

Anlagestrategie: Der Value-Wiesel

Autor: Dominik Glier

„Value“-Strategien werden oft auf den Einkaufskurs reduziert. Dabei steckt hinter dem Begriff „Value“ viel mehr als nur die Betrachtung des Preises. Unser Blickpunkt untersucht, wofür „Value“ eigentlich steht, welche Differenzierungsmerkmale es gibt und warum der wahre Wert eines Unternehmens sich für einen Kapitalanleger an dem orientieren sollte, was für einen verantwortungsvollen Eigentümer relevant ist.

Im amerikanischen Englisch wird ein Wort mit vager und unscharfer Bedeutung „weasel-word“ (in Deutsch sinngemäß Worthülsen) genannt. Den Ursprung des „weasel-words“ findet man in der angeblichen Befähigung von Wiesel, ein Ei so aussaugen zu können, dass die Schale keinen sichtbaren Schaden nimmt. Was bleibt, könnte man sagen, ist mehr Schein als Sein. Demnach wird dieser Ausdruck auch für Floskeln oder Phrasen verwendet, die lediglich den Anschein erwecken, dass eine Aussage oder Bezeichnung auch greifbare, konkrete bzw. eindeutige Merkmale vorweist.

Der österreichische Ökonom, Philosoph und Nobelpreisträger Friedrich August von Hayek schrieb hierzu einmal, dass „sozial“ ein Wieselwort par excellence sei. Niemand wisse um die eigentliche Bedeutung von Begriffspaaren wie „sozialer Marktwirtschaft“ oder „soziales Gewissen“. Mehr noch: Ein Attribut wie „sozial“ in Verbindung mit einem Substantiv wie beispielsweise „Marktwirtschaft“ entziehe letzterem seine Definition und somit seiner Abgrenzung zur Planwirtschaft. Eine „soziale Marktwirtschaft“ sei somit keine tatsächliche Marktwirtschaft, eine „soziale Demokratie“ keine Demokratie und „soziale Gerechtigkeit“ keine wirkliche Gerechtigkeit mehr. Was bleibe sei etwas undefiniertes, schwer Greifbares, Schwammiges, das Raum für Interpretationen ließe.

Ähnlich verhält es sich heute mit dem Begriff Value im Bereich der Investmenttheorie. „Value-Aktien“, „Value Investing“ oder „Value-Strategien“ tauchen dort häufig als Begriffspaare auf. Mithin besteht jedoch der Eindruck, dass das Wort „Value“ immer nur dann zum Einsatz kommt, wenn etwas vermeintlich „günstig“ zu haben sein soll. So reduziert sich die Verwendung dieses Begriffs im Wesentlichen nur auf einen relativ niedrigen Preis – getreu der alten Weisheit: „Im Einkauf liegt die Marge“. „Value“ wird daher allzu oft schlicht mit „billig“ gleichgesetzt. Wofür „Value“ dabei eigentlich steht, welche Differenzierungsmerkmale es gibt und was den tatsächlichen Wert einer Anlagemöglichkeit ausmacht, bleibt häufig (bewusst) unklar. Qualitative Aspekte und Denkfehler bei der Value-Beurteilung werden ausgeblendet.

Worum geht es genau? In der Investmentwelt ist das Attribut „Value“ mit einer Anlagestrategie verbunden, die darauf abzielt ein Wertpapier zu einem Marktpreis möglichst weit unterhalb des „inneren Werts“ zu erwerben. Maßgeblich für den zu ermittelnden inneren Wert z.B. einer Aktie sind die in der quantitativen

Fundamentalanalyse festgestellten Finanzkennzahlen und die daraus gebildeten Quotienten, die den historischen Finanzberichten oder Analystenschätzungen entnommen sind und in einem Modell (beispielsweise Discounted Cash Flow) abgebildet werden. Die Ermittlung des inneren Werts unterliegt selbst mit dieser mathematischen Vorgehensweise einigen Schwierigkeiten, so dass eine exakte Bestimmung oftmals nicht möglich ist. Aufgrund dieser Ungenauigkeit besteht der Value-Investor beim Kauf eines Wertpapiers auf einem Sicherheitspuffer („Margin of safety“), um das Risiko seines Investments zu begrenzen. Für den sogenannten „Deep Value Investor“ muss dieser Puffer sogar besonders hoch sein.

Doch diese Vorgehensweise hat ihre Grenzen und greift für eine wirkliche Wertbestimmung zu kurz. Ganz so einfach ist es nämlich nicht. Das Problem ist darin begründet, dass die in der Fundamentalanalyse festgestellten „Werte“ keine echten Werte sind, sondern lediglich in Geld ausgedrückte ehemalige Preise darstellen. Preise für Güter, Dienstleistungen, Anlagen, Löhne, Zinsen und Steuern. Diese historischen Preise stellen für sich betrachtet noch keinen zukünftigen Wertnachweis dar. Auch werden diese Preise beeinflusst durch staatliche Maßnahmen wie Zinsfestsetzungen, Gesetze, Regulierungen, Subventionen und eine Fülle anderer Interventionen in die Marktpreisbildung. Verschärfend kommt hinzu, dass das Geld selbst, das die Preise misst, nicht durch eine Ware hinterlegt ist. Sogenanntes Fiatgeld (lateinisch für „es entstehe/es möge entstehen“) hat keinen „inneren Wert“, sondern ist beliebig vermehrbar und somit tendenziell inflationär. In anderen Worten: das Geld, das als Recheneinheit dient und die Preise für die Güter misst, ist kein fundamental knappes Gut. Auch wenn die mathematische Korrektheit der Finanzrechnung außer Frage steht, kann die Rechnungslegung somit niemals wahre Werte erfassen.

Was sind aber die wahren Werte, die nicht in der finanzmathematischen Erfolgsrechnung erfasst werden können? Was sind qualitative Kriterien, die beispielsweise eine Aktie „wertvoll“ machen? Was ist das Wesen von „Value“? Zunächst bleibt festzuhalten, dass sich der „wahre Wert“ eines solchen Anteilsscheins nicht objektiv bestimmen lässt, sondern immer im Auge des jeweiligen Betrachters liegt, der seine eigenen Maßstäbe ansetzt. Diese Maßstäbe basieren auf subjektiven Wertvorstellungen und Ideen, die unabhängig von anderen Auffassungen gelten. Mittels Gewichtung von einzelnen für den Bewertenden wichtigen Faktoren ergibt sich somit stets ein einzigartiges Ergebnis.

Trotzdem gibt es bei allen unterschiedlichen Wertvorstellungen und Ideen zwei Merkmale, die für den Werterhalt bzw. eine Erzielung von möglichen Wertsteigerungen von herausragender Bedeutung sind. Dies ist zum einen die Fähigkeit des Unternehmens „im Geschäft zu bleiben“, d.h. sich immer wieder an Marktänderungen anpassen zu können, um auch zukünftig die Bedürfnisse der Kunden besser als der Wettbewerb zu befriedigen. Und zum anderen ist es die Fähigkeit, eine Akkumulation von Produktivkapital im Unternehmen zu erzielen. Beides sind Ziele, die ein verantwortungsvoller Unternehmer verfolgen muss, um sein Unternehmen langfristig erfolgreich zu halten. Für den Unternehmer, der sein Unternehmen selbst aufgebaut hat und der es möglicherweise zukünftigen

Generationen vererben will, sind diese Ziele von grundlegender Relevanz. Der wahre Wert eines Unternehmens für einen Kapitalanleger sollte sich daher ebenfalls genau daran orientieren. Die Bestimmung von „Value“ muss folgerichtig aus der Eigentümersicht erfolgen.

Zur Erreichung der zwei Ziele Geschäftsfortführung und Kapitalakkumulation sind die folgenden Eigenschaften dabei von besonderer Bedeutung: Eine Vertrauenskultur im Unternehmen; Verantwortungsbewusstsein und Beständigkeit gepaart mit einer niedrigen Zeitpräferenz; Ehrlichkeit, Verlässlichkeit und Verbindlichkeit in den Handlungen; die Ablehnung kurzfristigen Erfolgsdenkens, das Wertschätzen von Mitarbeiter-, Lieferanten- und Kundenbeziehungen; das Herausstellen des Kundennutzens; das Vermeiden übermäßiger Verschuldung; die Fähigkeit gute Mitarbeiter zu finden und zu halten; Wachstum nicht nur um des Wachstums willen; Fokussierung auf das operative Geschäft und nicht auf private Nebentätigkeiten; Sparsamkeit und Genügsamkeit; Unabhängigkeit von Fremdeinflüssen; die Etablierung dauerhafter Wettbewerbsvorteile.

Verantwortungsvolle Charaktere, die diese relevanten Eigenschaften erfüllen, gibt es aber nicht nur bei eigentümergeführten Unternehmen, sondern auch bei Unternehmen, die von externen Managern geleitet werden. Ähnlich wie bei Investoren, die entweder ihr eigenes Vermögen verwalten oder das von Dritten, besteht bei angestellten Managern grundsätzlich aber eine unterschiedliche Anreizstruktur im Hinblick auf kurzfristige Erfolgsvergütungsmodelle. Entscheidend ist dann, wie weit der Einfluss eines Großaktionärs geht, um dieser potenziellen Kurzfristorientierung Einhalt gebieten zu können.

Hinter dem Begriff Value steckt also viel mehr als nur die Betrachtung des Preises. Denn oftmals gibt es einen Grund dafür, dass bestimmte Aktien einen tiefen Preis haben. Selbst wenn die Zahlen in Ordnung zu sein scheinen, kann jegliche Substanz fehlen. Ganz genauso wie beim Wiesel und dem Ei...