmbH. Alle Rechte vorbehalten.