Lars Detlefs / Victoria Higley

Anlage in Wertpapiere mit inhärentem Wert

Albert Einstein wird oft mit folgender Aussage zitiert: "Mach die Dinge so einfach wie möglich - aber nicht einfacher." Der modernen Finanzwirtschaft gelingt es häufig nicht, dieses Gleichgewicht herzustellen. Entweder werden Sachverhalte unnötig kompliziert dargestellt oder übermäßig vereinfacht. Auch beim Value Investing wurde dieser Ansatz verfolgt. Da Wert schwer zu definieren ist, hat die moderne Finanzwirtschaft dafür stets den einfachsten verfügbaren Stellvertreterwert herangezogen: das aktuelle Bewertungsniveau oder den Buchwert. Je niedriger die Bewertungskennziffern, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Wert den bezahlten Preis übersteigt. Dieser einfachen Logik kann man kaum widerstehen.

Die Grundlage der Anlagephilosophie von MFS liegt jedoch in der Überzeugung, dass nicht alle Erträge auf die gleiche Weise generiert werden. Eine qualitative Einschätzung von Zahlen ist oft wichtiger als die tatsächlichen Zahlen selbst. Erfahrungen zeigen, dass das Value Investing durch das moderne Finanzwesen bislang viel zu vereinfacht dargestellt worden ist.

Anstatt sich also beim Wert auf aktuelle oder kurzfristige Erträge zu verlassen, sollte auf einen dauerhaften, zuverlässigeren und weniger volatilen Wertbegriff gesetzt werden, der im Folgenden als innerer Wert bezeichnet wird.

Erfassen des inneren Wertes

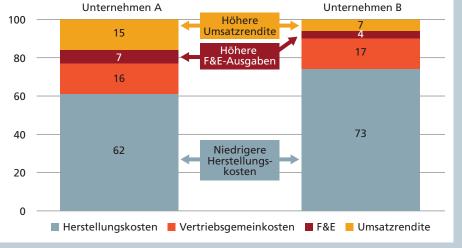
Der innere Wert lässt sich nicht ohne Weiteres anhand von Kennzahlen wie aktuellen Erträgen oder Cashflows zum Nominalwert messen. Es muss also ein umfassendes Verständnis dafür entwickelt werden, wie diese Cashflows überhaupt generiert werden. Dementsprechend müssen zunächst die wichtigsten Einflussfaktoren erkannt werden, die den Cashflows zugrunde liegen.

Die Bewertung der meisten börsennotierten Unternehmen wird letztlich durch die Cashflows der künftigen Jahre bestimmt. Von entscheidender Bedeutung ist daher die langfristige Tragfähigkeit der Kapitalrendite als treibende Kraft für Cashflows. Zwei Faktoren sind langfristig für die Nachhaltigkeit der Erträge verantwortlich: zum einen die Art des Unternehmens und zum anderen der Führungsstil des Managements. Bei der Betrachtung jedes Unternehmens wird der Schwerpunkt auf die Bewertung dieser beiden Faktoren gelegt.

1. Tiefgreifendes Verständnis der Geschäftstätigkeit: Differenzierungsmerkmale und nachhaltige Wettbewerbsvorteile bilden die Grundlage für einen langfristig starken Cashflow. Deshalb werden facettenreiche Unternehmen selektiert, die etwas Einzigartiges bieten. Diese Einzigartigkeit bildet fast immer die Grundlage für den entscheidenden Wettbewerbsvorteil eines Unternehmens und erschwert es den Wettbewerbern, allein über den Preis zu konkurrieren. Auch wenn es offensichtlich erscheint, dass solche wesentlichen Unternehmenseigenschaften vom Markt oft übersehen werden – was Chancen bietet.

Betrachtet werden beispielsweise zwei Chemieunternehmen und deren vereinfachte Gewinn-und-Verlust-Rechnung (GuV): Beide Unternehmen sind im Chemiesek-

Abbildung 1: Aufwand-Ertrag-Verhältnis gegenüber Umsatz für zwei Chemieunternehmen (in Prozent)



Quelle: FactSet, Stand Juli 2021; F&E – Forschung und Entwicklung

tor tätig, produzieren aber recht unterschiedliche Produkte und bedienen unterschiedliche Kunden. Unternehmen A ist ein spezialisiertes Chemieunternehmen, das einzigartige Aromen und Düfte für die Produkte seiner Kunden kreiert. Abbildung 1 zeigt, dass Unternehmen A eine höhere operative Gewinnmarge erzielt und dabei prozentual vom Umsatz deutlich mehr in F&E investiert, was für die Aufrechterhaltung der Unterscheidungsmerkmale und damit der Wettbewerbsposition entscheidend ist.

Darüber hinaus erfolgt eine Fokussierung auf Anlagen in Unternehmen mit Preismacht. Dieses Merkmal ist beispielsweise bei Produkten oder Dienstleistungen zu finden, die für die Endkunden der Unternehmen nur geringe Kosten verursachen, für sie aber erfolgskritisch sind. Insgesamt unterliegen diese Arten von Produkten und Dienstleistungen einem geringeren Preisdruck vonseiten der Kunden und bieten daher tendenziell langfristig eine überdurchschnittliche Preismacht.

2. Der Führungsstil von Unternehmen: Investitionen erfolgen bewusst in Unternehmen mit einer guten Führungsspitze und einer Unternehmenskultur, die die wichtigsten Faktoren für langfristigen Erfolg verinnerlicht hat. Führungsteams, deren Handeln darauf ausgerichtet ist, ihre wichtigsten Wettbewerbsvorteile zu erhalten oder idealerweise auszubauen, sind ideal. Dieser Ansatz fußt im Allgemeinen auf aktuellen und historisch hohen Investitionen in denjenigen Kernbereichen, die eine solche Differenzierung ermöglichen. Die Unterscheidungsmerkmale können sich je nach Art der Geschäftstätigkeit auf Vertrieb und Marketing, Forschung und Entwicklung oder seltener auf den Investitionsaufwand beziehen. Unternehmen können dann langfristig Wert erzeugen, wenn sie ihre wichtigsten Erfolgsfaktoren erhalten und in diese investieren.

Unternehmen, die auf Basis der Unterscheidungsmerkmale ihrer Dienstleistungen einen kurzfristigen Ansatz für das Ertragswachstum verfolgen und sich an der Preissteigerung ihrer Kunden beteiligen, sind eher skeptisch zu betrachten.

Unternehmen C ist ein großer globaler Einzelhändler mit Clubstrukturen. Hauptaufgabe des Unternehmens ist die Wertmaximierung für die Kunden. Unterstützt von der zunehmenden Unternehmensgröße verfolgt das Management das Ziel, die Vorteile der Kosteneinsparungen durch wiederkehrende Preissenkungen an die Kunden weiterzugeben. Es überrascht nicht, dass die Bruttomargen, wie in Abbildung 2 dargestellt, deutlich unter den Margen der Vergleichsgruppe traditioneller großer Einzelhändler liegen. Die Strategie hat eine loyale Kundenbasis geschaffen, die dem Unternehmen in den letzten 20 Jahren trotz des Aufkommens von Amazon und der rasanten digitalen Entwicklungen im Einzelhandel ein stetiges Wachstum und starke Erträge bescherte.

Cashflows und langfristiger Unternehmenswert

Die Konzentration liegt aktiv auf dem Cashflow, zulasten von bilanziellen Bewertungskennzahlen wie dem Ertrag oder Buchwert. Der Grund liegt darin, dass letztlich durch die Cashflows - nicht die buchmäßigen Gewinne - die Rechnungen und zukünftigen Dividenden bezahlt werden. Der buchmäßige Gewinn liefert oft ein sehr verzerrtes Bild der wahren Wirtschaftlichkeit eines Unternehmens. Darüber hinaus können Cashflows von der Unternehmensleitung nicht so leicht manipuliert werden, obwohl dies in einigen Fällen ein eindeutiges Risiko darstellt. In Abbildung 4 ist dargestellt, wie die Erträge von den Cashflows abweichen können.

Es lässt sich oft feststellen, dass sich Führungskräfte von Ertragskennzahlen leiten lassen und sich daher stark an diesen orientieren. Die Fokussierung auf Barmittel kann dazu beitragen, die Aufmerksamkeit weg von einem falschen Sicherheitsgefühl zu lenken, das von übermäßig genau ausgewiesenen Erträgen – und den daraus abgeleiteten Multiplikatoren – ausgehen kann, und hin zu den vielen nichtquantitativen, aber kritischen Faktoren.

Eine übermäßige Fokussierung auf ein niedriges KGV, das Kurs-Buchwert-Ver-



in
Lars Detlefs

CEFA, Geschäftsführer Deutschland, MFS Investment Management, Frankfurt am Main



in V Victoria Higley

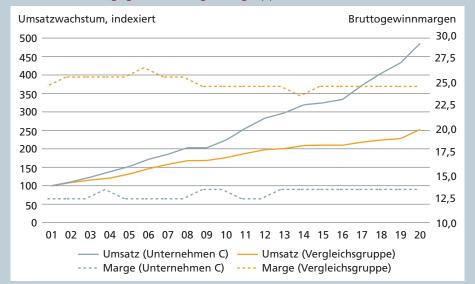
ASIP, Institutional Equity Portfolio Manager, MFS Investment Management, London

Beim Value Investing werden Kauf- beziehungsweise Verkaufsentscheidungen bei Aktien vornehmlich nach dem Verhältnis des aktuellen Preises zum Wert getroffen. In der Regel orientieren sich Investoren dabei an einfachen Grö-Ben wie dem aktuellen Bewertungsniveau oder dem Buchwert. Den Autoren ist diese Vorgehensweise aber viel zu vereinfacht dargestellt und damit zu ungenau. Denn eine qualitative Einschätzung von Zahlen sei oft wichtiger als die tatsächlichen Zahlen selbst. In ihrem Beitrag plädieren sie für einen Investmentansatz, bei dem die Herkunft von Cashflows und ihr Zustandekommen detailliert analysiert werden, bevor diese zur Unternehmensbewertung herangezogen werden. Die konsequente Fokussierung auf den inneren Wert trage dazu bei, das Kapital zu schützen und langfristig attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen. (Red.)

hältnis oder hohe Dividendenrenditen als wesentliche Bewertungskriterien kann aus zwei Gründen gefährlich sein. Zum einen wird die Nachhaltigkeit der Renditen ignoriert. Je höher und nachhaltiger die Renditen sind (unter sonst gleichen Bedingungen), desto höher ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis, mit dem ein Unternehmen gehandelt werden sollte. Die Rendite bestimmt die Fähigkeit eines Unternehmens zur Reinvestition und damit die langfristige Generierung von Cashflows und potenziellen Dividenden.

Zum anderen werden Risiken vernachlässigt. Da diese Bewertungsmaßstäbe den

Abbildung 2: Umsatzwachstum (links) und Bruttomargen (rechts), Unternehmen C gegenüber Vergleichsgruppe



"Vergleichsgruppe" ist der ungewichtete Durchschnitt dreier klassischer Kaufhausketten. Umsatz nach Kalenderjahren, umbasiert auf 100 zu Beginn der Analyse. Quelle: FactSet, Stand Juli 2021

Verschuldungsgrad in der Bilanz fundamental vernachlässigen – insbesondere im Hinblick auf Verschuldung, Pensionsrückstellungen oder Leasinggeschäfte –, werden auch die inhärente zugrunde liegende Volatilität und die Risiken für die Erträge, den Buchwert und die Dividenden nicht erfasst.

Dies ist besonders besorgniserregend, da der technologische Wandel und die Veränderungen der Geschäftsmodelle in einem beispiellosen Tempo voranschreiten – in einem Umfeld, in dem die systemweite Verschuldung in den Bilanzsummen weltweit auf Rekordniveau liegt.

Risiko im Kontext des inneren Wertes

Die Konzentration auf den inneren Wert bedeutet eine unablässige Risikobereitschaft. Unter Risiko ist dabei die dauerhafte Zerstörung von Kapital zu verstehen. Im Folgenden werden einige der wichtigsten Faktoren umrissen, die dies verursachen können. Wie bei der Bewertung von Chancen wird jedoch eine viel breitere Palette von Faktoren sowie deren Zusammenspiel berücksichtigt. Die vier offensichtlichen Risikobereiche sind potenziell wegfallende Zwischenstufen (Disin-

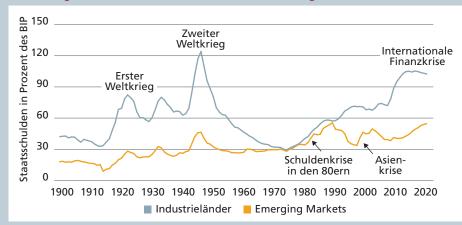
termediation), exogene Risiken, makroökonomische Blasen und endogene Risiken.

Besonders vorsichtig sollte man gegenüber Unternehmen sein, die von einer Disintermediation bedroht sind. Denn viele der Merkmale, nach denen Ausschau gehalten wird und die grundsätzlich positiv sind – plus die davon abhängigen Cashflows – können plötzlich ihren

Wert verlieren. Der technologische Fortschritt schreitet so schnell voran wie noch nie, beeinflusst die Art und Weise, wie Unternehmen in vielen Wirtschaftszweigen geführt werden, und verändert das Verhalten der Verbraucher. Das Risiko einer Disintermediation ist ein entscheidender und immer wichtiger werdender Aspekt.

Investoren sollten auch versuchen diejenigen Unternehmen zu meiden, deren Cashflow-Profile sich aufgrund von Faktoren, die außerhalb der Kontrolle eines Unternehmens liegen, relativ schnell ändern können. Besonders gefährdet sind Unternehmen, die in instabilen politischen Regionen, in Ländern mit schwacher Rechtsprechung oder in regulierten Sektoren tätig sind, oder Unternehmen, die vom Preisniveau global gehandelter und fungibler Rohstoffe abhängen. Auch wenn nicht versucht wird, makroökonomische Variablen zu prognostizieren, gibt es die aktiven Bemühungen, das Engagement in solchen Gebieten der Welt zu minimieren, in denen es starke Anzeichen für makroökonomische Blasen gibt - Blasen, die, wenn sie platzen, das Marktumfeld auf den Kopf stellen können. Beispielhaft hierfür stehen Anlageinvestitionen in der chinesischen Wirtschaft oder Kreditengagements, da die Weltwirtschaft finanziell noch nie so stark verschuldet war wie heute. Abbil-

Abbildung 3: Durchschnittliche Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP



Durchschnitt des BIP zu Kaufkraftparitäten. Industrieländer: Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Hongkong, Irland, Italien, Japan, Kanada, Neuseeland, Niederlande, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Südkorea, Taiwan, USA. Emerging Markets: Ägypten, Argentinien, Brasilien, Bulgarien, Chile, China, Indien, Indonesien, Iran, Jordanien, Kasachstan, Kenia, Kolumbien, Malaysia, Marokko, Mexiko, Pakistan, Peru, Philippinen, Polen, Rumänien, Russland, Sri Lanka, Südafrika, Thailand, Türkei, Ukraine, Ungarn, Uruguay, Venezuela

Quelle: IMF Fiscal Monitor, Daten bis Dezember 2020

dung 3 veranschaulicht die durchschnittliche Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP seit 1900.

Die bisher aufgeführten Risiken sind externer Natur. Leider erzeugen Unternehmen jedoch oft ihre ganz eigenen Risiken. Hierzu zählen Unternehmen, die auf kurzfristige Gewinnmaximierung ausgerichtet sind. Eine solche Ausrichtung gefährdet die langfristigen Wettbewerbsvorteile und die nachhaltigen Cashflows. Unternehmen, die ihre Produkte und Dienstleistungen im Verhältnis zu deren Endwert aggressiv bepreisen, sind ebenfalls kritisch zu sehen. Sie tun dies in der Regel, um ihren kurzfristigen Umsatz und Ertrag zu steigern. Damit öffnen sie einer künftigen Beeinträchtigung ihres Geschäfts durch den Wettbewerb jedoch Tür und Tor. Da jene Unternehmen, in die investiert werden soll - solche mit differenzierten Produkten und Dienstleistungen -, oft in der Lage sind, ein solches Verhalten an den Tag zu legen, ist äu-Berst sorgfältig darauf zu achten, dieser Art von Risiko aus dem Weg zu gehen.

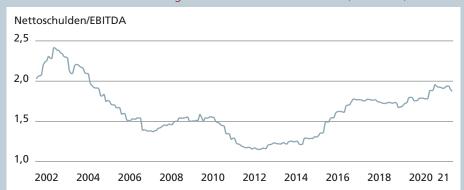
Zudem wird Leverage aktiv vermieden. Zwar können beim operativen Leverage manchmal Kompromisse eingegangen werden, sofern bestimmte Kriterien erfüllt sind. Finanzverbindlichkeiten sind jedoch eine direkte Bedrohung sowohl für die Fähigkeit eines Unternehmens zu nachhaltigen Investitionen als auch für den endgültigen Wert seines Eigenkapitals. Abbildung 4 zeigt, wie die Unternehmensverschuldung frühere Zyklusspitzen erreicht.

Fokus auf langfristige, nachhaltige Wertentwicklung

Die bloße Konzentration auf die aktuelle Ertrags- oder Cashflow-Situation kann ein sehr irreführender Indikator für den Wert sein. Wichtiger als die tatsächliche Höhe der Cashflows ist ein umfassendes Verständnis darüber, wie diese Cashflows generiert werden.

Die bevorzugte Bewertungsmethode – obgleich nicht die einzige, die von MFS verwendet wird – besteht darin, den je-

Abbildung 4: Nettoverschuldung von US-Unternehmen mit Investment-Grade-Rating im Verhältnis zum EBITDA (S&P 500)



EBITDA: Gewinne vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände Quellen: Bloomberg Finance LP und FTSE Fixed Income LLC., Stand 30. Juni 2021 (aktuellste verfügbare Daten)

weiligen Unternehmenswert mit den von diesen Unternehmen generierten Cashflows zu vergleichen. Für ein besseres Verständnis wird aufgrund der oben genannten Faktoren eine qualitative Analyse der Nachhaltigkeit und der Zusammenhänge der Zahlungsströme vorgenommen. Diese Cashflows werden dann im Verhältnis zum gesamten Unternehmenswert der Unternehmen (Eigenkapital und Verbindlichkeiten, nicht nur deren Marktkapitalisierung) bewertet.

Diese Fokussierung auf die Verbindlichkeiten eines Unternehmens ist entscheidend, denn nicht selten vergessen die Kapitalgeber, dass sie sich am Ende einer langen Reihe von Bewerbern mit Ansprüchen auf die zukünftigen Erträge des Unternehmens befinden. Im Allgemeinen werden die Rechte von Arbeitnehmern, Mitgliedern in Altersversorgungssystemen, Anleihegläubigern und Kreditgebern, Leasinggebern, Prozesskontrahenten und Steuerbehörden über die Rechte der Anteilsinhaber gestellt. Zudem wird ein Abgleich von Bewertungen durchgeführt. Das Verhältnis Unternehmenswert/ Umsatz (EV/Umsatz) eignet sich beispielsweise zur Identifizierung von Unternehmen, die zu wenig oder zu viel investieren und dadurch zu wenig oder zu viel verdienen. Auch ist die Frage zu stellen: Ist der gesamte Unternehmenswert im Verhältnis zu dem Wert, den ein bestimmtes Unternehmen erzeugt, deutlich zu hoch oder zu niedrig?

Für diese Anlagephilosophie gilt eine wichtige Voraussetzung: die unnachgiebige Fokussierung auf die langfristige Wertentwicklung. Beim inneren Wert geht es um eine langfristige, nachhaltige Wertentwicklung und deshalb bedarf es einer langfristigen Denkweise. Anstatt sich auf eine Aufwärtsbewegung und auf die Dinge, die richtig laufen, zu konzentrieren, wird der Schwerpunkt auf das Abwärtsrisiko und alle Entwicklungen, die schiefgehen können, gelegt. Zunächst müssen die negativen Aspekte vermieden werden, bevor Gewinne eingefahren werden können.

Oberstes Ziel ist die Generierung risikobereinigter Renditen über volle Marktzyklen hinweg. Eine langfristige Betrachtung kann dazu führen, dass kurze Zeiträume mit einer schwachen Performance eher toleriert werden. Eine unablässige Fokussierung auf eine langfristige Nachhaltigkeit und eine sorgfältige Abwägung von Fehlschlägen bietet jedoch den besten Ansatz zur Erreichung der Anlageziele.

Eine allzu starke Fokussierung auf Anlagen mit einem niedrigen Bewertungsniveau – trotz des einfachen Konzepts – bietet nur unzureichende Möglichkeiten zur Erzielung echter langfristiger Wertsteigerungen. Stattdessen trägt eine konsequente Fokussierung auf den inneren Wert dazu bei, das Kapital zu schützen und langfristig attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen.