

## Idee des Value Investing

# Noch lange nicht ausgedient

Die letzten Jahre waren hart für Freunde des klassischen Value Investing. Dabei ist die Idee nicht tot, sondern lediglich an die heutigen Gegebenheiten anzupassen.

Was ist Value Investing? Eine Frage, die ebenso alt wie umstritten ist. Begründet durch den Altmeister Benjamin Graham, weiterentwickelt durch seinen „Schüler“ Warren Buffett und andere legendäre Anleger, gibt es heute diverse Investmentstile, die sich „Value“ auf die Fahne schreiben. Eines jedoch eint die Value Community: Egal mit welchem Ansatz, im Vordergrund steht immer die Idee, 1 EUR für 70 Cent oder weniger zu kaufen. Der Abschlag auf den inneren Wert, die sogenannte „Margin of Safety“, soll dafür sorgen, dass es Spielraum für Irrtümer gibt. Ob dies mit sogenannten Net-Nets (unattraktive Geschäftsmodelle, die mit einem deutlichen Abstand zum Wert ihrer liquiden Assets gehandelt werden) oder Qualitätsaktien geschieht, deren langfristige Potenziale der Markt unterschätzt, ist dabei zweitrangig. Eines ist den Anhängern aller Value-Schulen

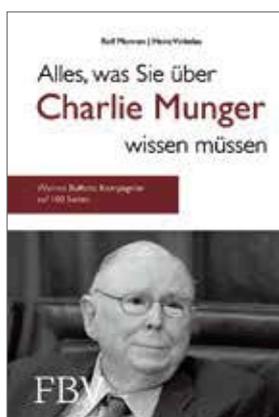
jedoch gemein: der fehlende Glaube an den Markt und dessen jederzeit perfekte Preisfindung. „Price is what you pay, Value is what you get“, heißt dementsprechend eines der bekanntesten Zitate von Altmeister Buffett. Preis und Wert können, müssen aber nicht zwangsweise identisch sein. Diese Situationen versuchen Value-Investoren zu ihren Gunsten auszunutzen.

## Risiken bewerten statt spekulieren

Doch Value ist mehr als einfach nur billig einzukaufen. Es geht auch um eine Form der Risikominimierung. Wobei Risiken nicht mit Unsicherheit gleichzusetzen sind. Für den berühmten Value-Anleger Mohan Pabrai lässt sich dieses Prinzip mit einem attraktiven Münzwurfspiel vergleichen: „Kopf, ich gewinne, Zahl, ich verliere nicht viel.“ Es geht also nicht darum, Risiken komplett auszuschließen, sondern darum, nach Wahrscheinlichkeiten zu gewichten. Hierin liegt in den Augen vieler Value-Fans auch der entscheidende Unterschied zwischen Investieren und Spekulieren. Nur wer eine realistische Einschätzung des inneren Wertes eines Assets hat, ist ein Investor. Die Annahmen beruhen also ausschließlich auf einer fundamentalen Analyse der Bilanzzahlen und einer Einschätzung des Geschäftsmodells. Technische Analyse und ähnliche Ansätze halten Value-Freunde für Kaffeesatzleserei. Doch es sind nicht nur die Beispiele hervorragender Investoren wie Warren Buffett, Peter Lynch oder Jean-Marie Eveillard und deren jeweiliger Track Record, die beweisen, dass Value Investing funktioniert. Denn auch empirische Ansätze wie das Fama-French-Dreifaktormodell belegen über lange Zeiträume eine Outperformance dieser Strategie.

## Mehr als ein Werkzeugkasten

Für nicht wenige Anhänger ist Value Investing aber nicht nur eine Lehre, die den passenden „Werkzeugkasten“ für die fundamentale Analyse von Aktien bereithält. Vielmehr handelt es sich auch um eine Geisteshaltung, die durch Leidenschaft, Ausdauer, antizyklisches Handeln und in vielen Fällen auch durch einen bescheidenen Umgang mit dem eigenen Vermögen geprägt ist. Auch hier ist einmal mehr das „Orakel aus Omaha“, Warren Buffett, das Rollenvorbild. Als Begründer der Value-Lehre gilt jedoch Benjamin Graham (1894 bis 1976), der Autor der wegweisenden Bücher „Security Analysis“ (1934, zusammen mit David Dodd) und „The Intelligent Investor“ (1949). Bei dessen Graham-Newman Corp. erlernte schließlich der junge Warren Buffett sein Handwerk. Graham konzentrierte sich



„Alles, was Sie über Charlie Munger wissen müssen“ von Rolf Morrien und Heinz Vinkelau, FinanzBuch Verlag, 112 Seiten, 14,99 EUR



„Alles, was Sie über Warren Buffett wissen müssen“ von Rolf Morrien und Heinz Vinkelau, FinanzBuch Verlag, 128 Seiten, 14,99 EUR



**„Alles, was Sie über Benjamin Graham wissen müssen“**  
von Rolf Morrien und Heinz Vinkelau, FinanzBuch Verlag,  
112 Seiten, 14,99 EUR

auf das Finden von sogenannten Net-Nets: Unternehmen, die an der Börse für weniger als das Umlaufvermögen abzüglich der ausstehenden Schulden zu haben sind. Gleichzeitig war Graham an Arbitragegeschäften interessiert, also der Erzielung einer risikolosen Rendite durch die Ausnutzung von Preisdifferenzen an unterschiedlichen Handelsplätzen. Graham benutzte für die Börse die Analogie des manisch-depressiven Mr. Market, der Aktien durch seine starken Gemütsschwankungen manchmal viel zu optimistisch, ein anderes Mal viel zu pessimistisch bewertet. Emotional stabile Investoren sollten sich diese Irrationalitäten zu Nutzen machen. All diese Ideen machte sich auch Buffett zu eigen, entwickelte die Philosophie von Graham jedoch weiter – insbesondere durch den Einfluss seines kongenialen Partners Charlie Munger.

### Das Neue Testament des Value Investing

Schließlich sah er ein, dass es mitunter besser sein kann, ein wunderbares Geschäftsmodell zu einem fairen Preis zu erwerben als ein mittelmäßiges Unternehmen zu einem günstigen Preis. Eine Anpassung, die einen nicht unerheblichen Einfluss auf den Erfolg von Berkshire Hathaway (IK) gehabt haben dürfte. Denn während die klassischen Graham-Aktien lediglich relativ sichere Gewinne für kleinere Investments versprochen, funktionier-

nierte das Modell von Buffett auch noch wunderbar, als dessen Holding bereits zu einem Milliardenkonzern avancierte. Doch Buffett veränderte seinen Investmentstil auch in einem weiteren Punkt: Im Gegensatz zu Graham gilt Buffett bis heute nicht als Freund von Diversifikation. Stattdessen bevorzugt er ein komprimiertes Portfolio an Unternehmen, die er dafür bestens versteht. Dieses Konzept, das Buffett „Circle of Competence“ nennt, ist gleichsam simpel und bestechend. So gibt es laut Buffett prinzipiell keinen Mangel an Aktien. Eine davon auszulassen, da man das Geschäft nicht versteht, ist daher wenig tragisch, denn es gibt noch eine reiche Auswahl an Alternativen. Das Konzept des „Burggrabens“ geht ebenfalls auf Buffett zurück. Ist dieser besonders weit, ist das Geschäftsmodell eines Unternehmens vor Angriffen der Konkurrenz geschützt. Für Value-Legende Bill Ruane ist Graham das Alte Testament des Value Investing, Buffett das Neue Testament – nur beide zusammen ergeben das ganze Paket.

### Value Investing und die Österreichische Schule

Als Smart-Investor-Leser sind Sie es von uns gewohnt, die Dinge anhand der Österreichischen Schule der Ökonomie eingeordnet zu bekommen. Warum sollte man also nicht auch das Value Investing einem Quercheck durch die „österreichische Brille“ – gemeint im Sinn der Österreichischen Schule – unterziehen? Grundsätzlich eint beide Denkrichtungen die Zurückweisung der Annahme jederzeit perfekt gepreister Märkte, die Unterscheidung zwischen Preis und Wert eines Assets und eine Skepsis bezüglich einer zu starken Anwendung von (zu) komplexen mathematischen Modellen bei der Bewertung. Für die Wissenschaftler David Rapp, Michael Olbrich und Christoph Venitz stellen Value und die Österreichische Schule dennoch keine perfekte Einheit dar. Zu unterschiedlich sei vor allem die Definition von „Value“. Eine These, die für Rahim Taghizadegan, Leiter der privaten Bildungseinrichtung scholarium in Wien, dagegen zu kurz greift. Für ihn ist Value Investing eine Heuristik und eben keine ökonomische Theorie. Am ehesten lässt sich die Value-Lehre mit einer österreichischen Sicht der



**„Einfach investieren: Grundlagen des Value Investing“**  
von Till Schwalm, FinanzBuch Verlag,  
224 Seiten, 19,99 EUR

Welt wohl dann verbinden, wenn man die generelle Ablehnung von Gold ablegt, wie sie beispielsweise ein Warren Buffett zeigt. Für reine Buffett-Jünger ein Sakrileg, als Cash-Alternative für einen österreichisch angehauchten Value-Anleger aber dennoch eine Überlegung wert.

### Fazit

Diverse Studien schreiben bereits das Ende des Value Investing herbei. Zu wenig funktionieren die klassischen Bewertungskennzahlen in einer zunehmend digitalen Ökonomie, die zudem durch billige Liquidität der Notenbanken massiv verzerrt wird. Den Value-Jüngern wird diese Denke mehr als recht sein, haben sie sich doch immer in der Rolle des Underdogs wohlfühlt. Doch noch ist es zu früh für einen Abgesang auf die Value-Idee. Das beste Beispiel dafür ist – einmal mehr – Warren Buffett höchstpersönlich. Dieser hat auch in den vergangenen Jahren hervorragende Investmentergebnisse erzielt. Doch auch er hat seinen Stil erneut angepasst, ist mittlerweile weniger technologiekritisch und setzt immer mehr auf vollständige Unternehmensübernahmen. Niemand ist exakt wie Buffett, Graham, Munger oder die anderen Vordenker der Value-Idee. Stattdessen sollte jeder Anleger auf deren Beispiel aufbauend seinen Investmentstil selbst entwickeln und – noch viel wichtiger – kontinuierlich verbessern. ■

Josef Obermeier