

# Investmentfonds-Newsletter

September 2017 · Nr. 3/2017 · 28. Jahrgang

## Value - Die richtige Strategie bei der Aktienanlage?

Es gibt viele verschiedene strategische Ansätze bei der Aktienauswahl. Man kann z.B. Werte bevorzugen, die besonders schnell oder kontinuierlich ihre Umsätze und Gewinne steigern (Growth) oder solche, die besonders preiswert sind (Value). Das sind die beiden „Klassiker“. Daneben gibt es diverse Methoden, Spielarten und auch Kombinationen daraus, beispielsweise die Bevorzugung kleiner oder großer Firmen, die Auswahl der Aktien nach Dividendenhöhe, die (Nicht-)Berücksichtigung von Entwicklungsländern, die Aktienauswahl nach bestimmten Kennziffern oder auch die Gewichtung des Portfolios entsprechend einem Index (passives Investieren).

Wir möchten uns an dieser Stelle auf einen der Klassiker konzentrieren - die Value-Strategie. Ein großer Teil des Geldes unserer Kunden ist in diesem Segment investiert, weil es bisher langfristig zu den besten Ergebnissen geführt hat und weil die Kurschwankungen zumeist geringer ausfallen als bei anderen Strategien. Gleichwohl waren die Value-Ergebnisse in den letzten Jahren im Vergleich zu anderen Strategien zumeist nicht überragend. Es mehren sich deshalb die Stimmen, die die Value-Strategie für überholt und tot erklären. Deshalb möchten wir die Jahre seit der Finanzkrise etwas detaillierter beleuchten.

Der Weltaktienindex für Value-Werte war im Zuge der Finanzkrise stärker gefallen (MSCI Welt-Value vom 31.5.2007 bis 9.3.2009: -56%) als der Index für Wachstumswerte (MSCI Welt-Growth: -46%). Meist ist das (wie oben erwähnt) genau umgekehrt. Die wesentliche Ursache für das „abnormale“ Verhalten der Value-Titel in der

Finanzkrise waren eben die Auslöser der Krise: Banken und Versicherungen sind überwiegend keine Wachstumswerte sondern klassische Valuwerte. Und von diesen Finanzwerten ging diese letzte große Krise aus, und sie waren von ihr auch besonders schwer betroffen (ca. -70%).

Bis 1. September 2014 folgten mehr als fünf Jahre ohne nennenswerte Unterschiede zwischen beiden Strategien (jeweils +153%). Seither zeigt der Value-Stil wieder Schwäche, bis auf eine kurze Periode im zweiten Halbjahr 2016. Aber solche kurzen Zeiträume sind nicht geeignet, Grundsatzurteile zu fällen. Technologietitel haben (als typische Wachstumswerte) in den letzten Jahren stark gewonnen und sind jetzt besonders teuer. Das mag noch eine Weile anhalten. Aber es sei an dieser Stelle an die Jahre 2000 bis 2003 erinnert: Value-Aktien sind im Zuge der damaligen Krise um Internet- und Technologiewerte deutlich weniger gefallen und auch in der nachfolgenden Erholung des Aktienmarktes bis 2007 viel stärker gestiegen als Wachstums-Aktien.

Doch das ist alles Vergangenheit, und die erlaubt keine zuverlässigen Aussagen für die Zukunft. Deshalb müssen wir uns auf Argumente beschränken, die zwar in der längeren Historie eine geringe Rolle gespielt haben, künftig aber bedeutsam werden können.

### Value: Contra

Gegen „Value“ spricht (im Vergleich zu früher), dass heute jede Information gleichzeitig und um den Globus verfügbar ist und Datenbanken jeden „billigen“ Wert für alle

Marktteilnehmer (die sich diese Datenbanken leisten können) sofort sichtbar machen. Und dann schlagen die Schnäppchenjäger auch sofort zu, und das Schnäppchen ist bald darauf keines mehr. Es ist also viel schwerer, interessante unterbewertete Aktien zu entdecken, als vor Jahrzehnten, als die heutigen Anlage-Legenden Ihr Vermögen aufbauen konnten. Die hatten oft Monate oder Jahre Zeit, Schnäppchen zu identifizieren und die Aktien aufzukaufen. Wenn billige Aktien heute für längere Zeit verschmäht werden, dann geschieht dies womöglich oft zu recht.

## Impressum

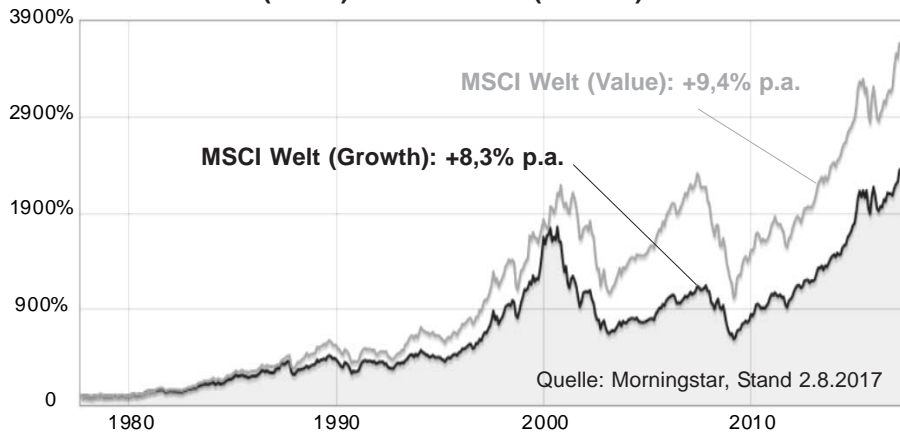
F&V Fondscenter AG  
Nürnberger Str. 67  
10787 Berlin  
Telefon: (030) 214 90 10  
Service: (01802) 214901 (Euro 0,06 pro Gespräch aus dem deutschen Festnetz)  
Telefax: (030) 214 17 56  
e-mail: [service@fuv.de](mailto:service@fuv.de)  
Internet: [www.fuv-fondscenter.de](http://www.fuv-fondscenter.de)  
Redaktion: Dipl.-oec. Peter Ludewig, Dipl.-Kaufm. Lutz Niebank

Der Investmentfonds-Newsletter wird von der F&V Fondscenter AG in unregelmäßigen Abständen herausgegeben. Sämtliche Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Gewähr kann trotzdem nicht übernommen werden. Nachdruck, auch auszugsweise, nur mit schriftlicher Genehmigung der Redaktion.

In den Beiträgen vorgestellte Fonds müssen nicht in jedem Fall zu Ihren individuellen Anlagezielen passen; die Beiträge ersetzen keine Beratung. Daher empfiehlt es sich generell, vor einer Anlageentscheidung Rücksprache mit uns zu nehmen. Über die Information und Beratung hinaus können Sie über F&V Anteile an den vorgestellten Fonds sowie darüber hinaus an fast allen in Deutschland registrierten Fonds erwerben. Dies geschieht - von wenigen Ausnahmen abgesehen - prinzipiell mit einem Rabatt von mindestens 50% auf die Originalkonditionen der jeweiligen Investmentgesellschaften. Die „wesentlichen Anlegerinformationen“ und die Verkaufsprospekte (jeweils in deutscher Sprache) sind über die Investmentgesellschaften bzw. deren Internetseiten oder auch über F&V erhältlich.

Investmentpreise können steigen oder fallen. Der beim Verkauf erzielte Anteilspreis kann daher niedriger sein als der beim Kauf bezahlte.

MSCI Welt (Value) vs. MSCI Welt (Growth) über 40 Jahre



**Value: Pro**

Für „Value“ spricht, dass das Gewicht von Indexfonds (in den Medien meist mit ETF gleichgesetzt) seit einiger Zeit stark zunimmt. Bei diesen „passiven“ Anlagestrategien machen sich die Anleger bzw. die Fondsmanager gar keine Gedanken mehr um „billig oder teuer“, „Wachstum oder nicht“. Das verbessert aber tendenziell wieder die Chancen von Akteuren, die gezielt nach unterbewerteten Aktien suchen: Abseits der gängigen Indizes lassen sich immer wieder echte „Anlageperlen“ finden, denn Vieles, was nicht (mehr) zum Index gehört, kann billig eingesammelt werden, da es von Indexfonds „links liegen gelassen“ wird. Und bei einem späteren (Wieder)aufstieg in den Index winken dann Fonds, die solche Werte halten, sogar zusätzlich satte Gewinne, denn dann müssen auch die passiven In-

vestoren kaufen und treiben die Kurse nach oben.

Ein Handicap kann zwar ein zu großes Fondsvolumen sein. Wer (zu) viel verwaltet, kann kaum noch in kleine Aktiengesellschaften investieren, weil diese einen zu geringen Börsenumsatz aufweisen. Und dann dauert es lange, bis ein großer Fonds eine relevante Position aufbauen oder abstoßen kann. Davon sind die meisten globalen Aktienfonds aber weit entfernt.

**Ergebnisse**

Viele hierzulande bekannte Value-Fonds haben in den letzten Jahren besonders enttäuscht und deutlich schlechter abgeschnitten als der MSCI Value-Weltindex. Das hat in erster Linie damit zu tun, dass „zu wenig“ in US-Aktien investiert wurde. Die sind seit

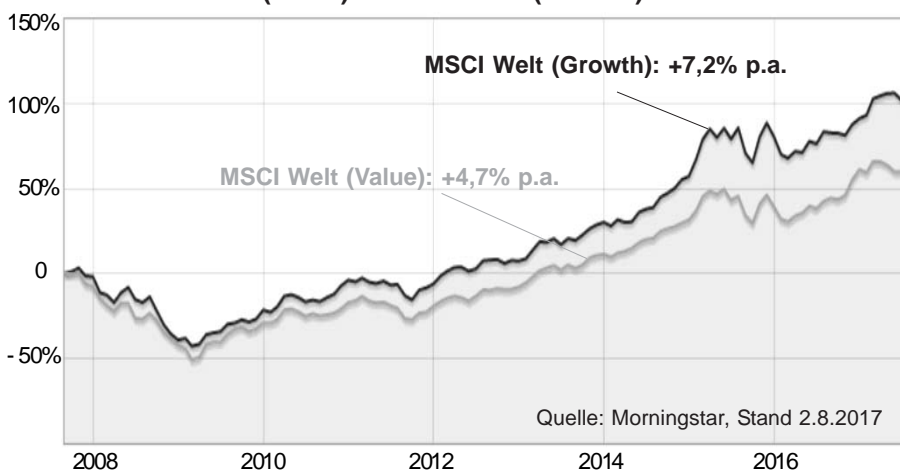
Jahren relativ teuer und damit kein gutes Investment für Value-Investoren. Statt fast 60% in US-Firmen zu investieren (wie es dem Gewicht des US-Aktienmarktes im MSCI Welt-Aktienindex entspräche), waren es bei diesen Fonds oft um 30%, manchmal sogar nur um 10%. Trotz dieser seit langem anhaltenden „Überbewertung“ hat der Index für US-Value-Aktien aber seit Jahren besser abgeschnitten als der für die anderen großen Regionen. Der Index der 1000 größten US-Value-Werte (Russel 1000) hat seit Beginn der Finanzkrise (31.5.2007, siehe oben) um etwa 100% zugelegt, während Europäische Werte (MSCI Europe Value) zuletzt gerade einmal die in den ersten Jahren erlittenen Verluste egalieren konnten (d.h. kein Zuwachs seit 31.5.2007!).

Im billigen, aber eben schwachen europäischen Markt lag jedoch der Schwerpunkt der meisten Value-Fonds. Einige Fonds waren auch in Japan im größeren Umfang investiert. Der japanische (Value-)Aktienmarkt hat aber auch nicht wesentlich besser als der europäische abgeschnitten.

Wenn man die Fondsmanager zu den Gründen für die deutlich vom Index abweichende Gewichtung befragt, wird man meist die Antwort bekommen, dass die regionale Gewichtung des Fonds nicht bewusst so gewählt wurde, sondern dass sie sich eher „zufällig“ ergibt. Der steuerliche Sitz eines Unternehmens ist für ein aktives (vom Index abweichendes) Fondsmanagement ein ziemlich unbedeutendes Kriterium und allenfalls dann wichtig, wenn nach den reinen Value-Kriterien ein sehr großer Prozentsatz des Fonds in Firmen eines unbedeutenden Entwicklungslandes investiert werden müsste.

Die Gründe für die relative Stärke der US-Werte sind vielfältig, zum Teil plausibel und weiterhin gültig und gegebenenfalls ein eigenes Newsletter-Thema wert. Die Uneinheitlichkeit und Zerstrittenheit der Eurozone gehören genauso dazu wie die Unsicherheit um

MSCI Welt (Value) vs. MSCI Welt (Growth) über 10 Jahre



den Brexit oder die im Vergleich zu den USA noch viel höhere Staatsverschuldung in Japan. Wir wissen nicht, ob und wie lange diese Gründe in der Zukunft noch gelten. Wer sich die Entscheidung selbst zutraut und gezielt auf US-Aktien setzen möchte, kann sich gern mit unserer Hilfe aus dem Sortiment der Fonds für US-Value-Aktien bedienen.

## Fazit

■ Fast alle Fondsanlagen unserer Kunden in Fonds für globale Value Aktien sind steuerlich wertvolle „Altbestände“ und sollten schon deshalb wenn möglich gehalten werden.

■ Wir kennen keine stichhaltigen Beweise dafür, dass globale Fonds für Value-Aktien in den kommenden Jahren schlechter abschneiden „müssen“ als Fonds anderer Kategorien.

■ Dass auch eine starke Untergewichtung von US-Werten und eine in den Augen vieler europäischer Anleger (zu) hohe Gewichtung japanischer Aktien funktionieren konnten (wenn die „richtigen“ Aktien im Fonds waren), hat der Aktienfonds bewiesen, der unter den Beständen von F&V-Kunden mit Abstand am höchsten

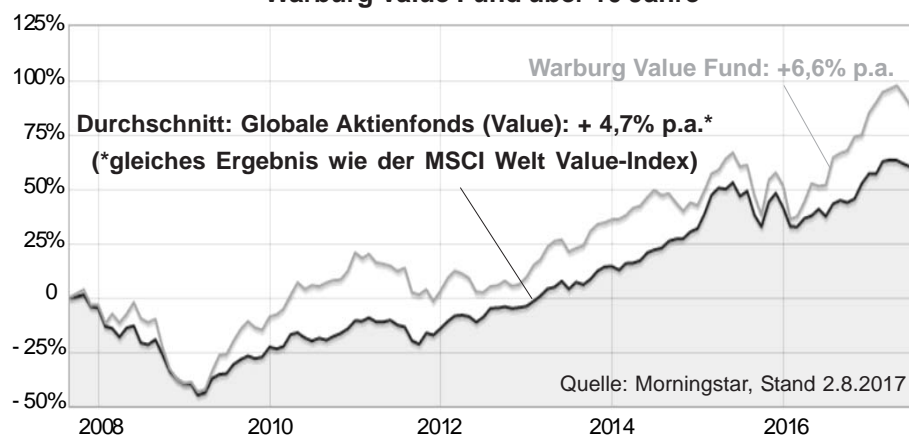
gewichtet ist (Grund: Fusion des ehemaligen hauseigenen Aktienfonds ISP auf diesen Fonds in 2014) - der Warburg Value Fund (vorgestellt im Newsletter 3/2014; vgl. hierzu auch den unten stehenden Ka-

sten). Er war in der für Value Werte ungünstigen Phase seit 31.5.2007 deutlich besser (ca. 35%-Punkte mehr) als der umfassende Weltaktienindex und fast genauso gut wie der Growth Index.

Das Management des **Warburg Value Fund** (mit dem wir in engem Kontakt stehen) arbeitet absolut unabhängig und verspricht eine wertorientierte Anlagestrategie, die sich für den geduligen, langfristigen Investor bisher ausgezahlt hat und voraussichtlich zukünftig auszahlen wird. Dabei werden Unternehmen und ihr Umfeld sehr sorgfältig analysiert. Das Management bestimmt dabei einen „inneren

Wert“ des Unternehmens und kauft zu einem großen Abschlag dieses Wertes - oft genau dann, wenn die Papiere bei anderen Investoren in Ungnade gefallen sind. In der Regel liegt der Kaufkurs mindestens 50% unter dem potentiellen Zielwert. Bei Erreichen des inneren Wertes wird die Position verkauft. Die durchschnittliche Haltedauer der Aktien im Fonds beträgt mehr als 5 Jahre.

Warburg Value Fund über 10 Jahre



## Fondsbesteuerung ab 2018: Handlungsbedarf bei Schenkungen

Wie wir bereits berichtet haben, gelten ab dem 1.1.2018 neue gesetzliche Vorschriften für die Investmentbesteuerung. Obwohl die Änderungen zahlreich sind, ändert sich für private Fondsanleger „unter dem Strich“ im Grunde nichts Gravierendes - mit einer wichtigen Ausnahme: Der unbefristete Bestandsschutz (Steuerfreiheit der Kursgewinne) bei Anlagen, die vor dem 1.1.2009 angeschafft wurden, wird vom Gesetzgeber zum 31.12.2017 gekappt. Anlagen wie Aktienfonds, die typischerweise höhere Kursgewinne erzielen, sind davon am stärksten betroffen.

Das bedeutet, dass zwar bis zum 31.12.2017 erzielte (egal ob durch Verkauf realisiert oder nicht) Kursgewinne solcher Altanlagen steuerfrei bleiben. Die ab dem 1.1.2018 erzielten Kursgewinne werden steuerpflichtig, allerdings erst, wenn damit ein Freibetrag von 100.000 Euro pro Person überschritten wird.

Für die meisten Kleinanleger geschieht de facto also nichts (sofern man davon ausgeht, dass der Gesetzgeber diesen Freibetrag nicht irgendwann auch „kassiert“). Für Anleger, die größere Beträge in solchen Altan-

lagen haben, kann die Steuerpflicht (nachdem die 100.000 Euro ausgeschöpft sind) der Kursgewinne aber mehr oder weniger schnell eine Rolle spielen.

Nicht betroffen von dieser Regelung sind hingegen Anlagen, die ab dem 1.1.2009 getätigt wurden (=Neuanlagen), denn bei ihnen sind ohnehin alle Kursgewinne steuerpflichtig.

Gibt es wegen der neuen Regeln Handlungsbedarf?

(Fortsetzung auf Seite 4)

(Fortsetzung von Seite 3)

**Sollten Altanlagen deswegen noch 2017 verkauft werden?**

Die Antwort hierauf ist ein klares Nein! Der Kursgewinn von Altanlagen bis Ende 2017 bleibt in jedem Fall steuerfrei, eine „Rettung“ durch einen Verkauf wäre sogar kontraproduktiv: Wer seine Altanlagen noch in diesem Jahr verkauft, verliert auch den Freibetrag von 100.000 für die zukünftigen Kursgewinne. Ein Verkauf in 2017 wäre nur sinnvoll, wenn andere, grundsätzliche Gründe dafür sprechen: Beispielsweise ein unab-

wendbarer Kapitalbedarf oder wenn das Depot grundsätzlich defensiver ausgerichtet werden soll und daher ohnehin Umschichtungen nötig sind.

**Schenkungen noch 2017 regeln!**

Bei einer unentgeltlichen Übertragung (=Schenkung, hierbei ist aber ggf. Schenkungssteuer zu beachten) von Altanlagen - beispielsweise an die Kinder - ab 2018 soll der Freibetrag von 100.000 Euro nicht mit übertragen werden können. Dieser Punkt scheint gesetzlich noch nicht genau geregelt zu sein, wird aber Medien zufolge vom Bun-

desfinanzministerium so gesehen. Gleichzeitig soll das bei einer unentgeltlichen Übertragung in 2017 aber noch möglich sein. **Wenn ohnehin eine Schenkung von (vor dem 1.1.2009 erworbenen) Fondsanteilen geplant ist, halten wir es daher für eine gute Idee, dies noch 2017 zu tun, und zwar möglichst bis Ende Oktober, da solche Übertragungen mehrere Wochen dauern können.**

Wie es sich bei einer Vererbung von Altanteilen mit dem Freibetrag verhält, ist gemäß dem Bundesverband Investment (BVI) auch noch nicht abschließend geklärt.

**Update: Bantleon Opportunities S und Bantleon Opportunities L**

Im letzten Newsletter hatten wir uns bereits zu den beiden Fonds geäußert. Beide sind Mischfonds - der Opportunities L mit einer maximalen Aktienquote von 40% und der Opportunities S von 20%. Die Ergebnisse der Fonds waren seit ihrer Auflegung jeweils deutlich überdurchschnittlich, sie ließen aber in den letzten Jahren nach. In 2016 wurden

die Anlagestrategie geändert und die Anlagemöglichkeiten erweitert.

Wir haben die Entwicklung beider Fonds - auch nach dem letzten Newsletter - weiter aufmerksam verfolgt. Die Ergebnisse überzeugen uns jedoch nicht (mehr): Sie waren weiterhin etwas schwächer als bei ver-

gleichbaren Fonds, dabei aber mit höheren Schwankungen.

Daher empfehlen wir nun, die Fonds zu verkaufen und in andere Fonds mit ähnlichem Chance-Risiko-Profil zu tauschen (wie bei F&V üblich natürlich ohne Ausgabeaufschlag). Einige infrage kommende Fonds-Alternativen finden sich in der neben stehenden Tabelle - unterteilt in Fonds mit geringer sowie mit mittlerer (maximaler) Aktienquote. Welche Fonds eine sinnvolle Alternative darstellen und gut zu Ihrem Depot passen, kann aber letztlich von Fall zu Fall unterschiedlich sein. Über etwaige Umschichtungen bietet sich daher ein Gespräch an, für das wir Ihnen gerne zur Verfügung stehen.

Natürlich kann es immer passieren, dass ein Fonds, den man aussortiert, ausgerechnet danach „die Kurve kriegt“ und in Zukunft wieder überdurchschnittliche Ergebnisse erzielt. Ob das auch auf die beiden Bantleon-Fonds zutreffen wird, wissen wir nicht. Aber bei anderen Fonds, die sich in der Vergangenheit besser geschlagen haben, ist die Wahrscheinlichkeit für gute Ergebnisse mindestens genauso groß. Und da alle unsere Kunden den Bantleon Opportunities S bzw. Bantleon Opportunities L erst nach 2008 gekauft haben, muss auch Niemand Sorge haben, wertvolle Altbestände zu verkaufen.

Fonds	vorgestellt in Newsletter...	Durchschnittliche jährliche Rendite über...*		
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
<b>Renten- und Mischfonds mit max. 20% Aktienanteil:</b>				
Bantleon Opportunities S	3/2013	-1,1%	-1,0%	0,4%
Threadneedle Credit Opportunities	1/2011	1,2%	1,3%	2,1%
Jupiter Dynamic Bond	3/2016	0,8%	2,6%	5,4%
StarCapital Argos	4/2011	2,1%	2,4%	3,8%
Ethna-Defensiv	4/2011	-1,0%	1,1%	2,4%
M&G Optimal Income	4/2011	5,2%	2,9%	4,8%
StarCapital Winbonds	---	3,9%	3,0%	5,1%
Templeton Global Total Return EUR-H1	3/2007	9,8%	-0,4%	2,4%
<b>Mischfonds mit max. 50% Aktienanteil sowie Flexible Mischfonds mit eher defensiver Strategie:</b>				
Bantleon Opportunities L	3/2013	-0,6%	-1,6%	0,9%
DWS Concept ARTS Conservative	4/2015	2,7%	3,0%	5,2%
Deutsche Concept Kaldemorgen	3/2012	4,3%	4,3%	5,5%
Ethna-Aktiv	5/2009	1,0%	0,3%	3,0%
Carmignac Patrimoine	5/2009	3,1%	3,1%	3,7%
Invesco Balanced Risk Allocation	3/2012	1,5%	1,8%	3,0%
Invesco Global Targeted Returns	3/2014	0,8%	2,1%	---
JPM Global Income	1/2013	4,2%	2,9%	5,6%

\* Quelle: Morningstar, Stand 1.8.2017. Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine direkten Schlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Anteilspreise können steigen oder fallen.