

## GASTBEITRAG

# Mit „Modern Value“ in Qualitätsaktien investieren

**Börsen-Zeitung, 24.6.2020**

An den Kapitalmärkten hat die expansive Geldpolitik, mit der die Notenbanken die Folgen der globalen Finanzkrise, der Euro-Krise und zuletzt der Corona-Pandemie bekämpfen, deutliche Spuren hinterlassen. Während die Aktienmärkte bis Februar immer neue Höchststände erzielen konnten, weisen Anleihen seit Jahren fallende Renditen aus. Auch klassische Anleiheinvestoren Versicherungen und Stiftungen weichen deshalb schon seit einiger Zeit auf sogenannte „Bond Proxies“, Aktien von Unternehmen mit einem stabilen Geschäftsmodell, einer soliden Bilanz und einem stabilen Cash-flow, als Anleiheersatz aus.

Auch im Value Investing spielen solche Qualitätsunternehmen seit Jahren eine zunehmend wichtigere Rolle. Ausschlaggebend dafür ist die Weiterentwicklung des klassischen Value-Ansatzes von Benjamin Graham zum „Modern Value Investing“ durch Investoren wie Warren Buffett.

Die klassische Definition des Value Investing von Graham basiert auf dem Grundgedanken, dass der Börsenwert eines Unternehmens nicht immer seinen durch die Unternehmensanalyse ermittelten inneren Wert reflektiert, sondern durch Über- oder Untertreibungen des Marktes verzerrt wird. Liegt der Börsenkurs unterhalb des Buchwertes, ergibt sich für den Investor eine Renditechance und zugleich eine Sicherheitsmarge, die einen Puffer hinsichtlich der künftigen Unternehmensentwicklung darstellt. Für Graham war vor allem diese Bewertung bei der Aktienausswahl ausschlaggebend. Dieser Aspekt prägt daher in der öffentlichen Wahrnehmung das Verständnis von Value Investing.

Das wachstumsorientierte Growth Investing wird häufig als Gegenkonzept zum Value Investing verstanden. So spielen beim wachstumsorientierten Growth Investing die künftigen Wachstumsaussichten eines Unternehmens eine größere Rolle als der

primär aus Vergangenheitswerten abgeleitete innere Wert. Investoren wie Warren Buffett und Charlie Munger weisen darauf hin, dass beide Konzepte theoretisch heute keinen Gegensatz darstellen, da die Wachstumsperspektiven eines Unternehmens immer auch bei seiner Bewertung mitberücksichtigt werden sollten. Für sie sind beide Stile bis zu einem gewissen Grad verknüpft. Der eigentliche Unterschied zwischen Value- und Growth Investing liegt vor allem in der Frage, ob und in welchem Umfang das erwartete künftige Wachstum in die aktuellen Bewertungen einfließt. „Modern Value“-Investoren gehen konservativ vor und berücksichtigen das Wachstum der kommenden drei bis fünf Jahre. Growth-Investoren sind eher bereit, höhere Preise für langfristige Wachstumsaussichten zu bezahlen.

Die Fokussierung auf die Bewertung, die Grahams Definition zugrunde liegt, greift aus Sicht der „Modern Value“-Philosophie aber zu kurz. Demnach ist nicht allein der Kurs einer Aktie entscheidend, sondern die Frage, welchen Mehrwert in Form von Dividenden, Aktienrückkäufen, Wachstum und Rendite auf reinvestiertes Kapital (ROIIC) ein langfristig orientierter Investor dafür erhält. Diese erweiterte Betrachtungsweise ermöglicht im Unterschied zur klassischen Value-Philosophie Grahams auch die Investition in Unternehmen mit einer höheren Bewertung, wenn die Kombination aus guten und sehr sicheren Wachstumsperspektiven und hohen erwarteten ROIICs diese rechtfertigt.

### Strukturelle Vorteile nutzen

Es gibt verschiedene Merkmale, die ein „Modern Value“-Unternehmen kennzeichnen. So bilden strukturelle Wettbewerbsvorteile einen wirtschaftlichen „Burggraben“ um das Unternehmen und ermöglichen es, höhere Kosten an Kunden weiterzuge-

ben. Eine gesunde Bilanz, die sich durch eine hohe Liquidität und eine niedrige, auf das Geschäftsmodell abgestimmte Verschuldung auszeichnet, erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen auf Dauer existieren und Performance liefern wird. Wir favorisieren Geschäftsmodelle, die für ihr organisches Wachstum wenig bis gar kein Kapital benötigen. Dabei haben wir die Erfahrung gemacht, dass Eigentümer- oder familiengeführte Unternehmen in der Regel eher auf ein langfristiges, nachhaltiges Wachstum ausgerichtet sind als Unternehmen mit Management im Angestelltenverhältnis und Aufsichtsgremien ohne eigenes Engagement.

Der Pharmahersteller Novo Nordisk ist ein gutes Beispiel für ein „Modern Value“-Unternehmen. Die Stimmenmehrheit liegt bei der Novo-Stiftung, die das Unternehmen auf Innovationsführerschaft und eine laufende Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit ausrichtet und auf eine moderate Managementkompensation achtet. Die Aktie erscheint im Sektorvergleich nicht billig. Aber ein Return on Equity von 79% rechtfertigte die Investition.

Hat das klassische Value Investing nach Benjamin Graham damit ausgedient? Zumindest für die nähere Zukunft dürfte „Modern Value“ die besseren Ergebnisse bringen: Klassische Value-Titel sind vor allem in zyklischen Bereichen zu finden. Angesichts der idiosynkratischen Herausforderungen sind die niedrigen Bewertungen vielfach gerechtfertigt. So stehen Ölunternehmen vor einer ungewissen Zukunft. Umgekehrt erlaubt der Ansatz, Unternehmen mit hoher Qualität, welche die Krise gut überstehen oder gestärkt aus ihr hervorgehen werden, trotz höherer Bewertungen in das Portfolio aufzunehmen.

.....  
Frank Fischer, CEO Shareholder Value Management AG