



## IDENTIFYING VALUE

### ***Die Jagd nach Performance***

von Goran Vasiljevic

Fonds performen in der Regel besser als deren Anlegerinnen und Anleger. Denn diese steigen oftmals erst ein, wenn es gut läuft. Das ist zu spät, um langfristig gute Ergebnisse zu erzielen.

Daher sollten sie sich Prinzipien zurechtlegen, die ihnen bei langfristigen Investment-Entscheidungen helfen, sich vor sich selbst zu schützen. Wenn sie das tun und objektiv nach vorne schauen, werden sie feststellen, dass das aktuelle Marktumfeld disziplinierten Anlegerinnen und Anleger nach langer Durststrecke gute Gründe geben, optimistisch dem Value-Stil nachzugehen.

„The Paradox of Dumb Money<sup>1</sup>“, also das Paradoxon des dummen Geldes, beschreibt das Phänomen, dass viele Anlegerinnen und Anleger signifikant schlechter abschneiden als die Fonds, in die sie investieren. Gier und Überschätzung der eigenen Fähigkeiten, vor allem im Bereich Market Timing, verleiten Investorinnen und Investoren oft im falschen Zeitpunkt, die falschen Schlüsse zu ziehen. Des Weiteren sind wir als Menschen dazu konditioniert, bei Unsicherheiten eher emotional zu entscheiden, was sich natürlich nicht positiv auf unsere Vermögen auswirkt. Zu glauben, dass wir besser entscheiden als der Markt, ist tückisch. Denn das ist nicht der Fall, wie vielfältige Untersuchungen zeigen. So war beispielsweise der „CGM Focus Fund“ der beste Aktienfonds der USA zwischen 2000 und 2009, der jährlich um mehr als 18 Prozent gestiegen war und seinen nächsten Konkurrenten um mehr als drei Prozentpunkte übertrafen hatte. Zugleich lagen die in dem Fonds investierten Anlegerinnen und Anleger in ihrer eigenen Performance durchschnittlich bei -3%. Ein „Wahnsinnsergebnis“ – und das ist nur ein Beispiel von vielen. Das Erschreckende und Bedauerliche ist, dass das immer und immer wieder passiert. **Anlegerinnen und Anleger kaufen zum falschen Zeitpunkt, weil vergangene Performance ein teuflischer Ratgeber ist.**

Ähnlich sieht es beispielsweise beim „ARKK Innovation Fonds“ in Abbildung 1 aus. Bis Mitte 2017 verwaltete dieser noch unter 100 Millionen US-Dollar. Der starken Performance der Tech-Werte folgten Investorinnen und Investoren immer weiter, bis der Fonds im Februar 2021 fast 30 Milliarden US-Dollar verwaltete. Seither verlor der Fonds fast 70%.

---

<sup>1</sup> Gray, Wesley: Quantitative Value: A Practitioner's Guide to Automating Intelligent Investment and Eliminating Behavioral Errors



Abbildung 1: ARKK Innovation ETF, Price & Total Assets



In Abbildung 2 sehen wir zudem, dass die Stückzahlen – „Current Shares Outstanding“ sich jedoch von der Performance noch unbeeindruckt zeigen. Investorinnen und Investoren waren am Performancehöhepunkt fast maximal investiert.

Abbildung 2: ARKK Innovation ETF, Total Assets & Shares Outstanding



Warum ist das so? Anlegerinnen und Anleger laufen der Marktentwicklung oftmals hinterher, weil sie einsteigen, wenn es bereits gut läuft, wie Lemminge, die sich dem Abgrund nähern. Dabei ist es schon zu spät, um langfristig gute Ergebnisse zu erzielen, weil sie dadurch oft bereit sein müssen, die Assets zu einem höheren Preis aber noch wichtiger oft zu einer höheren Bewertung zu kaufen. **Die Bewertung zum Startpunkt einer Investition spielt die wichtigste Rolle auf zukünftige Investment-Performance.** Wer in das Segment investiert, das das Beste war, begibt sich der Gefahr, einen großen Teil des Zyklus schon verpasst zu haben. Für Investorinnen und Investoren bedeutet das, dass es nicht ausreicht, die Zukunft aus der Vergangenheit abzuleiten. Ein Beispiel dafür gab zuletzt die „Süddeutsche Zeitung“: „Das Investieren in heiße Tipps, in gerade besonders gefragte Einzelunternehmen ist brandgefährlich. Am meisten sind an der Börse



zuletzt jene Unternehmen aus der Technologie-Branche eingebrochen, um die es vorher einen großen Hype gab. Wer einen großen Teil seines Geldes auf sie gesetzt hat, ist jetzt mit bis zu 80 Prozent im Minus.“

Es gilt vielmehr die Regel, in Konzepte und Prozesse zu investieren, die heute gut positioniert sind, einen neuen Zyklus voll mitzunehmen. Es wird weiterhin vom Markt prozyklisch gekauft, also nachdem ein Segment gut war. Dabei ist eine überdurchschnittliche Performance langfristig wesentlich leichter zu erreichen, indem substanzstarke Fondsanteile gekauft werden, wenn sie niedrig bewertet sind.

### **Bei hochbewerten Unternehmen ist die Fehlertoleranz sehr gering**

Das zeigt sich derzeit an dem (vermeintlichen) Konflikt von „Value Investing“ versus „Growth Investing“. Die relative Popularität von Wachstumsinvestitionen hängt stark von der Bereitschaft der Anlegerinnen und Anleger ab, wie sie die Zukunft ein- und wertschätzen. Immer wieder bewegen sich Anlegerinnen und Anleger weg von den fundamentalen Erwartungen und Bewertungen, wobei sie sich ausschließlich mit der Upside und nur sehr wenig mit der Downside befassen. Bei hochbewerten Unternehmen aus dem Growth-Bereich ist die Fehlertoleranz sehr gering, und jede Abweichung der Entwicklungsprognose vergrößert das Risiko einer erheblichen Downside. Daraus entsteht das massive Risiko, einen zu hohen Preis für einen Wert zu bezahlen und somit auf lange Sicht eine schwächere Performance zu erreichen. Es wird immer wieder starke Unternehmen geben, bei denen Value-Investorinnen und -Investoren zu konservativ sind. Jedoch sehen wir auch ein prozyklisches Anlegerverhalten, die nach guter Performance kommt. Dabei erinnern wir gerne, dass auch wir Growth im Jahre 2011 eigentlich als Value hätten sehen müssen.

### **Value Investing ist eine Philosophie, die gegen die allgemeine Marktmeinung stehen kann**

Daher sind wir der Meinung, dass Value Investing vor einer Renaissance steht. Value Investing als Anlagestil hat in den vergangenen Jahren eine Dürreperiode erlebt wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Für uns ist Value Investing wesentlich mehr als ein Stil oder eine Faktorprämie. Vielmehr ist es eine Philosophie, die unter anderem einer inneren Haltung und Stabilität bedarf, die sich oftmals gegen die allgemeine Marktmeinung stellen kann. Value-Investorinnen und -Investoren kaufen Aktien (auch solche, deren innerer Wert möglicherweise wenig Wachstum in der Zukunft beinhaltet) aus Überzeugung, dass der aktuelle Wert im Vergleich zum derzeitigen Preis höher liegt.

Die besten Kaufgelegenheiten für Value-Aktien bieten sich immer dann, wenn der Markt sehr pessimistisch ist. Das haben wir in der Finanzkrise 2009, der Rezession 2011, dem Crash zu Beginn der Corona-Pandemie im März 2020 und nach dem Brexit gesehen. Zu diesen Zeitpunkten war die Gefühlslage der Anlegerinnen und Anleger pessimistisch, die Bewertungen am Tiefpunkt und damit auch die zukünftigen Renditen sehr aussichtsreich für opportunistische Investorinnen und Investoren. Unser vorrangiges Ziel bleibt die Auswahl von Unternehmen, die im Vergleich zu ihren Fundamentaldaten unterbewertet sind.

### **Niemand will der erste sein, der sich an Value wagt**

Das bedeutet: Das aktuelle Marktumfeld bietet disziplinierten Value-Anlegerinnen und -Anlegern nach langer Durststrecke gute Gründe, vorsichtig optimistisch zu sein. Der Markt ist zwar noch nicht positioniert, weil sich Value-Investitionen aufgrund der Erfahrungen der vergangenen Jahre, bislang nicht „gut anfühlen“. Niemand will der erste sein, der sich an Value wagt, weshalb die Performance die neue Stärke noch nicht abbildet. Es herrschte in den vergangenen zwei Jahren eine große Unsicherheit durch die Covid-19-Pandemie und eine massive Performance-Schere zwischen Value und Growth. Das hat das Herdenverhalten der Investorinnen und Investoren nochmals getrieben und die Lücke zwischen Value und Growth vergrößert. Aber der reine Herdentrieb ist aus langfristiger Sicht nicht erfolgversprechend. Daher wartet Value jetzt darauf, schnell wieder aufzustehen und mit Wucht zurückzukommen.



---

## **Aktives Value-Portfolio weit weg vom Mainstream**

Wir sind der Meinung, dass es langfristig einen besseren Ausblick als derzeit kaum geben kann: Die Bewertungen sind niedrig, die Quartalszahlen der Unternehmen gut und nach den Unsicherheiten bieten sich Kaufgelegenheiten. Nach nunmehr über einer Dekade Value-Underperformance scheint sich die Stimmung unter Anlegerinnen und Anlegern zu ändern. Die Gewinnerwartungen von Value-Aktien in den USA sind seit 2016 bis Anfang 2022 um 42 Prozent gestiegen – die Kurse um „nur“ 50 Prozent. Growth-Aktien hingegen erlebten einen Anstieg der Gewinnerwartungen von 68 Prozent verbunden mit einer Kurssteigerung von 173 Prozent. Der Value-Case gewinnt wieder Fans und wird sich mit weiteren Argumenten durchsetzen.

Zusammengefasst bedeutet das eine perfekte Ausgangslage für ein aktives Value-Portfolio weit weg vom Mainstream! Aus unserer Sicht ist der aktuelle Ausblick für disziplinierte Value-Investorinnen und -Investoren vielversprechend. Selbstverständlich wissen wir nicht, wann der Zyklus nachhaltig dreht. Aber wir sind davon überzeugt, dass es geschehen wird, und verfolgen daher konsequent weiter unsere Value-Strategie.



---

### **Disclaimer:**

Die vorliegenden Unterlagen wurden von der Lingohr & Partner Asset Management GmbH (Lingohr & Partner) auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft wurden, erstellt.

Lingohr & Partner hat keine Garantie für die Richtigkeit von Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit unangekündigt ändern.

Lingohr & Partner übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in dieser Unterlage enthaltenen Daten und Informationen. Die in dieser Unterlage enthaltenen Daten und Informationen dienen ausschließlich dazu, zu informieren und zu illustrieren und stellen die gegenwärtige Einschätzung von Lingohr & Partner zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Unterlage dar.

Historische Performance-Daten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Der Wert von Investmentanlagen und jedes durch sie generierte Einkommen kann zu- und abnehmen und ist nicht garantiert. Bei der Rückgabe von Investmentanlagen kann der Investor weniger Geld zurückbekommen als er bei seinem ursprünglichen Investment eingesetzt hat. Wenn eine Anlage im Ausland investiert wird, unterliegt ihr Wert ggf. Wechselkursschwankungen.

Wenn nicht ausdrücklich anders ausgewiesen, sind alle Daten ungeprüft. Die vorliegenden Unterlagen stellen keine Empfehlung oder Beratung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Investmentanteilen oder zur Anwendung einer bestimmten Investmentstrategie dar. Der aktuelle vollständige und vereinfachte Fondsprospekt zu genannten Investmentfonds, sowie der jeweils neueste Geschäftsbericht sind bei der Fondsgesellschaft hinterlegt.