



# Die letzten Zinsen

Senior Loans, Alternative Debt, CoCo-Bonds: Wo sich Investments noch lohnen » 30

50 | **Market Neutral**  
Smarte Ansätze für schwierige Zeiten

57 | **Stiftungsfonds**  
Die besten schaffen acht Prozent Rendite

62 | **Research**  
Diese Märkte haben das größte Potenzial

### EXPERTEN IN DIESER AUSGABE



M. C. Harting  
AB



H.J. Lee  
Barings



T. Richter  
BVI



M. Ospald  
Frankfurt-Trust



L. Röhmeyer  
LBB-INVEST



C. Calich  
M&G Investments



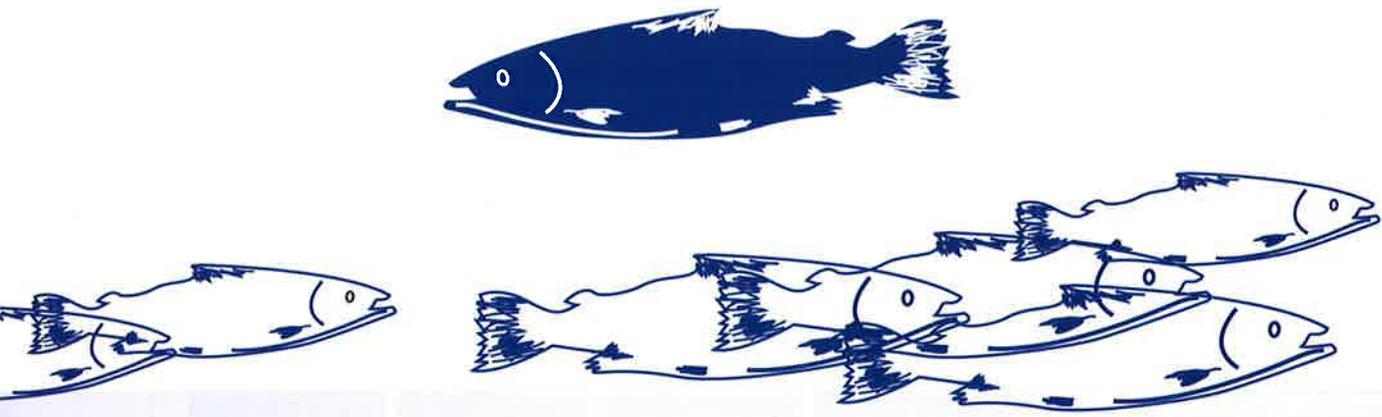
S. Hellmann  
NN Investment Partners



N. Keimling  
StarCapital



F. Schleicher  
Value AM



# TRENDWENDE BEI VALUE-AKTIEN

In unterbewertete Aktien zu investieren ist der Traum vieler Anleger. Allerdings gilt es, Titel zu finden, die zu Unrecht unterbewertet sind. Und dann ist nicht selten eine große Portion Geduld gefragt, bis der breite Markt die Titel wachküst und zu neuem Leben erweckt

**Gastautor**  
Felix Schleicher

**D**er wertorientierte Anlagestil liefert langfristig die höchsten Renditen. Dabei gilt es, Aktien mit einem möglichst hohen Abschlag auf den inneren Wert zu finden. Doch ungeachtet aller Beweise für das Funktionieren von Value Investing werden weltweit nur fünf Prozent der Anlagegelder nach diesem Ansatz verwaltet. Das mag daran liegen, dass zuweilen reichlich Geduld bei der Umsetzung benötigt wird, eine Eigenschaft, die in Finanzkreisen bekanntlich nicht gerade weit verbreitet ist.

In den vergangenen zehn Jahren mussten Value-Investoren ungewöhnlich viel Geduld aufbringen, da mit Ausnahme von einzelnen Jahren wie 2009 oder 2013 der Gesamtmarkt meist besser lief als die unterbewerteten Aktien. Doch in jüngster Zeit mehren sich die Anzeichen für eine Trendwende zugunsten des Value-Stils. Betrachtet man die wichtigsten Börsenindizes nach Bewertungskriterien wie Kurs-Gewinn, Kurs-Buchwert oder Dividendenrendite, erkennt man keine signifikanten Unterbewertungen im historischen Vergleich. Doch das täuscht, denn die Ak-

tiemärkte sind heute ähnlich zweigeteilt wie Anfang 2000.

## Mode schlägt Value – kurzfristig

Zur Jahrtausendwende kaufte alle Welt Aktien aus den angesagten Bereichen Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT) – ungeachtet ihrer extrem hohen Preise, während die restlichen Sektoren ignoriert wurden und entsprechend im Kurs nachgaben. Was folgte, war ein jahrelanger Kursverfall bei TMT und starke Gewinne bei Value-Titeln.

Heute sind die Lieblinge der Anlegergemeinde ausgewählte Technologiewerte wie Facebook, Amazon, Netflix und Google, Biotechs sowie Konsumgüterhersteller wie Nestlé oder Coca-Cola. Der Dow Jones Global Titans Index, der viele dieser Titel enthält, stieg in Euro gerechnet in den letzten fünf Jahren um stolze 13 Prozent p.a., was aber keineswegs ein Ergebnis höherer Erträge war. Tatsächlich stagnierten diese in Summe aber. Die Kursgewinne resultierten lediglich aus deutlich höheren Bewertungen. Die TMT-Blase aus dem Jahr 2000 lässt grüßen!

Ganz anders die Ausgangslage für zahlreiche Value-Aktien, die weit unter ihrem fairen Wert notieren. Exemplarisch lässt sich das an ausgewählten Beteiligungsgesellschaften beobachten. Der legendäre

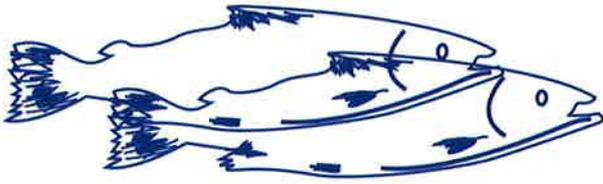
Value-Investor Warren Buffett hat mit seiner Holding Berkshire Hathaway längst bewiesen, wie lukrativ Investments in unterbewertete Beteiligungen sein können. Seit der Gründung 1965 stehen 20,8 Prozent Rendite pro Jahr zu Buche.

Die Ergebnisse von Berkshire Hathaway sind zugegebenermaßen einzigartig, aber auch etliche andere Beteiligungsgesellschaften erzielten weit überdurchschnittliche Ergebnisse. Gleichwohl werden sie nach wie vor weitgehend ignoriert.

## Value ist günstig zu haben

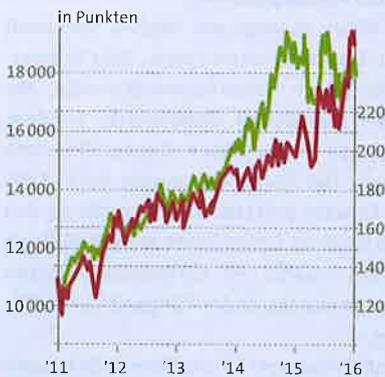
Beteiligungsgesellschaften wie C.F. Alba (Spanien), Dundee Corp. (Kanada), Loews oder Leucadia (USA) haben vieles gemein: Alle sind strikte Verfechter des Value Investing und haben in der Vergangenheit exzellente Anlageergebnisse erzielt. Die Gesellschaften sind finanziell solide aufgestellt, befinden sich zum großen Teil im Besitz der Manager und notieren weit unter dem Gesamtwert ihrer Beteiligungen.

Die sich zu 67 Prozent im Besitz der Familie March befindliche C.F. Alba etwa investiert in spanische Qualitätsunternehmen wie den Baukonzern ACS, den Nahrungsmittelhersteller Ebro Foods oder die spanische Börse, bei denen Alba jeweils der größte Aktionär ist mit entsprechendem Mitspracherecht. Alba zahlt eine Dividende von



## BEWERTUNG VS. PERFORMANCE

### DJ-Titans-Index und KGV (r. Skala)



Quelle: Value Asset Management

Ein Gutteil der Performance des DJ Global Titans Index basiert auf einer Ausweitung der KGVs.

drei Prozent und notiert 40 Prozent unter Buchwert, nahe der tiefsten Bewertung in der Firmengeschichte.

Die von der kanadischen Unternehmerfamilie Goodman aufgebaute Dundee Corp. wiederum besitzt Beteiligungen in den Bereichen Immobilien, Energie, Agrikultur, Finanzen sowie Goldminen. In den letzten beiden Jahren litten vor allem die Interessen im Öl- und Goldbereich unter dem Preisverfall, der jedoch inzwischen gestoppt ist. Der gegenwärtige Abschlag des Titels beträgt 60 Prozent.

### Spürsinn und langer Atem

Geduld gehört zu den Markenzeichen der in dritter Generation von der Familie Tisch geführten Beteiligungsgesellschaft Loews. So hält sie ihre Mehrheitsbeteiligung an dem Versicherer CNA schon seit 1974.

Daneben gehören der Pipelinebetreiber Boardwalk, der Bohrinselfermieter Diamond Offshore und eine eigene Hotelkette zum Portfolio. Loews verfügt über hohe Cashreserven und hat allein im letzten Jahr neun Prozent der eigenen Aktien zurückgekauft. Seit 1971 wurden auf diese Weise fast 75 Prozent der ausstehenden Aktien eliminiert. Der Substanzwert übersteigt den aktuellen Börsenkurs um mindestens 40 Prozent.

Leucadia schließlich wurde lange Zeit als „Mini-Berkshire“ bezeichnet – die sogar die Performance des großen Vorbilds zeitweise übertraf. Eine Phase der Stagnation des Buchwerts von Leucadia wurde von vielen Anlegern mit Verkäufen quittiert. Aus einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von zwei wurde eines von 0,5, der Aktienkurs liegt entsprechend 70 Prozent unter dem Top. Beispiele der breit gestreuten Vermögenswerte von Leucadia sind die Investmentbank Jefferies, der Steakproduzent National Beef und ein großes Aktienpaket am Mischkonzern Harbinger.

### Stagnationsphase überwunden

Einer Studie von Franklin Templeton zufolge haben Substanzaktien Anfang des Jahres ihre ausgeprägte Schwächephase gegenüber Wachstumstiteln beendet. Das könnte wie in der Vergangenheit auf eine dauerhafte Renaissance des Value Investing hindeuten. Bereits eine Rückkehr zu normalen Bewertungsrelationen würde zu starken Kurserholungen bei den vernachlässigten Value-Aktien führen. Der MMT Global Value Fonds (ISIN: LU 034 663 939 5), der von der Value Asset Management betreut wird, investiert in solche Titel, zu denen auch die oben genannten Beteiligungsgesellschaften zählen. Wir teilen dabei die Ansicht von Franklin Templeton, wonach Value-Anlagen derzeit die größten Chancen am Aktienmarkt bieten. ■



### Felix Schleicher

Partner, Value Asset Management

Der Autor ist Partner der Value Asset Management sowie Geschäftsführer von Value Asset Advisors. Davor war er bis 2007 für die Münchner Fiduka Depotverwaltung GmbH tätig sowie bis 2010 für die IPG Investment Partners AG. Der Diplom-Kaufmann betreut Value-Fonds wie den MMT Global Value.