

# Stilberatung für Anleger

Zum Jahreswechsel überdenken viele Anleger ihre Investment-Strategien. **Value oder Growth?** Beiden Anlagestilen ist eines gemeinsam: Growth- und Value-Manager sind auf der Jagd nach der richtigen Aktie – sie nehmen nur unterschiedliche Fahrten auf, meint Gastautor Jens Moestrup Rasmussen.

**J**il Sander oder Dolce & Gabbana? Mercedes oder Porsche? Bordeaux oder Champagner? Wo für man sich entscheidet, ist eine Stilfrage – genauso wie bei Value oder Growth. Value gilt in der Finanzwelt als wertkonservativ und sicherheitsorientiert (Value: Wert). Growth steht für Fantasie und Wagemut (Growth: Wachstum).

Der Value-Investor sieht seine Chance darin, möglichst günstig Aktien von Unternehmen zu kaufen, deren Geschäftsmodell sich in der Vergangenheit bewährt hat. Er analysiert das gesamte Aktienuniversum und filtert die Titel heraus, die gegenwärtig an der Börse unterbewertet sind. Dabei legt er keinen Wert auf die Branche, die Region oder das Land.

## Value – die Suche nach dem inneren Wert einer Aktie

Vater der Value-Theorie ist der Wirtschaftswissenschaftler Benjamin Graham. Er hat bereits 1934 erkannt, dass für die Bewertung von Unternehmen zwei Kennzahlen ausschlaggebend sind: der Marktpreis des Unternehmens an der Börse und der innere, wahre Wert eines Unternehmens. Kurz- oder mittelfristig können die beiden Werte voneinander abweichen. Das ist der richtige Zeitpunkt für den Value-Manager. Denn er kauft nur solche Aktien, deren Marktwert niedriger als ihr tatsächlicher Wert ist. Bekannte Beispiele für Value-Aktien sind die Supermarktkette Safeway, das Modehaus Tommy Hilfiger und die Brauerei Brau Union aus dem Heineken-Konzern.

## Kapitalerhalt wichtiger als Wachstumsfantasien

Anders als der Growth-Investor bezieht sich der Value-Manager allein auf die heute und in der Vergangenheit erzielten Erträge und Dividenden eines Unternehmens. Dabei behält er auch die potenziellen Gewinne des Unternehmens im Auge. Den inneren Wert ermittelt er anhand von Kennzahlen wie dem Kurs/Buchwert-Verhältnis, Kurs/Cashflow-Verhältnis und der Dividendenrendite. Als günstig gilt eine Aktie, die bis zu 50 Prozent unter ihrem angenommenen Wert liegt – wenn sie also beispielsweise 50 Euro kostet, tatsächlich aber 100 Euro wert ist.

Wer bei seiner Anlage in Aktien möglichst sicher gehen

möchte, der sollte in Value investieren. Ein Growth-Manager investiert beispielsweise auch in teure Aktien, sofern sie seiner Ansicht nach ein zifaches Steigerungspotenzial versprechen. Der Value-Manager hingegen kauft werthaltige Aktien immer nur zum Schnäppchenpreis – das Ausfallrisiko ist also begrenzt. Die Differenz zwischen aktuellem Börsenkurs und innerem Wert bildet die sogenannte Sicherheitsmarge – eine Art Airbag (siehe Grafik). Je größer die Marge, desto höher ist das Maß an Sicherheit.

Sicher ist auch, dass sich jede Aktie auf lange Sicht ihrem inneren Wert annähert. Das haben empirische Studien gezeigt. Wie lange dieser Prozess dauert, ist allerdings sehr unterschiedlich. Durchschnittlich liegt die Haltedauer von Value-Aktien zwischen drei und fünf Jahren. Erzielt der Value-Manager an der Börse den Kurs, der dem inneren Wert entspricht, verkauft er. Wachstumsfantasien über den inneren Wert hinaus kennt er nicht.

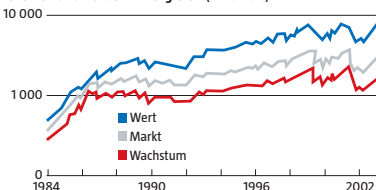
## Dot.com-Welle war die Stunde der Growth-Investoren

Der Value-Anlagestil dominierte die Fondsbranche bis Ende der 80er-Jahre. Mit dem New-Economy-Boom Mitte der 90er-Jahre änderte sich dies jedoch. IT-Unternehmen wie Cisco, Microsoft und Google revolutionierten den Informations- und Kommunikationssektor und lösten die dot.com-Welle aus. An der Börse erzielten Aktien von IT-Firmen in kürzester Zeit ein Vielfaches von dem, was bisher für Blue-Chip-Aktien gezahlt wurde. Sie verfügten über vergleichsweise wenig Vermögenswerte, beflügelten jedoch die Wachstumsfantasien von findigen Fondsmanagern. Das war die Stunde der Growth-Investoren.

## Web 2.0 oder wahre Werte?

An der Börse wird immer die Zukunft gehandelt, die Investmentansätze unterscheiden sich allerdings. Bei Werten wie denen der neuen Web-2.0-Branche erwar-

Growth und Value im Vergleich (indexiert)



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Head of Equities  
bei Sparinvest

Jens Moestrup Rasmussen gilt als der dänische Warren Buffett und managt den Global Value Funds – den größten Value-Fonds Dänemarks. Sparinvest wurde 1968 von einer Sparkassengruppe als erste Fondsgesellschaft in Dänemark gegründet. Seit 2001 baut die luxemburgische Tochter von Sparinvest den europaweiten Fondsvertrieb aus. Unter dem Dach von Sparinvest werden zurzeit über 30 Fondsgemanagt, die für institutionelle und private Anleger konzipiert sind. Das Anlagevolumen beträgt insgesamt mehr als 14,5 Milliarden Euro.

Anders als beim Value-Ansatz versucht ein Growth-Investor, frühzeitig zukünftige Wachstumsmärkte zu erkennen und dann die Unternehmen mit der höchsten Dynamik herauszupicken. Im Vordergrund steht dabei die Hoffnung auf ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum. Eine entscheidende Kennzahl von Growth-Titeln ist deshalb das sogenannte Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV). Meist ist das KGV von Growth-Titeln hoch. Denn bei jungen Unternehmen oder neuen Produktpartnern sind die Gewinne eher niedrig.

## Growth und die „Tenbaggers“ – nur die Zukunft zählt

Der Growth-Strategie rechnet damit, dass die Mehrzahl der Marktteilnehmer das zukünftige Wachstum eines Unternehmens oder einer Branche unterschätzt. Er geht davon aus, dass seine Erwartungen beim Kauf der Aktie noch nicht in den Kurs eingepreist sind. Zu den typischen Growth-Werten zählten früher der Getränkehersteller Coca-Cola, der IT-Spezialist Microsoft oder die Kaffeehauskette Starbucks. Heute wird die Growth-Liste angeführt von Titeln wie dem Internetauktionshaus Ebay.

Entscheidend bei der Bewertung einer Aktie ist für den Growth-Investor, um wie viel der Wert eines Unternehmens voraussichtlich steigen wird. Peter Lynch beispielsweise, der als einer der erfolgreichsten Growth-Investoren gilt, war ständig auf der Suche nach sogenannten Tenbaggers. Das sind Aktien, deren Wert sich innerhalb eines bestimmten Zeitraums mindestens verzehnfachen wird. Der Rendite-Segen stellt sich jedoch nur dann ein, wenn die Erwartungen des Growth-Managers auch eintreffen. Das Platzen der IT-Blase im

Jahr 2000 zeigte, dass dies nicht immer der Fall ist. Wer in Growth-Werte investiert, muss deshalb risikobereit sein.

Im historischen Rückblick haben Studien wie die von Fama & French gezeigt, dass Value über Zeiträume von rund 30 Jahren hinweg immer besser als Growth abschneidet (siehe Grafik). Auf kurze bis mittelfristige Sicht wechseln sich die Hochphasen von Value- und Growth-Aktien dagegen ab.

Value schlägt Growth meist in konjunkturellen Aufschwungphasen. Dann zählt sich die Strategie von Value-Investoren aus, in Zeiten der Rezession Aktien von gesunden Unternehmen zu einem günstigen Preis gekauft zu haben. Oft sind Value-Werte in zyklischen Branchen wie der Lebensmittel-, Chemie oder Autoindustrie zu finden.

In Rezessionsphasen haben Growth-Investoren die Nase vorn. Sie filtern die Märkte und Branchen heraus, die am wenigsten von der Abschwungphase betroffen sind. Gekauft werden deshalb Aktien von Unternehmen, die möglichst konjunkturunabhängig sind. Dazu zählen Unternehmen aus dem Pharma-, Technologie und Software-Sektor.

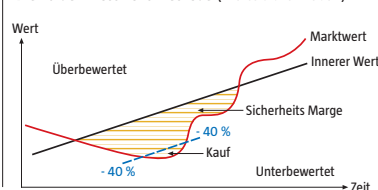
## Wenn ein Growth- zum Value-Titel wird – und umgekehrt

Grundsätzlich gilt jedoch: Ob ein Unternehmen als Growth- oder Value-Titel eingestuft wird, ist nicht auf ewig festgelegt. Ein Growth-Wert kann nach einer starken Wachstumsphase auch zum Value-Titel werden – wie die Beispiele Microsoft oder Body Shop zeigen. Andersherum kann ein Value-Unternehmen durch verstärkte Investitionen oder Produktneuerungen einen Wachstumsschub erfahren. Dann wird die Aktie an der Börse als Growth-Wert gehandelt.

Abgesehen davon, welchen Anlagestil ein Investor aufgrund seines Sicherheits-/Risikoprofils favorisiert, sollte kein Investor sein Vermögen nur in Growth- oder nur in Value-Werte anlegen. Entscheidend ist eine ausgewogene Kombination verschiedener Anlageklassen und Anlagestile im Portfolio. Gleiches gilt für den Kleiderschrank: Es kommt auf den richtigen Mix aus Zara, Esprit, Hilfiger, Jil Sander und Dolce & Gabbana an. Erst dann ist man für jeden Anlass gerüstet.

ten Anleger, dass sie in Zukunft Geschäfte generieren, also wachsen. Der Value-Ansatz sucht nach bereits vorhandenen Werten in Unternehmen, die die Börse in Zukunft durch einen wachsenden Kurs honoriert.

Die Value-Investment-Methode (Werte sicher heben)



Quellen: Fama & French (links); Sparinvest (rechts)