

INTERVIEW

**«Der Value-Stil schwingt weiter obenauf»**

René Dubacher und Paul Schibli, Senior Portfolio Manager bei Swiss Rock Asset Management, erklären, wie sie mit ihrem Quant-Modell durch die Turbulenzen manövrieren, und sagen, welche Einzelpositionen sie dabei mittels fundamentaler Analyse übersteuern.

Ruedi Keller ✉

15.07.2022, 04.15 Uhr

«Das systematische Modell ist ein sehr gutes Werkzeug, um die Entwicklung der nächsten zwölf Monate zu antizipieren», sagt René Dubacher, Senior Portfolio Manager bei Swiss Rock Asset Management. Danach leide die Visibilität und strategische Aspekte müssen fundamental beurteilt werden.

Hier kommt Fondsmanager Paul Schibli ins Spiel, der nach langjähriger Erfahrung bei Mirabaud nun bei Swiss Rock zusammen mit Dubacher den neu mit einem Quantamental-Ansatz aufgelegten Fonds Aktien Schweiz verantwortet und mit einer Fundamentalanalyse Einzelpositionen der systematischen Auswahl übersteuert.

Swiss Rock ist auf institutionelles Asset Management spezialisiert und verwaltet mit faktorbasierten Fonds gegen 5 Mrd. Fr. Kundenvermögen. Davon sind rund 1,7 Mrd. in Schweizer Aktienfonds angelegt, wobei der Anfang Jahr aufgelegte Quantamental erst ein Volumen von 35 Mio. Fr. aufweist.

Auf welche Schweizer Unternehmen die beiden Fondsmanager setzen, und warum sie Julius Bär und Tecan trotz schlechter Quant-Werte im Portfolio führen, aber Kühne + Nagel und Galenica trotz hoher Punktzahlen untergewichten, erklären sie im Interview.

---



«Kernpositionen von uns sind Roche, Baloise, DKSH, Mobilezone, Leonteq und Huber + Suhner»: Paul Schibli (links) und René Dubacher, Senior Portfolio Manager bei Swiss Rock Asset Management.

Bild: zvg

**Herr Dubacher, Herr Schibli, mit Ihrem Fonds Swiss Rock Aktien Schweiz verfolgen Sie einen Quantamental-Anlageansatz. Wofür steht die Wortkreation?**

Dubacher: Quantamental steht für die Verbindung zwischen systematischem, faktorbasierten Anlagemanagement und fundamentaler Unternehmensanalyse. Die Kombination dieser beiden Stile haben wir so definiert, dass der Unterbau auf faktor geleitetem Portfoliomanagement basiert, was die Kernkompetenz von Swiss Rock ist.

Schibli: Wir anerkennen jedoch, dass es Situationen gibt – beispielsweise Unternehmen, die sich stark verändern oder das Management wechseln –, die sich noch nicht mit Zahlen erfassen lassen. In solchen Spezialsituationen hilft einzig die Fundamentalanalyse, mit der wir den systematischen Ansatz bei einzelnen Titeln übersteuern. Gleichwohl stellen wir jedoch sicher, dass insgesamt unsere Faktorexposition erhalten bleibt.

## Welche sind das?

Dubacher: Wir setzen auf die Unternehmen, die im Schnitt günstiger bewertet sind, schneller wachsen sowie eine hohe Qualität aufweisen und deren Aktien ein besseres Momentum zeigen. Bei 10 bis 15 Einzelpositionen in unserem insgesamt 50 bis 60 Titel umfassenden Portfolio übersteuern wir die Ergebnisse des Quant-Modell mittels fundamentaler Analyse.



René Dubacher, Senior Portfolio Manager bei Swiss Rock Asset Management.

Bild: zvg

**Sie machen das seit Anfang Jahr so, und zwar mit einem auf kleine- und mittelgrosse Schweizer Unternehmen ausgerichteten Fonds.**

**Greift der systematische Ansatz bei grosskapitalisierten Werten besser?**

Dubacher: Wir haben eine langjährige Historie mit systematischen Modellen. Unsere Attributionsanalyse seit 2003 zeigt, dass die gesamte Mehrperformance, die wir erreichen, zu 80 bis 90% in den mittel- und kleinkapitalisierten Werten entsteht. Gerade bei den kleinsten Titeln haben wir mit dem systematischen Ansatz den besten Erfolg, speziell dort, wo es kaum Abdeckungen durch Analysten gibt. Dort schafft eine systematische, rein zahlenbasierte Analyse einen hohen Mehrwert.

Schibli: Der systematische Ansatz funktioniert in diesem Segment sehr gut. Mit der ergänzenden Fundamentalanalyse wollen wir etwas Gutes einfach noch besser machen.

**Wie erleben Sie das aktuelle Marktumfeld, das von einer Vielzahl aussergewöhnlicher Ereignisse getrieben ist?**

---



Paul Schibli, Senior Portfolio Manager bei Swiss Rock Asset Management.

Bild: zvg

Dubacher: Die aktuell wichtigsten Treiber sind die Zinssituation und die Inflationserwartungen. Sie sind für die Märkte viel wichtiger als der Krieg in der Ukraine und führten zu einer Umschichtung von Wachstumswerten zu Value-Titeln. Sogenannte Substanzaktien haben über Jahre gelitten, bis Ende 2020 nach den US-Wahlen eine Trendwende eingesetzt hat, die auch im laufenden Jahr noch spielt. 2022 schwingt der Value-Stil weiter obenauf, gefolgt von Strategien, die auf Aktien mit tiefem Risiko und einer geringen Schwankungsanfälligkeit setzen. Die klaren Verlierer sind Qualitäts- und Wachstumstitel, die einen regelrechten Ausverkauf hinter sich haben.

**Sie haben die Rotation mit ihrem Modell früh erfasst. Haben Sie die Faktorgewichte entsprechend angepasst?**


Dubacher: Mit dem Timing von Gewichtsverlagerungen der Faktoren gelingt uns keine Mehrrendite. Unsere Schweizer Fonds führen wir mit einem ausgewogenen, fest gewichteten Multifaktormodell. So sind wir jederzeit gut diversifiziert. Was sich ändert, sind die Gewichte der Einzeltitel im Portfolio. Die Berücksichtigung von Momentum führt beispielsweise dazu, dass Value-Aktien, die derzeit gut laufen, im Portfolio nun besser vertreten sind.

**Wie findet die Auswahl statt?**

Dubacher: Wir bewerten jedes Unternehmen anhand der elf von uns verwendeten Faktoren. Die Unternehmen, die insgesamt am besten abschneiden, nehmen wir in das Portfolio auf – je nach Ausprägung mit unterschiedlichen Gewichten.

**Haben Sie ein Beispiel?**



Schibli: Nehmen wir die Wachstumstitel, die bis letztes Jahr enorm gut gelaufen sind – bis hin zu Bewertungsexzessen. Zwar punktet in unserem Modell eine Straumann  weiterhin mit hohem Wachstum. Die immer höher werdende Bewertung sowie das nachlassende Momentum in der Kursentwicklung führen aber zu Minuspunkten, sodass der Titel heute mit einem maximalen Untergewicht im Portfolio vertreten ist.

## Straumann Hldg N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/117544866-4-1](https://www.blackrock.com/ro/aktien/no-region/no-list/117544866-4-1))



Intra 1W 3M 1J Max

## Die Überzeugungen im Fonds Swiss Rock Aktien Schweiz


Abweichungen gegenüber dem SPI Extra

Übergewichte		Untergewichte	
Ypsomed	1,51%	Straumann	-1,63%
Orior	1,48%	Swiss Prime Site	-1,52%
DKSH	1,46%	Temenos	-1,50%
Baloise	1,44%	SIG	-1,49%
Huber + Suhner	1,43%	PSP Swiss Property	-1,48%
Mobilezone	1,43%	Ems-Chemie	-1,43%
Leonteq	1,37%	Georg Fischer	-1,36%
Clariant	1,33%	Galenica	-1,27%
Julius Bär	1,29%	Belimo	-1,17%
Tecan	0,59%	Kühne + Nagel	-0,73%

### **Gewisse Ergebnisse des Quant-Modells übersteuern Sie mittels Fundamentalanalyse von Einzeltiteln. Wann?**


Schibli: Das geschieht dort, wo die aktuellen Daten eine erwartete Veränderung nicht spiegeln. Um sie rechtzeitig zu erkennen, braucht es den Kontakt zum Management.

### **Wann suchen Sie den?**

Schibli: Nehmen wir ein Unternehmen mit einer sehr tiefen Bewertung. Wenn das Management hier die richtigen Hebel ansetzt, kann sich das zu einem Turnaround entwickeln, der sich für die Aktionäre auszahlen kann. Fehlt allerdings ein Katalysator, der die Dinge zum Besseren wendet, tritt man in eine Value-Falle. Diese sehe ich beispielsweise bei der Swatch Group . Ein gegenteiliges Beispiel ist, wenn ein Titel plötzlich ein hohes Momentum

generiert, aber alle anderen Faktoren weiterhin in negativem Territorium verharren. Auch das braucht eine fundamentale Klärung.

### Haben Sie ein konkretes Beispiel?

Schibli: Clariant  war eine solche kurzfristige Opportunität. Lange hat unser Modell für die Aktie des Chemieunternehmens schlechte Werte angezeigt. Im Herbst 2021 habe ich das übersteuert – nach Gesprächen mit dem neuen Management. Die Zahlen für das dritte Quartal fielen besser aus als erwartet, und am Investorentag wurden die Ziele erhöht. Eine Zukaufmöglichkeit ergab sich beim Kurseinbruch wegen der Bilanzmanipulation, die sich als harmlos herausstellte. Jetzt erfasst auch unser Quant-Modell die Fortschritte, sodass ich nicht mehr aktiv eingreifen muss, da die Aktie ohnehin in unserem Portfolio ist.

## Clariant N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/1214263-4-1](https://www.borsen.de/aktien/no-region/no-list/1214263-4-1))









Intra 1W 3M 1J Max

### Was macht Clariant attraktiv?

Schibli: Clariant hat eine jahrzehntelange Leidensgeschichte hinter sich, die erst mit dem Einstieg von Sabic und nach dem darauffolgenden Abgang von Hariolf Kottmann endete. Heute steht das Chemieunternehmen mit dem Fokus

auf drei Divisionen stabil da, ist allerdings zu klein, um unabhängig zu bleiben. Nachdem Sabic nun die Governance-Vereinbarung aufgelöst hat, erwarte ich «Corporate Action». Es riecht stark danach, dass Clariant in eine Übernahmesituation kommen wird.

**Welche weiteren positiven Ergebnisse des Modells stützen Sie aus einer fundamentalen Sicht?**

Schibli: Kernpositionen von uns sind Roche , Baloise , DKSH , Mobilezone , Leonteq  und Huber + Suhner . Alle diese Unternehmen erreichen in unserem Modell Höchstnoten und auch aus einer fundamentalen Sicht stehen wir voll hinter dieser Selektion.

**Was überzeugt Sie an Leonteq, die viele Investoren wegen des aktuell zwar sehr positiven, aber oft unvorhersehbaren Geschäftsgangs meiden?**

Schibli: Das Kommissionsgeschäft des Derivatehauses ist sehr stabil und wächst dank neuer Partnerschaften. Dazu kommt das Handelsgeschäft, dessen Schwankungen die Börse nicht gerne sieht und die Aktie deshalb zu einem Bewertungsabschlag handelt. Doch Leonteq profitiert vom Handelsgeschäft jeweils gerade dann, wenn die Börsen stark schwanken – wie beispielsweise im aktuellen Umfeld. Dazu kommt eine sehr starke Kapitalisierung: Das Eigenkapital übersteigt die regulatorischen Vorgaben um ein Mehrfaches. Das eröffnet Raum für attraktive Dividenden sowie Aktienrückkäufe.

## Leonteq N

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/19089118-4-1)



Intra 1W 3M 1J Max

### Wo greifen Sie derzeit aktiv ein?

Schibli: VAT wird von unserem Quant-Modell negativ beurteilt. Das gilt auch für Inficon und Comet . Die Einschätzung zu VAT habe ich im Rahmen des Portfoliokontextes jedoch übersteuert und den Hersteller von Vakuumventilen für die Halbleiterindustrie hochgestuft. VAT hat mit dem Zahlenkranz zum ersten Halbjahr überzeugt, dennoch hat der Kurs dieses Jahr sehr stark gelitten, was nun wieder Potenzial schafft.

### Wo sind Sie ebenfalls positiv – obwohl das Modell negativ ist?

Schibli: Am ausgeprägtesten ist das bei Julius Bär . Das Management hat einen neuen strategischen Plan für die Jahre 2023 bis 2025 präsentiert, mit dem es das verwaltete Vermögen mit Übernahmen bis 2030 auf 1000 Mrd. Fr. anheben will. Die Privatbank ist gut geführt und breit aufgestellt. Mit einer starken Kapitalbasis erreicht sie heute eine attraktive Eigenkapitalrendite von über 20%. Dazu profitiert die Bank von den höheren Zinsen, die zusätzlich rund 5 Basispunkte zur Bruttomarge beitragen sollten. Das bedeutet 150 bis 200 Millionen Franken Mehrertrag.




## Julius Bär N

Weitere Marktdaten hier (<aktien/no-region/no-list/10248496-4-1>)



Intra 1W 3M 1J Max

### Haben Sie ein weiteres Beispiel?

Schibli: Schindler  habe ich übersteuert. Wir sehen 2022 als Übergangsjahr, in dem das neue Management den Margenrückstand aufholen will, den der Hersteller von Aufzügen und Rolltreppen gegenüber der Konkurrenz aufweist. Neu liegt der Fokus klar auf Preiserhöhungen sowie Effizienzverbesserungen. Im Resultat könnten diese Massnahmen stärker wirken als die Teuerung derzeit Gegenwind verursacht.

## Schindler PS

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/2463819-4-1](https://www.borsen.de/aktien/no-region/no-list/2463819-4-1))



**Die allgemeine Erwartung ist, dass Schindler besonders unter der Teuerung sowie der Verlangsamung des Wachstums in China leiden wird. Sie beurteilen das gegenteilig?**

Schibli: Ja, das Margenproblem von Schindler ist ein Managementproblem. Mit der Doppelfunktion von Silvio Napoli als Verwaltungsratspräsident und CEO traue ich dem Unternehmen zu, dass es die Margenschwäche überwinden wird. Die Exponiertheit von Schindler gegenüber China ist zudem klar geringer als bei anderen Aufzugs- und Rolltreppenherstellern.


**Tecan beurteilen Sie aus fundamentaler Sicht ebenfalls positiver als ihr Quant-Modell. Warum?**

## Tecan N


Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/1210019-4-1](https://www.borsenspiegel.ch/aktien/no-region/no-list/1210019-4-1))



Intra 1W 3M 1J Max

Schibli: Tecan  hat von Covid profitiert, weist nach einer Kurskorrektur um 50% nun jedoch ein schlechtes Momentum auf. Am Markt herrscht die Meinung vor, dass das Wachstum wohl zum Stillstand gekommen ist. Ich halte das für falsch. Im Gegenteil bin ich überzeugt, dass Tecan ein langfristiger Gewinner der Pandemie sein wird. Denn sie hat der gesamten Gesundheitsindustrie aufgezeigt, wie wichtig eine stärkere Automatisierung der Diagnostik- und Labortechnologie ist. Dazu hat Tecan das US-Unternehmen Paramit akquiriert und erhofft sich daraus weiterhin einen Mehrertrag von rund 300 Mio. Fr., was für das Jahr ein Wachstum von insgesamt 15% erwarten lässt. Angesichts dieser Parameter ist der Titel nun viel zu günstig.

### Ypsomed zählt zu Ihren grössten Übergewichten. Wieso?

Schibli: Im Modell erreicht Ypsomed  sehr schlechte Werte. Doch fundamental sind wir sehr positiv eingestellt. Allein das Injektionssystem von Ypsomed ist die gesamte Marktkapitalisierung wert. Bei den Pumpen hat das Unternehmen jedoch seit Jahren ein Problem. Die Partnerschaft mit Eli Lilly im Diabetesbereich sollte im zweiten Halbjahr jedoch Fahrt aufnehmen, sodass der bisherige Verlust aus dem Pumpengeschäft von rund 50 Mio. Fr.

verschwindet. Wir sehen deshalb einen fairen Preis in ein bis zwei Jahren von 250 Fr. je Aktie, was praktisch einer Kursverdopplung entspricht.

Dubacher: Das systematische Modell ist ein sehr gutes Werkzeug, um die Entwicklung der nächsten zwölf Monate zu antizipieren. Danach leidet die Visibilität und strategische Aspekte müssen fundamental beurteilt werden. Auch Trendwenden werden mit einem systematischen Ansatz oft zu spät erkannt, da der Markt diese oft bereits mit einem Vorlauf von rund sechs Monaten einzupreisen beginnt – im Grossen beispielsweise die Liquiditätsschwemme im initialen Börsenaufschwung aus der Pandemie oder bei Einzelfällen wie Ypsomed oder Idorsia. Das Quant-Modell beurteilt auch das Pharmaunternehmen sehr schlecht – bezüglich Momentum, Preis und Qualität. Wir haben das aber ebenfalls übersteuert.


## Ypsomed I

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/1939699-4-1](https://www.borsensicht.com/aktien/no-region/no-list/1939699-4-1))




Intra 1W 3M 1J Max

## Wieso?

Schibli: Der Pharmasektor ist gerade im Fall einer schwach wachsenden Wirtschaft interessant, da seine zentralen Treiber konjunkturunabhängig sind. Idorsia  ist mit Schlafmitteln und Medikamenten gegen Bluthochdruck erfolgsversprechend positioniert. Der erfolgreiche Start des Verkaufs des

Schlafmittels Quviviq in den USA und ab dem vierten Quartal in Europa ist im aktuellen Umfeld, bei dem hauptsächlich Makrotreiber im Vordergrund stehen, an der Börse zu wenig beachtet worden.

### Wogegen legten Sie Veto ein?

Schibli: Ausschlüsse finden vor allem dort statt, wo das Modell weiterhin positive Faktoren erkennt, der Markt aus fundamentaler Sicht jedoch bereits gedreht hat. Kühne + Nagel  wird vom Modell weiterhin als sehr attraktiv eingestuft. Ich habe das jedoch übersteuert, da ich glaube, dass das Halbjahresresultat zwar noch von einer sehr komfortablen Phase zeugen wird. Für das zweite Halbjahr und mit Blick auf 2023 erwarte ich jedoch Schwierigkeiten.

## Kühne + Nagel N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/2523886-4-1](https://aktien/no-region/no-list/2523886-4-1))



Intra 1W 3M 1J Max


### Welche?

Schibli: Die Frachtraten sind derzeit noch hoch, für 2023 aber massiv tiefer erwartet. Dazu kommt, dass weltweit die Transportkapazität stark ausgebaut wird, was zu einem Überangebot führen und die Transportrate weiter senken




wird. Tiefere Frachtraten bedeuten für Kühne + Nagel geringere Provisionen und damit weniger Einnahmen.



### **Wo Sind Sie sonst skeptisch?**

Schibli: Ich habe Galenica  heruntergenommen. Es ist zwar ein sehr defensiver Wert, der zudem noch immer vom Covid-Bonus profitiert. Wir glauben aber nicht, dass der bis in den Winter halten wird. Zudem dürfte der Gesundheitslogistiker angesichts der Inflation mit Preisanpassungen in Probleme laufen, da die Verkaufspreise der von ihm vertriebenen Medikamente staatlich reguliert sind.

### **Welche negativen Bewertungen durch das Quant-Modell stützen Sie auch aus fundamentaler Sicht?**

Schibli: Im Kontrast zu vielen positiven Analysteneinschätzungen steht der Abfüllspezialist SIG Combibloc  bei unseren Faktoren Wachstum und Momentum schwach da und ist auch nicht besonders günstig. Auch aus fundamentalen Sicht sehen ich keinen Grund die Aktie ins Portfolio aufzunehmen.

### **Gibt es weitere solche Titel?**

Belimo  – eine Lieblingsaktie vieler Schweizer – kommt in unserem Modell sehr schlecht weg. Mit Blick auf die Erwartungen an die Bauwirtschaft sehen wir aber auch hier keinen Katalysator, der es rechtfertigen würde, das zu übersteuern. Ähnliches gilt für das ganze Immobiliensegment. Auch eine Temenos  ist viel zu teuer. Die Bewertung des Herstellers von Bankensoftware ist nur im Fall einer Übernahme gerechtfertigt. Kommt sie nicht, ist die Aktie ein Short. Bei all diesen Titeln sind wir aufgrund des Quant-Modells untergewichtet – und auch aus fundamentaler Sicht besteht kein Grund, diese Titel ins Portfolio aufzunehmen.

## René Dubacher



René Dubacher, Senior Portfolio Manager bei Swiss Rock Asset Management, hat mehr als dreissig Jahre Erfahrung im Portfoliomanagement. Der 61-Jährige ist spezialisiert auf die Anwendung empirischer Anlageverfahren für Aktien und Wandelanleihen. Vor seiner Zeit bei Swiss Rock war er Leiter Institutionelle bei Zurich Insurance (Scudder Investment Management). Dubacher hat an den Universitäten Bern, Rochester (USA) und St. Gallen Wirtschaft studiert.

---

## Paul Schibli



Paul Schibli, Senior Portfolio Manager bei Swiss Rock Asset Management, hat mehr als dreissig Jahre Erfahrung im Portfoliomanagement. Der 63-Jährige begann seine Karriere bei der heutigen UBS. Bevor er 2021 zu Swiss Rock stiess, war er Lead-Portfolio-Manager bei Mirabaud, arbeitete bei Deutsche Asset Management und der Zurich Insurance. Schibli studierte Jus an den Universitäten Zürich und St. Gallen.

---