

# Warum habe ich nicht ...

## ... 2003, 2009 oder 2020 Aktien gekauft?

*Raik Hoffmann, Vorstand und Portfoliomanager,  
FPM Frankfurt Performance Management AG, 14. Juni 2022*



### *Sehr geehrte Investoren, liebe Freunde der FPM AG,*

so oder so ähnlich fragten sich das später viele Investoren. Sein Geld mit Aktien zu verdoppeln war in den Folgejahren mühelos möglich. Aber immer war die Marktlage zu unübersichtlich, die Herausforderungen zu hoch, der Weltuntergang nah.

So wie jetzt. Der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine erschüttert die durch deutsche Politiker herbeigeträumte Sicherheitsordnung in Europa. Dieselbigen Politikkreise reden jetzt vorzugsweise von der Gefahr eines Atomkriegs, um von ihrem Versagen abzulenken und um ihre Zurückhaltung zu begründen. Hohe Inflationsraten und daraus folgend ein Crash am Bondmarkt, die zwar durch die äußeren Umstände noch begünstigt werden, aber sich auch schon vorher abzeichneten, bei gleichzeitigen Wachstumssorgen führen zu Stagflationsängsten. Hinzu kommt noch eine völlig sinnlose Corona-Politik der Chinesen, die durch Lockdowns die Produktion und Lieferketten nochmals belastet. (Übrigens: Das ist die auch in Deutschland von vielen Wissenschaftlern, eher linken gesellschaftlichen Kreisen sowie Journalisten noch vor einem Jahr in den Himmel gehobene Null-Covid-Politik. Vielleicht ist eine freiheitliche Gesellschaft doch in mehr Feldern anderen Gesellschaftsformen überlegen, auch wenn das von eher rechten gesellschaftlichen Kreisen gerne in Zweifel gezogen wird: Alles hart diskutiert, und am Ende einen akzeptablen Weg gegangen.) Und über allem schwebt noch ein potenzielles Gas-Embargo, das der deutschen und europäischen Wirtschaft den endgültigen Todesstoß versetzen soll. Jede Menge gute Gründe, im Augenblick keine Aktien zu kaufen. Wirklich?

#### **Chancen offenbaren sich, wenn man genau hinsieht**

Vor diesem Hintergrund geht meines Erachtens völlig unter, welche großen Chancen sich aktuell an den Aktienmärkten wieder bieten. Eine Chance, wie sie sich wahrscheinlich seit 2014/15 – also fast in meiner gesamten Zeit bei der FPM AG – nicht mehr geboten hat. Wenn man lediglich auf den DAX oder auch S&P 500 schaut, scheinen mit Korrekturen von 17 % bzw. 21 % die aktuellen Belastungsfaktoren nicht wirklich eingepreist. Schaut man sich aber die Märkte genauer an, sieht das Bild

völlig anders aus. Es sind fast nur noch Aktien aus dem Bereich Rohstoffe/Quality Growth/Defensives, die die Indizes nicht schon weit schlechter aussehen lassen. Viele (spekulativere) Wachstumsaktien haben bereits prozentual hoch zweistellig verloren, Kursrückgänge von 75 % und mehr sind keine Seltenheit. Zyklische Aktien (z. B. Automobilzulieferer oder Industriewerte) sehen nicht viel besser aus, auch hier haben sich viele Aktien mehr als halbiert.

Zwar belasten hier und da Rohstoffkosten temporär die Gewinne, da sie nicht immer zeitnah weitergegeben werden können. Nicht jede Wachstumserwartung konnte eingehalten werden, zusätzlich belasten steigende Zinsen insbesondere Wachstumsaktien über den Diskontierungsfaktor. Höhere Logistikkosten, fehlende oder deutlich teurere Vorprodukte drücken vielerorts auf die Marge. Die Knappheit von Halbleitern hat nicht nur die Automobilzulieferer Volumen gekostet. Eine leichte Normalisierung unterstellt, aber weit entfernt von wieder perfekten Rahmenbedingungen, handeln viele Aktien auf mittleren einstelligen KGVs und EV/EBIT-Multiples, Aktien aus dem Bereich E-Commerce manchmal nur unwesentlich höher als Net Cash. Es gibt also nicht nur eine große Zahl extrem billiger Aktien, sondern auch billige Aktien in beiden Bereichen „Value“ und „Growth“. Gerade billige Wachstumsaktien waren seit vielen Jahren nur schwer zu finden. Wir haben diese Bereiche seit mehr als einer halben Dekade tendenziell gemieden, weil viele Titel aus unserer Sicht zu teuer waren, zumindest aber keinen ausreichenden Sicherheitspuffer hatten für den Fall, dass die Dinge einmal nicht so rund laufen sollten. Der Zinsrückgang hat zu einem Boom dieser Aktien geführt, da die Bewertungen bei Zinsen von 0 % als nicht mehr relevant angesehen wurden. Gleichzeitig wurden Aktien, die nicht die großen Wachstumsraten oder zumindest sehr stabile Erträge versprachen, abverkauft, um Investitionen in die Börsenlieblinge zu finanzieren. Dies hat zu einer schwankenden Performance in unseren Fonds geführt, die unseren Investoren insbesondere in 2018 und 2019 viel abverlangte. Unsere Konsequenz, Mittelabflüssen zum Trotz stiltreu an unserer bewertungsorientierten Investmentphilosophie festzuhalten, zahlte sich aber letztendlich aus. Selbst in einem Umfeld, in dem Titel, die unsere Kriterien erfüllt haben, selten en vogue waren, konnten wir per Saldo mit unserem Stil weitgehend mit der Marktentwicklung mithalten, trotz der entstehenden, immer größer werdenden Bewertungsdiskrepanzen. Seit 2020 hat sich diese Entwicklung begonnen umzukehren. Das wiederum war auf Dauer gesehen zwingend.

### **Auch wir lieben Wachstum!**

Warum setzen wir „Value“ und „Growth“ in Anführungszeichen? Dazu nochmal kurz ein Exkurs, was Value Investing für uns bedeutet, da dies in unseren Augen immer wieder missverstanden wird. Für die meisten Investoren bedeutet Value ausschließlich das Investieren in Unternehmen mit niedrigem KGV oder niedrigem Kurs-/Buchwert-Verhältnis. Damit wird Value Investing oft mit langsam wachsenden oder

stagnierenden Unternehmen aus dem Bereich der Old Economy (Banken, Automobil, Industrie...) assoziiert. An diese Aufteilung halten sich auch die Anbieter von Indizes und feuern dieses falsche Verständnis von Value Investing weiter an. Aber: Eine Aktie ist nie immer nur „Value“ oder „Growth“: Auch Banken wurden in den 90er-Jahren zu einem Mehrfachen des Buchwertes gehandelt. Damals waren sie auch eine Wachstumsindustrie. Das Debakel danach ist ja allseits bekannt. Gleichzeitig handelte Microsoft vor zehn Jahren zu einem KGV von 10. Neulich war es eher das 35-fache Vorsteuerergebnis. So wurde aus Value Growth. Das ist übrigens der Sweet Spot schlechthin: Der Zeitraum, in dem sich die Bewertung eines Unternehmens vom Value- in das Growth-Lager hinein bewegt. Für die Gegenrichtung gilt: Das ist das Desaster. Insofern werden in unseren Fonds tendenziell immer die Unternehmen überrepräsentiert sein, die als „langweilige“ Value-Aktien angesehen werden. Unsere ganz großen Performancebringer in der Vergangenheit waren die Unternehmen, bei denen sich die Sichtweise der Investoren dank besserer Gewinne der Unternehmen, aber auch einer immer besser werdenden Performance der Aktie nach und nach geändert haben. Somit ist die Unterscheidung zwischen „Value“ und „Growth“ bestenfalls unvollständig, eigentlich aber irreführend. Natürlich spielt Wachstum eine wichtige Rolle. Auch wir bevorzugen Unternehmen, die wachsen, solange das Wachstum nicht mit unsinnig hohen Investitionen oder riskanten Geschäftsveränderungen erkaufte wird. Allerdings sind wir im Gegensatz zu Growth-/Momentum-Investoren nicht bereit, für Wachstum jeden beliebigen Preis zu bezahlen. Genau das ist an den Aktienmärkten bis vor zwölf Monaten passiert: Lediglich Stories zählten, viele unprofitable Start-Ups wurden zu sogenannten Einhörnern. Warum wollen wir für Wachstum nicht überbezahlen? Weil eben auch Wachstum nicht so selbstverständlich ist, wie das in Phasen der Euphorie oft unterstellt wird. Werden Wachstumserwartungen nicht erfüllt, gibt es Gegenwind aus zwei Richtungen. Zum einen wird für geringeres Wachstum jetzt ein niedrigeres Multiple gezahlt, gleichzeitig müssen die vorherigen Schätzungen nach unten korrigiert werden. Niedrigeres Multiple auf niedrigere Schätzungen führen dann schnell zu prozentual hoch zweistelligen Kursverlusten. Das ist der oben beschriebene Weg von einer Wachstums- zu einer Value-Aktie: Das Desaster. Manchmal reichen aber auch bereits steigende Zinsen und damit höhere Diskontierungsfaktoren, wenn ein großer Teil der Bewertung sehr weit in der Zukunft liegt. Und dann sind auch einmal 50, 60 oder 90 % des Investments verloren, ohne dass das Unternehmen in einer existentiellen Krise sein muss. Heute zeigt sich: Einhörner sind ausgestorben oder Fabelwesen. Und eben nicht real.

### **Deswegen ein vermeintlich „langweiliges“ Portfolio**

Aufgrund der (zu) hohen Bewertungen im Bereich Growth/Quality Growth, die wir nicht bereit waren zu bezahlen, bestanden unsere Portfolios in den letzten Jahren wie erwähnt meistens aus einem hohen Anteil klassischer Industrien, vulgo „Old

Economy“. Dies war aber das Ergebnis unseres bewertungsorientierten Investmentansatzes, nicht das Resultat einer generellen Aversion gegen Wachstumswerte. In den letzten Jahren waren attraktiv bewertete Unternehmen wie gesagt eher im Bereich der klassischen Industrien zu finden. Die Dinge haben sich geändert: Durch die starke Korrektur bei normalen Aktien von Unternehmen mit hohen erwarteten Wachstumsraten (nicht unbedingt bei den deutlich langsamer wachsenden high quality growth Aktien) eröffnet sich jetzt erstmals seit vielen Jahren erneut die Möglichkeit, unsere Portfolien branchenbezogen wieder breiter aufzustellen.

## **Lichtblicke**

Im Einzelnen: Viele Aktien sind extrem billig im Rahmen dessen, was momentan absehbar und wahrscheinlich ist. Der Krieg in der Ukraine setzt sich weiter fort, ohne nennenswert zu eskalieren (Stichwort Massenvernichtungswaffen). Die Lieferkettenprobleme lösen sich mittelfristig (ein bis zwei Jahre, bei Halbleitern ist die Entspannung bspw. bereits sichtbar) wieder auf, Steigerungen der Inputkosten können mit Zeitverzug weitergegeben werden. Durch Preiserhöhungen werden die Unternehmen ihrem Ruf als Inflationsschutz gerecht. Die Inflationsraten werden in den nächsten Monaten ihr Hoch erreichen und danach zurückgehen, wie bei Stahl und Halbleitern bereits heute sichtbar. Nachdem wir immer die Unkenrufer waren, die vor einer Unterschätzung der längerfristigen Inflationsraten gewarnt haben: Die aktuellen Preistreiber, was in der EU vor allem die Rohstoffpreise sind, müssten in einem gleichen Maße weitersteigen wie in den letzten Quartalen. Man wird sehen, das ist aber aus mehreren Gründen unwahrscheinlich. Die Terminmärkte zeigen ganz andere Erwartungen, was natürlich auch keine Garantie ist. Ohne die schwankenden Komponenten, also in der Kernrate, liegen die Preisanstiege zwischen 3 und 4 %: Hoch, aber nicht absurd hoch. Jetzt dürfte dann alles von den Lohnverhandlungen abhängen.

Das Q1-Reporting war gar nicht so schlecht, einige Firmen konnten sogar ihren Ausblick erhöhen oder haben diesen wieder aufgenommen, nachdem sie ihn Anfang März nach Beginn des Ukraine-Krieges ausgesetzt hatten. Dies zeigt, dass trotz der vielfältigen Belastungsfaktoren die Situation deutlich besser ist, als es die Aktienkurse bei vielen Unternehmen aktuell anzeigen. Dies bekommen wir auch als Feedback aus Unternehmensgesprächen. Sollte China seine Null-Covid-Politik noch deutlich verschärfen und das ganze Land bis Jahresende schließen (kleiner Scherz: Wenn man sich aber die sinnlose Politik dort anschaut, möchte man so etwas auch nicht mehr ganz ausschließen), würde es natürlich weitere Bremsspuren geben. Dasselbe gilt für einen Lieferstopp von Erdgas aus Russland. Aber wahrscheinlich sind selbst solche Szenarien schon teilweise eingepreist: Anders würden sich die aktuellen Bewertungen nicht rechtfertigen lassen. Definitiv ist in den Bewertungen von zyklischen Unternehmen eine leichte Rezession antizipiert, und das ist wie

gesagt im Moment das Worst-Case-Szenario. Vor allem sollte man eines nicht vergessen: Jeder Tag ohne Gaslieferstopp reduziert das Risiko für drastische Verwerfungen. Einfach deshalb, weil aktuell alle daran arbeiten, die Abhängigkeit von russischem Erdgas zu reduzieren. Unternehmen eruiieren Notlösungen mit Öl, zahlreiche mit dem Ziel der CO<sub>2</sub>-Reduzierung zur Abschaltung bestimmte Kohlekraftwerke in Unternehmen werden womöglich länger betrieben, die Gasspeicher füllen sich langsam, die Zeit bis zur Inbetriebnahme mobiler LNG-Terminals wird kürzer, höhere Preise führen zu Einspareffekten bei Konsumenten, andere Länder liefern höhere Mengen, usw. Wenn es hart auf hart käme, würden sicherlich auch privaten Verbrauchern erhebliche Einsparungen abverlangt bzw. moralisch akzeptiert, höhere Preise werden sowieso zu einem reduzierten Verbrauch führen. Und zuletzt: Russland hat ebenfalls ein sehr großes Interesse daran, weiter Gas zu verkaufen, zumindest im Augenblick. Was ich damit sagen will: Die Situation ist bei weitem nicht so schlecht wie die aktuelle Stimmung. Wenn man sieht, wie schnell sich die Wirtschaft auf die Coronavirus-Pandemie eingestellt hat, ist mir zumindest nicht bange, dass die Unternehmen auch auf einen Gas-Lieferstopp letztendlich Antworten finden. Man sollte die Preissignale einer Marktwirtschaft nicht unterschätzen. Dennoch bleibt ein Tail Risk: Unwahrscheinlich, aber wenn es eintritt kurzfristig sehr relevant, mittelfristig kompensierbar, wenn auch nicht für alle Unternehmen. Das sollte bei der Aktienauswahl berücksichtigt werden.

### **Bleibt wie immer die Frage des Timings**

Während viele Aktien nach Kursrückgängen von 50 bis 80 % oder mehr bereits ein ziemlich negatives Szenario einpreisen und man sich gleichzeitig die aktuelle Marktdynamik anschaut, fehlt wahrscheinlich kurzfristig noch ein finaler Ausverkauf von Quality Growth und Bitcoin & Co. Die Segmente, in denen viele Investoren immer noch überinvestiert sind. Diese Segmente sind es übrigens auch, die die Markt-KGVs immer noch nicht billig erscheinen lassen. So steht z. B. Linde als der größte Wert im DAX (über 10 % Gewichtung) mehr oder weniger am Höchststand und damit für fast drei Punkte im DAX-KGV. Wir kaufen allerdings nicht den Markt, sondern Einzelwerte, die zum Teil auf sehr niedrigen Bewertungen handeln.

Wenn man sich jedoch die derzeitige Marktdynamik anschaut, sollte man sich nicht zu viel Zeit lassen. Ein Abwarten bis nach der Sommerpause könnte am Ende zu spät sein. Bei der aktuellen Zinsdynamik und angesichts der Geschwindigkeit, mit der die Märkte auch höhere Leitzinsen einpreisen, könnte bei einer Stabilisierung oder einem Rückgang der Inflationsraten bei rückläufigen Wachstumserwartungen eine Trendwende einsetzen. Die Wahrscheinlichkeit für beides ist relativ hoch. Neue signifikante Verwerfungen bei Nahrung und Energie in der Inflationskomponente außen vor gelassen, sollte dies eigentlich in den nächsten Monaten so weit sein. Zeit also als Investor, sich aus der Komfortzone herauszubewegen. Auf Sicht von zwei bis

drei Jahren und eine gewisse Normalisierung unterstellt, winken bei vielen Einzelaktien 50 bis 100 % Kursgewinne. Falls alles doch schlimmer kommt, sollte – von einer ersten negativen Reaktion des Marktes abgesehen – das Verlustpotenzial im gleichen Zeitraum ebenfalls relativ überschaubar sein.

### **Was mache ich aktuell im Portfolio?**

Erstmals seit langem habe ich im FPM Funds Stockpicker Germany Small/Mid Cap angefangen, die Anzahl der Unternehmen zu erhöhen. Einige kleinere Anfangspositionen, die aber schnell aufgestockt werden können. Dies hat im Wesentlichen zwei Gründe. Erstens finden wir aktuell so viele billige Aktien wie schon lange nicht mehr, und zweitens minimieren wir dadurch das Risiko, falls bei einem Negativszenario (z. B. Gas-Lieferstopp) doch das eine oder andere Unternehmen stärker betroffen sein sollte.

Aber eines ist wichtig: Der alte Spruch „Kaufen wenn die Kanonen donnern“ funktioniert ja ganz gut. Während man normalerweise nur ein kurzes Zeitfenster dafür hat (siehe Pandemie), können wir uns diesmal in aller Ruhe die Aktien aussuchen und kaufen.

### **Jetzt sind Sie dran**

Durchforsten Sie Ihre Portfolien. Die Publikumsliebhaber der letzten Jahre sollten kritisch hinterfragt werden. ETFs sind sicherlich besser als „aktive“ Fonds, die nur einen Index nachbilden (Index-Schmuser). Aber in vielen ETFs sind die Gewinner der letzten Jahre mit hohen Gewichtungen vertreten. Die Verlierer der letzten Jahre sind nicht oder nur mit kleinen Gewichtungen enthalten. Auf Indexebene wird wohl nur wenig Potenzial bestehen, wenn überhaupt. Außerdem: Wenn es Abflüsse aus ETFs gibt, und die sind immer an den Extrempunkten im Bärmarkt wie auch die Zuflüsse in der Hausse überdurchschnittlich hoch, dann müssen aktive Investoren die Aktien kaufen. Die Frage ist, ab welchem Zeitpunkt die in den letzten Jahren gehypten Aktien für Value-Investoren interessant werden. Denn Value-Investoren sind letzten Endes die einzigen, die als Käufer bleiben, wenn die Freunde des Momentums, der Stories und des Marketings sich neuen Themen zuwenden oder ihre Wunden lecken. Zudem: Sind Value-Investoren wirklich noch Value-Investoren? Oder wurde klassisches bewertungsorientiertes Investieren durch „Modern Value“, „Value 2.0“ usw. ersetzt und damit ein Switch in erstklassige aber teure, von den sinkenden Zinsen profitierende Unternehmen gerechtfertigt? Und zuletzt: Mit Nominal-Assets wird man mit immer noch hoher Wahrscheinlichkeit Geld verlieren.

Nach 40 Jahren Zinsrückgang stehen wir höchstwahrscheinlich vor einer wirklichen Zeitenwende. Während Politiker darüber reden, aber nicht immer in diesem Sinne handeln, sind Märkte konsequent. Strukturell höhere Inflationsraten und damit

strukturell höhere Zinsen, verbunden mit politischen Veränderungen, haben eine Zeitenwende an den Märkten eingeleitet. Vor allem, wenn man von einem negativen Zinsniveau kommt: Was über Jahrzehnte als unsinnig angesehen wurde, war auf einmal eine feste Größe in der Kalkulation vieler Investoren. 2 % höhere Zinsen und die ersten Immobilienfirmen schwimmen mit dem Bauch nach oben? Immobilienprojekte, die sich nicht mehr rechnen? Start-Ups, die keine Anschlussfinanzierung mehr bekommen? Solch ein Transformationsprozess ist nicht nach zwölf Monaten beendet. Auch wenn der Wunsch oder der Reflex nur zu verständlich sind. Die Notenbanken haben aber noch nicht mal wirklich begonnen, den Märkten Liquidität zu entziehen. **Zeit für mehr richtiges Value im Portfolio.**

*Ihr Raik Hoffmann*

