



Freitagmorgen Kaffee

Nr. 13 – Dead Man Walking

Am Samstagmorgen genieße ich normalerweise mein Frühstück, während ich durch einige Zeitungen und andere Finanzpublikationen blättere. Letzte Woche fiel mir die Kaffeetasse buchstäblich aus der Hand, als ich in der Financial Times über meinen bevorstehenden (beruflichen) Tod las. In einem Artikel mit dem Titel *"Value Investoren müssen Werkzeuge und Fähigkeiten finden, um in einer passiven Welt zu bestehen"*, argumentiert Kolumnist Miles Johnson, dass statistische Valueansätze für einen Bruchteil der Kosten durch algorithmusgesteuerte Exchange Traded Funds ersetzt werden können. Diese sogenannten Smart-Beta-Strategien würden die Franchise der traditionellen Value-Investoren in Frage stellen.

Value-Investoren schwimmen von Natur aus gegen den Strom, da sie irrationale Verhaltensmuster der Breite der Anleger ausnutzen. **Value-Investoren kaufen dann, wenn die meisten ängstlich sind** oder wie Baron Rothschild es vor mehr als 2 Jahrhunderten so treffend ausdrückte, *"wenn das Blut auf der Straße fließt". Umgekehrt verkaufen sie, wenn Glanz und Gier die Oberhand gewonnen haben und die Aktienkurse in die Höhe schießen. Ein Algorithmus kennt die Gier und Angst der menschlichen Investoren nicht: er befolgt strikt vorprogrammierten Regeln wie zum Beispiel dem Kauf von Unternehmen mit niedrigen Bewertungskennzahlen* und ignoriert den täglichen Rummel der Unternehmensnachrichten.

Am Ende der Kolumne wird uns Value-Investoren suggeriert, wir müssten uns neu erfinden, um zu verhindern, dass unsere Karrieren zu den "Value Traps" werden, vor denen wir uns so fürchten.

Ich stimme Miles Johnson voll und ganz zu, **dass eine hohe Verwaltungsgebühr nicht gerechtfertigt ist für einen Portfolio-manager der seine Anlagen ausschließlich auf Basis von niedrigen Bewertungskennzahlen herauswählt**. Eine solche Strategie rechtfertigt keinen voll beschäftigten Portfoliomanager.

Um diese wöchentliche Beitrag zu illustrieren, **entwarf ich in Bloomberg ein einfaches regelbasiertes Modellportfolio, das Large-Cap-Unternehmen in Europa mit einem KGV von weniger als 10 auswählt**. Es wird vierteljährlich neu gewichtet und gegen den europäischen Aktienmarkt gemessen über die letzten 15 Jahre.

Zeitaufwand: 30 Minuten zum Entwerfen - 2 Schlussfolgerungen:

- 1) Dies ist kaum eine Vollzeitbeschäftigung für einen Portfoliomanager und
- 2) Das Ergebnis ist wenig überzeugend, da diese Strategie eine hohe Volatilität beinhaltet und wenig Alpha generiert im Vergleich zum Gesamtmarkt.



Quelle: Bloomberg, ECP. 29/5/2003-29/5/2018

Der folgende Hinweis gibt die Meinung des Investment-Teams zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder. Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

Freitagmorgen Kaffee - Nr. 13 – Dead Man Walking

Value-Investing ist unserer Meinung nach viel mehr als der Kauf von Aktien mit niedrigen KGVs.

Die Bibel des Value Investing, das Buch "Security Analysis" von Graham und Dodd, stellt die Grundprinzipien dieser Strategie auf nicht weniger als 850 Seiten dar (zumindest in der zweiten Ausgabe von 1940, die ich besitze). Das erscheint uns ein sehr langer Text, um einige Regeln zu umschreiben, die auf Bewertungskennzahlen basieren.

Als überzeugte Value-Investoren widmen wir unsere Arbeitszeit dem Versuch, die Ertragskraft eines Unternehmens zu ermitteln. Wir stellen uns die Frage wie viel Cash kann ein Unternehmen in einem normalen Jahr generieren.

Hier sind die historischen Buchhaltungskennzahlen in den Quartalsberichten der Unternehmen nur der Ausgangspunkt. In der Tat wollen wir in unserer Analyse verstehen, wie nachhaltig diese historischen Cashflows in der Zukunft sein werden.

In unserem 8-Stufen-Due-Diligence-Prozess **betrachten wir viele verschiedene (qualitative und quantitative) Aspekte** wie die Rechte der Minderheitsaktionäre, wo befindet sich das Geschäft in der Wertschöpfungskette, wie hoch ist der Wettbewerbsdruck, wie ist die Bilanzqualität, wie ist das aktuelle operative Umfeld oder wie gut ist das Management, usw ... Wir würden es schwierig finden, diese Analyse in einem regelbasierten Algorithmus zu replizieren. **Sie ist jedoch von entscheidender Bedeutung, um die Ertragskraft eines Unternehmens, aus dem wir unseren geschätzten inneren Wert und letztlich unsere endgültige Investitionsentscheidung ableiten, richtig einzuschätzen.**

Value Investing ist also tot, lang lebe Value Investing.

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende,

Léon Kirch, CFA
Partner & Chief Investment Officer
1. Juni 2018

Disclaimer

European Capital Partners (Luxembourg) SA ("ECP") ist für die Veröffentlichung dieses Werbedokuments verantwortlich. ECP ist eine in Luxemburg ansässige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz in JF Kennedy avenue 35a, L-1855 Luxemburg (RCS Luxemburg, B 134.746), zugelassen als Alternativer Investmentfondsmanager ("AIFM") des Luxemburger Gesetzes vom 12. Juli 2013 und beaufsichtigt von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Die vorliegende Broschüre wurde ausschließlich zu Informationszwecken veröffentlicht und stellt kein Kauf - oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente dar. Es handelt sich auch nicht um eine Anlageberatung oder Bestätigung einer Transaktion, wenn nicht ausdrücklich Gegenteiliges vereinbart wurde. Obgleich ECP die verwendeten Daten und Quellen sorgfältig auswählt, können Fehler oder Auslassungen nicht von Vornherein ausgeschlossen werden. ECP haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden, die aus der Verwendung der vorliegenden Broschüre entstanden sind. Die geistigen Eigentumsrechte von ECP sind jederzeit zu beachten; die Wiedergabe des Inhalts der vorliegenden Broschüre ohne vorherige schriftliche Einwilligung von ECP ist nicht gestattet. Jede Investition birgt Risiken wie das Risiko des Verlustes von Anfangskapital. Bitte lesen Sie den Prospekt ausgewählter Fonds, ihre wesentlichen Anlegerinformationen (KIIDs) und Finanzberichte, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, um ihre spezifischen Risiken, Kosten und Bedingungen zu verstehen. Diese Dokumente sind auf www.ecp.lu verfügbar. In der Vergangenheit erzielte Performance garantiert keine zukünftige Performance. Bitte wenden Sie sich an einen unabhängigen Steuerberater für Steuerinformationen, die sich jederzeit ändern können, und analysieren Sie die steuerlichen Auswirkungen einer Investition auf Ihre persönliche Situation.