

Kapitalmarktforschung

Das vermeintliche Ende der Value-Prämie

Das Ganze sehen. Die Chancen nutzen.

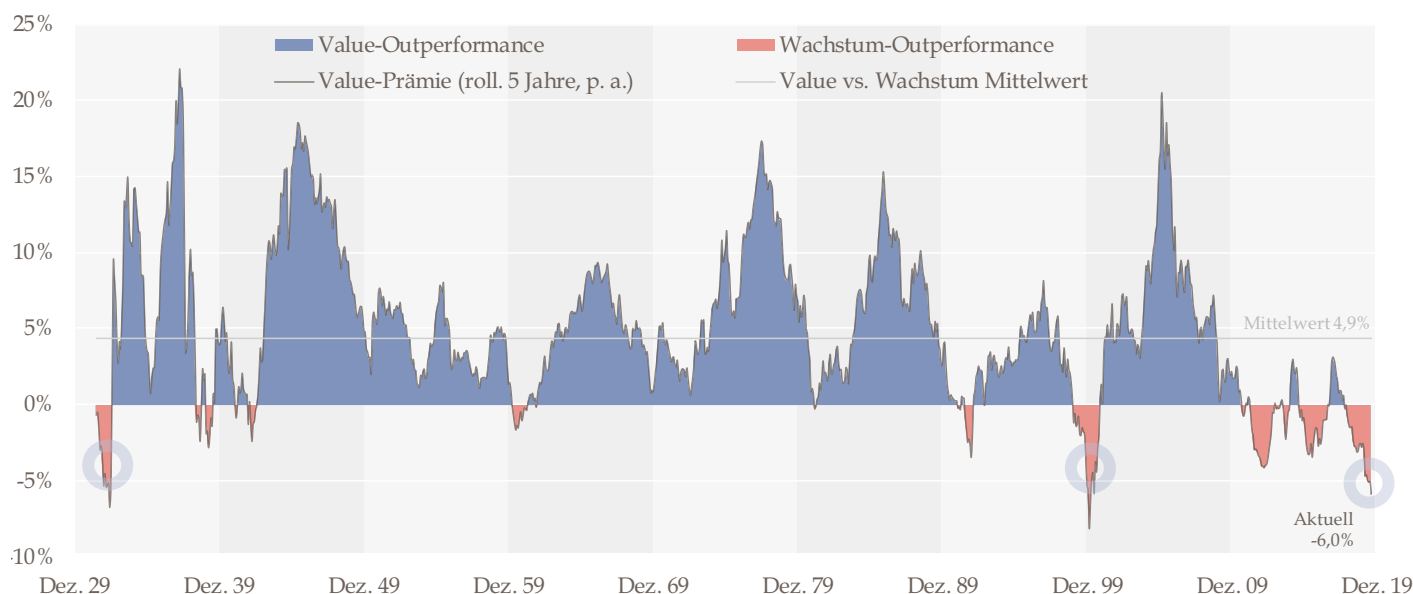
DAS VERMEINTLICHTE ENDE DER VALUE-PRÄMIE

Value profitiert von Behavioral Finance-Effekten

Benjamin Graham und David Dodd stellten 1934 in ihrem Buch „Security Analysis“ die Theorie auf, dass Investoren, die in niedrig bewertete und in Ungnade gefallene Aktien investieren, Fehlbewertungen ausnutzen könnten. Dieser später von der akademischen Forschung weltweit bestätigte Value-Effekt lässt sich u.a. damit erklären, dass Investoren vergangenes Wachstum zu weit in die Zukunft extrapolieren und als Folge das zukünftige Wachstum von Wachstumsunternehmen systematisch über- und das Wachstum von zuletzt enttäuschenden Unternehmen systematisch unterschätzen. Ein Portfolio aus unterbewerteten Value-Aktien profitiert daher von positiven Überraschungen, während Wachstumsaktien deutlich anfälliger für negative Überraschungen sind.

Die Kursentwicklung bestätigte lange diese Theorie: von 1926 bis 2007 verbuchten Value-Aktien jährlich ca. 5% höhere Wertzuwächse als Wachstumsaktien. Doch seitdem zeigt sich ein umgekehrtes Bild (Grafik 1).

Value-Prämie: Underperformance nahe historischer Extremwerte



Grafik 1: Annualisierte 5-Jährige Überrenditen von Value-Aktien im Vergleich zu Wachstumsaktien auf Basis des HML-Faktors im US-Markt. Quelle: Fama, French, StarCapital per August 2019.

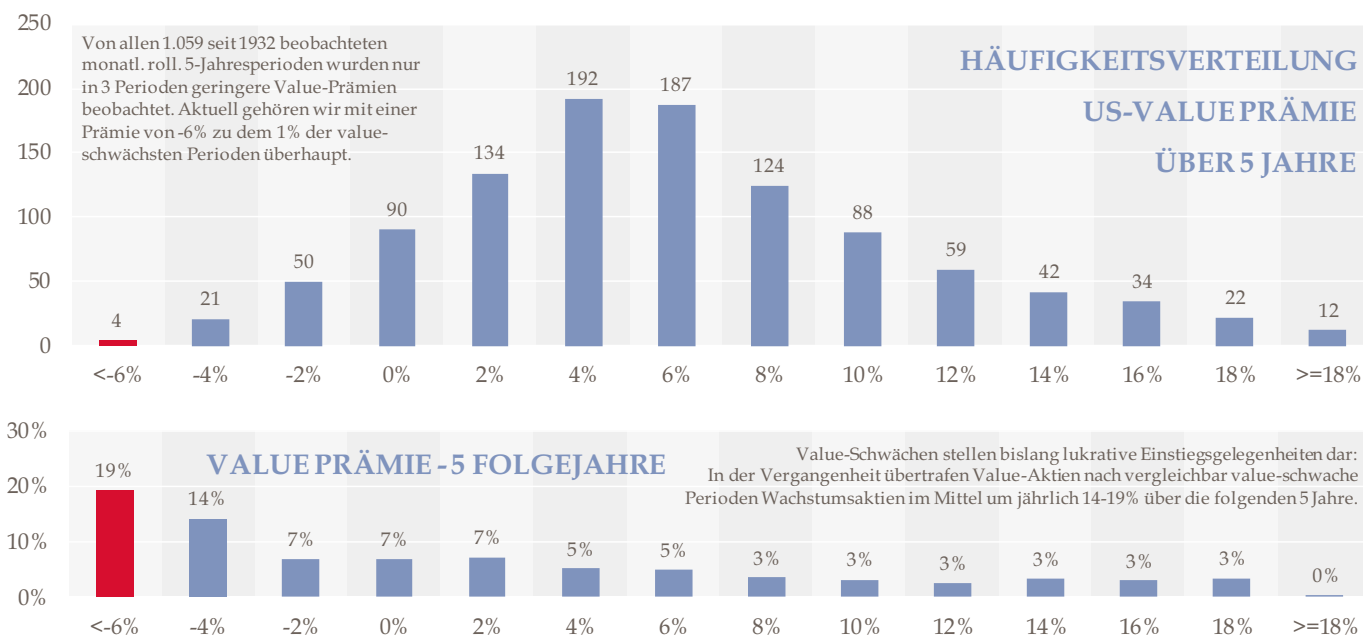
Auf Sicht der letzten fünf Jahre blieben Value-Aktien pro Jahr im Durchschnitt knapp 6% hinter Wachstumsaktien zurück. Wie extrem die kumulierte Underperformance mittlerweile ausfällt, zeigt sich in allen 1.059 seit 1932 monatlich rollierenden Fünfjahresperioden: die aktuelle Durststrecke zählt zu den 1% der value-schwächsten Marktphasen überhaupt (Grafik 2).

Allein im laufenden Jahr verbuchten Value-Unternehmen eine Underperformance von ca. 15% im Vergleich zu Wachstumswerten (in EUR). Value enttäuscht in nahezu allen Regionen, nach nahezu allen gebräuchlichen Definitionen und selbst nach einer Size- und Sektoradjustierung.

Value-Schwäche nahe historischer Extremwerte

Dass Faktor-Strategien auch jahrelang enttäuschen können, ist grundsätzlich nicht überraschend. Jede stetig erfolgreiche Strategie würde im Zeitverlauf so viel Kapital anziehen, dass sie sich ihrer eigenen Erfolgsgrundlage beraubt. Zyklen sind ein Preis der Outperformance. Gleichwohl stellt sich nach über zehn Jahren Enttäuschung die Frage, ob wir eine normale Schwäche durchleben oder strukturelle Änderungen ein Ende des Value-Effekts einläuten.

Wir durchleben eine der value-schwächsten Perioden überhaupt

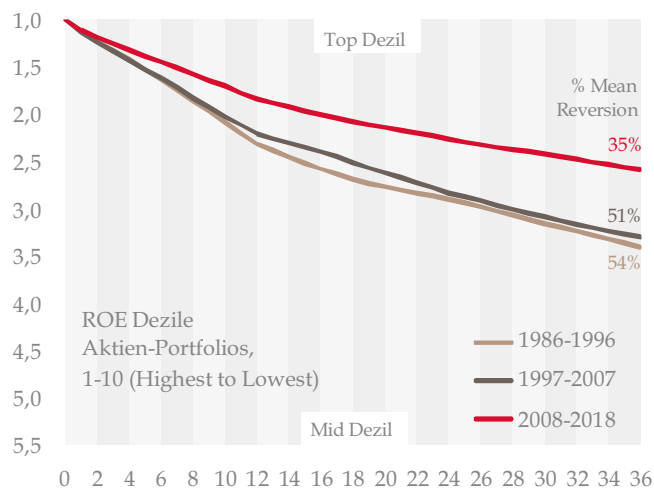


Grafik 2: Abgebildet ist die Verteilung der mittleren annualisierten 5-jährigen Überrenditen eines Portfolios aus Value-Aktien im Vergleich zu Wachstumsaktien. Im unteren Chart ist die durchschnittliche Value-Prämie der 5 Folgejahre für jede Verteilungsgruppe abgebildet. Quelle: Fama, French (1992) sowie Kenneth R. French Data Library per August 2019.

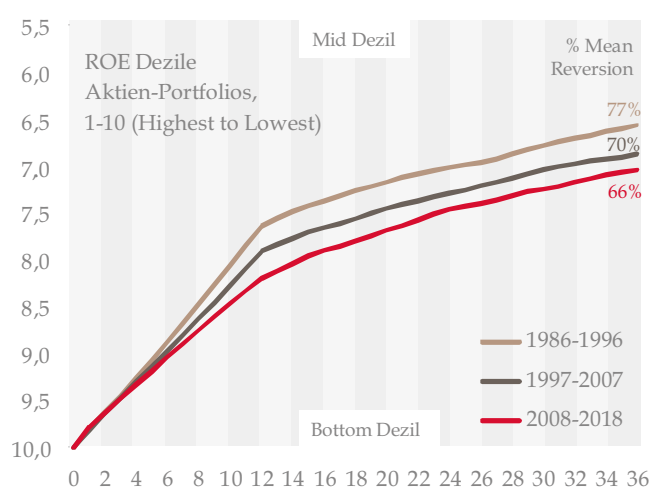
Dass nach der extrem value-starken Periode 2000-2007 eine Gegenbewertung überfällig war, erklärt hierbei nur einen Teil der letzten Underperformance. Auch der vermehrte Einsatz von Smart-Beta-Produkten, der die Value-Prämie insbes. im Large-Cap-Segment etablierter Aktienmärkte reduzieren könnte, dürfte auf Grund der aktuell geringen Nachfrage nach Value-ETFs nur begrenzte Auswirkungen haben. Entscheidender ist der Umstand, dass zahlreiche Wachstumswerte ihre überdurchschnittlichen Wachstumsraten und Rentabilitäten im aktuellen Zyklus deutlich länger als in der Vergangenheit aufrechterhalten konnten. Während die rentabelsten Unternehmen (zumeist Wachstumsunternehmen) ihre Rentabilität in der Regel einbüßten und hierdurch underperformen, fiel diese Mean Reversion im aktuellen Zyklus deutlich schwächer aus (Grafik 3). Dies trifft Value-Strategien unmittelbar, da sie normalerweise von dieser nicht eingepreisten Rückkehr zum Durchschnitt bei den Fundamentalwerten bei Unternehmen profitieren.

Gründe der Value-Schwäche

Mean Reversion bei ROE-starken Aktien im aktuellen Zyklus schwächer als in Vergangenheit



Mean Reversion bei ROE-schwachen Aktien durchaus ähnlich zu historischen Erfahrungen



Grafik 3: J.P. Morgan US Equity Strategy and Quantitative Research. Dargestellt ist die mittlere Mean Reversion von Eigenkapitalrentabilitäten (ROE) über die drei folgenden Jahre.

Mean Reversion bei Wachstumsunternehmen aktuell stark vermindert

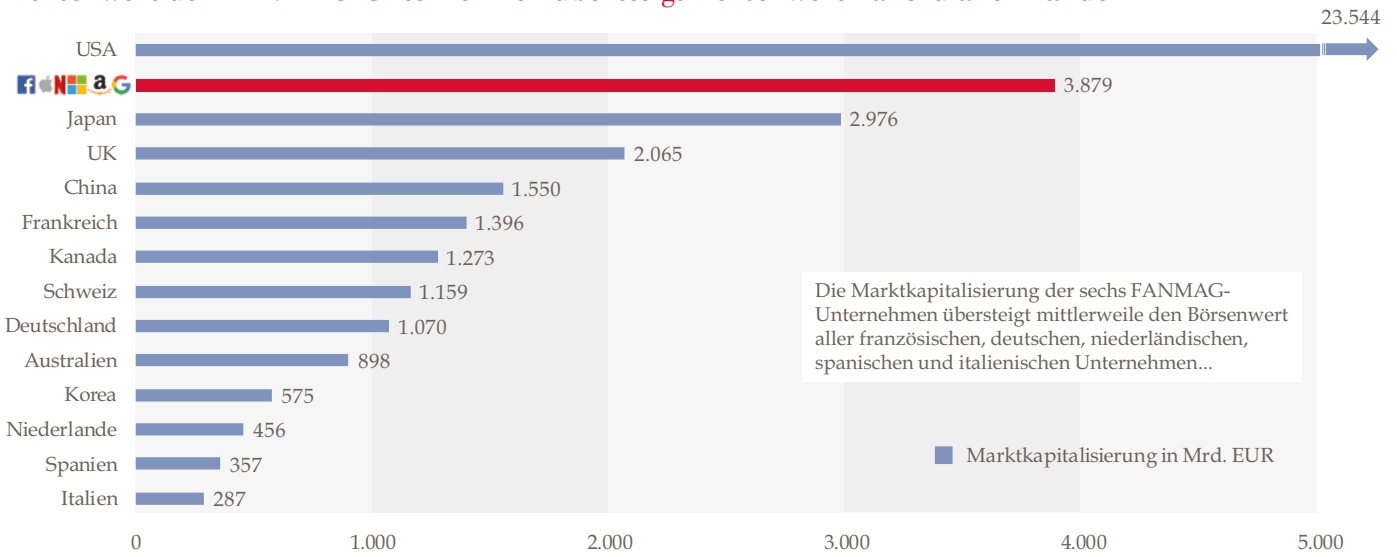
Die übliche Enttäuschung bei Wachstumswerten blieb zuletzt aus, da die Annäherung der Sektoren Technologie, Medien und Kommunikation bei einer zeitgleichen Integration neuer Technologien und einer fehlenden Regulierung neuer Geschäftsmodelle viele traditionelle Unternehmen ins Hintertreffen geraten lies. Zahlreiche Value-Investoren halten hier Übergewichte und wenngleich viele dieser traditionellen Unternehmen nicht einmal ungewöhnlich schwache Fundamentaldaten zeigen, wird deren Marktanteil z.T. durch disruptive Wachstumsunternehmen aufgezehrt.

Die im Niedrigzinsumfeld nach wie vor anhaltende Präferenz von konjunkturre-sistenten Geschäftsmodellen – gerade institutionelle Anleger suchen weiterhin „Bond-Proxys“ und meiden die traditionell in Value-Portfolios übergewichteten konjunktursensiblen Sektoren – erhöhte die Nachfrage nach Qualitäts- und Wachstumsaktien zusätzlich. Der global einfache Zugang zu Risikokapital begünstigte gleichzeitig die Entwicklung innovativer Produkte und Dienstleistungen.

Die Folge waren ungewöhnlich starke Kursanstiege u.a. bei den großen Technologie-Konzernen, während viele klassische Industrieunternehmen trotz attraktiver Bewertungen enttäuschten. So übersteigt aktuell bspw. allein die aggregierte Marktkapitalisierung der sechs FANMAG-Unternehmen (Facebook, Apple, Netflix, Microsoft, Amazon, Google) mit 3,9 Billionen EUR den Börsenwert aller französischen, deutschen, niederländischen, spanischen und italienischen Unternehmen (Grafik 4).

Auch passive Investoren trugen ihren Teil zur Verstärkung dieses Trends bei: auf Grund der ETF-Präferenz zahlreicher Investoren und der damit einhergehenden indexnahen Aufstellung, profitierten große und teure Unternehmen überproportional. Zusätzlich belastete das Niedrigzinsumfeld und die zunehmende Regulierung den in zahlreichen Value-Portfolios übergewichteten Finanzsektor.

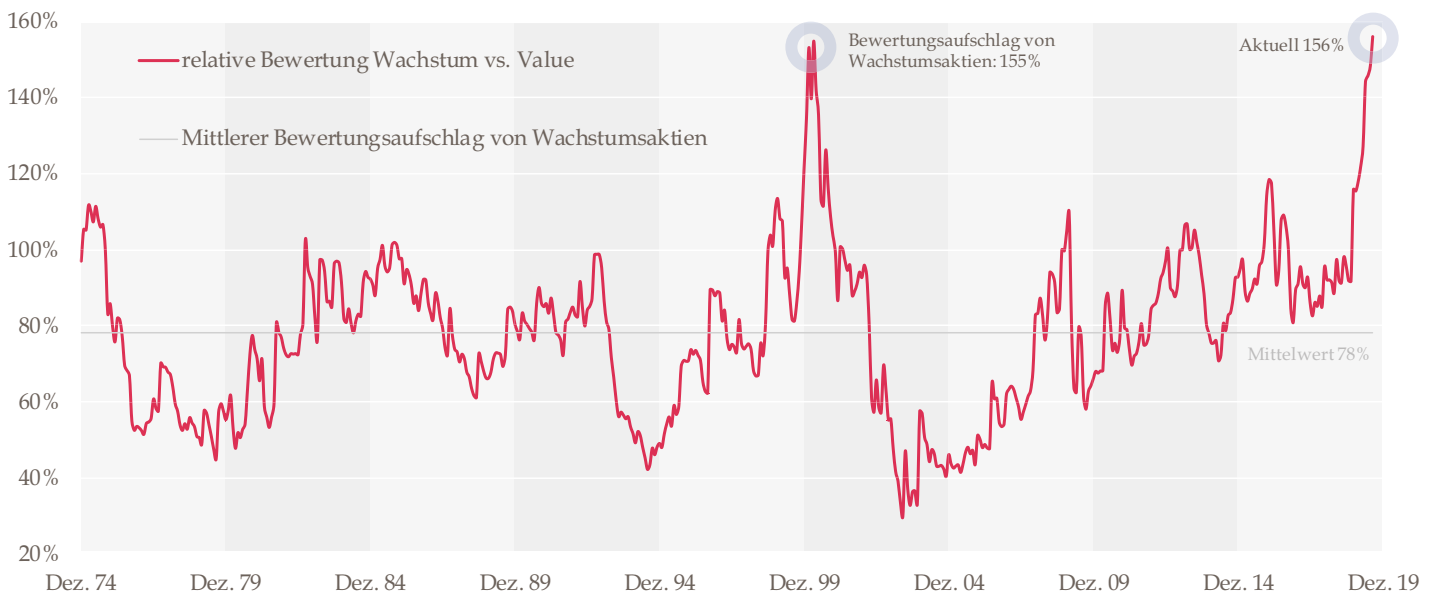
Börsenwert der FANMAG-Unternehmen übersteigt Börsenwert nahezu aller Länder



Grafik 4: Alle Angaben in EUR in Mrd. EUR per 31.07.2019 auf Basis der MSCI Länderindices. Quelle: Thomson Reuters, MSCI sowie eigene Berechnungen.

Als Folge dieser Faktoren stiegen die Bewertungen im Wachstumssegment deutlich an. Dies zeigt sich im Bewertungsaufschlag von Wachstumsaktien im Vergleich zu Value-Aktien anhand klassischer Value-Indikatoren (Grafik 5). Wurden bspw. europäische Wachstumswerte in den letzten Jahrzehnten im Mittel um 78% höher bewertet als Value-Unternehmen, kletterte dieser Bewertungsaufschlag zuletzt auf 156%. Das Ausmaß der Überbewertung von Wachstumsunternehmen war lediglich im Frühjahr 2000, unmittelbar vor dem Platzen der Dotcom-Blase und dem Beginn einer der value-stärksten Perioden überhaupt, auf vergleichbar hohem Niveau. Auch damals schien die Idee des Value-Investings im Zuge technologischer Innovationen überholt.

Unterbewertung von Value übersteigt Extremniveaus aus dem Jahr 2000



Grafik 5: Mittlerer Bewertungsaufschlag auf Basis von KGV, KCV, KBV und Dividendenrendite im MSCI Europe Value im Vergleich zum MSCI Europe Growth per 31.08.2019. Quelle: Thomson Reuters, StarCapital.

Value vor dem Comeback?

Ob wir ein Comeback im Value-Segment sehen, hängt nicht unwesentlich davon ab, wie nachhaltig die überdurchschnittliche Rentabilität im Wachstumssegment ausfällt. Die Geschichte dämpft hohe Erwartungen: überdurchschnittliche Wachstumsraten und Rentabilitäten ließen sich in vergangenen technologischen Innovationsphasen wie zur Einführung der Massenproduktion nie dauerhaft aufrechterhalten, sei es durch Wettbewerb, Regulierung oder eine breite Adaption neuer Technologien in traditionellen Unternehmen. Die Auswirkungen des Handelskrieges, welche die Lieferketten im Technologie-Sektor überproportional treffen, die lange vernachlässigten Gefahren einer zu starken technologischen Abhängigkeit von wenigen Technologiekonzernen die der Fall Huawei aufzeigte oder die immer lauter werdenden Rufe nach einer stärkeren Regulierung des vom „the winner takes it all“-Gedanken geprägten Technologie-Sektors bergen beachtliches und bislang kaum eingepreistes Enttäuschungspotential bei zahlreichen Wachstumswerten. Auch die Folgen kreditfinanzierter Aktienrückkäufe zu überbewerteten Preisen oder die Kurzlebigkeit vieler Geschäftsmodelle in der aktuell innovationsstarken Marktphase werden häufig ausgeblendet.

Dabei könnten sich die bislang trendverstärkenden Faktoren wie die erhöhte Nachfrage nach großen und momentumstarken Unternehmen durch passive ETFs oder die Suche nach stabilen Bond-Proxys im institutionellen Umfeld im Falle von Enttäuschungen genauso schnell umkehren.

Aus empirischer Sicht erscheint es ohnehin unwahrscheinlich, dass die heutigen Big-Player im Technologie-Bereich ihre Vormachtstellung im nächsten Jahrzehnt behalten werden. Betrachtet man sich bspw. die zehn größten Unternehmen der letzten Jahrzehnte, zeigt sich, dass auf Sicht von zehn Jahren im Mittel gerade einmal zwei Unternehmen auch in der Folgedekade unter den größten verbleiben. Die restlichen scheiden auf Grund unterdurchschnittlicher Wertentwicklung, wie im Falle der Deutschen Telekom im Jahr 2000, aus (Grafik 6).

Die weltweit größten Unternehmen wechseln permanent

1980	1990	2000	2010	2019
IBM	NTT	Microsoft	PetroChina	Microsoft
AT&T	Bank of Tokyo	General Electric	Exxon Mobil	Apple Inc.
Exxon	Industrial Bank of JP	NTT DoCoMo	Microsoft	Amazon.com
Standard Oil	Sumitomo Mitsui	Cisco Systems	ICBC	Alphabet Inc.
Schlumberger	Toyota Motors	Wal-Mart	Wal-Mart	Berkshire Hathaway
Shell	Fuji Bank	Intel	China Constr. Bank	Facebook
Mobil	Dai-Ichi Kangyo Bank	NTT	BHP Billiton	Tencent
Atlantic Richfield	IBM	Exxon Mobil	HSBC	Alibaba Group
General Electric	UFJ Bank	Lucent Technologies	Petrobras	Johnson & Johnson
Eastman Kodak	Exxon	Deutsche Telekom	Apple Inc.	JPMorgan Chase

Grafik 6: Research Affiliates, LLC; Arnott, Rob, and Lillian Wu. Eine Investition in die weltweit größten Aktien hätte im Zeitraum von 1982-2011 im Mittel zu einer (sektorbereinigten) Underperformance von -5,3% geführt. Die Investition in die weltweit jeweils größte Aktie kostete pro Jahr -12,5% Performance im Vergleich zum Weltaktienmarkt (Underperformance in 95% aller Halteperioden).

Gleichzeitig belegen die Bewertungsspreads das extreme Niveau der negativen Erwartungen, die im Value-Segment bereits eingepreist sind. Vor diesem Hintergrund und der Tatsache, dass sich eine Bewertungsausweitung von Wachstum zu Value auch theoretisch nicht dauerhaft fortsetzen kann, wäre es nicht überraschend, wenn wieder einmal die größten Risiken in vermeintlich sicheren Investments liegen, die sich durch eine hohe Bewertung, hohe Beliebtheit und hohe Outperformance über die letzten Jahre auszeichnen. Da der Investitionszeitpunkt die langfristige Wertentwicklung entscheidend prägt, könnte ein heutiges Engagement in den teuersten Marktsegmenten mehr Kapital vernichten als erhalten. Insofern ist es verfrüht, ein Ende des Value-Investings auszurufen.

Im Gegenteil: nachdem sich nahezu alle Anleger aus dem Value-Segment verabschiedet haben und selbst die meisten Value-Investoren ihre Strategien mit Wachstumskriterien aufgeweicht haben, ergeben sich im Value-Segment interessante Chancen. Auch wenn es unmöglich zu prognostizieren ist, wann der Zyklus dreht und Value ein Comeback feiert, so lässt sich doch festhalten: einen antizyklischeren Trade als Value wird man derzeit kaum finden und in den letzten Jahrzehnten war Value so gut wie nie so attraktiv bewertet wie heute. Dies sind keine schlechten Voraussetzungen für langfristige Investoren!



Norbert Keimling

Weiterführende Informationen sowie aktuelle Daten aus unserer Kapitalmarktforschung finden Sie regelmäßig unter www.starcapital.de/research.



Norbert Keimling leitet die Kapitalmarktforschung der StarCapital AG. Nach dem Studium der Wirtschaftsinformatik startete er seine berufliche Laufbahn im quantitativen Research der AMB Generali in Köln. Seit 2004 ist er für StarCapital tätig und verantwortet unter anderem den internationalen Aktienfonds StarCapital Priamos.

Die StarCapital AG wurde im Jahr 1992 gegründet und ist seit 2016 ein Teil der Bellevue Group AG.

Als unabhängiger Asset-Manager entwickelt das Unternehmen für seine institutionellen Geschäftspartner und Privatkunden mit Professionalität und Leidenschaft Anlagestrategien getreu dem Leitsatz „Das Ganze sehen, die Chancen nutzen“. Das StarCapital-Team setzt dabei konsequent auf einen benchmarkunabhängigen und antizyklischen Investmentansatz sowie auf regelbasierte Asset-Allokations-Strategien. Das Unternehmen verfügt außerdem als einer der wenigen Vermögensverwalter über eine hauseigene Kapitalmarktforschung.

**Antizyklischeren
Trade als Value wird
man derzeit kaum
finden**

**Informationen
zum Autor**

Besonderer Hinweis: © 2019 Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Prognosen stützen sich auf Analyseberichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Anteilerwerb dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung, sie geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationen muss dennoch ausgeschlossen werden. Eine Haftung für mittelbare und unmittelbare Folgen der veröffentlichten Inhalte ist somit ausgeschlossen. Insbesondere gilt dies für Leser, die unsere Investmentanalysen und Interviewinhalte in eigene Anlagedispositionen umsetzen. So stellen weder unsere Musterdepots noch unsere Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren einen Aufruf zur individuellen oder allgemeinen Nachbildung, auch nicht stillschweigend, dar. Handelsanregungen oder Empfehlungen stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Diese Publikation darf keinesfalls als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die Zukunft. Individuelle Kosten sind nicht berücksichtigt und würden sich negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Bei einem Anlagebetrag von 1.000 EUR über eine Anlageperiode von fünf Jahren würde sich das Anlageergebnis im ersten Jahr um den Ausgabeaufschlag in Höhe von bis zu 50 EUR (5 %) sowie um zusätzlich individuell anfallende Depotkosten vermindern. In den Folgejahren würde sich das Anlageergebnis zudem um jene individuell anfallenden Depotkosten vermindern. Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind der Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglement, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sowie die Berichte des Fonds. Diese Dokumente sind kostenlos in deutscher Sprache bei der Verwaltungsgesellschaft, der IP Concept (Luxemburg) S.A. 4, rue Thomas Edison, L-1455 Strassen, Luxembourg, bzw. bei der Verwaltungsgesellschaft Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Theodor-Heuss-Allee 70, D-60486 Frankfurt am Main sowie bei der Vertriebsstelle, der StarCapital AG, Kronberger Straße 45, D-61440 Oberursel erhältlich. Hinweis: Die wichtigsten Begriffe sind im Glossar unter www.starcapital.de/glossar erläutert. Um Ihren Schutz als Anleger zu verbessern, sind wir gemäß § 83 (3) WpHG verpflichtet Telefongespräche, die sich auf die Annahme, Übermittlung und Ausführung von Kundenaufträgen beziehen, aufzuzeichnen. Dieses Dokument stellt eine Werbung im Sinne des WpHG dar. Dieses Dokument genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken der dargestellten Fonds sowie steuerliche Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt. Lipper Awards from Refinitiv, © 2019 Refinitiv. Alle Rechte vorbehalten. Das Lipper Awards from Refinitiv Logo ist durch das Urheberrechtsgesetz der Vereinigten Staaten von Amerika geschützt. Jegliche Nutzung des Lipper Awards from Refinitiv Logo ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt. © 2019 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte- Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen. Note: MSCI. Neither MSCI nor any other party involved in or related to compiling, computing or creating the MSCI data makes any express or implied warranties or representations with respect to such data (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such data. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in or related to compiling, computing or creating the data have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages. No further distribution or dissemination of the MSCI data is permitted without MSCI's express written consent. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.