

Value Investing – ein Toter sieht anders aus!



Michael Keppler, Gründer von Keppler Asset Management / Foto: © Keppler Asset Management

Wachstumstitel (Growth) haben insbesondere dem US-amerikanischen Aktienmarkt in den vergangenen Jahren massiven Aufwind beschert. Einige Werte gingen förmlich durch die Decke. Value-Titel hatten bei diesem Rennen schon lange das Nachsehen. Hat sich der Value-Stil gar überlebt? Nein, sagt Michael Keppler, Gründer von Keppler Asset Management aus New York. Er gilt als einer der anerkanntesten Value-Manager. finanzwelt bat ihn zum Interview.

finanzwelt: Wie lautet eine einprägsame Definition von *Value-Investing*?

Kepler: *Value-Investing* bedeutet Vermögenswerte unter ihrem inneren Wert zu erwerben. Dem Anlagestil liegt die Prämisse zugrunde, dass die Märkte auf gute und auf schlechte Nachrichten überreagieren. Die dadurch ausgelösten Preise können weit von dem fundamentalen Wert des jeweiligen Investments abweichen. Diese Überreaktion bietet die Möglichkeit, Vermögensgegenstände – vorwiegend Aktien – günstig zu erwerben oder zu überhöhten Kursen zu veräußern. Value-Investoren sind deshalb davon überzeugt, dass – im Gegensatz zur modernen Portfoliotheorie – der Marktpreis nicht immer der richtige Preis ist.

finanzwelt: Wachstumswerte (Growth) haben seit einigen Jahren sogenannte *Value*-Titel outperformed. Schlägt nun das Momentum um?

Kepler: Mit Unterbrechungen wiesen Wachstumswerte seit dem Ende der Finanzkrise 2009 eine zum Teil deutlich bessere Wertentwicklung auf als sog. *Value*-Aktien. Gefördert wurde diese Entwicklung vor allem durch zwei Umstände. Zum einen begünstigen niedrige Zinsen die Kurse von Wachstumsaktien, weil deutlich höhere zukünftige Gewinne abgezinst mit niedrigen Zinssätzen einen höheren Barwert zur Folge haben. Zum anderen begünstigte das „Too Big to Fail“-Syndrom das Überleben großer Unternehmen, die eigentlich bankrott waren. Das schadete der Gewinnentwicklung wirtschaftlich solider Unternehmen weil nun die falschen Unternehmen staatlich gefördert wurden.

Nach mehreren Jahren einer teilweise deutlich besseren Wertentwicklung sind die Wachstumstitel weltweit gemessen an ihren fundamentalen Werten wie Buchwerten, Cashflows, Gewinnen und Dividenden heute doppelt so teuer wie die *Value*-Aktien. Andererseits liegt ihr Gewinnwachstum sogar um mehrere Prozentpunkte unter dem Gewinnwachstum der *Value*-Aktien. Niedrigeres Gewinnwachstum zum doppelten Preis macht für einen vorsichtigen Kaufmann keinen Sinn. Also ist es nur noch eine Frage der Zeit bis *Value*-Aktien wieder punkten.

finanzwelt: Welche Gründe sprechen derzeit für *Value-Investing* (auch im langfristigen Vergleich zu anderen Investmentstilen)?

Kepler: Die Preiswürdigkeit von *Value*-Aktien hat nach mehreren Jahren der Underperformance ein Niveau erreicht, von dem aus es zu einer Gegenreaktion kommen müsste. Nehmen Sie beispielsweise die Substanzbewertung des MSCI World Value Index: Diese liegt bei dem 1,7-fachen des Buchwerts. Die Buchwertbewertung des MSCI World Growth Index ist mit einem Faktor von 5,2 mehr als dreimal so hoch. Ähnlich sieht es bei den Dividendenrenditen

aus: 3,4 Prozent gibt es jährlich für den MSCI World Value Index und nur 1,3 Prozent für das Wachstumsäquivalent.

finanzwelt: Ist demzufolge „Value nicht tot“, wie oftmals geschrieben?

Keppler: Ein Toter sieht anders aus!

finanzwelt: Wie und wo finden Sie unterbewertete Titel, die Aufholpotenzial haben?

Keppler: Wir untersuchen Monat für Monat mehr als 1600 Gesellschaften aus 23 Industrieländern und rund 1400 Unternehmen aus 26 Emerging Markets. Aus den aggregierten Unternehmensdaten ermitteln wir die attraktivsten Länder, Sektoren und Einzeltitel. Derzeit rangieren Großbritannien, Italien, Österreich, Singapur und Spanien an der Spitze der Industrieländer. Unter den Emerging Markets sind Chile, Mexiko, Russland, Tschechien und die Türkei am preiswertesten und haben damit die besten Chancen für eine gute Performance.

finanzwelt: Was halten Sie diesbzgl. aktuell von (europäischen) Finanzwerten?

Keppler: Hier ist vor allem bei einigen Banken größte Vorsicht geboten. Die Gefahr von Wertfallen sog. *Value Traps* ist hier besonders groß. Wieso liegt beispielsweise der Aktienkurs der Deutschen Bank oder der Commerzbank bei nur einem Viertel ihres Buchwertes? Wenn der Buchwert richtig wäre, müssten diese Banken zerschlagen werden. Das Vermögen der Eigentümer würde sich über Nacht vervierfachen. Stattdessen drängt sich der Verdacht auf, dass die Buchwerte weit überhöht sind, weil ihnen Phantasiebewertungen aus der Vergangenheit zugrundeliegen. Da die Ertragslage jedoch zu schlecht ist, um die nötigen Abschreibungen vorzunehmen und die Banken „too big to fail“ sind, tut man so als sei alles in Ordnung. Das ist es aber nicht! Versicherungen wie die Münchener Rück gehören in ihrem Stammgeschäft zu den weltweiten Marktführern. Andererseits haben sie in Bezug auf Kapitalanlagen nach großen Verlusten in der Baisse 2000 bis zum Frühjahr 2003 vor den Aufsichtsämtern kapituliert und zahlen als Folge lieber großzügige Dividenden als das Geld im Kapitalmarkt zu investieren.

finanzwelt: Einer Ihrer Flaggschiff-Fonds ist der Global Advantage Major Markets High Value. Können Sie uns die Wesensmerkmale kurz darlegen?

Keppler: Die Global Advantage Funds-Familie hat zwei Teilfonds, den von Ihnen genannten Major Markets High Value und das Äquivalent, den Emerging Markets High Value. Beiden Teilfonds liegt die gleiche Konzeption zugrunde. Sie investieren in die am attraktivsten bewerteten Aktienmärkte in ihrer Kategorie. Unser Research zeigt, dass in den letzten 50 Jahren

von 1970 bis 2019 ein Portfolio bestehend aus einer Kombination der preiswertesten Aktienmärkte – wir nennen sie *Top Value*-Märkte – Jahresdurchschnittsrenditen von 13,4 Prozent in Form von Kursgewinnen und Dividenden erzielten. Demgegenüber lieferten die – gemessen an ihren fundamentalen Werten wie Gewinnen, Cashflows, Dividenden und Buchwerten – teuersten Aktienmärkte im gleichen 50-Jahreszeitraum nur Durchschnittsrenditen von 8,3 Prozent p.a.. Allerdings kehrte sich dieser Zusammenhang nach der letzten Finanzkrise um. Seit etwa 2010 sind die teuren Aktien immer noch teurer geworden, was dazu geführt hat, dass der *Value*-Anlagestil sich seitdem nur unterdurchschnittlich entwickelt hat. Da die Bäume jedoch nicht in den Himmel wachsen und große Eltern nicht immer noch größere Kinder bekommen, sind die Chancen sehr gut, dass *Value* als Anlagestil in den kommenden Jahren wieder an Bedeutung gewinnt. Die fundamentalen Voraussetzungen dazu liegen jedenfalls bereits vor.