

BACKGROUND

BENCHMARK-DENKEN

Um die Leistung von institutionellen Investoren wie Fonds, aber auch Pensionskassen besser messen zu können, wurden immer ausgeklügeltere Benchmarksysteme eingeführt. Viele dieser Benchmarks (Vergleichsindizes) dienen dazu, die Performance-daten zu vergleichen. Das Ziel ist es, ge-



BILDKEY

Eine Benchmark misst die Leistung.

genüber dem Vergleichsindex möglichst gut abzuschneiden. Verliert der Index in einer Baisse-Phase 10 Prozent und sinkt der Fonds in derselben Zeit um 8 Prozent, so ist das eine Outperformance. Der Fondsmanager wird sich in diesem Fall vielleicht freuen, nicht aber die Anleger. Schliesslich haben sie Geld verloren. Durch das Benchmark-Denken rückte auch die fundamentale Analyse und Beurteilung von Unternehmen in den Hintergrund.

Suche nach Substanz

Firmenanalyse als Schlüssel zum Erfolg

Fonds, die nach Value-Grundsätzen anlegen, gibt es in grosser Zahl. ValueFocus interpretiert den Value-Stil auf eigene Art.

Von Christian Strässle und Ralph Wattenhofer*

Indexnahes Investieren ist weit verbreitet und sowohl bei institutionellen als auch bei privaten Anlegern beliebt. Schätzungsweise über 90 Prozent der weltweit verwalteten Aktienvermögen sind indexnah angelegt. Indexunabhängige Anlagestrategien, zu denen auch Value-Investing gehört, bilden eine kleine Minderheit. Dabei sprechen jahrzehntelange Praxiserfolge und wissenschaftliche Studien für Value-Investing. Es konnte in mehreren Untersuchungen über verschiedene Zeiträume hinweg nachgewiesen werden, dass Anlegen im Value-Style höhere Renditen erzielt. Die bessere Rendite wird dabei nicht mit höheren Risiken erkaufte. Im Gegenteil, das Verlustrisiko von Value-Aktien in schlechten Börsenphasen ist tiefer als dasjenige von Wachstumsaktien. Nach den markanten Rückschlägen der Börsenindizes in den letzten Jahren sitzt die Angst vielen Anlegern tief in den Knochen, und es stellt sich die Frage: Wären die hohen Verluste zu vermeiden gewesen und würde man in Zukunft nicht besser auf Value-Investing setzen?

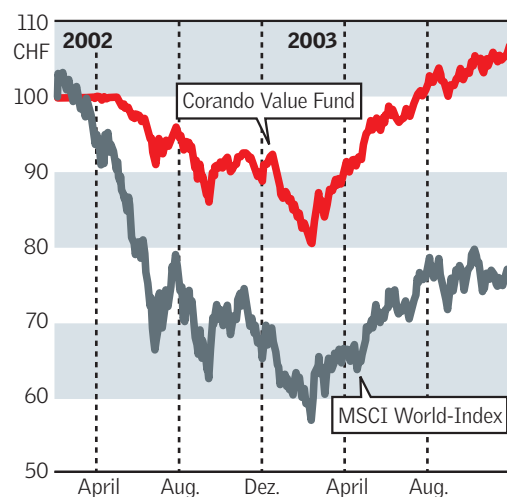
Mit der Anwendung der modernen Portfoliotheorie in der Praxis und auf Grund der Tatsache, dass nur wenige aktive Anleger in der Lage waren, besser als der Index abzuschneiden, ist die Beliebtheit des indexnahen Investierens seit Beginn der Achtzigerjahre stark gestiegen. Der Index-Investor betrachtet den Markt als effizient und als langfristig nicht zu schlagen. Da er überzeugt ist, dass die Börse alle Unternehmen jederzeit richtig bewertet, ist er bereit, jeden Preis für eine Aktie zu bezahlen. Bei der Aktienausswahl lehnt er sich an einen Referenzindex an und versucht dabei, die Kosten möglichst tief zu halten. Der Index-Investor gibt sich damit zufrieden, die gleiche Rendite wie der Markt zu erzielen.

Eng verknüpft mit der Indexstrategie ist das **BENCHMARK-DENKEN**. Die Annahme, dass der Markt langfristig nicht zu schlagen ist, führte während der Phase der steigenden Börsenindizes in den Achtziger- und Neunzigerjahren vermehrt zu

relativem Denken. Um die Leistung der Portfoliomanager zu messen und vergleichbar zu machen, wurden umfangreiche Benchmarksysteme eingeführt. Die meisten davon sind darauf ausgerichtet, kurzfristige Performancevergleiche zu ermöglichen. Damit ist die fundamentale Analyse und Beurteilung von Unternehmen in den Hintergrund gerückt. Die Entfernung von der ökonomischen Basis und das relative Denken erinnern an die Geschichte von zwei Seiltänzern auf zwei nebeneinander liegenden Hochseilen. Der eine auf einer Höhe von 100 m, der andere 80 m über dem Boden. Der relativ tiefer liegende schaut nach oben und fühlt sich seiner Sache «absolut» sicher. Immerhin ist er ja relativ gesehen wesentlich tiefer als der andere. Dabei bemerkt er aber nicht, dass ein kräftiger Windstoss genügen würde, um auch ihn in arge

Schutz vor Rückschlägen

Performance vom 1.3.2002–8.1.2004



Der von ValueFocus gemanagte Corando Value Investment Fund entwickelte sich seit seiner Lancierung deutlich besser als der MSCI World Index.

Quelle: Value Focus AG

Schwierigkeiten zu bringen. Das Benchmark-Denken hat die Index-Investoren in den vergangenen Jahren jedenfalls nicht vor Verlusten bewahrt. Im Gegenteil, die irrationalen Bewertungen zahlreicher Unternehmen Ende der Neunzigerjahre sind von den meisten Anlegern nicht erkannt worden. Value-Investoren hingegen haben die Überbewertungen vieler Unternehmen identifiziert und sind den teuren Aktien folgerichtig aus dem Weg gegangen. Value-Investing basiert nämlich auf der Erkenntnis, dass jedes Unternehmen einen wirtschaftlichen, vom Börsenkurs unabhängigen, inneren Wert besitzt. Dieser wird auch als **INTRINSIC VALUE** (Seite 79) bezeichnet. Value-Investoren versuchen, diejenigen Unternehmen aufzuspüren, deren Börsenkurse markant unter dem fairen Wert liegen. Sie lesen selektiv



«Wir stellen uns zuerst immer die Frage nach dem Verlustpotenzial.»

Christian Strässle (links),
Ralph Wattenhofer

und unabhängig vom Index aus und betrachten die einzelnen Unternehmen und deren Börsenbewertung. Investiert wird nur, wenn der Börsenkurs unter dem inneren Wert liegt. Dies verschafft eine Sicherheitsmarge. Je tiefer der Einstiegspreis unter dem inneren Wert liegt, desto geringer ist das Verlustrisiko. Zugleich wird mit dem tiefen Kaufpreis die Wahrscheinlichkeit, mit dem Investment einen überdurchschnittlichen Ertrag zu erzielen, markant erhöht. Die individuelle Anwendung der Grundprinzipien des Value-Investing lässt Spielraum offen. **BENJAMIN**



GRAHAM, der Vater der Value-Strategie, hat seine Gefolgsleute stets dazu animiert, selbst nachzudenken, um seine Prinzipien anzuwenden. Bei ValueFocus haben wir diesen Appell dankbar angenommen und unsere eigene Inter-

BACKGROUND

BENJAMIN GRAHAM

Der 1976 im Alter von 82 Jahren verstorbene Benjamin Graham war ein Lehrmeister der modernen Wertpapieranalyse und gilt als Erfinder des Value-Investing. Mitte der Fünfzigerjahre arbeitete auch Warren Buffett für ihn und lernte dabei dessen Grundsätze kennen. Grahams vor Jahrzehnten publizierte Bücher haben nichts von ihrer Aussagekraft verloren.

Intelligent und unabhängig investieren



www.corando.ch / Valor 1.362.572

pretation entwickelt. Den Schwerpunkt legen wir auf die Einschränkung des Verlustrisikos: Zuerst nach unten schauen, dann nach oben. Wir Fragen uns in erster Linie: Wie viel könnte das Verlustpotenzial sein? Erst dann eruieren wir das Gewinnpotenzial. Unsere Aversion, mit einem Investment einen nachhaltigen Verlust zu erzielen ist so bedeutend, dass wir dafür gleich zwei Regeln haben: **Regel Nr. 1 lautet: «Verliere nichts!» Regel Nr. 2 heisst: «Vergiss Regel Nr. 1 nicht!»**

Zur Zusammenstellung von Aktien-Portfolios setzen wir zwei unterschiedliche Selektionsverfahren ein, die Qualitäts- und Bewertungsaspekte eines Unternehmens berücksichtigen (Grafik unten).

Das eine Verfahren ist die **Top-Business-Selection**. Hier geht es darum, qualitativ hoch stehende Unternehmen mithilfe eines Kriterienkatalogs aufzuspüren. Die wichtigsten Kriterien dabei sind: Nachhaltigkeit der Ertragskraft, Art und Marktstellung der Produkte, Fähigkeit des Managements, den Unternehmenswert zu steigern, Konkurrenzsituation im Markt oder Dauerhaftigkeit der Wettbewerbsvorteile. Nach unseren Erfahrungen gibt es weltweit nur etwas mehr als 300 börsennotierte Unternehmen, die unsere Tests bestehen und als «Top-Business» bezeichnet werden können. Nachdem durch die Top-Business-Selection die qualitativ hoch stehenden Firmen herausgefiltert wurden, wählen wir diejenigen aus, die zu einem ökonomisch günstigen Preis an der Börse erhältlich sind. Zur Preisbestimmung setzen wir bestehende und selbst entwickelte Bewertungsmethoden ein, die vor allem den ökonomischen Ertragswert ermitteln. Bei vielen Unternehmen ist es jedoch auf Grund der



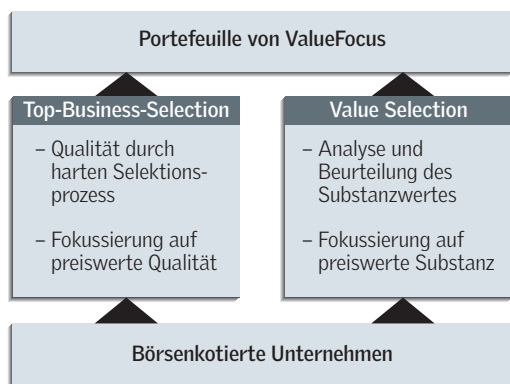
BILD: BLOOMBERG

Bill Miller Der Fondsmanager von Legg Mason ist einer der weltweit erfolgreichsten Value-Investoren.

Eigenschaften des fundamentalen Geschäfts sehr schwierig oder gar nicht möglich, einen aussagekräftigen Ertragswert festzustellen. Für diese Unternehmen haben wir den «**Value-Selection**»-Prozess entwickelt. Die Firmen werden in dieser Analyse auf ihr Substanzpotenzial hin untersucht. Dabei geht es darum, in diejenigen Unternehmen zu investieren, deren Substanzpotenzial nicht erkannt oder unterschätzt wird und die deshalb an der Börse zu einem günstigen Preis erhältlich sind. Die von ValueFocus umgesetzte Investment-Strategie hat sich in den vergangenen Jahren bestens bewährt. Unsere Anleger konnten sich beruhigt zurücklehnen und substanzielle Gewinne erzielen. Auch der selektivste Auswahlprozess ist zwar noch keine Erfolgsgarantie. Wir sind jedoch überzeugt, über das selektive Vorgehen auf der Qualitäts- und der Preisebene mindestens einen Teil der Risiken einschränken zu können. ■

*Christian Strässle und Ralph Wattenhofer sind Portfoliomanager und Geschäftsführer der ValueFocus AG.

Grundsätze des wertorientierten Investierens



Aus der Vielzahl börsennotierter Firmen werden mithilfe eines Kriterienkatalogs diejenigen von höchster Qualität ermittelt. Ausgewählt werden solche, die zu einem ökonomisch günstigen Preis erhältlich sind.

Quelle: www.comand.ch

BACKGROUND

INTRINSIC VALUE

Value-Investoren müssen Unternehmen gut analysieren können. Nur wenn sie die Werte, die in einer Firma stecken, realistisch einschätzen, ist es möglich, den Intrinsic Value zu berechnen. Dies ist der innere Wert eines Unternehmens, der dem Preis entspricht, den ein informierter Investor bei einer Übernahme bezahlen würde. Liegt dieser Preis über dem aktuellen Börsenwert des Unternehmens, wird es für einen Value-Investor interessant.

SUBSTANZAKTIEN

So werden Aktien von Unternehmen bezeichnet, deren eigentlicher Wert höher ist als der aktuelle Börsenkurs. Gegen Ende der Neunzigerjahre, als die Börse boomte und der technologische Fortschritt Wachstumsfantasien auslöste, waren Substanzaktien weniger gefragt, was sich in der folgenden Baisse dann wieder korrigierte. In einer Studie für den Zeitraum von 1963 bis 1990 wurde berechnet, dass Substanzaktien im Durchschnitt pro Jahr 3,9 Prozent mehr Rendite erzielten als Wachstumsaktien.

Büchertipps

- **Intelligent Investieren**, Benjamin Graham, ISBN: 3-89879-064-9 (Erscheinungsdatum April)
- **Value Investing Today**, Charles H. Brandes, McGraw-Hill Verlag, ISBN: 0-07-007190-X
- **The Five Keys to Value Investing**, J. Dennis Jean-Jacques, ISBN: 0-07-140231-4