

# Value-Investieren

## Einleitung

Value-Investieren ist einer der sinnvollsten Investitionsansätze. Die Grundlagen wurden bereits vor etwa 60 Jahren von den Investoren-Legenden Benjamin Graham und David Dodd in ihrem bahnbrechenden Buch "Security Analysis" (Wertschriften-Analyse) formuliert. Einer von Grahams berühmtesten Schülern an der Columbia Business School war Warren Buffett, das „Orakel von Omaha“; der Eigentümer und Chairman von Berkshire Hathaway gilt als einer der grössten Investoren heutiger Tage und als strikter Verfechter des Value-Ansatzes.

Grahams Ansatz konzentriert sich auf den inneren Wert einer Firma, der aufgrund ihrer Aktiven, Gewinne, Dividenden und Finanzstärke gerechtfertigt ist. Die Konzentration auf diese Grössen soll den Investor, so Graham, vor Falschbewertungen des Marktes während Zeiten grosser Euphorie oder grossen Pessimismuses schützen. Er weist jedoch darauf hin, dass der Ansatz, ein missachtetes und unterbewertetes Papier zu finden und zu kaufen, ein mühsamer und die Geduld strapazierender Ansatz sein kann, da der Markt, wie auch J. M. Keynes schon meinte, länger irrational sein kann, als einem lieb ist. Um einen Gewinn erzielen zu können, der über dem Marktdurchschnitt liegt, muss der Investor Prinzipien folgen, die intrinsisch durchdacht, logisch und vielversprechend sind, sich jedoch von denen der meisten anderen Marktteilnehmer unterscheiden. Grahams Ziel ist die Konstruktion eines auf einen bestimmten Analysezeitpunkt bezogenen optimalen Portfolios, bestehend aus Aktien und Obligationen. Ein neutrales Portfolio besteht demnach aus 50% Aktien und 50% Obligationen. Die Werte können dabei zwischen einem minimalen Wert von 25% und einem maximalen von 75% schwanken, abhängig von der jeweiligen Attraktivität von Obligationenanlagen. Graham unterstreicht seine Philosophie auch in seinem 1947 erschienenen Buch "The Intelligent Investor" (der intelligente Investor).

## Die Philosophie

Graham meinte, dass es für einen einzelnen Investor sehr schwierig sei, durch gezielte Titelselektion den Markt zu schlagen (also die Rendite des Gesamtmarktes - meist ein Index, wie z.B. der Dow Jones oder der SMI - zu übertreffen). Zahlreiche Studien über die Performance von Portfolio-Managern haben dies in der Zwischenzeit bestätigt. Aktien, die nachhaltig besser rentieren als der Schnitt, weisen ein grösseres Wachstum auf als der Gesamtmarkt. Das Problem, diese Aktien zu finden, liegt in zwei Punkten begründet:

Erstens: Auch wenn eine Firma überdurchschnittliche Wachstumschancen aufweist, so muss dies nicht unbedingt in eine Überrendite für Anleger münden,

da diese Aussichten höchstwahrscheinlich schon in den Preis der Aktie eingeflossen sind.

Zweitens: Das Risiko ist gross, dass der Investor sich bezüglich der Wachstumsaussichten der Firma täuscht. Dieses Risiko wird durch die Psychologie des Marktes verstärkt, die dazu führt, Aktien zu über- oder unterbewerten, je nach Marktlage und Stimmung.

Graham schlägt nun vor, dieses Risiko einer Fehleinschätzung zu reduzieren, indem der Investor zuerst einen inneren Wert für eine Aktie bestimmt, der unabhängig von der Marktmeinung ist. Graham erklärt zwar nirgends genau, was denn unter innerem Wert zu verstehen ist, aber er schlägt als eine wichtige Komponente die materiellen Aktiven vor; andere Faktoren, die berücksichtigt werden müssen, sind Gewinne, Finanzstärke und Stabilität.

Aktien, die über diesem inneren Wert notieren, sollten nicht gekauft werden, solche die darunter notieren, bieten eine noch bessere Sicherheitsmarge (Margin of Safety). Der Value-Investor kauft also eine Aktie aufgrund seines inneren Wertes zu einem ihm angemessenen Preis und verkauft diese wieder, wenn der Preis über diesen von ihm berechneten Wert steigt, unabhängig von den täglichen Fluktuationen des Aktienmarktes. Aber Vorsicht: das heisst nicht, dass man sich sklavisch an ein Papier hält. Umstände können sich ändern, sodass eine Neueinschätzung der Lage vorgenommen und der innere Wert wieder neu analysiert werden muss.

## **Typen von Investoren**

Graham unterscheidet zwei Typen von Investoren. Der "defensive" Investor (defensive investor) und der "aggressive" oder "unternehmerische" Investor (enterprising investor). Diese beiden Investoren-Typen unterscheiden sich nicht in der Grösse des Risikos, das sie einzugehen gewillt sind, sondern in der Grösse des "intelligenten" Aufwandes, den sie gewillt und befähigt sind, für die Analyse zu betreiben. Als Beispiel für einen defensiven Investor nennt er einen Arzt, der nicht genügend Zeit zur Analyse aufbringen kann oder einen jungen, zwar in Finanz ausgebildeten Berufsmann, dem es aber noch an Erfahrung fehlt.

Diese Investoren sollten nicht versuchen, primär den Gesamtmarkt zu schlagen, sondern eben diese Rendite durch geschicktes Investieren zu erreichen. Dies ist möglich durch eine geschickte Portfolio-Allokation in Aktien und Obligationen sowie geschicktes Investieren in kostengünstige Fonds, die den jeweiligen Gesamtmarkt abbilden, oder in Aktien mit einer langen Geschichte profitabler Geschäfte und starker Position in ihrer Branche. Primäres Ziel ist die Vermeidung von Fehlern und, damit verbunden, grosser Verluste. Mehr dazu weiter unten.

Der "unternehmerische" Investor kann sein Anlageuniversum substanziell ausweiten, jedoch sollen seine Investments immer noch die Grundlagen

intelligenten Investieren befolgen, d.h. substanz- und/oder wachstumsstarke Firmen zu finden, die am Markt attraktiv bewertet sind.

## **Der defensive Investor**

Graham definiert diese Gruppe von Investoren als Menschen, die weniger Zeit und Kapazität aufbringen können oder wollen als aktive Investoren. Ihre Analyse zielt darauf ab, Fehler zu vermeiden und keine grösseren Verluste einzufahren, um so ebenfalls eine Überrendite gegenüber dem Markt erzielen zu können.

Ein kleiner Exkurs: Es sind die nicht eingegrenzten Verluste, welche die langfristige Rendite eines Portfolios schmälern oder gar vernichten. Denken Sie daran: um einen 50% Verlust nur schon wieder wettzumachen, brauchen Sie 100% Gewinn!

Graham definiert ein Set von Kriterien, das es Investoren erlaubt, Aktien zu erwerben, die ein Minimum an Qualität bezüglich vergangener Performance, finanzieller Stabilität sowie bezüglich des Verhältnisses des Kurses zu diesen Grössen garantiert.

## **Screening-Kriterien für defensive Investoren**

### *Unternehmensgrösse*

Graham präferiert grosse Unternehmungen. Sie haben eher Ressourcen an Kapital und "Brainpower", um auch schwierigere ökonomische Verhältnisse zu überstehen. Kleinere Firmen geraten früher in existenzielle Engpässe. Graham schaut nach Firmen aus, die vorübergehend unpopulär wurden. Er meint, dass der Markt bei grösseren Firmen schneller auf positive Nachrichten reagiert als bei kleineren, bei denen die Investoren nach einem Einbruch länger skeptisch bleiben. Als Grössenkriterium definiert er die Marktkapitalisierung. Die heutige Definition an Marktindizes (z.B. der SMI für Schweizer Blue-Chips, der SMIM für schweizerische mittelgrosse Unternehmungen etc.) teilen die Unternehmungen bereits für Sie auf.

### *Starke finanzielle Lage*

Graham misst die finanzielle Lage nach verschiedenen Kriterien. Für den Liquiditätsgrad, ausgedrückt als Current Ratio (= Liquiditätsgrad I = Cash dividiert durch kurzfristige Verbindlichkeiten), definiert er eine Grösse von 2.0 oder höher.

Die langfristigen Schulden sollten bei Industriefirmen das Netto-Umlaufvermögen oder Working Capital (Cash plus Debitoren plus Lager abzüglich kurzfristige

Verbindlichkeiten) nicht übersteigen. Dies ist ein ungewöhnliches und ziemlich restriktives Kriterium.

Bei Versorgern (Telekom-, Energiekonzerne etc.) sollen die langfristigen Schulden nicht höher als das zweifache des ausgewiesenen Eigenkapitals liegen.

### *Gewinnstabilität*

Graham betrachtet gerne die Gewinnausweise einer Firma über eine längere Zeitperiode. Dabei bevorzugt er Firmen, die auch in schwierigen wirtschaftlichen Zeiten Gewinne schreiben. Dies sind v.a. Firmen aus den Sektoren Versorger, Versicherungen, Nahrungsmittel, Medizinal und Pharma. Graham empfiehlt 10 Jahre an positiven Gewinnausweisen.

### *Dividenden*

Ein anderer Test finanzieller Stärke über die Zeit ist die konstante Ausschüttung einer Dividende. Nach Graham soll eine Firma während der letzten 20 Jahre ununterbrochene Dividendenzahlungen geleistet haben.

### *Gewinnwachstum*

Dieses Kriterium geht von einem Gewinnwachstum von mindestens 33% über die letzten 10 Jahre aus, das sind ungefähr 3% Gewinnwachstum jährlich. 3% entspricht der langfristigen Inflation der Preise. Lassen Sie sich durch die gegenwärtige tiefe Inflation nicht täuschen, es werden auch wieder andere Zeiten kommen!

### *Moderates Kurs-Gewinn-Verhältnis*

Graham hasst die bei Firmen beliebten "Tricks", Gewinnausweise zu steuern; dies kann geschehen durch den Einbau von neuen Gewinndefinitionen (denken Sie nur an so unsägliche Ausdrücke wie EBITDA, i.e. Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation) oder das Ausklammern von gewissen Ereignissen durch Ausweis in Sonderpositionen (z.B. "nicht weitergeführtes Geschäft" oder "einmaliger" oder „ausserordentlicher Aufwand/Ertrag"). Er versucht, diese jährlichen "Sondereffekte" in den Gewinnausweisen zu glätten, indem er die Gewinne über eine bestimmte Periode mittelt. Er empfiehlt, dass der aktuelle Kurs nicht mehr als das 15-fache des über drei Jahre geglätteten Gewinnes betragen sollte.

### *Moderates Preis-Buch-Verhältnis*

Ein gegenüber seinem inneren Wert "günstig" bewertetes Papier sollte über ein Preis-Buchwert-Verhältnis (PBV) von nicht über 1.5 verfügen. Graham meint aber, dass ein tiefes Kurs-Gewinn-Verhältnis ein höheres PBV rechtfertigen könne. Er verbindet hierzu die beiden Grössen, indem er das KGV mit dem PBV multipliziert; er definiert als Obergrenze einen Wert von 22.5. Dies entspricht einem KGV von 15 und einem PBV von 1.5.

### **Der unternehmerische Investor**

Graham definiert den unternehmerischen Investor als erfahrenes Individuum, das willig und fähig ist, einen "intelligenten Aufwand" zu betreiben für die Analyse einer grossen Anzahl für die Anlage in Frage kommender Aktien.

Dabei definiert er verschiedene Felder, die es sich zu untersuchen lohnt.

1. Grosse, unpopuläre Firmen, die durch ein tiefes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) gekennzeichnet sind. Auch kleine Firmen können durch ein tiefes KGV gekennzeichnet sein; das Risiko, dass diese in schwierigen Zeiten in existenzielle Gefahr geraten, ist jedoch ungleich grösser. Zudem dauert es vielfach länger, bis der Markt kleine Firmen nach einem Einbruch wieder wertschätzt. Lassen sie sich aber nicht generell durch tiefe KGVs fehlleiten. Diese können durchaus gerechtfertigt sein, wenn die künftigen Gewinne tief ausfallen werden oder die letzten Gewinne als (zu Recht) nicht nachhaltig angesehen werden müssen. Verwenden sie daher immer den Durchschnittsgewinn der letzten 3-5 Jahre zur Berechnung.
2. Das zweite Feld umfasst sogenannte "Schnäppchen". Graham definiert "Schnäppchen" als Aktie, die zu 50% oder weniger gegenüber ihrem inneren Wert notiert. Das sicherste Zeichen wäre, wenn dieser innere Wert weniger als das Netto-Umlaufvermögen (Cash, Rechnungsforderungen, Lagerbestände abzüglich kurzfristiger Verbindlichkeiten) betragen würde (d.h. ein Anleger könnte eine Firma kaufen, ohne für ihre Anlagen, Maschinen oder immaterielle Güter wie Patente etc. zu zahlen. Falls sie das für unwahrscheinlich halten, in der Geschichte des Marktes hat es immer wieder solche Fehlbewertungen gegeben.

Bei all diesen Überlegungen ist aber immer darauf zu achten, dass die Aktien ungerechtfertigterweise zu tiefen Preisen relativ zu ihrem inneren Wert notieren. Dies setzt einen stabilen Gewinnausweis über die letzte Dekade, ohne Verluste, und Finanzstärke voraus (vernünftiges Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital).

## **Screening-Kriterien für unternehmerische/aktive Investoren**

Folgende Empfehlungen unterstützen Sie bei der Analyse und Auswahl lohnender Anlageobjekte:

### *Tiefes Kurs-Gewinn Verhältnis (KGV)*

Ein tiefes KGV kann darauf hinweisen, dass der Markt die Gewinnaussichten unterschätzt und die Aktie mit einem Discount notiert. Ziehen Sie hierzu immer die Durchschnittsgewinne der letzten 3-5 Jahre hinzu dividiert durch den aktuellen Kurs. Suchen Sie nach denjenigen Aktien, die innerhalb der tiefsten 10% aller Aktien liegen. Wiederholt sei darauf hingewiesen, dass ein tiefes KGV durchaus gerechtfertigt sein kann, wenn eben die Gewinn- oder Wachstumsaussichten schlecht sind.

### *Finanzielle Lage*

Graham lockert hier seine Vorgaben gegenüber dem defensiven Investor. Die Current Ratio (= Liquiditätsgrad I = Cash dividiert durch kurzfristige Verbindlichkeiten) sollte minimal 1.5 betragen, während die langfristigen Schulden nicht höher als 110% des Netto-Umlaufvermögens sein sollten.

### *Gewinn-Stabilität*

Ebenfalls eine Lockerung gegenüber dem defensiven Investor; das Unternehmen soll jedes der letzten fünf Jahre positiv Gewinne ausgewiesen haben.

### *Dividenden*

Graham verlangt hier nur, dass ein gewisser Level an Dividenden gezahlt wird.

### *Gewinnwachstum*

Graham verlangt unter diesem Punkt für den aktiven Investor, dass der letzte ausgewiesene Gewinn höher ist als der vor fünf Jahren erzielte.

### *Preis-Buch-Verhältnis*

Das letzte Kriterium verlangt, dass der aktuelle Kurs weniger oder höchstens 120% des Buchwertes materieller Aktiven (also ohne Goodwill und andere immaterielle Güter) entspricht. Dieses Kriterium ist hier strenger definiert als für

den defensiven Investor, da Graham meint, dass die vom Markt als zweitrangig gehandelten Unternehmungen normalerweise mit einem Diskont gegenüber ihrem inneren Wert notieren.

Wenn Sie Aktien nach diesen Kriterien filtern, denken Sie daran, dass dies nur ein Startpunkt ist. Analysieren Sie die Hintergründe der Zahlen. Eine Firma kann beispielsweise ein tiefes Kurs-Gewinn-Verhältnis aufweisen, weil Sonderfaktoren (z.B. Steuergutschriften) ihr Ergebnis beeinflusst haben.

## **Zusammenfassung**

All diese Kriterien dienen nur zu einer Vorauswahl an Titeln, basierend auf der persönlichen Veranlagung des Investors, sich mit den Kapitalmärkten zu beschäftigen. Im Falle des aktiven Investors heisst dies, sich gründlich mit den individuellen Gegebenheiten der Firmen auseinanderzusetzen (Marktstellung, Management, Gewinnwachstumsschätzungen etc.), im Falle des defensiven Investors - falls er dies nicht tun kann oder will - zumindest für ausreichende Diversifikation in seiner Titelselektion zu sorgen (was natürlich auch für den aktiven Investor gilt). Graham betont ausdrücklich die Notwendigkeit eines breit diversifizierten Portfolios von nach seinen Kriterien ausgewählten Firmen, die also alle signifikant unter ihrem inneren Wert notieren. Er hält eine Auswahl von mindestens 10 für sinnvoll, präferiert aber eine Anzahl von 30 verschiedenen Positionen.

Weiterführende Literatur:

Benjamin Graham, Intelligent investieren (mit aktuellen Kommentaren von Jason Zweig und einem Vorwort von Warren Buffett), FinanzBuch Verlag, 2005.