

GASTBEITRAG

Auch die Aktienmärkte Südeuropas bieten innere Werte und Qualität

Börsen-Zeitung, 11.4.2014
Wenn die Wellen hochschlagen, ist die Sicht auf die Perlen, die unter der Oberfläche versteckt sind, getrübt. Gerade, wenn die Märkte nervös sind, kommen grobe Raster zum Tragen. Zwischen dem Blick auf das Große und Ganze und einer zu verallgemeinernden Sippenhaft ist der Grat dann schmal. Ein gutes Beispiel dafür ist die europäische Peripherie. Es ist gerade mal fünf Jahre her, dass die Europa-Krise von Griechenland aus ihren Lauf nahm und sich dann auch auf Portugal, Italien, Irland und Spanien ausbreitete. Es hat nicht lange gedauert und aus der griechischen Schuldenkrise wurde die Europa-Krise. Die europäischen Aktien gingen auf Talfahrt und vor allem Titel aus der Peripherie standen ganz oben auf der Verkaufsliste. Ein Exposure zu den damaligen Krisenherden – das war vielen zu heikel. Ziemlich voreilig: Schließlich sind nicht alle soliden Unternehmen pünktlich zum Krisenstart abgewandert.

Zu Unrecht abgestraft

Inditex aus Spanien oder Snam, der italienische Fernleistungsnetzbetreiber für Erdgas, sind Beispiele für Aktien, die zu Unrecht abgestraft wurden. Selbst in Griechenland gibt es gesunde Unternehmen wie den Wettanbieter Opac. Lediglich die griechische Stempelsteuer, jedoch nicht die Aktie als solches, schmälert die Attraktivität eines Investments. Gute Unternehmen, die einen inneren Wert – also Value – oder Qualität oder beides aufweisen, gab es in der Peripherie damals genauso wie heute. Um sie zu finden, muss man aber genauer hinschauen, die Spreu vom Weizen trennen. Value Investing lässt sich schnell zusammenfassen: Den wahren Wert eines Unternehmens kennen und die Aktie dann kaufen, wenn der Kurs niedrig ist. Umso höher der Abschlag zum wahren Wert ist, desto besser. A und O ist die Fundamentaldatenanalyse, nicht die Stimmung und auch nicht der Glaube an informationseffiziente Märkte. „Sie haben nicht Recht oder Unrecht, weil die Menge Ihnen nicht zustimmt. Sie haben Recht, weil Ihre Daten und Ihre Schlussfolgerungen richtig sind“, hat Wall-Street-Legende Benjamin

Graham, der auch Warren Buffet unterrichtet hatte, einmal gesagt.

Deutliche Outperformance

Inditex hat zum Beispiel vor Kurzem Zahlen für das erste Quartal veröffentlicht, an denen sich sehr deutlich belegen lässt, warum das Unternehmen ein Value-Titel ist. Der spanische Textilhersteller, zu dem die Modemarken Zara und Mango gehören, hat den Markt positiv überrascht. Der Hauptsitz mag in Spanien liegen, aber das Unternehmen ist in ganz Europa, den USA, Asien und Afrika aktiv. Eine Konjunkturflaute auf der Iberischen Halbinsel kann es also verkräften. Die Inditex-Aktie hat den spanischen Leitindex, den Ibx 35, sowie den DJ Stoxx 600 Retail und damit den gesamten europäischen Einzelhandelssektor geschlagen. Das Unternehmen ist mit einem freien Cash-flow in Höhe von rund 2,3 Mrd. Euro finanziell sehr gut ausgestattet. Die Aktie wird nach Analysteneinschätzungen gegenwärtig noch unter ihrem fairen Wert gehandelt.

Kombinationsstrategie

Dass südeuropäische Werte allgemein abgestraft wurden und man ihnen misstrauisch gegenübersteht, ist aus einem anderen Blickwinkel heraus allerdings verständlich: Value-Titel zeigen im Allgemeinen bei einem freundlichen Börsenwetter ihre Stärken – sie legen dann mehr zu als der Markt. Doch in Abschwungphasen sacken solche Aktien dafür auch stärker ab. Das konnte man zum Beispiel nach dem Value-Crash Mitte 2007 sehen. Doch dieser Nachteil kann ausgeglichen werden, wenn man Value- und Quality-Strategie kombiniert. Qualitätsunternehmen verhalten sich deutlich resistenter gegen Abschwünge. Aufgrund ihres defensiven Charakters haben sie aber auch einen Makel – in Hausse- und Erholungsphasen nach einer Baisse hinken sie dem Markt hinterher. Das wiederum wird durch die Verknüpfung mit der Value-Strategie ausgeglichen. Der Erfolg einer Kombination aus diesen zwei Strategien zeigt sich auf mittlere bis lange Sicht. Von Dezember 2000 bis April 2013 hat eine kombinierte Quality-Value-Strategie in einem Testportfolio aus 50 regelbasiert selektierten

europäischen Aktien die Value-Strategie um rund 50 % outperfornt und die Quality-Strategie um etwa 100 % geschlagen.

Und auch Qualitätsunternehmen gibt es in der europäischen Peripherie. Snam, Italiens größter Gasnetzbetreiber, ist ein Beispiel dafür. Das Hauptmerkmal von Qualitätsunternehmen ist ihr defensiver Charakter, und dadurch vermindern sie in einer kombinierten Strategie die Volatilität deutlich. Klassische Sektoren sind Telekommunikation, Konsumgüter und Versorger. Allgemein zusammengefasst zeichnen sich Qualitätsunternehmen durch finanzielle Stabilität aus. Sie erwirtschaften ihre Gewinne durch das operative Geschäft und nicht über sogenanntes Financial Engineering. Weitere Faktoren sind unter anderem auch das Verhältnis des Umlaufvermögens zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten oder eine steigende Umsatzrendite im Zeitverlauf.

Attraktive Dividenden

Auch attraktive Dividenden sind oft ein Merkmal. Die Dividendenaus-schüttung von Snam lag zuletzt bei 6 % und wird vom Marktkonsens als stabil betrachtet. Gemessen am gesamten Versorgungssektor, der allgemein hohe Investitionskosten aufgrund von anstehenden Netzmodernisierungen zu tragen hat, ist die Verschuldungsquote im Vergleich zu den Aktiva mit 55,9 % gering und eine weitere Kostenkontrolle ist das erklärte Ziel des Unternehmens. Snam hatte erst kürzlich angekündigt, bis 2017 6 Mrd. Euro in den Netzausbau und -modernisierung zu investieren. Zudem wird bis Ende des Jahres entschieden, ob Snam die Gas-Pipeline TAG, die von der italienischen Regierung veräußert wird, übernimmt.

Ein Nachteil kann aber die reine Kombination aus Quality- und Valuestrategie nicht wettmachen. Bei einem Crash stößt sie an ihre Grenzen und dann heißt es auch hier „abwärts“. Um die Risiken in den Griff zu kriegen und das Portfolio auch während extremer Marktverwerfungen zu schützen, ist ein effizientes Risikomanagement, das nicht auf Normalverteilungsannahmen basiert und so die sogenannten Schwarzen Schwäne ausklammert, unerlässlich. Veritas Investment ver-

wendet die Quality-Value-Strategie für die Aktienfonds seit 2011 und hat sie im Frühjahr 2013 durch einen Tail-Risk-Filter auf Basis von extremen Value-at-Risk-Kennzahlen (eVaR) erweitert. Der eVaR macht sich die Erkenntnisse aus der Naturkatastrophenforschung zu Nutze und funktioniert wie ein Frühwarnsystem, das auch die Vorbeben an den Finanzmärkten erkennen kann. So sollen Positionen, die ein erhöhtes Abwärtsrisiko aufweisen, ausgeklammert werden.

Ein Beispiel illustriert die Funktionsweise am besten und zeigt auch, wo in der Peripherie Vorsicht geboten ist. Als riskant stuft der eVaR unter anderem die italienische Banca Popolare di Milano ein. Die risikogewichteten Aktiva sind vom dritten zum vierten Quartal 2013 bei diesem Institut um acht Mrd. Euro auf 51,16 Mrd. Euro angestiegen. Die Summe der sogenannten faulen Kredite hat im gleichen Zeitraum um sechs Prozent zugenommen und liegt nun bei 250 Mill. Euro. Die

Qualität der Vermögenswerte dieser Bank bleibt unter Druck und im Falle einer Finanzkrise kann das extreme Risiken bedeuten. Erst zu Jahresbeginn hatte das Institut mitgeteilt, dass es mit einem Nettoverlust für das abgelaufene Geschäftsjahr von 600 Mill. Euro rechnet und eine Kapitalerhöhung von 1,5 Mrd. Euro braucht. Im Portfolio des systematisch prognosefrei gemanagten Ve-Ri Equities Europe, der als weiteren Filter auch ESG-Kriterien nutzt, ist aktuell nicht eine Bankaktie enthalten. Nach dem Quality-Value-Modell wäre hier noch der eine oder andere Titel durchgelassen worden. Aufgrund der hohen Risikoanfälligkeit, die anhand von mehrerer Millionen Testreihen aufgezeigt wurde, hat der eVaR diese aber komplett ausselektiert – nicht nur in Südeuropa, sondern weltweit.

Trash-Rallies auslassen

Bei Kurseinbrüchen wie beim Ban-

kenkollaps im Jahr 2008 der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers wäre das Portfolio vor den extremen Verwerfungen geschützt gewesen. Doch an sogenannten Trash-Rallies wie im vergangenen Jahr, als auch viele Bankentitel deutlich zugelegt hatten, wird im Umkehrschluss nicht partizipiert. Anstatt solide Unternehmen in Sippenhaft zu nehmen und die Perlen nicht zu bergen, ist es sinnvoller, wahrscheinliche Risiken nicht einzugehen. Denn in unruhigen Börsengewässern von einem Schwarzen Schwan kalt erwischt zu werden, ist deutlich schmerzhafter für die langfristige Performance als die eine oder andere Trash-Rally auszulassen.

.....
Christian Riemann, Fondsmanager
des Ve-Ri Equities Europe von Veritas Investment