

Eine bittere Wahrheit für Value-Gläubige

Zwar bringt das Filtern nach günstigen Aktien eine Überrendite. Aber das ist kaum auf Bewertungsfehler einer ineffizienten Börse zurückzuführen.

ALEXANDER TRENTIN

Value oder Growth. In der Welt der Börse sind dies die zwei traditionellen Denkschulen, um die richtigen Aktien zu finden. Growth-Anleger gelten als Optimisten, die auf die grosse Zukunft eines Unternehmens setzen. Dafür kaufen sie auch teure Titel. Dagegen sehen sich die Value-Investoren als Schnäppchenjäger. Für sie sind Wachstumsaktien überteuert – günstige Unternehmen werden ihrer Meinung nach übersehen.

Tatsächlich bestätigen Studien, dass Value-Aktien eine Überperformance zum Marktindex erzielen. Das gilt auch, wenn man relativ einfache Bewertungskriterien wie das Kurs-Buch-Verhältnis anwendet. Bedeutet das, dass der Markt ineffizient und von Growth-Geschichten geblendet ist, während er langweilige Value-Unternehmen links liegen lässt?

Francesco Reggiani, Professor an der Universität Zürich, glaubt das nicht. Im Gespräch mit FuW erklärt er: «Anleger haben oft falsche Vorstellungen vom Potenzial von Value-Aktien.» Seine Forschung zeige, dass solche «Titel unterbewertet aussehen können, auch wenn sie es nicht sind». Märkte müssten nicht immer effizient sein, schränkt Reggiani ein, aber «Anleger sollten erkennen, dass Finanzmärkte von grossem Wettbewerb geprägt sind». Viele suchten nach unterbewerteten Aktien. Würden sie fündig, «wird in grossem Umfang und sehr schnell investiert».

Günstig wegen Unsicherheit

Doch weshalb sind dann manche Titel günstiger als andere, und warum können sie eine höhere Performance erreichen? Eine Studie von Reggiani und dem New Yorker Professor Stephen Penman geht dieser Frage nach. Value-Anleger müssen eine bittere Wahrheit erkennen, meint Reggiani: «Unternehmen haben ein niedrigeres Preis-Buch-Verhältnis, weil sie mit hohem Risiko behaftet sind.»

Das bedeutet: Value-Anleger werden nicht dafür entschädigt, dass sie ein günstig bewertetes Unternehmen gefunden haben. Sondern dass sie besonders viel Unsicherheit auf sich nehmen. Der Professor an der Uni Zürich betont: «Eine Value-Aktie kann ein Titel mit hohem Wachstum und hohem Risiko sein. Das mag für Anleger nicht intuitiv sein. Denn das Etikett Value sagt ja gerade das Gegenteil.»

Reggiani und Penman kategorisieren Aktien nach zwei Bewertungsgrössen: den Verhältnissen von Kurs zu Gewinn (KGV) und Kurs zu Buchwert (KBV). Die zwei Bewertungsmasse können zusammen mehr Aufschluss geben über die Aussichten für eine Aktie als ein Mass allein.

Um das zu begründen, zeigen die Autoren, wie die Kennzahlen zusammenhängen (vgl. Textkasten). Theoretisch folgt der Kurs einer Aktie dem Unternehmensgewinn, dem erwarteten Wachstum des Gewinns und der Unsicherheit über diese Aussichten. Je grösser die Unsicherheit, desto höher ist der Faktor, mit dem der künftige Gewinn diskontiert wird.

Gewinn und Risiko treiben

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis vereinfacht die Sache: Es wird – zumindest in der Theorie – von Wachstumsaussichten (höheres KGV) und der Unsicherheit über das Wachstum (niedrigeres KGV) bestimmt. Ein geringes KGV kann also darauf hinweisen, dass entweder das erwartete Wachstum niedrig ist oder dass man zwar viel Wachstum im Durchschnitt erwartet – das aber mit viel Unsicherheit behaftet ist.

Es ist also wichtig, ob ein Unternehmen nur geringe Gewinnaussichten aufweist oder ob höhere, aber unsicherere Gewinne winken. Um dies zu identifizieren, nehmen die Autoren der Studie das Kurs-Buch-Verhältnis in ihre Betrachtung auf. Sie gehen davon aus, dass ein höheres KBV für ein bestimmtes KGV signalisiert,

dass einem Unternehmen Wachstumschancen zugeschrieben werden – die aber mit einem höheren Risiko behaftet sind.

Das KBV kann dabei als eine Funktion der Eigenkapitalrendite und des Kurs-Gewinn-Verhältnisses betrachtet werden. Je kleiner die Eigenkapitalrendite, desto geringer das KBV. Reggiani und Penman postulieren, dass die geringere Eigenkapitalrendite – also relativ hohe Aufwendungen – mit einem künftigen höheren Risiko zusammenhängt.

Das hänge mit der konservativen Haltung der Rechnungslegung zusammen: Ist es nicht sicher, ob heutige Investitionen zu Einnahmen führen, werden sie als Aufwendungen verbucht – und nicht als Vermögenswerte aktiviert. Dazu gehören etwa Ausgaben für Forschung oder Werbung. Lässt das die Aufwendungen steigen, drückt es die Rendite auf dem Eigenkapital. Ist die Rendite gering, könnten also Wachstumschancen nicht im Buchwert einer Aktie ersichtlich sein.

Tatsächlich will Reggiani das in historischen Daten beobachtet haben: «Wir zeigen, dass dieser konservative Ansatz bedeutet, dass eine geringe Eigenkapitalrendite empirisch mit höherem Wachstum bei höherem Risiko verbunden ist.»

KBV und KGV können daher zusammen mehr zeigen als ein Wert allein. Das KBV zeigt für ein gegebenes KGV mehr Wachstumschancen und mehr Risiko. Reggiani und Penman verwenden Daten von Firmen in den Jahren 1963 bis 2015. Sie kategorisieren Unternehmen nach den zwei Bewertungskriterien und untersuchen die These der riskanten Value-Titel.

Dafür untersuchen sie den Börsenerfolg der Unternehmen, das Gewinnwachstum in den folgenden Jahren und die Unsicherheit – gemessen an der jeweiligen Streuung der Gewinne. Es zeigt sich, dass Valoren mit einem günstigen KGV eine höhere jährliche Performance erzielt haben (vgl. Tabelle).



Aber das KBV ist teilweise noch wichtiger: Ein teures KGV zusammen mit einem teuren KBV zeigte die niedrigste Performance. Wer hingegen nach dem Gewinnverhältnis teure, aber gemäss Buchwert günstige Titel kaufte, konnte deutlich höhere Kursgewinne einstreichen. Gemäss KGV günstige Unternehmen zeigten ein schwächeres Gewinnwachstum. Ein geringes KBV zeigte dagegen für ein gegebenes KGV an, dass das Wachstum höher ausfällt. Das KBV zeigt zusätzlich an, dass die Unsicherheit über den Gewinn wächst.

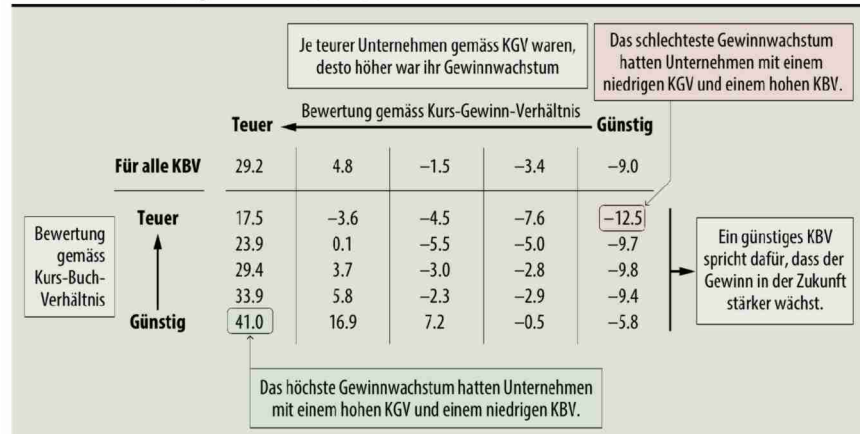
Value-Anleger sollten sich bewusst sein, warum Titel günstig sind. Günstige Bewertungsmaße sind meist keine Anzeige von Schnäppchen. Wer das denkt, dem drohen böse Überraschungen.

Zwei Kennzahlen sagen mehr: KGV und KBV

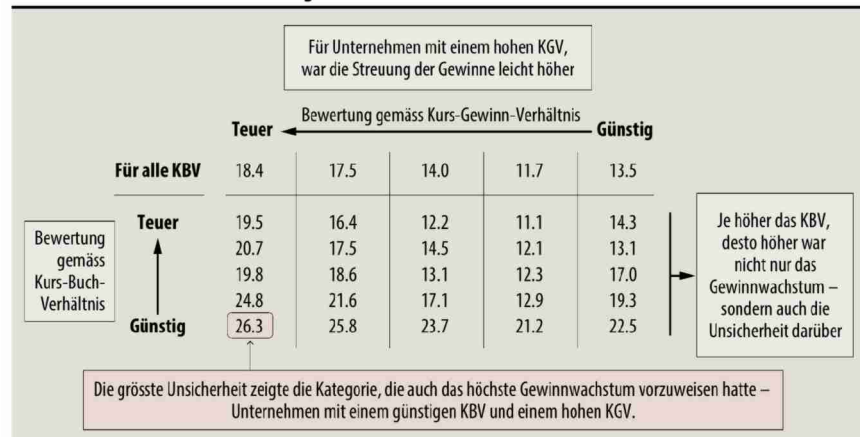
Kursperformance (1 Jahr, in %)



Gewinnwachstum (folgende 2 Jahre, in %)



Unsicherheit: Standardabweichung des Gewinnwachstums



Quelle: Stephen Penman und Francesco Reggiani «Fundamentals of Value versus Growth Investing and an Explanation for the Value Trap» / Grafik: FuW, mta



Bewertungskennzahlen kombinieren

Wenn Bewertungskennzahlen keine Schnäppchen anzeigen (vgl. Artikel links), dann müssen sich Kombinationen aus Kurs-Gewinn-Verhältnis und Kurs-Buch-Wert aus dem erwarteten Gewinn und der damit verbundenen Unsicherheit ergeben.

Kombination 1: Niedriges KGV und niedriges KBV. Ein geringes KGV heisst, dass das erwartete Gewinnwachstum gegenüber der verlangten Rendite gering ist. Das heisst: Das Wachstum ist gering im Vergleich zur Unsicherheit. Ein geringeres KBV für ein bestimmtes KGV bedeutet, dass die Eigenkapitalrendite kleiner ausfällt. Das könnte bedeuten, dass Investitionen als

Aufwendungen verbucht wurden, die aber vielleicht in der Zukunft für Wachstum sorgen. Empirisch sorgte die Unsicherheit für eine Renditeprämie.

Kombination 2: Hohes KGV und niedriges KBV. Ein hohes KGV zeigt, dass die Wachstumserwartungen gegenüber der Unsicherheit relativ hoch sind. Das geringe KBV könnte implizieren, dass Ausgaben für künftiges Wachstum getätigt werden. Empirisch zeigten solche Unternehmen das höchste Gewinnwachstum wie auch die höchste Streuung an Gewinnen. Sie lieferten die höchste Performance für Anleger.

Kombination 3: Niedriges KGV und hohes KBV. Die Kombination aus niedrigem KGV und hohem KBV weist darauf hin, dass das Geschäft ausgereift ist. Es liefert eine hohe Eigenkapitalrendite, es wird aber auch kein grosses Gewinnwachstum mehr erwartet. Empirisch konnten solche Aktien aber auch den Markt schlagen, da die Erwartungen gering ausfallen.

Kombination 4: Hohes KGV und hohes KBV. Erscheint eine Aktie auf beiden Dimensionen teuer, erwarten Anleger ein hohes Wachstum mit wenig Unsicherheit. Die Gewinne sind schon gross gegenüber dem Buchwert. Empirisch haben solche Titel eher dem Markt hinterhergehinkt, da das Wachstum schon im Kurs reflektiert ist.



«Enthusiasmus führt zur Katastrophe»

«The Intelligent Investor» – so nannte Benjamin Graham seinen Ratgeber für Anleger, die nicht spekulieren wollen. Für Warren Buffett, sein Student an der Columbia Business School in New York, ist es das beste Buch fürs Anlegen. **Die Grundregel des 1976 gestorbenen Grahams war, Unternehmen nur an der Börse zu kaufen, wenn sie stark unterbewertet – also billig – zu haben waren.** Einfach gesagt: «Kaufe günstig und verkaufe teuer.»

Die Kurse könnten stark vom inneren Wert abweichen, doch Anleger sollten sich gegen die Stimmung am Markt wenden. Also dann kaufen, wenn die Stimmung schlecht ist. Und verkaufen, wenn Überschwang herrscht. Graham mahnte einen nüchternen Blick: «Enthusiasmus mag für grossartige Leistungen anderswo notwendig sein, an der Wallstreet führt er fast ohne Ausnahme zur Katastrophe.»

In «The Intelligent Investor» schrieb Graham, Marktbewegungen seien für Anleger nur aus einem Grund wichtig: «Sie schaffen entweder geringe Preisniveaus, an denen es klug ist zu kaufen. Oder hohe Preisniveaus, bei denen man sicherlich nicht mehr kaufen sollte und es wahrscheinlich klug ist, zu verkaufen.» Doch für den typischen Anleger sei es schwierig abzuwarten, bis der Preis tief gefallen sei. Daher riet Graham Kleinanlegern, regelmässig Aktien nachzukaufen – ausser die Kurse sind übermässig teuer.



BILD: KEYSTONE

Investorenlegende Benjamin Graham:
«Kaufe günstig und verkaufe teuer.»

Für den professionellen Investor schrieb Graham zusammen mit David Dodd das Standardwerk «Security Analysis». Sie stellten Kriterien für stark unterbewertete Titel auf. Das sind demnach Aktien, die eine hohe Gewinnrendite, eine hohe Dividendenrendite und keine übermässigen Schulden vorweisen. Ausserdem sollte das Verhältnis des Kurses über die Gewinne der letzten zehn Jahre unter 16 liegen. Heutzutage gibt es Hunderte von Value Screens (Filter), welche die beste Kombination von Bewertungskriterien gefunden haben wollen, um Aktien zu finden, die den Markt schlagen werden.