

PORTFOLIO

In der Krise siegt der Index

Value-Fondsmanager konnten in den vergangenen Jahren nur selten ihre Benchmark schlagen – Doch ein Comeback ist möglich

Von Stephan Balling, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 30.1.2010

Die kommenden Monate könnten die Zeit des Value-Investments werden. „Jetzt ist die Zeit, bei der Aktienanlage selektiv vorzugehen und gezielt unterbewertete Papiere zu kaufen“, sagt etwa Mary Chris Gay. Sie gehört zum Team von Bill Miller, das den Legg Mason Capital Value Fund leitet. „Natürlich sagen wir Anbieter von Value-Fonds das immer, aber ich glaube nach der Rally im vergangenen Jahr, als nahezu alle Aktien zugelegt haben, werden wir in diesem Jahr deutliche Unterschiede in der Entwicklung sehen“, so Gay. Im vergangenen Jahr seien nicht nur die amerikanischen Aktienindizes, sondern auch 95 % der Einzelwerte gestiegen. Das werde sich in diesem Jahr ändern, sagt Gay. Zeit also für Stock Picking. Zwar rechnet Gay damit, dass etwa der US-Aktienindex S & P 500 weiter steigt. Aber der Anteil der Einzelwerte, die sich negativ entwickeln, dürfte Gay zufolge in diesem Jahr deutlich höher liegen.

Auch die Volkswirte von Bank of America Merrill Lynch (BoA) sind bullish eingestellt. „Die gegenwärtigen Bewertungen sind preiswert“, heißt es in ihrem Jahresausblick für Europa. Die Ökonomen erwarten, dass die europäischen Aktienmärkte in diesem Jahr um 25 % zulegen. Den DJ Stoxx 600 sehen sie Ende des Jahres bei 315 Punkten. Aktuell steht der Europa-Index bei 247 Zählern. Von einer günstigen Bewertung kann dabei beim derzeitigen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) eigentlich keine Rede sein. Laut Bloomberg steht das KGV des Stoxx 600 derzeit bei 52,30. Deutlich günstiger bewertet scheint deshalb der Index der Standardwerte in Euroland, der Euro Stoxx 50 mit einem KGV von 20,78. Doch die BoA-Analysten glauben, dass bis Jahresende auch der Stoxx 600 deutlich günstiger bewertet sein wird. Sie prognostizieren ein KGV von 10,3. Der Grund: Deutlich steigende Gewinne der Unternehmen in Folge einer massiv anziehenden Konjunktur. „Ein Anstieg der Gewinne ist nach einer Rezession normal“, sagte BoA-Chefvolkswirt Holger Schmieding am Donnerstag in Frankfurt.

Grenzen verwischen

Die BoA-Analyse zeigt ein grundsätzliches Problem des Value-Investors. Zwar sucht er nach unterbewerteten Firmen, er kauft ihre Aktien aber nur, wenn er in der Zukunft gewisse Gewinne der Firma erwarten kann. Growth und Value lässt sich nicht trennen. Auch Mary Chris Gay gibt zu: „Viele Aktien, die wir als Value-Werte identifizieren, sind im Prinzip auch Wachstumswerte und passen auch in einen Growth-Fonds.“ Der berühmteste Value-Fonds, der Templeton Growth Fund, hat das Wachstum schon im Namen.

Der Grund dafür, dass es keine chinesischen Mauern zwischen Value-, Growth-, Momentum- oder Quality-Investing gibt, liegt auch daran, dass sich die meisten Value-Vertreter von der reinen Lehre verabschiedet haben. Als Urvater des Ansatzes gilt Benjamin Graham. Im Jahr 1934 veröffentlichte er in seinem Buch „Security Analysis“ seine Methoden der Aktienanalyse, die sich vor allem am aktuellen Buchwert eines Unternehmens orientierten. Graham unterrichtete von 1928 bis 1957 an der Columbia University in New York. Sein vielleicht berühmtester Schüler dort war der heutige Star des Value-Investing, Warren Buffett.

Eine besonders wichtige Kennzahl zu Beginn der wertorientierten Aktienanalyse war das Kurs-Buchwert-Verhältnis. Anders als das KGV stellt es den aktuellen Börsenwert nicht dem Gewinn gegenüber, sondern dem aktuellen Buchwert, also zum Beispiel der Summe der Werte auf der Aktivseite der Bilanz. In den vergangenen Jahrzehnten hat sich die Betriebswirtschaftslehre allerdings deutlich weiterentwickelt, ist wesentlich mathematischer geworden. Heute spielt in der Unternehmensbewertung das Konzept des Discounted Cash-flow oder Kapitalwerts eine immer wichtigere Rolle. Dabei werden die künftig erwarteten Unternehmensgewinne (Cash-flows) abgezinst und addiert. So wird versucht, einen fairen Wert zu ermitteln, der dann mit dem aktuellen Börsenwert verglichen wird.

Keine Schwellenländer

Genau aus diesem Grund verwischen aber etwa Value- und Growth-Ansätze. Denn in die Value-Bewertung müssen heute auch Erwartungen über die Entwicklung der Zinsen und vor allem natürlich die künftigen Unternehmensgewinne einfließen. Jens Moestrup Rasmussen pocht deshalb auf einen anderen Vorteil von Value. Er ist Chief Portfolio Manager beim dänischen Vermögensverwalter Sparinvest. „Wir bringen Geduld mit, wenn wir in Werte investieren, und kaufen nur, wenn wir von der Substanz überzeugt sind“, sagt der 42-Jährige, der den Sparinvest Global Value Fonds verwaltet. Durchschnittlich hält er die Werte gut vier Jahre in seinem Portfolio. Für Goodwill, also den in der Bilanz ausgewiesenen Unternehmenswert, zahle er nicht, weshalb dieser Wert bei der Ermittlung des fairen Wertes herausgerechnet werde. „Wir sind ziemlich konservativ“, so Rasmussens Bekenntnis. Um Sparinvest als Investor zu gewinnen, müsse der Aktienkurs einen Abschlag von 40 % auf den Unternehmenswert bieten, sagt Rasmussen.

Potenzial sieht er weltweit, meidet aber das politische Risiko von Schwellenländern. Seit einigen Monaten findet Rasmussen auch wieder Investments in den USA, vor allem in der zweiten Reihe. Das sei vor der Krise eher nicht der Fall gewesen.

Doch das hat den Fonds in den vergangenen Krisenjahren nicht vor einer Underperformance bewahrt. Im vergangenen Jahr legte die Benchmark, der MSCI World, 27,36 % zu, der Sparinvest Global Value nur 23,11 %. Im Jahr 2008 verlor der MSCI World 37,60 %. Globale Value-Fonds traf es noch stärker, neben dem Sparinvest-Fonds etwa auch den Templeton Growth (Eur) Fund. Auch der US-Fonds von Legg Mason litt. Der 1998 gegründete Value-Fonds mit Schwerpunkt USA verlor im Jahr 2008 über die Hälfte seines Wertes, während die Benchmark, der US-Index S & P 500, nur um 37 % einbrach. Zwar konnte Bill Miller im vergangenen Jahr den Index wieder deutlich schlagen. Im 10-Jahresvergleich steht aber immer noch ein Minus von 4 % gegenüber – 0,95 % beim S & P 500. Bei Legg Ma-

son verweist man auf den Langzeit-Erfolg. Bill Miller verwalte den Ursprung-Fonds in den USA seit 1982. 20-mal habe der den Index bisher

schlagen können, zwischen 1991 und 2005 sogar 15 Jahre in Folge.

Vielleicht waren die vergangenen Jahre einfach nicht die Zeit für Va-

lue-Investments. Ob die kommen- den es werden, wird sich zeigen.

Die Benchmark ist kaum zu schlagen

	ISIN	Wertentwicklung in %				seit Beginn 2010
		2006	2007	2008	2009	
Sparinvest Global Value Fonds	LU0138501191	13,55	-1,04	-42,54	23,11	2,54
Templeton Growth (Eur) Fund	LU0114760746	8,34	-8,34	-40,33	25,22	-0,47
Benchmark	MSCI World	8,31	-0,79	-37,60	27,36	-0,88
Legg Mason Capital Value Fund	IE0002270589	5,26	-7,37	-56,85	36,86	-1,98
Benchmark	S & P 500	15,79	5,49	-37,00	26,46	-2,64

Quelle: Bloomberg, Sparinvest, Legg Mason

Börsen-Zeitung

Legg Mason CM Value Fund

