



Was ist Value Investing?

Value Investing bezeichnet eine wertorientierte Kapitalanlage. Die Ursprünge dieser Anlagemethode liegen in den 1920er Jahren – einer Zeit, in der sich Investoren von Spekulation und Insider-Informationen leiten ließen.

Ein Value Investor versucht mit Hilfe der von Ben Graham, dem Vater des Value Investing, entwickelten Techniken, Wertpapiere zu kaufen, deren wahrer Wert sich nicht im Marktpreis spiegelt. Um diesen Wert zu bemessen, ist eine Bewertung der strategischen Position des Unternehmens von zentraler Bedeutung.

Die Value-Investing-Methode versucht, ausgezeichnete, langfristige Performance durch den Ankauf von Wertpapieren finanziell starker (Qualitäts-)Unternehmen zu erzielen, die

- von einem kompetenten Management geleitet werden und
- zu einem Marktpreis angeboten werden, der – nach angemessener Bewertung – deutlich unter dem inneren Wert liegt.

Als Value Investor sind wir der Ansicht, dass der Ankauf von Wertpapieren zu möglichst niedrigen Preisen die Chancen auf eine langfristige, erfolgreiche Performance steigert. Dabei sind die Value-Investment-Techniken sowohl für bekannte Wertpapiere wie Nestlé als auch für Wertpapiere, die kaum Beachtung finden, geeignet. Der Schlüssel ist die Relation von Preis und Wert.

Investoren leiden häufig unter einer menschlichen Schwäche: der Angst, etwas zu verpassen. Sie wollen die heißen und populären Wertpapiere ihr Eigen nennen. Es ist bequem, Teil einer Menge zu sein. Ein Value Investor darf sich dieser Herdenmentalität jedoch nicht anschließen.

Value Investing erscheint aus intuitiver und praktischer Sicht großartig. Zur Sicherung des Erfolges sind zum einen gedankliche Klarheit, ein gewisses Maß an Intelligenz und der Wille, gegen den Strom zu schwimmen, notwendig. Andererseits folgen gute Value Investoren einem simplen und verständlichen Verfahren.

Um besser zu verstehen, was Value Investing bedeutet, erscheint es sinnvoll, zu betonen, was es nicht ist:

Value Investing heißt nicht:

- Wertpapiere zu kaufen, deren Kurscharts „gut aussehen“.
- populäre Wertpapiere zu kaufen und populären Strömungen zu folgen.
- „das Paket weiterzugeben“, wie es der legendäre Fidelity Investor Anthony Bolton bezeichnet. Er beschreibt damit Investoren, die Wertpapiere einzig und allein in der Hoffnung auf einen weiteren Preisanstieg kaufen, der den Weiterverkauf an einen anderen Investor erlaubt.¹
- Aktien aufgrund von Gerüchten, auf Empfehlung anderer oder ohne profunde Kenntnisse des Geschäfts zu kaufen.

Value Investing hat nichts mit Closet Indexing zu tun.

¹ Anthony Bolton – Investing against the tide. Lessons from a life running money 2009 (nicht auf Deutsch erschienen)

Value Investing bedeutet, Wertpapiere mit einer angemessenen „Sicherheitsmarge“ zu kaufen. Seth Klarman, Präsident der in Boston ansässigen Baupost Gruppe, liefert dazu folgende Erklärung: „Eine Sicherheitsmarge ist erzielt, wenn Wertpapiere zu einem angemessenen Preis unter Wert gekauft werden, der Spielraum für menschliche Irrtümer, Pech oder extreme Volatilität lässt.“²

Funktioniert Value Investing?

Wir erkennen, dass auf lange Sicht durch Wachstumswerte generierte erstklassige Kapitalanlageerträge eher die Ausnahme darstellen. Sicherlich werden Investoren, sobald sie wissen, dass billige Wertpapiere teure übertreffen, auf die billigen Wertpapiere hohe Gebote abgeben und die ausgezeichnete Performance zerstören. Es besteht jedoch weiterhin ein Unterschied zum Value Investing.

Nach Prüfung wissenschaftlicher Studien zum Verhältnis von Investmentansätzen und Erträgen stellte sich heraus, dass es eine überwältigende Anzahl von Nachweisen gibt, die bestätigen, dass Value Investing auch über einen längeren Zeitraum ausgezeichnete Erträge liefert. Nachstehend beziehen wir uns auf drei von 50 von uns geprüften Studien.

- 1) Roger Ibbotson, Professor für Finanzwissenschaft an der Yale School of Management und Präsident der Ibbotson Associates, untersuchte in seiner 1986 veröffentlichten Studie das Verhältnis von Performance und Marktpreis in Prozent des Buchwertes. Sie zeigte, dass „Wertpapiere mit einem niedrigen Verhältnis zum Buchwert über einen Zeitraum von 18 Jahren wesentlich bessere Performance erwirtschafteten, als Wertpapiere, deren Preis ein hoher Prozentsatz des Buchwertes war.“³
- 2) Die aus dem Jahr 1997 stammende Studie von Fluck, Malkiel und Quandt untersuchte die Performance der Wertpapiere von 1.000 großen Unternehmen. Diese waren gelistet nach Kurs-Gewinn-Verhältnis und Kurs-Buchwert-Verhältnis in den Jahren 1979 bis 1995. Die Untersuchung ergab, dass Strategien auf der Basis eines niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnisses beträchtliche Renditen erzielten.⁴
- 3) Eine besonders bekannte Value-Studie, die Lakonishok, Vishny und Shleifer 1993 verfassten, hat sich mit den Aktienrenditen von mehr als 20 Jahren am US-Markt befasst. Sie zeigte, dass „Value“-Werte ihren Gegenpart, die „Nicht-Value“-Werte, über einen Zeitraum von 22 Jahren übertrafen – auch in den schlechtesten 25 Monaten sowie den übrigen 88 Monaten, in denen der Markt rückläufig war. Die Studie kam zu sehr positiven Ergebnissen für eine Value-Investment-Strategie, sowohl unter absoluten wie auch risikobereinigten Bedingungen.⁵

Wir können es nicht belegen, aber menschliche Neigungen (Behavioural Finance) können eine mögliche Erklärung für das Bestehen dieser Anomalie sein: Investoren befinden sich im festen Griff systemischer Einflüsse, die sie dazu bringen, zu viel für wahrgenommene Gewinner und zu wenig für vermeintliche Verlierer zu bezahlen. Während sich also die Renta-

² Seth Klarman – Sicherheitsmarge: Risikoaverses Value Investing für den bedachten Anleger

³ Decile Portfolios of the New York Stock Exchange (Decile Portfolios der New Yorker Börse), 1967 – 1984, Arbeitspapier Yale School of Management

⁴ ‚The Predictability of Stock Returns: A Cross-Sectional Simulation‘ (Die Vorhersagbarkeit von Aktienrenditen: Eine bereichsübergreifende Simulation), Fluck, Malkiel und Quandt, Journal of Economics and Statistics, Mai 1997

⁵ Contrarian Investment, Extrapolation and Risk (Nonkonformistische Investitionen, Extrapolation und Risiko), Lakonishok, Vishny und Shleifer, Arbeitspapier Nr. 4360, National Bureau of Economic Research, Mai 1993

bilität glanzvoller Unternehmen gut entwickeln kann, greift der Kurs ihrer Aktien dem bereits vor. Die momentan unattraktiven Unternehmen können vor sich hindümpeln, jedoch ahnt ihr Aktienkurs ihr kontinuierliches „Stolpern“ und „Fallen“ voraus. Um die Gunst der Anleger/ Investoren zurückzugewinnen, brauchen sie lediglich zur Normalität zurückzukehren. Eine andere Erklärung ist, dass es aus der Karriereperspektive eines Fondsmanagers gefährlich ist, unattraktive Unternehmen hochzuhalten. Die Gefahr einer Kündigung ist für einen hinter den Erwartungen zurückbleibenden Manager, der große und bekannte Unternehmen hält, geringer als für einen, der fragwürdige Papiere hält, die von wenigen unterstützt werden. Wenn es in der Geschäftswelt heißt: „niemand würde jemals für den Kauf eines IBM Computers gekündigt“, so gilt in der Investmentwelt dasselbe für General Electric. Wir von Setanta fürchten uns nicht, aus der Menge herauszutreten, wenn ein Investment attraktiv ist, gleich, wie bekannt das Unternehmen ist.

Ablehnung der Markteffizienzhypothese

Eugene Famas Bericht zur Effizienz des Finanzmarkts aus dem Jahr 1970 führte die starke Form der Efficient Market Hypothesis (Markteffizienzhypothese) ein. Damit wurde effektiv festgestellt, dass der Marktpreis einer Aktie korrekt ist und damit alle verfügbaren Informationen dazu wiedergibt. Signifikante Renditen sind damit unerreichbar.⁶

Unsere Aktienauswahl nach Value-Ansatz lehnt die Markteffizienzhypothese explizit ab: Wir glauben nicht, dass Kurs und Wert gleich sind. Warren Buffett drückte das sehr prägnant aus: „Der Kurs ist das, was Sie bezahlen, der Wert ist das, was Sie bekommen.“⁷ Die Ansicht, dass der Wert eher im Unternehmen als im Aktienkurs zu finden ist, erlaubt Value Investoren wie Setanta, Anlagemöglichkeiten zu nutzen. Dazu passt ein Schlüssellehrsatz von Ben Graham, nach dem der Markt, kurzfristig gesehen, eine Wahlmaschine ist und der Aktienkurs die Beliebtheit einer Aktie bei den Investoren an einem bestimmten Tag widerspiegelt. Auf lange Sicht ist der Markt eher eine Waage, die den Aktienkurs dem Wert des zugrunde liegenden Unternehmens angleicht.

Das stärkste Argument, das von Fans der Markteffizienzhypothese zur Bestätigung ihrer Ansichten angeführt wird, ist, dass aktive Manager keine überdurchschnittliche Rendite erreichen. Ein Papier aus dem Jahr 2009 von Jonathan Lewellen vom Dartmouth College zeigt jedoch etwas, was wir aus unserer Erfahrung kennen: Insgesamt gesehen, versuchen institutionelle Anleger nicht eine überdurchschnittliche Rendite zu erreichen.⁸ Das hört sich vielleicht seltsam an, aber wenn Sie den Aufbau der meisten aktiv verwalteten Portfolios untersuchen, werden Sie feststellen, dass ein wesentlicher Teil lediglich den Index nachbildet. Obwohl das für eine lange Karriere und für die Minimierung des Unternehmensrisikos unter Umständen logisch erscheint, kann es natürlich nicht im Interesse des Investors liegen und ist ein sicherer Weg, um Leistungen unter dem Durchschnitt zu erbringen (insbesondere wenn Transaktionskosten und Gebühren berücksichtigt werden). Setanta verfolgt daher ein aktives Managementkonzept.

Warren Buffett, der weithin als der beste Investor überhaupt betrachtet wird, hat eine kurze und bündige Erklärung zum Thema Markteffizienz: „In den frühen 1970er Jahren erachteten die meisten institutionellen Anleger den Unternehmenswert als wenig relevant für ihre Ent-

⁶ Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work (Effiziente Kapitalmärkte: Eine Prüfung der Theorie und empirischen Arbeit)

⁷ 2008 Berkshire Hathaway-Schreiben an die Aktionäre

⁸ Institutional Investment and the limits of arbitrage (Institutionelles Investment und die Grenzen der Arbitrage) – Arbeitspapier

scheidung, zu welchem Kurs sie kauften oder verkauften. Das ist heute kaum zu glauben. Diese institutionellen Anleger standen jedoch im Bann von Wissenschaftlern an prestigeträchtigen Wirtschaftshochschulen, die eine neue, trendige Theorie predigten: Der Aktienmarkt war absolut effizient, Berechnungen des Unternehmenswertes – und selbst der Gedanke – spielten beim Investment keine Rolle.“⁹

Einige wichtige Elemente unseres Verfahrens

Es lohnt sich, einige wichtige Elemente unserer Unternehmensphilosophie zu kennen. **Integrität** ist in unserem Unternehmen von zentraler Bedeutung. Unsere Aktivitäten, Empfehlungen und unsere Entscheidungen werden für den langfristigen Vorteil unserer Kunden getroffen.

„Jemand sagte einmal, dass man bei der Einstellung von Mitarbeitern auf drei Eigenschaften achten sollte: Integrität, Intelligenz und Tatkraft. Wenn die erste nicht vorhanden ist, werden die beiden anderen Sie ruinieren.“¹⁰ Denken Sie darüber nach, es ist wahr. Wenn Sie jemanden ohne die erste Eigenschaft einstellen, wünschen Sie sich, der Mitarbeiter wäre dumm und faul.

Um als Value Investment zu gelten, muss die in Betracht kommende Aktie **Qualitätsmerkmale** aufweisen. Unter den wünschenswerten Kriterien sind Attribute wie die Generierung starker Cashflows, die Fähigkeit, die Rendite des eingesetzten Kapitals zu halten und zu verbessern, und natürlich eine solide Bilanz.

Wir bei Setanta analysieren alle Unternehmen, deren Wertpapiere wir anbieten, detailliert und sorgfältig. Unsere Bewertung zielt auf die **wirtschaftliche Bedeutung der Berichte** ab, anstatt sich auf Buchhaltungsdaten zu stützen, die oft genauso viel aussagen, wie sie auslassen.

Wir kaufen Aktien, wenn sie die **Value-Merkmale** aufweisen. Uns ist dabei gleichgültig, ob schon einmal jemand von dem Unternehmen, dessen Anteile wir kaufen, gehört hat. In den meisten Fällen ist das tatsächlich positiv (das ist kein Beliebtheitswettbewerb).

Der Investment-Prozess der Setanta basiert auf **gesundem Menschenverstand**. Wir glauben nicht, dass zusätzliche Komplexität zu höheren Renditen führt.

Wir sind sehr sorgfältig in Bezug auf das **Leverage**. Buffett ist derselben Meinung: „Leverage macht eine Investition nicht besser, es beleuchtet lediglich die Gewinne und Verluste. Jede denkbare Kombination aus fundamentalen Schwierigkeiten, fallenden Aktienkursen, reduzierter Marktliquidität, Tests des Beleihungswerts und Nachschussforderungen können den Ruin eines sich zu sehr auf das Leverage konzentrierenden Investors sein.“

Es ist sehr wichtig, bei allen Anlageideen einen **Spielraum für Fehler** zu berücksichtigen. Wir sind nicht arrogant genug, um zu behaupten, dass wir keine Fehler machen. In der Tat erwarten wir bei Setanta, dass wir uns ziemlich häufig irren. Es ist also von höchster Bedeutung, dass das Leverage, ob im Fonds oder in einzelnen Unternehmen, auf einem angemessenen Niveau bleibt.

⁹ 1985 Berkshire Hathaway – Schreiben an die Aktionäre

¹⁰ Thoughts of Chairman Buffett: Thirty Years of Unconventional Wisdom from the Sage of Omaha (Gedanken des Vorsitzenden Buffett: Dreißig Jahre unkonventionelle Weisheit des Weisen aus Omaha)

Unser Team hat **unabhängiges Denken** verinnerlicht. Wir kaufen keine Aktie, nur weil ein Broker anruft, um uns eine fantastische Idee vorzustellen. Wir lesen keine Analystenberichte und entscheiden, eine langfristige Anlage zu verkaufen, weil der Analyst annimmt, dass das Unternehmen seine Ziele im nächsten Quartal nicht erreicht. Wir kaufen beispielsweise keine Rohstoffe oder Aktien aus Schwellenländern, weil „das gerade heiß ist“.

Unabhängige Recherche ist der Kern einer jeden Kapitalanlage, insbesondere erlaubt sie, einen Blick auf einen langen Zeitraum zu werfen. Unsere eigenen Nachforschungen erlauben uns, die Kräfte, die den Erfolg einer Investition bestimmen, besser zu verstehen. Da wir den Rahmen für unsere Ideen unabhängig bilden, haben wir den Mut, in kaum beachtete Bereiche zu investieren, und die Stärke, uns zu behaupten, sollte sich die Stimmung kurzfristig gegen uns wenden.

Wir bei Setanta glauben, dass ein gesundes Maß an Skepsis bei Investment vorteilhaft ist. Wir nehmen nichts für bare Münze und glauben nicht an Wall-Street-„Fakten“. Unser Anlageprozess bedeutet, dass wir meistens unkonventionell handeln. Und das tun wir gerne, denn wir glauben, dass ein Investor, der den Markt übertreffen will, darauf vorbereitet sein muss, unabhängig zu denken und zu handeln. Unsere Erfahrung hat gezeigt, dass unwiderstehliche Möglichkeiten oft erst durch den allzu pessimistischen Konsens anderer Investoren entstanden sind.

Bei Setanta sind wir keine Wertpapierhändler, sondern **Investoren**. Unser langfristiger Fokus gefällt Aktienhändlern (die viele Transaktionen abschließen wollen) weniger, aber er ist für einen Value Manager essentiell. Hinzu kommt der zusätzliche Vorteil minimierter Transaktionskosten in den Portfolios unserer Kunden.

Jeder einzelne Setanta-Fondsmanager konzentriert sich auf eine bestimmte Branche und entwickelt einen Kompetenzbereich in und um diese Branche. Wir sind der Ansicht, dass die beste Bewertungsmethode für die relative Attraktivität einer Investment-Möglichkeit in einer immer mehr globalisierten Wirtschaft der Vergleich mit anderen Möglichkeiten in einer ähnlichen Branche ist. Sicherlich sollte eine französische Bank eher mit einer US-Bank und anderen Unternehmen im Bankgeschäft verglichen werden als z.B. mit einem deutschen Haushaltswarenhersteller.

Bei Setanta bleibt der Manager der betreffenden Branche oder des Fonds **autonom**. Wir sind der Ansicht, dass diese **Verantwortung** den Entscheidungsfindungsprozess fördert. In einer professionellen **Umgebung** stellt jeder Manager seine Anlageideen einem Team vor. Aufgrund unserer unterschiedlichen Erfahrungen und Ansichten sind unsere regelmäßigen Teamsitzungen eine hervorragende Methode, unsere Investitionsideen zu erweitern und unseren Portfolio-Managern Denkanstöße zu geben. Debatten über jeden vorgeschlagenen Kauf oder Verkauf sind ein respektvoller, wenn auch manchmal sehr lebhafter, Austausch unter Kollegen. Wenn alle Stimmen gehört worden sind, wird der Manager tätig oder man kommt wieder zusammen, wenn weitere Recherchen erforderlich sind. Diese Teamumgebung ermöglicht uns allen, unseren Investitionsprinzipien treu zu bleiben, indem wir alle Investitionsideen aus demselben Value-Blickwinkel betrachten.

Wir mögen es, wenn ein Unternehmen mit starkem wirtschaftlichem Hintergrund eine **Dividende** auszahlt. Das finden wir sowohl aufgrund der Disziplin, die dem Management implizit durch die Aktionäre auferlegt wird, als auch aufgrund des Geldflusses in unser Portfolio, der einen wesentlichen Anteil an der langfristigen Rendite ausmachen kann.

Es versteht sich von selbst, dass wir Unternehmen halten wollen, die von guten und ehrlichen Menschen geleitet werden, die auf unsere Interessen als Aktionäre konzentriert sind. Aber Taten sagen mehr als Worte. Was das **Management** dem Markt mitteilt, wird einstudiert. Wie ein Partner von Tweedy Brown, ein angesehener Value Manager, während einer kürzlich gehaltenen Telefonkonferenz sagte, „geht es eher um das Pferd als den Reiter“.

Im Gegensatz zu vielen Fondsmanagern glauben wir an die Vorteile eines **bedeutenden Anteils** an einem Aktienpaket. Dies steht in völligem Gegensatz zu vielen, auf Tracking Errors konzentrierten Investoren. Wir investieren nur in Aktien, von denen wir überzeugt sind. Jede gute Idee wirkt sich auf die Performance aus.

Wir **kommunizieren** über unsere Investitionen und Fonds in einer Weise, die unseren Anlagestil repräsentiert. Zu oft basteln Fondsmanager dieselben alten Texte zusammen, um ein Update auszufüllen oder die relative Performance eines Fonds über einen Monat zu erklären. (Dies ist natürlich zu einem großen Teil zufällig. Und wir geben zu: In der Vergangenheit haben wir das auch getan!)

Bestimmung des inneren Wertes

Wir glauben, dass sich viele Investoren fundamental irren. Sie konzentrieren sich an erster Stelle auf die Gewinn- und Verlustrechnung und erst an zweiter Stelle auf die **Bilanz**. Zweifellos sind Gewinne wichtig, aber ohne solides Fundament sind diese Gewinne nur so gut wie die Geschäftsumgebung. Und keine Geschäftsumgebung bleibt ewig rosig.

Wir sind der Ansicht, dass die Bilanz immer die verlässlichste Information bleiben muss. In der Terminologie des Value-Ansatzes **ist die Bilanz der erste Burggraben**. Selbstverständlich ist die Bilanz allein nicht ausreichend. Ein schuldenfreies, kapitalkräftiges Unternehmen ist fantastisch, aber nicht so gut, wenn das Unternehmen keine Profite erwirtschaften kann. Die Gewinn- und Verlustrechnung ist der zweite Burggraben. Ein unrentables Unternehmen mit einer soliden Bilanz besitzt trotzdem wertschaffende Katalysatoren, z.B. Buyout und Liquidierung, die den Investor schützen. Dies gilt nicht für ein unrentables Unternehmen, das hoch verschuldet ist oder schlechte Vermögenswerte aufweist. Das kann oft zu einer massiven Verdünnung der Aktionäre führen, um das Unternehmen über Wasser zu halten, oder schlimmer: zum Bankrott.

Per Definition legen Value-Investoren einen Schwerpunkt auf die Bewertung. Wir bei Setanta verwenden verschiedene Tools zur Sicherstellung einer angemessenen Schätzung des inneren Wertes eines Unternehmens. Traditionelle Metriken werden berücksichtigt, aber hier wird versucht, ihre Schwachstellen nachzuweisen. Die Reproduktionskosten der Anlagen des Unternehmens stellen ein starkes Fundament für seine Bewertung dar, wenn sie mit einiger Präzision berechnet werden können. Dies kann so einfach sein wie eine Kurs-zu-Buchwert-Bestimmung. Meist ist aber eine **fundierte Bewertung** der aktuellen Anlagewerte erforderlich.

Besondere Bedeutung kommt der Anpassung der Gewinne für eine „normale“ Umgebung zu. Unabhängig davon, ob die Gewinne belastet oder potenziell überhöht sind, versucht das Setanta-Konzept, die **realen Gewinne** eines Unternehmens herauszuarbeiten und unsere Bewertung auf der Basis dieser angepassten Zahlen anstelle der scheinbaren Werte vorzunehmen. Dem Urteilsbedarf in diesem Prozess muss genügend Anerkennung gezollt werden. Wir versuchen jedoch, immer konservativ zu bleiben. Unsere Erfahrung hat uns gezeigt, dass der Markt dazu tendiert, kurzfristige Trends abzuleiten, wenn Reversion eigentlich ein wichtiger Treiber ist. In Situationen, in denen die Aufstellung dieser „normalisierten“ Gewinne besonders anspruchsvoll ist, ziehen wir ein nachteiliges Bewertungsszenario vor; dabei werden die Aktien mit Hilfe einer reduzierten Gewinnbasis bewertet.

Wenn wir davon ausgehen, dass ein Unternehmen einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil besitzt, der ein entsprechendes oder stärker als erwartetes Wachstum erlaubt, wird dies in unserem **Wertansatz** berücksichtigt. Wir bei Setanta wissen, dass in vielen Fällen ein Wachstum in Umsatz und Ergebnis dem inneren Wert eines Unternehmens nichts hinzufügt. Es darf nicht vergessen werden, dass ein Wachstum von zusätzlichen Vermögenswerten, mehr Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, höheren Beständen und mehr Anlagen und Equipment begleitet werden muss.

Buffett traf mit seiner Aussage den Nagel auf den Kopf:

„Wachstum ist immer eine Komponente in der Wertberechnung, sie stellt eine Variable dar, deren Bedeutung von vernachlässigbar bis enorm reichen und deren Einfluss sowohl negativ als auch positiv sein kann.“¹¹

Setanta verwaltet viele Fonds für unsere Kunden mit Hilfe dieses Value-Ansatzes. Wir müssen uns natürlich unbedingt an die mit unserem Kunden vereinbarten Mandatsanforderungen halten. Bei diesen Fonds müssen wir auf der Basis des relativen Wertes in die ausgewählten Aktien investieren.

Wir sind langfristige Investoren

Es stimmt – eine Bewertung über kurze Zeiträume ist nicht relevant („Wahlmaschine“). Eine Bewertung ist jedoch der bestimmende Faktor für langfristige Renditen („Waage“) und hier liegt unser Kompetenzbereich. Bei Setanta versuchen wir ständig, die Konzentration unserer Kunden und Consultants auf die Langfristigkeit zu lenken, und wir tun alles, um für unsere Manager Anreize für langfristige Entscheidungen zu schaffen. Beim Kauf erwarten wir, das Aktienpaket bis zu fünf Jahre zu halten (wenn sich die Lücke zum inneren Wert schneller schließen sollte, verkaufen wir früher). Viele unserer Aktienpakete halten wir länger im Besitz. Wir halten den Kurs und versuchen, flüchtigen Erscheinungen aus dem Weg zu gehen.

Keynes bemerkte in den 1930ern, dass eine langfristige Investition „heute so schwierig ist, dass sie kaum praktikabel ist“.¹² Wir glauben, dass es heute sogar noch schwieriger ist! Es wird Zeiten geben, in denen unser Value-Ansatz unattraktiv ist. Wenn Sie die langfristige Performance einiger großer Investoren betrachten (mit ‚langfristig‘ meinen wir 30 Jahre und mehr), bemerken Sie Zeiträume von bis zu fünf Jahren, in denen sie unterdurchschnittlich abschnitten, jedoch übertrafen sie über den Gesamtzeitraum den Index.

¹¹ Berkshire Hathaway, Jahresbericht 1977

¹² John Maynard Keynes – Referenz fehlt

Paul Samuelson, der kürzlich verstorbene, mit dem Nobelpreis ausgezeichnete Ökonom, vertrat einst die Meinung: „Investitionen sollen träge sein. Sie sollten nicht aufregend sein. Man sollte Investitionen zusehen, wie dem Trocknen der Farbe an der Wand oder dem Wachsen des Grases. Wenn Sie Aufregung wollen, nehmen Sie 800 Dollar und gehen Sie nach Las Vegas, wenn es auch nicht leicht ist, in Las Vegas reich zu werden.“¹³

Markt-Timing & Forecasting

Der Ökonom John Kenneth Galbraith beobachtete einst: „Wir haben es mit zwei Klassen Prognostikern zu tun: Die, die nichts wissen – und die, die nicht wissen, dass sie nichts wissen.“¹⁴ Wir stimmen dem zu. Wir glauben nicht, dass es möglich ist, den Markt zeitlich zu bestimmen (Timing). Unsere Fondsmanager verbringen Zeit mit wichtigen und einigermaßen erfassbaren Dingen (Analyse der Fundamentaldaten).

Aus einem Vortrag von Ben Graham:

„Die Prognostizierung des Marktes gleicht im Wesentlichen dem ‚Timing‘ des Marktes. Lassen Sie mich zu diesem Thema bemerken, dass das einzige Prinzip zur zeitlichen Bestimmung, das jemals durchweg gut funktioniert hat, ist, in solchen Zeiten Stammaktien zu kaufen, wenn sie nach Analyse günstig sind, und sie zu Zeiten wieder zu verkaufen, in denen sie teuer oder zumindest nach Analyse nicht mehr billig sind. Das klingt wie Timing – wenn Sie darüber nachdenken, werden Sie feststellen, dass dies kein echtes Timing ist, sondern Kauf und Verkauf von Wertpapieren nach der Bewertungsmethode. Im Grunde ist keine Meinung zur Zukunft des Marktes erforderlich, denn wenn Sie Wertpapiere billig genug erwerben, ist Ihr Aktienpaket stabil, auch wenn sich der Markt weiter verschlechtert. Und wenn Sie Ihre Wertpapiere zu einem relativ hohen Preis verkaufen, haben Sie intelligent gehandelt, auch wenn sich die Marktlage weiter verbessert.“¹⁵

Die renommierte Managerin von T2 Partners Value, Whitney Tilson, zeigte, dass zwischen 1984 und 1995 ein durchschnittlicher Aktienfonds einen jährlichen Ertrag von 12,3 % verbuchte, obwohl der durchschnittliche Investor 5,3 % verdiente. Es zeigt, dass der Investor durch einfaches Kaufen und Halten des durchschnittlichen Aktienfonds beinahe doppelt so viel Geld verdient hätte.¹⁶

Das Jahrbuch zur globalen Kapitalrendite 2010 des CSFB zeigt, dass in den vergangenen 110 Jahren der reale Wert von Aktien bei reinvestierten Gewinnen um den Faktor 331 wuchs im Vergleich zu 6,4 für Rentenpapiere und 2,8 für Wechsel. Die realen Renditen der weltweiten Aktien lagen annualisiert bei 5,5 % im Vergleich zu Rentenpapieren und Wechseln, womit eine reale Rendite von 1,7 % bzw. 0,9 % erzielt wird.¹⁷

Risikomanagement – ein Common-Sense-Konzept

Unserer Meinung nach ist es beunruhigend, dass die überwiegende Mehrheit in der Welt des Fondsmanagements Risiken nach quantitativen Metriken wie Value at Risk, Tracking Error und Beta bemessen. Diese Methoden sind einfache, jedoch stark fehleranfällige, einzelne Zahlenbewertungen komplexer Ergebnisse.

¹³ Paul Samuelson – The Ultimate Guide to indexing Bloomberg (Der ultimative Leitfaden zur Bloomberg-Indexierung), September 1999

¹⁴ Oaktree Capital, Memorandum an Kunden ‚Touchstones‘, Seite 6

¹⁵ The Rediscovered Ben Graham Lectures (Die wiederentdeckten Vorträge Ben Grahams) – Nummer 10

¹⁶ Applying Behavioural Finance to Value Investing (Anwendung der Behavioural Finance auf Value Investing) – Präsentation T2 Partners, November 1995

¹⁷ CSFB Jahrbuch Globale Investitionsrenditen, Elroy Dimson, Paul March und Mike Staunton, London Business School 2010

„Nicht alles, was gezählt werden kann, zählt und nicht alles, was zählt, kann gezählt werden.“¹⁸

Das Risiko ist seit Anbeginn der Kern der Value-Investment-Denkweise. Ben Graham argumentierte: „Beta ist eine mehr oder weniger nützliche Bemessung vergangener Kursfluktuationen von Aktien. Mich irritiert allerdings, dass die Behörden die Beta-Idee jetzt mit dem Risikokonzept gleichstellen. Kursvariabilität ja, Risiko nein. Ein echtes Investitionsrisiko wird nicht in den Prozenten nachgemessen, um die der Kurs einer Aktie im Verhältnis zum allgemeinen Markt in einem bestimmten Zeitraum fallen kann, sondern anhand der Gefahr eines Verlusts der Qualität und Ertragskraft aufgrund einer sich verändernden Konjunktur oder Verschlechterung beim Management.“¹⁹ Oder, wie Buffett sagte: „Das Risiko, das eine Rolle spielt, ist nicht Beta oder Volatilität, sondern die Möglichkeit eines Verlusts oder Schadens durch eine Investition.“²⁰

Bruce Berkowitz argumentiert, dass es „bei Investitionen nicht um Verluste geht, genau wie es im Leben nicht darum geht, zu sterben“.²¹

Charles Brandes, ein viel beachteter Value Investor und Schüler von Ben Graham, weist die Sicht auf das Risiko des modernen Portfoliomanagements entschieden zurück: „Volatilität ist messbar, Unsicherheit nicht. [...] die Definition der Volatilität als Risiko (wie von der modernen Portfoliotheorie verlangt) verschleiert die richtige Definition des Investitionsrisikos als Möglichkeit, Geld zu verlieren [...]. Beta wird hauptsächlich von denjenigen, die den Gesamtmarkt (oder große Aktienpakete auf dem Markt) betrachten und die sich nicht im Einzelnen mit den Grundlagen bestimmter Unternehmen befassen, angewendet. Wie ich für Value-Investoren aufgezeigt habe, ist dieses Konzept irrelevant und im schlimmsten Fall regelrecht gefährlich.“²²

Die These, dass Value-Investments risikoreicher sind als der Markt, ist schlicht falsch. Ironischerweise erkennen selbst die Wissenschaftler, die diese moderne Portfoliotheorie entwickelt haben, an, dass Substanzwerte nachweislich weniger Betas und höhere historische Renditen aufweisen als Growth-Werte. Unter Berücksichtigung unserer Missachtung dieser Metrik als Methode zur Risikobemessung ist dies für uns offensichtlich irrelevant. Warren Buffett spricht oft darüber, wie verrückt die akzeptierte Denkweise des Markts hinsichtlich Risiko und Rendite ist. Er nutzt die Washington Post, die 1973 für 80 Millionen US-Dollar am Markt gehandelt wurde, als Beispiel, um aufzuzeigen, dass zu demselben Zeitpunkt die Vermögenswerte für nicht weniger als 400 Millionen US-Dollar hätten verkauft werden können. Wenn der Kurs weiter gefallen und der Wert auf 40 Millionen US-Dollar anstatt 80 Millionen US-Dollar gesunken wäre, wäre das Beta hier größer gewesen. Auf dieser Basis hätte der niedrigere Preis ein höheres Risiko suggeriert! „Wenn Sie einen Dollar für 60 Cent kaufen können, ist das Risiko beim Kauf einer Dollarnote für 40 Cent höher.“²³

¹⁸ Albert Einstein zugeschrieben

¹⁹ Benjamin Graham and Risk (Benjamin Graham und Risiko) von Bruce Grantier – The Brandes Institute

²⁰ Warren Buffett zitiert in L. Cunningham: Die Essays von Warren Buffett

²¹ Graham & Doddsville: Der Investitions-Newsletter der Columbia Business School, Winter 2009, Seite 6

²² Graham & Doddsville: Der Investitions-Newsletter der Columbia Business School, Winter 2009, Seite 6

²³ Ben Graham: The intelligent Investor (Der intelligente Investor), überarbeitete Ausgabe 2006

Howard Marks, Vorsitzender der Oaktree Capital, ein stets eloquenter und inspirierender Autor, bemerkte: „Die ‚Ich weiß‘-Investmentschule wurde in meinen Memoranden oft genannt. Ihre Mitglieder – Geldmanager, Wall-Street-Strategen und Medienexperten – glauben, dass es eine einzige Zukunft gibt, wenn sie im Vorhinein bekannt ist, und sie gehören zu denjenigen, die sie kennen. Sie brennen darauf, Ihnen mitzuteilen, was diese Zukunft bringt, und sind genauso bereit, die Ungenauigkeiten ihrer früheren Voraussagen zu übersehen. Was sie immer wieder ignorieren, ist die Tatsache, dass (a) zukünftige Möglichkeiten einen weiten Bereich abdecken, (b) einige unter ihnen – die „schwarzen Schafe“ – im Voraus nicht einmal vorstellbar sind und (c) selbst wenn es möglich ist, das wahrscheinlichste Ergebnis zu kennen, für die übrigen stattdessen eine erhebliche kombinierte Wahrscheinlichkeit gilt.“²⁴

Das Risikomanagement steht an vorderster Stelle im **Setanta-Investitionsprozess**. Am wichtigsten auf Aktienebene ist die Bewertung und Gewichtung der ökonomischen Quellen einer jeden Investition. Der Kauf von Aktien unterhalb unserer Bewertung ihres tatsächlichen Wertes mindert die Chance eines „permanenten Kapitalverlustes“ (obwohl billige Aktien kurzfristig noch unattraktiver werden können).

Eine starke Bilanz mit geringer Verschuldung gibt einem Unternehmen einen Freiraum, um mit nicht vorhergesehenen Pannen, seien sie unternehmensspezifisch, branchenbedingt oder einer generellen Konjunkturschwäche geschuldet, umzugehen. Wir sind uns der Gefahr durch „unbekannte Unbekannte“ bewusst. Die Größe des Aktienpakets wird herangezogen, um dieses bewertete Risiko und das Ertragspotenzial der Investition zu reflektieren. Sorgfältige Überlegungen werden auch dem Risiko durch Branchenkonzentration in einem Portfolio zuteil. Unser „Common Sense“-Risikomanagement ist ein wesentliches Element unseres Investitionsprozesses.

Ständiger Aufbau von Erfahrungen

Der Ökonom und Historiker J. K. Galbraith bemerkte einmal, dass „Märkte von einer extremen Kürze des Finanzgedächtnisses geprägt sind“.²⁵ Es gibt wenige Bereiche menschlichen Bestrebens, in denen die Geschichte so wenig zählt wie in der Finanzwelt. Bei Setanta schätzen wir Erfahrungen und die Bereitschaft, aus der Vergangenheit zu lernen. Erfahrung unterstützt einen Investor beim Erlernen der Fähigkeit, viele schwierige unausweichliche Entscheidungen zu treffen. Setanta beschäftigt 13 Investmentprofis, die durchschnittlich elf Jahre Erfahrung mitbringen. Aber wir achten sorgfältig darauf, Beurteilungen nicht nur aufgrund unserer eigenen, beschränkten Erfahrung abzugeben. Wie ein anderer, von uns anerkannter Value Investor, Donald Yacktman, sagte: „Ein gutes Urteilsvermögen basiert auf Erfahrung und vieles, aus schlechtem Urteilsvermögen Resultierendes, füge ich meinem Erfahrungsschatz täglich hinzu.“²⁶

Wir bei Setanta wissen, dass Investoren ständig lernen. Wir begrüßen die Notwendigkeit, unsere Kompetenzen sowohl durch Erfahrungen als auch durch Lernen zu erweitern. Wir lesen und diskutieren Schreiben, Memoranden und niedergeschriebene Ideen hochgeschätzter Value-Investor-Kollegen offen, die wir auch in dieser Broschüre zitiert haben.

²⁴ Oaktree Capital, Mai 2004, Investment Memorandum

²⁵ John Kenneth Galbraith „A Short Story of Finance Euphoria“ (Eine kurze Geschichte der Finanzeuphorie), 1980

²⁶ Value Investor Insight: „Lying in Wait“ (In Warteposition), November 2009

GLOSSAR

BEHAVIOURAL FINANCE	Anlagestil, bei dem Marktineffizienzen untersucht und genutzt werden, die auf dem typisch menschlichen Verhalten basieren
BETA	Volatilität (Schwankungsbreite) eines Investments bezogen auf eine Messgröße (z.B. Vergleichsindex)
BILANZ	Stichtagsbezogene Gegenüberstellung von Vermögen und Kapital eines Unternehmens; Instrument zur Beurteilung der Lage und Entwicklung eines Unternehmens
BRANCHE	Unternehmen, die nah verwandte Güter herstellen, können in Wirtschaftszweige gebündelt werden; z.B. Automobilbranche, Energiewirtschaft
BUCHWERT	Wertansatz im Rahmen der Bewertung von Unternehmen; errechnet sich aus dem bilanzierten Anlagevermögen
CASHFLOW	Überschuss der regelmäßigen betrieblichen Einnahmen über die regelmäßigen betrieblichen Ausgaben; wirtschaftliche Messgröße, die eine Beurteilung der Ertrags- und Finanzkraft eines Unternehmens zulässt
CLOSET INDEXING	Anlagestil, bei dem das Portfolio möglichst nah am Marktdurchschnitt ausgerichtet wird
DIVIDENDE	Ein Teil des Gewinns, der zur Ausschüttung an die Anteilseigner vorgesehen ist
FORECASTING	Prognosen, die Ökonomen dazu gebrauchen, um Trends zu bestimmen
GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG	Darstellung des unternehmerischen Erfolges in Form einer Gegenüberstellung von Aufwendungen und Erträgen eines bestimmten Zeitraumes im Rahmen des Jahresabschlusses
INNERER WERT	Der innere Wert einer Aktie spiegelt im Gegensatz zu ihrem Marktpreis den wahren bzw. objektiven Wert wider, der zusätzlich die Gewinnentwicklung der Aktiengesellschaft berücksichtigt
KURS-BUCHWERT-VERHÄLTNIS	Kennzahl zur Beurteilung von Wertpapieren
KURS-GEWINN-VERHÄLTNIS	Kennzahl zur Beurteilung des Börsenwertes eines Unternehmens
KURSWERT	siehe Marktpreis
LEVERAGE	Bezeichnet eine Hebelwirkung, bei der bei Fremdfinanzierung durch aufkommende Tendenzen das eingesetzte Kapital überproportional betroffen wird
MARKET-TIMING	Anlagestrategie, bei der aus Kursdifferenzen an Finanzmärkten unterschiedlicher Zeitzeonen mit hohem Kapitaleinsatz kurzfristig zusätzliche Gewinne generiert werden
MARKTPREIS	Auch Kurs, Preis; durch Handel (Angebot und Nachfrage) am öffentlichen Markt, z.B. einer Börse, bestimmter Preis eines Vermögensgegenstandes
TRACKING ERROR	Abweichung der Wertentwicklung eines Fonds vom Benchmark (z.B. Index) in Prozent
VALUE AT RISK	Kennzahl zur Abschätzung des Verlustrisikos bei normalen Marktbedingungen über einen bestimmten Zeitraum

WICHTIGE INFORMATION

Setanta Asset Management Limited wird von der Central Bank of Ireland, PO Box 9138, College Green, Dublin 2, Irland, beaufsichtigt. Dieses Dokument, das ausschließlich zu Informationszwecken dient, ist keinesfalls Teil irgendeines Vertrages. Es handelt sich um ein Marketingpapier, das (a) nicht gemäß den gesetzlichen Bestimmungen zur Bewerbung der Unabhängigkeit der Investitionsrecherche ausgefertigt wurde und (b) keinem Verbot zum Handeln vor Weitergabe der Investitionsrecherche unterliegt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen basieren auf geltendem Recht, Änderungen sind daher vorbehalten. Der Inhalt ist lediglich als Leitfaden zu betrachten und darf nicht als Interpretation der Gesetze ausgelegt werden. Es muss immer der Rat eines entsprechend qualifizierten Experten eingeholt werden.

KONTAKTDATEN

Herr Alan Hickey
Marketing Director
Setanta Asset Management
College Park House
20 Nassau Street
Dublin 2
Irland
Telefon: +353 1 612 4903
E-Mail: Alan.Hickey@setanta-asset.com
www.setanta-asset.com