

Value Investing auf Aktien-, Länder- und Branchenebene – Warum es sich lohnt, auf Unternehmen mit schwachem Wachstum zu setzen

# Auf der Suche nach Outperformance

Von Norbert Keimling

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich massgeblich anhand der zukünftigen Entwicklung seines Gewinns. Die Mehrheit institutioneller wie auch privater Investoren bevorzugt deshalb Aktien mit einem hohen prognostizierten Umsatz- oder Gewinnwachstum. Verständlicherweise wissen Anleger ihr Vermögen lieber in Gesellschaften mit glänzenden Perspektiven als in potenziallosen Unternehmen. So haben Solargesellschaften und andere Zukunftstrends einfach viel mehr Charme als langweilige Versorger. Doch wie so oft an den Finanzmärkten irrt sich die Masse auch hier. Zahlreiche Studien belegen das Gegenteil: Die für wachstumsstark gehaltenen Unternehmen steigern nicht das Wachstum des Depots – sie bringen es zum Erliegen.

Bereits 1996 wurde dieses Phänomen von dem amerikanischen Wissenschaftler Rafael La Porta dokumentiert: Hätte ein Anleger jeweils jährlich in Aktien von US-Unternehmen investiert, denen Analysten kein oder nur geringes Wachstum vorhersagten, hätte er eine beeindruckende Rendite von 30% pro Jahr erzielt. Die Investition in die beliebtesten Gesellschaften mit den höchsten prognostizierten Gewinnwachstumsraten kam hingegen auf gerade einmal 9%.

## Heikle Extrapolation

Der Grund für dieses Phänomen ist, dass Analysten und Investoren vergangene Trends zu weit in die Zukunft extrapolieren. Positive Schlagzeilen und eine überdurchschnittliche Gewinnentwicklung werden überbewertet und verleiten zu einer zu optimistischen Prognose. Wachstumsstarke Unternehmen werden dadurch so bewertet, als würden sie ewig überdurchschnittlich weiterwachsen. Dabei bleibt jedoch unberücksichtigt, dass sich hohe Margen nur in wenigen Ausnahmefällen langfristig aufrechterhalten lassen. Im Normalfall wird ein steigender Konkurrenzdruck dafür sorgen, dass sich Gewinnmargen und Wachstumsraten wieder normalisieren. Folgt später diese Einsicht, bricht nicht nur das Wachstum, sondern auch der Aktienkurs zusammen.

Anleger, die in niedrig bewertete Unternehmen investieren, profitieren von den systematischen Fehleinschätzungen der Marktteilnehmer. Da sich die Wachstumserwartungen einer Gesellschaft in ihrer Bewertung spiegeln, setzen valueorientierte Anleger auf Unternehmen, deren zukünftiges Wachstum unterschätzt wird. Sie spekulieren darauf, dass die breite Masse diesen Fehler mittelfristig erkennt und die Aktien niedrig bewerteter Unternehmen infolgedessen steigen.

Ein Wermutstropfen bleibt: Value-Gesellschaften, die zum Beispiel im Verhältnis zu ihrem Gewinn günstig bewertet sind oder eine hohe Dividendenrendite aufweisen, können den Markt nicht in jedem Jahr und nicht in jeder Marktphase übertreffen.



Stabhochsprung – nicht mehr länger den Männern vorbehalten.

Doch wie können sich Value-Investoren vor Schwächenperioden schützen? Eine einfache Möglichkeit bietet die internationale Diversifikation. Die Korrelation der internationalen Value und Growth Spreads ist gering. Das heisst, dass die Überrenditen nicht in allen Märkten zur selben Zeit auftreten. Erbringen beispielsweise britische Value-Titel nicht die erwartete Outperformance, ist es unwahrscheinlich, dass gleichzeitig deutsche, amerikanische und australische Value-

Strategien ebenso versagen. Mit einer breiten internationalen Streuung fernab der Benchmark lassen sich deshalb Schwächeperioden in einzelnen Märkten zum Teil kompensieren.

## Zusätzliche Performancequellen

Eine einfache internationale Diversifikation lässt sich jedoch weiter optimieren. Warum sollte man sich auch in Märkten engagieren, deren Kurspoten-

zial gering oder gar negativ ausfällt? Selbst ein erfolgreicher Stock Picker, der die Benchmark dank geschickter Titelauswahl jährlich um mehrere Prozentpunkte übertrifft, hätte in Japan seit 1989 aufgrund der desaströsen Börsenentwicklung kein Geld verdient. Es genügt nicht, in die richtigen Aktien zu investieren, wenn sie aus den falschen Ländern und Branchen stammen.

Unsere Studien zeigen, dass es sich auch auf Markt- und Branchenebene auszahlt, auf günstig bewertete Anlagen zu setzen. So haben niedrig bewertete Börsen das grösste Potenzial, während überbewertete Märkte und Branchen zu Rückschlägen neigen. Die Value-Erkenntnisse lassen sich damit von der Unternehmensebene auf die Branchen- und die Länderebene übertragen: Value schlägt Growth, und ein extrem hohes bzw. niedriges Bewertungsniveau wird langfristig korrigiert.

Je extremere Fehlbewertungen auftreten, desto ausgeprägter fallen die Korrekturbewegungen aus. Dieser Zusammenhang wird am geglätteten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV10; vgl. Textkasten) des S&P 500 von 1881 bis heute deutlich. In über 90% aller Untersuchungsperioden bewegte sich das KGV10 in einer Bandbreite von 10 bis 20. Nur drei Mal kletterte es deutlich darüber: 1901, 1929 und 1966. Jedes dieser Jahre markiert ein bedeutendes Höchst des S&P 500.

Auf 1901 folgte eine Dekade der Kursstagnation, bevor ein Crash den S&P 500 um weitere 70% einbrechen liess. Nach 1929 kam der Crash des Jahrhunderts – real erreichte der S&P 500 erst 1958 wieder das Kursniveau von 1929. Auch nach 1966 gab es niedrige Renditen: Der S&P 500 verlor in den folgenden sechzehn Jahren über 60% seines Werts. Im Zeitpunkt all dieser Höchst glaubte man, dass die alten Bewertungsmaßstäbe nicht mehr gelten würden. Vor rund hundert Jahren wurden als Argument Hochgeschwindigkeitszüge, die kostengünstigere Massenproduktion und die Verbreitung des Telefons angeführt. 1929 schienen Monopole und zahlreiche technologische Neuerungen die alten Bewertungsmaßstäbe ausser Kraft zu setzen. Auch in den Sechzigerjahren erschien die Annahme plausibel, die Bewertungen würden infolge eines verbesserten Wirtschaftsverständnisses, der Abkehr vom Goldstandard oder der produktivitätssteigernden Auswirkungen der ersten Computer steigen.

## Die Mehrheit liegt falsch

Doch die Mehrheit der Investoren irrt: Sowohl das Bewertungsniveau als auch das Gewinn- und das Produktivitätswachstum kehrten immer wieder zum historischen Durchschnitt zurück.

Auch heute sehen wir in den USA ein KGV10 von über 25. Eine Rückkehr zu alten Bewertungsmaßstäben wird ohne Rückschläge kaum möglich sein. Hohe Erträge sind im US-Markt daher nicht zu erwarten – ein gefährliches Umfeld für

benchmarknahe Strategien mit hohem US-Anteil. Investoren können von diesen Erkenntnissen profitieren: Günstige Märkte und Branchen über- und teure unterzugewichten, generiert einen überdurchschnittlichen Ertrag und senkt das Verlustrisiko dramatisch.

## Wo investiert werden kann

Wir haben die Prognosekraft verschiedener Markt- und Branchenindikatoren untersucht und auf Basis der Ergebnisse ein value-orientiertes Multifaktor-Scoring entwickelt. Neben dem geglätteten KGV10 werden dabei auch das Markt-Buchwert- oder das Markt-Cashflow-Verhältnis berücksichtigt. Aus den empirischen Untersuchungen wissen wir, dass in den günstigsten Regionen und Branchen künftig mit hoher Wahrscheinlichkeit ein überdurchschnittlicher Ertrag erzielt wird. Belgien, Italien und Deutschland zeichnen sich durch eine attraktive Bewertung aus. Auf Branchenebene treten Papier-, Versicherungs- und Telekommunikationsunternehmen vorteilhaft hervor. Hier sehen wir Kurspotenzial.

Die Bewertungen in China, Indien oder den USA sprechen dagegen eher für längerfristige Stagnation oder Kursrückschläge. Hier drohen langfristige Gefahren für die Anleger. Auch Software und Biotechnologie sind gefährlich hoch eingestuft.

Diese Erkenntnisse finden in unserer quantitativen ValueQ-Strategie Anwendung. Wir profitieren von drei unabhängigen Alphaquellen: dem Stock Picking, der Länderallokation und der Branchenallokation. Erst die Kombination dieser drei Performancequellen in Verbindung mit einer breiten Diversifikation erklärt den stabilen Ertrag der Vergangenheit.

Norbert Keimling, Leiter Kapitalmarktforschung, Star Capital Swiss, Kreuzlingen.

## KGV10

Unsere Untersuchungen zeigen, dass kein Zusammenhang zwischen dem gegenwärtigen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) eines Marktes und seiner zukünftigen Rendite besteht. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Unternehmensgewinne im Zeitablauf massiv schwanken. So verbuchten die S&P-500-Gesellschaften im Jahr 2002 einen Gewinn pro Aktie von 25 \$. Ein Jahr später wurden knapp 50 \$ erzielt. Langfristig kehren die Indexgewinne jedoch häufig zu ihrem langfristigen Trendwachstum zurück. Wir nutzen diese Erkenntnis für das KGV10, indem wir den heutigen Marktpreis durch den mittleren inflationsbereinigten Gewinn der vorausgegangenen zehn Jahre dividieren. Diese Kennzahl gibt darüber Auskunft, ob ein Markt anhand seines langfristigen Gewinnniveaus unter- oder überbewertet ist. **NK**

