



Aktien Value und Sonder- situationen

Q1 2017

PALADIN



Asset Management

TELOS GmbH

Die Quadratur des Kreises: Renditen in einem zinslosen Umfeld – und das bei möglichst weitgehendem Kapitalerhalt in schwachen Marktphasen

Es sind verrückte Zeiten, in denen wir leben. Anleger sind gezwungen, Risiken einzugehen, um nicht mit Negativzinsen belastet zu werden. Jeder, der auf Kapitalerhalt angewiesen ist, dennoch aber eine Rendite oberhalb der Nulllinie anvisiert, steht entsprechend vor gewaltigen Herausforderungen.

Anleger sind gezwungen, ihre Einstellung hinsichtlich diverser Anlageklassen zu überdenken. Die Zinsen sind noch immer auf Rekordtief, einstmalige sichere Häfen existieren nicht mehr. Wer Rendite anstrebt, muss zwangsläufig über Aktien nachdenken. Interessanterweise weisen heute gerade Aktien langfristig weniger implizite Risiken auf als Anleihen. Grund hierfür ist das extrem niedrige Zinsniveau und ein sich abzeichnendes Zinserhöhungsszenario für die kommende Dekade – mit potentiell gravierenden Auswirkungen.

In einer Welt passiven Investierens voller ETFs und derivativer Overlays wird dabei häufig verkannt, dass sich Risiken bei Aktien in erster Linie aus der operativen Entwicklung der Unternehmen ergeben. Natürlich schwanken die Preise für Aktien. Aber eben diese Schwankungen eröffnen Chancen für jene Investoren, die in diesen Gewässern mit einem festen und bewährten Koordinatensystem unterwegs sind.

In unserem Fonds Paladin ONE bauen wir auf drei Säulen, mit denen wir langfristig eine Rendite von 10% bei deutlich reduzierten Risikokennzahlen anstreben. Bei der ersten Säule handelt es sich um klassische Value-Aktien – und wir wissen, dass an dieser Stelle eigentlich 5 Euro für das Phrasenschwein fällig werden. Denn wer investiert heutzutage abseits der passiven Strategien nicht nach Value-Kriterien am Aktienmarkt?

Die Komplexität ergibt sich allerdings im Detail. Denn was ist ein fairer Unternehmenswert, an dem verlässlich festgemacht werden kann, ob eine Aktie attraktiv bewertet ist oder nicht? Viele haben hierauf vermeintlich einfache Antworten. Bei der Bewertung wird dann auf Kennzahlen wie das KGV, das Kurs-/Buchwertverhältnis oder das EV/EBITDA zurückgegriffen. Diese Kennzahlen haben zwar einen gewissen Reiz, weil sie denkbar einfach ermittelt werden können. Sie sind allerdings vollkommen ungeeignet, weil sie eben nicht in ein festes Koordinatensystem eingebettet sind. Je nach Unternehmen und Börsenphase kann ein KGV von beispielsweise 15 teuer oder billig erscheinen.

Statt vereinfachte Kennzahlen heranzuziehen, entsteht bei uns eine ganzheitliche Bewertung, die die Interdependenzen von Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung erfasst. Herzstück unseres Maschinenraums ist ein über Jahre selbst entwickeltes Bewertungssystem. Dieses füllt sich nicht mit Daten, die automatisch aus Datenbanken wie Bloomberg gezogen werden, sondern erfordert im Gegensatz viel Fleißarbeit. Denn alle Zahlen werden manuell erfasst. Genau hierdurch entsteht ein wichtiges Verständnis für das Unternehmen, das entscheidend für die Analyse und anschließende Bewertung ist: Was sind die wichtigsten Treiber des Geschäftsmodells? Wie verhalten sich die Interdependenzen von verschiedenen Kenngrößen zu einander? Welche nachträglichen Korrekturen gab es im Zahlenwerk des Unternehmens? Wie konservativ (oder eben auch nicht) geht das Unternehmen vor? Wie transparent kommuniziert das Unternehmen durch seine Zahlen mit den Anteilseignern?

Das Resultat ist nicht nur ein korrektes, einheitliches Zahlenwerk. Durch das aus dieser Vorgehensweise resultierende vollständige Bild gelingt es uns vielmehr, ein Unternehmen mit speziellem Fokus auf mögliche Risiken zu bewerten. Hierdurch ergibt sich ein konzentriertes Portfolio an stabilen Unternehmen, die in der Lage sind, ihren Kontostand stetig zu erhöhen.

Interessierte Investoren besuchen uns immer wieder gern, um sich unseren Maschinenraum live vor Ort anzuschauen. Darüber hinaus vermittelt unser regelmäßig erscheinender Investorenbrief ein detailliertes Bild unserer Kernkompetenzen „Value-Aktien und Sondersituationen“.

Sondersituationen stellen die zweite Säule in unserem Portfolio dar. Diese ergeben sich häufig bei Veränderungen im Aktionärskreis eines Unternehmens. Wir sprechen hier unter anderem von Übernahmen, Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, Squeeze Outs, Spin Offs oder vergleichbaren Strukturmaßnahmen.

All diese Maßnahmen haben eines gemeinsam: Die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen sind in der Regel von der Entwicklung an den Gesamtmärkten entkoppelt, womit das Risikoprofil entsprechend sehr defensiv ausfällt. Teilweise haben diese Aktien eher den Charakter von Anleihen – allerdings mit einem umgekehrten Zinsänderungsrisiko.

Die Sondersituationen verleihen hierdurch dem gesamten Portfolio ein hohes Maß an Stabilität, die gerade in schwachen Börsenphasen sehr angenehm ist. Es muss in diesen Phasen gelingen, das Kapital möglichst weitgehend zu erhalten, um in einem normalisierten Börsenumfeld mit ausgewählten Value-Aktien Geld zu verdienen.

Sondersituationen haben für uns zwei große Vorteile. Ein Vorteil ist, dass in der Regel dezidiert in Gesetzen oder Verordnungen definiert ist, wie sie abzulaufen haben. Dieser klare Rechtsrahmen gibt große Sicherheit. Der andere Vorteil liegt aus unserer Sicht in ihrer Komplexität. Denn ohne tiefgehende Kenntnisse erschließt sich für den Beobachter kaum, warum KUKA von einem Chinesen übernommen werden durfte, die chinesische Übernahme bei Aixtron aber untersagt wurde. Es ist mit einem vordergründigen Blick kaum ersichtlich, warum das AWW-Verfahren bei Aixtron durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie wiedereröffnet werden konnte, dies bei KUKA allerdings ausgeschlossen war. Es ergibt sich nur aus den Details, warum bei KUKA der Erwerb der angedienten Aktien attraktiv war, während es bei der Deutschen Börse eben gerade die nicht (!) angedienten Aktien gewesen wären, die bei einer erfolgreichen Fusion mit der Londoner Börse attraktiv gewesen wären. Eben diese Komplexität ist für Investoren eine echte Hürde, um in Sondersituationen erfolgreich zu investieren. Hier profitieren unsere Investoren von der langjährigen Erfahrung des Paladin-Teams, die bis in das Jahr 2001 zurückreicht und mehr als 150 Sondersituationen umfasst.

Liquidität ist die dritte Säule unseres Portfolios. Das klingt möglicherweise profan, ist aber für den Gesamterfolg maßgeblich. Liquidität wird dabei nicht „taktisch“ gehalten, sondern baut sich systematisch auf. Wir halten Liquidität nicht, weil wir uns anmaßen, die Großwetterlage besser einschätzen zu können als die vielen Marktteilnehmer, die mit ihren Prognosen zum größten Teil regelmäßig danebenliegen.

Stattdessen ist Liquidität bei uns die Residualgröße, die sich aus den beiden Säulen Value-Aktien und Sondersituationen ergibt. Im Bereich der Value-Aktien haben wir durch unsere Bewertungssystematik ein festes Koordinatensystem, durch das bereits zum Zeitpunkt unserer Investition klar definiert ist, wann wir aussteigen. Im Rahmen unserer Investmententscheidungen, die pro Unternehmen schnell 40 Seiten Umfang erreichen können, ist ein fairer Wert klar definiert. Bei Erreichen dieses Wertes wird die Aktie konsequent veräußert.

Die drei Säulen ergänzen sich exzellent: Value-Aktien, ausgewählt durch einen stark risikoorientierten Analyseprozess, bieten Renditechancen nach oben. Sondersituationen liefern einen planbaren Renditebeitrag und geben dem Portfolio Stabilität. Liquidität, die sich in steigenden Märkten sukzessive aufbaut, ist der Fallschirm in schwachen Marktphasen. Sie wird dann investiert, wenn wir Unternehmen identifizieren, die unsere strengen Bewertungsanforderungen erfüllen.

Das Ergebnis ist ein Portfolio, das aktuell auf Basis der letzten 12 Monate ein Beta von 0,16 aufweist, aber in den letzten Jahren regelmäßig den Markt geschlagen hat.

Kontakt



Paladin Asset Management Investmentaktiengesellschaft mit TGV

Marcel Maschmeyer

Hindenburgstraße 42

30175 Hannover

+49 511 473533 72

mm@paladin-am.com

HINWEIS

Für den Inhalt dieses Gastbeitrags ist Paladin Asset Management Investmentaktiengesellschaft verantwortlich.

Die TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben oder vorgenommenen Wertungen.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit und/oder die in der Vergangenheit vereinnahmten Gewinne stellen keine Garantie für zukünftige Erträge dar, und der Wert einer Kapitalanlage kann je nach Markt- und Wechselkursentwicklung sowohl steigen als auch fallen. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Es kann nicht zugesichert werden, dass die Ziele der Anlagepolitik tatsächlich erreicht werden.

Dieses Dokument ist nicht als Beratung oder Anlageempfehlung zu verstehen und stellt keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar. Die Positionen und die Wertentwicklung der Fonds