

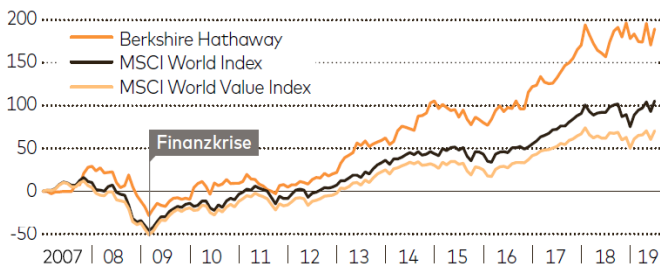
Dann lieber gleich das Original kaufen

Indexfonds mit dem Etikett „Value“ sind eine gute Idee. Doch die meisten Fonds hätten sich Anleger zuletzt schenken können. Das Schnäppchenprinzip bringt seit Jahren keinen Mehrwert mehr – mit einer großen Ausnahme.

Ein Qualitätsprodukt billig zu kaufen ist besser als ein Qualitätsprodukt teuer zu kaufen. Der Aussage würde im Alltag wohl jeder zustimmen. Und in der Vergangenheit sind Anleger damit auch an der Börse gut gefahren. Investoren, die gezielt nach unterbewerteten Substanzaktien Ausschau hielten, wurden mit der Zeit belohnt: Irgendwann erkannte der Markt seinen „Irrtum“ und schloss die Lücke zwischen Aktienkurs und dem inneren Wert der Firma: Für Anleger, die die Ausdauer mitbrachten, auf diese Value-Strategie zu setzen, bedeutete dies überdurchschnittliche Renditen.

Berkshire Hathaway schlägt weltweiten Value-Index

In Punkten, Index, 1. Januar 2007 = 0



WELT

Quelle: Bloomberg, Stand: 24. Juli 2019

Doch jetzt scheint das nicht mehr zu gelten. Die aktuelle Dekade ist das erste Börsenjahrzehnt, in dem es sich nicht ausgezahlt hat, an der Börse gezielt nach unterbewerteten Titeln Ausschau zu halten. Seit Jahren schneiden marktweite Börsenbarometer wie der MSCI World oder der amerikanische S&P500 besser ab als das Gros der Aktienkörbe, die nach dem Schnäppchenjäger-Prinzip zusammengestellt sind. „Eine solche Phase der Underperformance gab es noch nie – sowohl was deren Dauer als auch was deren Ausmaß angeht“, sagt Sven Lehmann, Fondsmanager bei HQ Asset Management. Als Unterperformance bezeichnen Börsianer wie Lehmann eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung. Vor allem Aktien- und Indexfonds, die sich mit dem Prädikat „Value“ schmücken, laufen dem breiten Markt hinterher. Das ist insofern eine Ernüchterung, als die Analyse von „Werthaltigkeit“ ein durchaus aufwendiges Unterfangen sein kann. Indexfonds versprechen den Ansatz zu automatisieren. Die Stilikone der Value-Investoren, Warren Buffett, ist hingegen bekannt dafür, dass er von morgens bis abends Geschäftsberichte verschlingt, immer auf der Suche nach versteckten Werten, die die Börse aktuell nicht honoriert, und die entsprechend künftiges Steigerungspotenzial bieten. Zu den Bewertungskennzahlen zählen zum Beispiel das Kurs/Buchwert-Verhältnis oder das Kurs/Gewinn-Verhältnis. Sie alle geben Auskunft darüber, ob der aktuelle Preis an der Börse womöglich hinter dem zurückbleibt, was das Unternehmen langfristig an Werten schaffen kann. Eine niedrige Bewertung ist für einen Value-Investor ein Kaufsignal, selbst wenn die Firma oder die Branche am Markt gerade nicht angesagt ist, wie es in der jüngeren Vergangenheit etwa bei Automobilherstellern der Fall war. Während der globale Aktienindex MSCI World auf Jahressicht fast zehn Prozent zugelegt hat, steht die Value-Variante des MSCI World kaum höher als vor zwölf Monaten. Auch auf Sicht von fünf Jahren können die Heroen der Werthaltigkeit nicht mit dem breiten Markt mithalten.

Der überzeugte Value-Investor Herbert Perus, Leiter Aktien entwickelte Märkte bei Raiffeisen Capital Management, sieht einen Zusammenhang zwischen dem Zurückbleiben der Value-Aktien und dem generellen Höhenflug der Indexfonds: „In den letzten zehn Jahren hat ein klassischer Value-Stil weniger eingebracht als herkömmliche Marktindizes“, gibt Perus zu. „Einer der wichtigsten Gründe dafür war das starke Aufkommen von passiven Strategien wie zum Beispiel ETF oder Indexzertifikate in generell steigenden Märkten.“ Mit diesen Produkten kaufen Investoren den ganzen Markt, was dazu führt, dass ohnehin schon teure Aktien noch teurer werden und schon gestiegene Aktien weiter steigen. Erstere firmieren dann als „Quality“, Letztere als „Momentum“-Aktien. Perus glaubt, dass der Boom den Boom nährt. Stile wie „Quality“ und „Momentum“ befeuern sich selbst – solange der Boom anhält. Allerdings könnte es noch einen anderen Grund dafür geben, dass das

Schnäppchenprinzip an der Börse nicht mehr richtig funktioniert. Im Zeitalter der großen Plattformen und Internetkonzerne funktioniert die Wirtschaft immer mehr nach dem Prinzip: „The winner takes it all“. Konzerne wie Amazon oder Facebook wachsen rasant und erzielen in der Folge auch riesige Kurssteigerungen – da sie jedoch hoch bewertet sind, sind sie per Definition keine Value-Aktien. Das heißt: Sie ziehen zwar die allgemeinen Marktbarometer wie den MSCI World oder den S&P500 nach oben, sind jedoch in keinem Werthaltigkeits-Index vertreten, wo sich im Zweifel eher günstige traditionelle Unternehmen finden, deren Geschäftsmodell von den Plattformen angegriffen wird. „Anleger haben im wahren Leben gesehen und erfahren, welch enormes Potenzial hinter der Disruption verschiedenster Branchen liegen kann. Digitale Giganten wie Amazon und Netflix legen ein enormes Wachstumstempo an den Tag und erfinden sich stets neu“, sagt Andreas Feldmann, Vermögensverwalter bei B&K Vermögen in Köln. Vermeintlich etablierte Unternehmen verlieren dagegen schneller an Bedeutung, als man es sich hätte vorstellen können: „Somit steht die Definition des Faktors Value auf dem Prüfstand.“ Aspekte wie Umsatzwachstum und Aussicht auf schnelle, regelmäßige Cashflows wie beim Streaming oder dem Software-Lizenzgeschäft werden attraktiver und im heutigen Umfeld auch Erfolg versprechender bewertet, als dies vor ein paar Jahren noch der Fall gewesen ist.

Auch Markus Schultes von der Unikat Vermögensverwaltung bringt die anhaltende Schwäche von Value-Strategien mit dem technologischen Umbruch in Verbindung. „Klassische Bewertungskriterien verlieren immer mehr an Aussagekraft.“ Ein Grund dafür sei, dass moderne Konzerne oftmals keine eigenen Produktionsanlagen mehr besitzen. Der Großteil ihrer Marktkapitalisierung werde durch den Wert ihrer Patente und Dienstleistungen bestimmt. „Die Bewertung von Patenten bietet jedoch einen größeren Spielraum, als dies bei Produktionsanlagen der Fall ist.“ Dies hat zur Folge, dass Kennzahlen wie etwa das Kurs/Buchwert-Verhältnis (KBV), das für Value-Strategien von herausragender Bedeutung ist, an Zuverlässigkeit verlieren. Bewährte Value-Berechnungsmethoden liefern daher vermehrt Ergebnisse, die ungenauer als in der Vergangenheit sind. Die weltweite Niedrigzinspolitik liefert aus seiner Sicht anhaltend Treibstoff für Wachstumsunternehmen in „Winner takes it all“-Märkten. Diese können sich sehr günstig verschulden und ihr Wachstum somit langanhaltend befeuern. „Ganz nach dem Motto ‚Der Zweite ist der erste Verlierer‘ werden Märkte immer stärker durch monopolähnliche Konzerne dominiert“, erklärt er. Da Anleger diese zukünftigen Cashflows bereits heute einpreisen, würden Wachstumsaktien aktuell eine weitaus höhere Rendite erzielen als alteingesessene, langsam expandierende Value-Unternehmen.

Feldmann erwartet nicht, dass Value noch einmal seine große Stunde erlebt: „Die Märkte ändern sich zu schnell, um Werthaltigkeit langfristig als Bewertungsstandard für eine eventuell gegebene Unterbewertung heranziehen zu können.“ Im Zuge der Digitalisierung würden immer neue Konzepte oder Alternativen zu bestehenden Märkten entwickelt, die die Hoffnung auf „das nächste große Ding“ mit sich bringen. Dabei steht weiter Wachstum im Vordergrund, nicht ein veraltetes Konzept von Value. Perus merkt an, dass viele Aktien, die dem Value-Stil zugeordnet werden können, zyklischen Sektoren angehören. Die werden angesichts der allgemeinen Konjunkturskepsis aber eher gemieden. „In diesem Jahr ist dieses Phänomen sehr stark zu spüren, da viele Investoren durch niedrige Zinsen in die Aktienmärkte getrieben werden und dabei auf vermeintlich sichere Aktien setzen.“ Titel, die ohnehin schon stark gestiegen sind und die jedermann als Qualitätstitel kennt, würden trotz hoher Bewertung durch die allgemeine Geldflut weiter nach oben getrieben. Das Paradebeispiel dafür sei die Schweizer Nestlé. Allerdings glaubt Perus, dass Value bald wieder gefragt sein könnte: „Sollten sich in der Zukunft leise Anzeichen zeigen, dass die Weltwirtschaft nicht in eine Rezession schlittert, sich diverse Handelskonflikte abschwächen oder die geopolitischen Unsicherheiten nachlassen, werden viele Investoren die günstigen Bewertungen nutzen und in zyklische Aktien einsteigen.“ Auch von einem Ende des Zinssenkungszyklus würden Value-Aktien überproportional profitieren. Während sich Value-Indexfonds schwertun mit der Marktrealität, zeigt Altmeister Warren Buffett, dass er es noch kann. In den zurückliegenden zwölf Monaten hat sich die Aktie von Berkshire zumindest so gut entwickelt wie der Weltaktienmarkt. Keine Underperformance. Das hat auch damit zu tun, dass sich der 88-Jährige, der lange kein Fan von Technologieaktien war, der Plattform-Ökonomie geöffnet hat. Inzwischen ist Apple die mit Abstand größte Position im Berkshire-Portfolio, erst mit großem Abstand folgt ein klassischer Value-Titel wie Coca-Cola. - von Daniel Eckert