



## Fondskolumne: Erstarren von Value in Sicht

**Value-Anleger sind enttäuscht. Seit 10 Jahren laufen ihre Aktien den Wachstumstiteln hinterher. Allen Unterbewertungen zum Trotz. Doch das könnte sich schon bald ändern, wie nicht wenige Experten meinen. Die Renaissance von Value sei in Sicht!**

**27.06.2019**

„Buy low, sell high“, ist die Maxime, nach der praktisch alle Anleger verfahren. Zumindest versuchen sie es. Wie aber ist dann zu verstehen, dass viele von ihnen gern die Titel kaufen, die gerade einen Lauf haben, im Kurs aber bisweilen schon recht stark gestiegen sind.

„Momentum!“ heißt es dann. Nur weiß dabei niemand, wie weit das Momentum trägt, wann es dreht und wann man zügig wieder aussteigen sollte.

In den vergangenen 10 Jahren lief das mit dem Momentum ziemlich gut. Vor allem mit Wachstumsaktien wie den sogenannten FAANGs (Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google resp. Alphabet). Die sind teilweise extrem gestiegen und weisen daher inzwischen bisweilen atemberaubende Bewertungen auf. Amazon etwa ein KGV von rund 70 auf Basis der für dieses Jahr erwarteten Gewinns. Bei Netflix ist das 2019er-KGV sogar auf über 100 angestiegen.

In früheren Börsenphasen galten solche Bewertungen als „übersteuert“. Aber: „So lange Umsatz und Gewinn weiter überdurchschnittlich steigen, ist das kein großes Problem“, erklärt mein Münchner Bankerfreund leicht verschmitzt. Was aber, wenn die Zuwachsraten bröckeln oder gar zum Stillstand kommen ...? „Dann dürften diese Bewertungen recht schnell als überhöht eingestuft werden und sehr wahrscheinlich nicht mehr zu halten sein.“

## **Durststrecke für Value**

Ganz gegenteilig die Entwicklung bei den sogenannten Value-Aktien. Viele der substanzstarken Unternehmen sind schon seit einiger Zeit an der Börse nicht allzu sehr gefragt. Genauer gesagt seit inzwischen 10 Jahren laufen Value-Titel den Growth-Werten hinterher. Value-Investor Felix Schleicher von der Münchner VAM bezeichnet dies als „die bisher längste Dürrephase von Value in der Börsengeschichte“. Die Experten von Myra Capital wiederum haben berechnet, „dass Value-Aktien den größten Bewertungsabschlag und die höchsten Risikoprämien seit den letzten 30 Jahren“ aufweisen. Die Frage ist, wie lange bleibt das noch so?

Der typische Value-Investor untersucht das für ihn relevante Aktien-Universum nach Titeln, die um 40 Prozent oder mehr unterbewertet sind. Der Schweizer Vermögensverwalter BMW (Braun, von Wyss & Müller) nennt das die 60-Rappen-Strategie: Für einen inneren Wert von einem Franken nur 60 Rappen (oder weniger) bezahlen. Und dann warten, warten, warten – bis andere Marktteilnehmer die Unterbewertung bemerken und ihrerseits in die betreffende Aktie einsteigen. Dass das mitunter auch etwas länger dauern kann, müssen Value-Investoren derzeit hautnah erleben. Der Bewertungsabstand zwischen Value und Growth wächst und wächst.

## **Funktioniert Value-Investing noch?**

Nicht wenige Anleger fragen sich inzwischen, ob Value-Investing überhaupt noch funktioniert und die Bewertungslücken womöglich nie mehr aufgeholt werden. Dem widerspricht indes nicht nur Felix Schleicher, der an das TMT-Desaster nach der Jahrtausendwende erinnert. Damals kauften Anleger angesagte Tele-Medien-Tech-Aktien quasi zu jedem Preis – und fuhren nach dem Platzen der Blase mit ihnen rasant talwärts. „Selbst die besten Glamour-Aktien brauchten anschließend mehr als 10 Jahre, um sich von den aufgelaufenen Kursverlusten zu erholen“, erinnert sich Schleicher.

BWM-Investor Georg von Wyss wiederum führt die Gesetze der Mikroökonomie an, wonach gut geführte Unternehmen auch angemessene Wachstumsraten und Margen erreichen sollten – und mithin entsprechend zunehmende Aktienkurse. Von Wyss zeigt sich daher – trotz der langjährigen Durststrecke – recht optimistisch: „Früher oder später hat sich das Blatt immer gewendet und die ersten stark unterbewerteten Titel begannen, eine gute Performance abzuliefern.“ Sei es, weil Investoren zukaufen, sei es, weil sich das Übernahmekarussell in Gang setzte.

## **Langfristig ist Value im Vorteil**

Früher oder später sollten sich demnach die alten Regeln wieder einstellen. Die zeigten in der Vergangenheit deutliche Vorteile von Value gegenüber Growth, was man derzeit kaum glauben möchte. Aber die Statistik ist unbestechlich. Nach Berechnungen von Orbis Investment brachten Value-Titel seit 1990 gut 10 Prozent p.a., während sich Growth-Investoren mit nicht ganz sechs Prozent jährlich begnügen mussten – trotz der jüngsten Entwicklung. Allerdings sind Statistiken auch geduldig und geben keinerlei Anhaltspunkte, ob und wann sich der Durchschnittszustand der Vergangenheit wieder einstellen sollte.

„Andererseits ist es natürlich sträflich, solche Argumente zu ignorieren“, betont mein Bankerfreund. „Denn wenn der Trend dreht, kann Value recht schnell gegenüber Growth die Nase vorn haben.“ Für Felix Schleicher steht es überdies außer Frage, dass Value sich auch mit Growth kombinieren lässt. Er verweist auf Microsoft, die sich zwischen 2000 und 2012 von einer Wachstums- zu einer Substanzaktie gewandelt habe, wobei sich das KGV von 100 auf 10 erniedrigte. Und heute sei der Titel wieder attraktiv. Schleichers Lösung: hohe Qualität mit relativ niedrigen Bewertungen kombinieren, wobei die Betonung auf „relativ“ liegt. Oder wie Schleicher es ausdrückt: „Wir kaufen deutlich unter den historischen Durchschnittswerten und warten dann auf die Rückkehr zu angemessenen Bewertungen“, was im Finanzsprech als „Reversion-to-the-mean“ bezeichnet wird.

## **Kommt die Wende, kommt sie sprunghaft**

Anlegern, die mit dem Thema Value zögerlich umgehen, sei noch zuzurufen, dass nicht zuletzt Warren Buffett sein gigantisches Vermögen mit Value-Investments aufgebaut hat. Und so halten nicht wenige, wie auch Felix Schleicher, die Zeit für eine Value-Renaissance schlicht für gekommen: „Wenn nicht jetzt, wann dann?“, fragt er rhetorisch. Sobald es aber erst so richtig losgehe, dann würden sich die Renditen von Value-Investments meist sprunghaft einstellen.

*Ronny Kohl verfügt über mehr als 30 Jahre Erfahrung in der Fondsberichterstattung. Er ist Mitglied der Chefredaktion von TiAM, dem Magazin für professionelle Anleger, sowie von Hedgework, der Plattform für Alternative Investments.*