



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 1/2024 vom 22.01.2024

Der Grundsatz „Die Hausse nährt die Hausse und umgekehrt“ greift zu kurz.

Eine differenzierte Betrachtung

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1990
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap

- Zweigeteilte Entwicklung an den Aktienmärkten
- Schlechte Politik kostet Wachstum, beeinträchtigt die Stimmung und bestimmt damit kurzfristig die Rendite an Aktienmärkten
- Bewertung in der Breite hat sich in den letzten zehn Jahren fast halbiert
- Deutsche Investoren lassen sich vom Ausland die Butter vom Brot nehmen
- Auf Basis der Bewertungen müssten sich sehr solide Renditen ergeben

1

Das Jahr 2023 verzeichnete vordergründig auf Indexebene deutliche Gewinne. Allerdings gibt das Gesamtbild die Entwicklung nur unzureichend wieder. Nach einem breit angelegten Aufschwung in der ersten Hälfte des Jahres konzentrierten sich die Kursgewinne im zweiten Halbjahr im Wesentlichen auf die sehr großen Titel, während der breitere Markt stagnierte oder sogar deutliche Kursverluste verzeichnete. Dies galt auch für Titel, die keineswegs in ihrer Entwicklung enttäuschten, bei negativen Überraschungen hingegen waren die Kursverluste teils drastisch. Was wieder einmal neue Chancen kreierte hat. Gegen Ende des Jahres fanden Portfoliobereinigungen statt, die in unseren Augen deutlich über das Ziel hinausgeschossen sind. In Summe verzeichneten die Indizes der hoch-kapitalisierten Werte deutlich überproportionale Gewinne.

Zweigeteilte Entwicklung an den Aktienmärkten

Was führte zu dieser zweigeteilten Entwicklung, und wie soll man damit umgehen?

Zunächst einmal enttäuschte die Konjunktur. Dies galt insbesondere für Deutschland. Die im zweiten Halbjahr erwartete Erholung blieb aus. Das wirkte sich zum einen auf die Erträge der Unternehmen, in einem viel größeren Umfang jedoch auf das Sentiment gegenüber deutschen Aktien allgemein und kleinen und mittleren Titeln insbesondere aus. Und das Problem hat einen Namen, auch wenn politische Börsen eigentlich kurze Beine haben sollten: Die Bundesregierung, die diesbezüglich zu den Regierungen anderer europäischer Staaten mindestens aufgeschlossen hat.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



Schlechte Politik kostet Wachstum...

Sie verfolgt ungetrübt von fachlicher Kompetenz ihre ideologiegetriebenen Projekte, setzt (leider unabsichtlich) die De-Growth-Phantasien in die Realität um, und wundert sich über den fehlenden Zuspruch des Wählers und dessen Abwandern zu anderen Parteien.

Die Verwaltung blüht, die Bürokratie ebenfalls, woran keineswegs nur die aktuelle Regierung schuld ist, und einer der wenigen Sektoren, die in Deutschland konstant Personal aufbaut ist der Staat selbst. Leider geschieht dies nicht in den bürger-nahen Bereichen, vielmehr in den Verwaltungen der öffentlichen Verwaltung. Dort denkt man sich dann offensichtlich aus, wie man das Leben noch etwas komplizierter gestalten könnte.

Mitten in der Energiekrise die letzten Kernkraftwerke abzuschalten war offensichtlich aus volkswirtschaftlicher Sicht ebenfalls keine Meisterleistung. Vor allem, wenn man sich dann noch über die durchwachsene Verfügbarkeit französischer Atomkraftwerke beschwert. Kein Wunder, dass diverse energieintensive Betriebe sich an andere Standorte umorientiert haben und nicht auf eventuelle tiefere und vor allem eine sichere Energieversorgung zum Ende der Dekade warten wollen. Und im Gegensatz zu dem, was die Regierung verbreitet: Wohlstand wird nicht in erster Linie in der Pflege und durch die öffentliche Verwaltung erarbeitet, sondern in der Industrie. Und wenn diese verschwindet, gibt es eben weniger zu verteilen.

Erfolgreich waren auch die Maßnahmen zur Beseitigung der Wohnungsnot, zumindest für Besitzer heruntergewirtschafteter Immobilien, die vorerst auf dem Vermietungsmarkt keine neue Konkurrenz fürchten müssen: Zunächst wird so ziemlich jede Maßnahme diskutiert und teilweise umgesetzt, die potentielle Investoren abschrecken kann, von Mietpreisbremse, Kündigungsschutz, der Beteiligung der Mieter an der CO₂-Umlage, Auflagen noch und nöcher, garniert mit steigenden Zinsen,

und dann wundert man sich, warum der Neubau einbricht. Da der Staat ja gerne auch Vermieter spielen will, kauft er sich gelegentlich eine Immobilie, die dann aufgrund von Geldmangel doch eher verrottet als saniert wird, wie in Frankfurt zu bestaunen ist.

Als Begründung für die schwache Entwicklung findet der Staat auch immer jemanden der Schuld ist: Im letzten Jahr die schwache internationale Wirtschaft, unter der die exportlastige deutsche Wirtschaft gelitten habe. Z.B. durch das schwache Wachstum in China, immerhin nur noch 5 %. Ach so. Und daher ist die Regierung natürlich auch weiter der Ansicht, dass die beschlossene Politik gut ist, nur unter der schlechten Kommunikation leidet. Auf deutsch: Die Leute sind leider etwas dumm, man muss es ihnen besser erklären, dann verstehen sie endlich die höhere Weisheit dahinter.

All das ist ja ganz unterhaltsam, wenn man nicht selbst betroffen ist, aber es hat eben auch Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Und dürfte der Hauptgrund sein, warum Deutschland am Tabellenende im Hinblick auf das Wachstum des letzten Jahres gelegen hat. ABER: Man kann auch sehen, dass eine Regierungspolitik, solange sie sich irgendwo in den normalen, westlichen und freiheitlichen Bahnen bewegt, einen sichtbaren, aber begrenzten Einfluss auf die Wirtschaft hat. Unterstellt man, dass das Regierungshandeln hoch geschätzt 1 % des Volkseinkommens gekostet hat, liegt der Schaden bei 40 Mrd. €. Das ist viel Geld, aber rechtfertigt nicht ansatzweise die Wahrnehmung, dass die deutsche Wirtschaft in einer tiefen und nicht heilbaren Krise gefangen ist. Eine Schrumpfung des Einkommens, wenn man nicht wie Teil der Regierung Wachstum grundsätzlich als nicht wünschenswert ansieht (auch wenn man dann gleichzeitig selbst immer höhere Ansprüche an den Staat und die Allgemeinheit formuliert), ist nicht schön. Aber nicht das Ende der Welt: Deutschland hat 2023 ein höheres Einkommen erwirtschaftet als in jedem Jahr der Geschichte, mit Ausnahme eben

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



von 2022. Selbst wenn die deutsche und die europäische Volkswirtschaft seit Jahren und dank Bürokratie, konstant steigenden Steuern und Abgaben und immer mehr Vorschriften eine ziemlich blutarme Veranstaltung geworden ist: Es wird in jedem Jahr immer noch ein substantielles Volkseinkommen erwirtschaftet und verteilt, und an der Verteilung kann man unter anderem dank Aktieninvestments erfreulicherweise auch teilnehmen. Zudem ist eine weitere Verschlechterung der Regierungspolitik nicht zu erwarten, da wurde schon einiges ausgeschöpft. Und eine Radikalisierung ist ebenfalls nicht zu befürchten, das ist einer der Vorzüge des Bundeskanzlers. Insofern ist das Risiko diesbezüglich sehr limitiert. Wenn man die Fallhöhe beurteilen will: Anfang 2022, wohlgermerkt nach dem Beginn des russischen Überfalls auf die Ukraine, erwartete der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung noch ein Wachstum für 2023 von 3,6 %!! Das Ergebnis, nach einer richtigen Schätzung für 2022, weicht bemerkenswerte 4 %-Punkte von der Schätzung ab. Und das kann man in der Entwicklung der konjunktursensibleren Branchen am Aktienmarkt seit damals ablesen. Was wiederum bedeutet, dass die Erwartungen nach unten hin ziemlich belastbar sein dürften. Was zudem in der verkürzten Betrachtung „schwache deutsche Konjunktur = schlechte Aussichten für Unternehmen“ nicht beachtet wird, ist, dass die börsennotierten Gesellschaften oft global aufgestellt sind.

...und beeinträchtigt die Stimmung, was kurzfristig die entscheidende Komponente für die Rendite an den Aktienmärkten ist

Allerdings hat die bescheidene Erfolgsbilanz der deutschen Regierung wie auch der europäischen Verwaltung einen auf kurze Sicht für die Investoren viel höheren Preis als das schwache Wachstum: Durch die verschlechterte Stimmung haben sich die Bewertungen für verschiedene Marktsegmente in den letzten Jahren deutlich nach unten verschoben

und befinden sich teilweise auf Tiefstständen, was vor dem Hintergrund weiterhin bescheidener Anlagealternativen im Rentenbereich umso erstaunlicher ist. Das steht im Gegensatz zur allgemeinen Wahrnehmung, dass Aktien teuer seien. Nur: Wenn Apple mehr wert sein soll als der gesamte deutsche Aktienmarkt, was ja sein kann und worüber hier nicht diskutiert werden muss, bedeutet die hohe Bewertung von Apple bei gleichzeitig hoher Indexgewichtung noch lange nicht, dass der ganze US-Markt und schon gar nicht der deutsche Aktienmarkt teuer sein müssen.

Ein guter Teil dieser Abwertung dürfte also auf die Wahrnehmung eines äußerst bescheidenen Zustands der deutschen Wirtschaft zurückzuführen sein. Dies ist nicht nur übertrieben, auch wenn die Sklerose in Deutschland wie auch in Europa insgesamt seit vielen Jahren anhält, es betrifft auch in erster Linie viele Unternehmen, die auf den deutschen Markt allein angewiesen sind. Börsennotierte Unternehmen sind in der Regel international, oft global aufgestellt, insofern hat der Sitz des Unternehmens nicht den entscheidenden Einfluss auf den Erfolg einer Gesellschaft. Genau dies wird aber an den Börsen implizit unterstellt, wenn man sich einmal die Bewertungsdiskrepanzen von deutschen und amerikanischen Unternehmen mit vergleichbaren Produkten und Geschäftsmodellen sowie einer ähnlichen regionalen Aufstellung anschaut.

Bewertung in der Breite hat sich in den letzten zehn Jahren fast halbiert

Insbesondere hat sich dies in der Bewertung bei kleineren und mittleren Unternehmen niedergeschlagen. Es gab über längere Zeiträume, aufgrund der genannten Rahmenbedingungen, ein äußerst geringes Investoreninteresse, gleichzeitig Abgabedruck. In passiven Produkten sind diese Unternehmen ebenfalls unterproportional vertreten, und da immer mehr Kapital in passiven Produkten investiert ist und aus aktiven Produkten abfließt,

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



werden eben auch die Unternehmen, die nicht in der ersten Reihe stehen unabhängig von ihrer tatsächlichen Werthaltigkeit verkauft. Gleichzeitig verlief das Geschäft der Unternehmen trotz der Rezession in Deutschland weitgehend stabil, teilweise zäh, teilweise aber auch sehr gut. Insofern sehen wir Bewertungen, die oft jenseits von Gut und Böse sind und eine ziemlich traurige Zukunft unterstellen. Schaut man allein auf die Aktienkursentwicklung, sieht man den Bewertungsverfall seit fast zehn Jahren nicht unmittelbar. Dies liegt an den steigenden Gewinnen, die die meisten Unternehmen in dieser Zeit erzielt haben. Gleichzeitig ist die Substanz der Unternehmen seit damals durch die einbehaltenen Gewinne regelmäßig deutlich gestiegen. Auf der heutigen Basis sind in Zukunft bei halbwegs stabilen Rahmenbedingungen zweistellige Renditen theoretisch fast die zwingende Konsequenz. Man sollte sich zudem vor Augen führen, dass die heutigen Ergebnisse durch die immer noch nachwirkenden Coronafolgen sowie den Verwerfungen in Folge des Überfalls von Russland auf die Ukraine beeinträchtigt werden, von den nach oben geschossenen Zinsen ganz zu schweigen.

Die Bewertungskompression hat verschiedene Ursachen

Was waren die Ursachen dafür, dass deutsche (und andere europäische) Aktien derart vernachlässigt wurden? Da können wir nur Vermutungen anstellen.

Am einfachsten ist natürlich, abgesehen von der dürftigen politischen Performance in Europa, bei stabil hohem Erklärungswert, die Aussage, dass die Hausse die Hausse nährt und umgekehrt. Apple und auch die anderen amerikanischen Technologieriesen sind mehr wert als der ganze deutsche Aktienmarkt, warum soll man sich da noch die Mühe machen, ins Detail zu gehen. Unabhängig von der Bewertung, zugegeben, aber die spielt in vielen Anlagestrategien zurzeit nur eine untergeordnete Rolle.

Daneben sind die Wachstumsperspektiven, global gesehen, eher schwächer geworden: Demographie, eine reifere Volkswirtschaft in China, mehr Regulierung, Begrenzung durch die Knappheiten natürlicher Ressourcen, beginnend beim CO₂-Thema.

Die ausufernde und teilweise unsinnige Regulierung dürfte eine wichtige Rolle spielen

Dann die ausufernde Regulierung: Sie betrifft auch viele Investoren in ihrem eigenen Metier, vorneweg im Risikomanagement, was oft bedeutet, dass Anlagen in erster Hinsicht mit dem Blick auf ihre Volatilität und Liquidität, aber nicht mehr auf der Basis der erwarteten Profitabilität beurteilt werden, sprich: Die Bewertung eines Assets spielt nicht mehr die dominierende Rolle, wenn sie denn überhaupt noch eine Rolle spielt. (Siehe die Bereitschaft, vor gar nicht langer Zeit Staatsanleihen mit einer Laufzeit von hundert Jahren mit einer Rendite von praktisch Null zu kaufen, wohlgerne, unter den Augen der Aufsicht.) Und mit der Vernachlässigung der Bewertung schwindet auch die Bedeutung der Kernparameter eines Assets an sich, dreht es sich doch hierbei um die Beurteilung der Erfolgsaussichten, der Qualität und der Nachhaltigkeit eines Geschäftsmodells. Die meisten Unternehmen sind nicht gegründet worden mit dem wesentlichen Ziel, schwankungsarme Erträge zu erzielen und Investoren jederzeit in einem großen Umfang den Einstieg in und Ausstieg aus dem Gesellschafterkreis zu ermöglichen. Da sind wir ganz bei Milton Friedman: The business of business is doing business. Und dabei profitabel zu sein. Die anderen Parameter Liquidität und Schwankungsarmut werden jedoch durch den Bondmarkt deutlich besser bedient. Was dann wiederum erklärt, dass mit den veränderten Präferenzen in diesem Segment des Kapitalmarktes erhebliche Zuflüsse zu verzeichnen sind, und bei Aktien generell nicht viel los ist. Und wenn, dann eben bei den großen Titeln. Die Jagd nach schwankungsarmen Investments in einer

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



unsicheren und instabilen Welt mit unternehmensähnlichen Renditen: Dieser Gegensatz bietet Arbitragechancen für Spezialisten wie Bernie Madoff.

Deutsche Investoren lassen sich vom Ausland die Butter vom Brot nehmen und präferieren das Spargbuch

Wenn man sich dann vor Augen führt, wie der Aktienmarkt in der Öffentlichkeit in Deutschland gesehen wird, kann man ein weiteres Problem erkennen. Die Aktienrente, die sich die aktuelle Regierung einmal vorgenommen hat einzuführen, wird angesichts der Haushaltsnöte gestrichen, nachdem sie zuvor als Zockerei aus vielen Ecken verunglimpft wurde. Der Bundeskanzler ist stolz darauf, dass sein Ersparnis auf dem Spargbuch real vor sich hin schrumpft. Dass die Familie Quandt jedes Jahr aus ihren BMW-Aktien Dividenden im Milliardenbereich kassiert, wird als Sauerei und ähnliches betrachtet, anstatt dass die Kritiker auf die Idee zu kommen, selbst ein paar BMW-Aktien zu kaufen und mitzukassieren. In den USA gibt es seit Jahrzehnten 401 K Pläne, die der Aktienrente im Großen und Ganzen entsprechen, daneben Pensionskassen, die zu den größten Investoren der Welt gehören. U.a. für Feuerwehrleute und Lehrer, während hier viele Lehrer wahrscheinlich entsetzt wären, Teil der Zockereimaschinerie zu werden. Die größten deutschen Unternehmen, solange es keinen Familienhintergrund gibt, gehören mehrheitlich ausländischen Investoren, mit Quoten bis in den Bereich jenseits der 80 %- Marke. Das müsste man sich einmal in den USA vorstellen.

Auch die professionellen Marktteilnehmer glänzen in ihrer Einstellung zu den von ihnen beobachteten Unternehmen. Wurde beim Börsengang noch alles in rosa gemalt, ist nach Kursverlusten von 50 bis 90 % auf einmal die Perspektive eher düster. Bei etablierten Unternehmen ist die Lage gespalten. Es gibt Unternehmen, die von den Verwerfungen der letzten Jahre profitiert haben, die nun unter der

Kehrseite leiden. Die Unternehmen, die dagegen gelitten haben, profitieren von Aufholeffekten. Im Internet tätige Unternehmen konnten relativ einfach neue Kunden gewinnen, die heute ihr Geld wieder anders ausgeben können. Chemie- und Grundstoffunternehmen profitierten von Knappheiten und eingeschränkten Lieferketten und konnten so hohe Preise durchsetzen, heute wieder leiden sie unter dem Wegfall der vorgezogenen Nachfrage, gestiegenen Zinsen sowie dem Vorratsabbau quer durch die Wertschöpfungskette. Gleiches gilt bspw. für Baumärkte, nachdem „Home Improvement“ eine der Tätigkeiten war, die während der Coronazeit nicht verboten war. Von der laufenden Normalisierung profitieren hingegen Unternehmen wie Lufthansa oder TUI, aber auch Autohersteller, nachdem die aufgestaute Nachfrage seit mehr als einem Jahr weiterhin gute Preise garantiert hat. Jetzt könnte man unterstellen, dass die aktuelle Lage sich wieder einpendeln wird. Das ist aber nicht der Fall: Während bei den Unternehmen, die unter der Normalisierung leiden, unterstellt wird, dass eine Verbesserung kaum stattfinden wird, wird genau das bei den aktuellen Gewinnern als fast sicher unterstellt. Anders lassen sich die gegenwärtigen Bewertungen nicht erklären. Insofern also auch keine Unterstützung von der Seite der Kapitalmarktteilnehmer.

Private Equity Fonds zaubern Volatilität weg und brauchen daher keine Liquidität

Reine Magie sind hingegen Private Equity Fonds: Hier wird die Volatilität von Investments weggezaubert, indem man die Anschaffungspreise fortschreibt, solange die Rahmenbedingungen sich nicht substantiell verändert haben. Damit besteht dann auch kein Bedarf mehr für Liquidität, denn etwas, was nicht schwankt, braucht man ja in Panik auch nicht zu verkaufen. Dass gleichzeitig die Risiken dank massiver Verschuldungsaufnahme der Unternehmen, in die „investiert“ wird, eigentlich deutlich steigen, interessiert auch niemanden. Und da zumindest halbwegs erfolgreiche



Unternehmen die Eigenschaft haben, über die Jahre zu verdienen, wird sich die aufgeladene Verschuldung regelmäßig auch auszahlen. Insofern sind diese Vehikel auch in der Lage, Preise für Unternehmen zu bezahlen, die deutlich über dem Level liegen, der am Aktienmarkt üblich ist. Und gleichzeitig muss sich niemand über die Gebühren ärgern, die deutlich über allem liegen, was bei Aktienfonds so üblich ist. Insofern ist es kein Wunder, dass diese Anlageklasse in den letzten Jahren immer beliebter wurde, auch wenn durch den Zinsanstieg auch hier mancher Fonds durchgerüttelt worden sein dürften.

Somit sind die Bewertungsunterschiede zwischen den Assetklassen in den letzten Jahren massiv gewachsen. Während früher einmal üblich war, dass Aktien mit Risikoprämien von 3 bis 4 % gegenüber Staatsanleihen bewertet waren, ist dies schon lange nicht mehr der Fall, wenn man einmal von den Schwergewichten mit einem erstklassigen Geschäftsmodell absieht. Heute liegen diese eher im Bereich von 7 bis über 10 %, ohne dass darin in irgendeiner Form der Inflationsschutz berücksichtigt wäre.

Das führt zu den bemerkenswerten Diskrepanzen, die überall zu beobachten sind. Im Folgenden nur ein paar Beispiele, die nicht notwendigerweise auch in unseren Fonds vertreten sein müssen, sonst könnte man uns ja ein Bias unterstellen.

Substanzielle Unterschiede bei der Bewertung identischer Assets in Abhängigkeit von der Eigentümerschaft

Und an alle die, die mit der gegenwärtigen Politik in Deutschland nicht einverstanden sind (nach Umfragen zwei Drittel der Bevölkerung und vielleicht auch einige Leser): Beim Chemieunternehmen Lanxess wird unterstellt, dass das im Jahr 2022 gegründete Joint Venture mit einem Private Equity Unternehmen aufgrund der dort üblichen Verschuldung eigentlich pleite ist, die katastrophale Profitabilität des Chemiegeschäfts dank einer

rekordniedrigen Auslastung in den nächsten Jahren nicht besser wird und daher eine Kapitalerhöhung erforderlich ist, die höher als der aktuelle Marktwert ist. Fraglich, ob die Private Equity Gesellschaft den Wert ihrer Beteiligung an dem Joint Venture ebenfalls auf Null abgeschrieben hat, wie der Markt es bei Lanxess getan hat.

HelloFresh, ein global tätiger und in den letzten Jahren überaus erfolgreicher und mit ausgeklügeltem Geschäftsmodell agierender internetbasierter Lebensmittelproduzent und -händler, wird bewertet zum 4,5-fachen des letztjährigen EBITDA, das sind ca. 2 Mrd €. Vor zwei Jahren wurde der Lebensmittelauslieferer Gorillas, bekannt durch schwarz gekleidete Radler in einzelnen deutschen Großstädten, in einer Private Equity Finanzierung mit mindestens 3 Mrd. € bewertet, ohne dass in diesem Geschäftsmodell irgendeine Besonderheit erkennbar war. Das Unternehmen ist mittlerweile offensichtlich pleite.

Die Software AG wurde im vergangenen Jahr durch einen amerikanischen Finanzinvestor übernommen. Das Angebot lag um mehr als 50 % über dem vorherigen Aktienkurs. Sechs Monate später verkauft der Investor einen Geschäftsbereich (man kann unterschiedlich rechnen, aber es ist grob geschätzt 50 % des Konzerns) und erhält dafür bereits fast seinen gesamten Kaufpreis zurück. Der, wie gesagt, 50 % über dem vorherigen Börsenkurs lag.

Der Free Float von Telefonica Deutschland wird von der spanischen Mutter zurückgekauft, zu 50 % des Preises des Börsengangs vor gut zehn Jahren. Dank umfanglicher, aber aus den Free Cashflow mehr als gedeckten Dividenden kam der Altanleger ohne Verlust aus dem Investment. Telefonica dagegen kann sich über einen Free-Cash-Flow-Yield von aktuell 15 bis 20 % freuen. Die Verkäufer können ihr Geld jetzt in Bundesanleihen zu knapp 2 % anlegen, was neuerdings als attraktiv angesehen wird.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



Es gibt weitere Beispiele, und vermutlich im nächsten Jahr noch mehr als heute.

Was dies ändern wird ist offen, aber letzten Endes auch irrelevant: Auf Basis der Bewertung müssten sich sehr solide Renditen ergeben

So weit, so schlecht. Bleibt die Frage, warum sich die Lage nun ändern sollte und was erforderlich ist, um eine Trendwende beim Investoreninteresse auszulösen. Da kann man als Antwort nur geben, dass man dies meistens erst hinterher weiß. Bewertung allein reicht nicht aus, allerdings ist die Bewertung langfristig zwangsläufig der entscheidende Faktor. Mit dem entsprechenden Horizont, also von mehr als zwei Monaten, kann man mit einer substanziellen Sicherheitsmarge investieren. Und bereits heute gibt es offensichtlich zwei Gruppen von Nachfragern, die sich diese Chance zu Nutze machen. Das sind die Unternehmen selbst über ihre Aktienrückkäufe, und zum anderen Finanzinvestoren.

7

Nach langer Zeit ablehnender Haltung zu Aktienrückkäufen generell kommen immer mehr Unternehmen zum Ergebnis, dass ihre eigenen Aktien unterbewertet sind, quer durch den Markt. Äußerst erfreulich ist, dass der Anlass für diese Rückkäufe die niedrige Bewertung ist und nicht wie in den USA eine ausreichende Liquidität, unabhängig von der Bewertung; oder, noch schlimmer, der Druck, die Verwässerung durch ausgegebene Aktienoptionen zu kompensieren, nachdem deren Wert bei der Berechnung des Gewinns regelmäßig nicht berücksichtigt wird. Oft ist ein Hindernis bei kleineren Unternehmen, dass gar nicht genügend Aktien an der Börse gehandelt werden, um die Programme zügig durchzuführen. Bei größeren Unternehmen sieht das anders aus, und dort geht es auch zügig voran. Das Rückkaufsvolumen dürfte in Summe an den zweistelligen Milliardenbereich heranreichen. Und jede zurückgekaufte Aktie vergrößert den Anteil der verbleibenden Aktionäre, zu einem zurzeit ziemlich günstigen Preis.

Und eben die erwähnten Finanzinvestoren. Diese sehen wir auf dem heutigen Level eher als eine Gefahr als eine Chance. Denn anders als früher, als sie operativ einiges verbessern mussten, um ihre Zielrenditen zu erreichen, ist heute triviales Financial Engineering ausreichend, um substanzielle Gewinne zu erzielen, siehe das Beispiel der Software AG. Insofern besteht die Gefahr, dass man als Aktieninvestor selbst mit auf den ersten Blick erfreulichen Bewertungsaufschlägen über den Tisch gezogen wird, wenn die Mehrheit der Aktionäre auf das Angebot des Investors eingeht. Klar, immer noch besser als Geld verlieren, aber nach einer langen Durststrecke dennoch nichts, was man sich wünscht, anders als ein aggressives Vorgehen bei Aktienrückkäufen.

Was gibt es im Angebot unserer Fonds, und was kann man hier erwarten? Wenn alles einmal wieder halbwegs normal laufen würde? Dargestellt an einigen Positionen des All Cap Funds:

Einen Dienstleister, der Kosten-, Qualitäts- und Markenführer in seiner Industrie ist, mit einem mindestens mittleren bis hohen einstelligen prozentualen Wachstum und einem KGV von 10, mit geringen erforderlichen Investitionen und dementsprechend hoher Ausschüttungsfähigkeit.

Einen Rohstoffkonzern, dessen neuer Standort zu den Kostenführern in der Industrie gehört und dessen Investitionskosten heute höher wären als die Bewertung des gesamten Konzerns, wobei der neue Standort nur ein Viertel des Outputs ausmacht.

Einen Rüstungskonzern, dessen Auftragsbestand den Umsatz des laufenden Jahres um das 5-fache übersteigt und mit steigenden Margen einhergeht und der auf der Basis der eingehenden Aufträge trotz hoher Visibilität mit einem einstelligen KGV bewertet ist.

Zwei Banken, die in den nächsten zwei bis drei Jahren ca. 30 % ihres Börsenwertes ausschütten werden, erfreulicherweise in großem Teil in Form

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



des Aktienrückkaufs zum (heute) halben Buchwert, was selbigen automatisch weiter steigen lassen wird, und die gleichzeitig die Substanz stärken sollten.

Industrieunternehmen, deren Gewinne zu 50 % aus wiederkehrenden Dienstleistungen und Ersatzteilen stammen und die dennoch, bei einer jeweils soliden Bilanz, nur mit einem KGV von 5 bis 6 bewertet sind.

Wir sehen darüber hinaus auch genug Chancen in anderen Werten, in denen wir zurzeit nicht investiert sind. Dies stellt eine zusätzliche Sicherheit dar, dass diese Bewertungsniveaus ein breit angelegtes Phänomen sind und wir hoffentlich nicht in die einzelnen Fallen getreten sind, die preiswert aussehen, aber ein substanzielles, tiefer liegendes

Problem aufweisen. Auf dieser Basis sind wir sehr zuversichtlich, dass die kommenden Jahre durchaus erfreulicher werden sollten als die letzten. Die Bewertungen haben Grenzen nach unten, und wenn sie gesetzt werden durch Investoren, die dann eben gleich das ganze Unternehmen kaufen. Und die laufenden Erträge erfordern kein, noch nicht einmal ein nominelles Wachstum, um die Kurse zu rechtfertigen. Und nominelles Wachstum dürfte allein aus Sicht der höheren Inflationsraten sehr wahrscheinlich sein.

Ihr Martin Wirth

Disclaimer: Die in diesem Quartalskommentar enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von FPM Frankfurt Performance Management AG wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden können. Soweit in diesem Dokument enthaltene Daten von Dritten stammen, übernimmt die FPM AG für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn die FPM AG nur solche Daten verwendet, die sie als zuverlässig erachtet. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen und Angaben stellen keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des WpHG dar.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.