

Zeit des Erwachens?

Value-Aktien hinkten Growth-Titeln jahrelang hinterher. Doch im Herbst 2016 hat sich dieser Trend gedreht. Was die Wachablösung für Investoren bedeutet.



Viele Märchen erzählen von einer schönen Prinzessin, die lange schläft, bevor sie wieder erwacht. So mancher Value-Investor wird sich derzeit fühlen wie der Prinz, der lange auf diesen Augenblick gewartet hat.

Langfristig betrachtet verdient man mit Value-Aktien besser als mit Wachstumswerten. Sehr langfristig betrachtet. Denn die Anhänger dieser These werden zwischen den ertragreichen Phasen dieser Aktienkategorie immer wieder auf harte Proben gestellt. Auch in den zurückliegenden Jahren mussten sie fast ununterbrochen mit ansehen, wie ihr Anlageansatz im Performancewettbewerb mit Growth-Aktien den Kürzeren zog. Im September 2016 wendete sich das Blatt. Wie deutlich anziehende Mittelzuflüsse in Value-Fonds und -ETFs belegen, rissen sich die Anleger plötzlich förmlich um Value-Aktien. Am Jahresende hatten die entsprechenden Indizes klar die Nase vorn: So kam der MSCI Value Index 2016 auf ein Plus von 13,2 Prozent, während der MSCI Growth Index nur um 3,2 Prozent zulegte.

Aktuell stellt sich die Frage, ob das ein temporäres Phänomen war oder ob Value dauerhaft die Favoritenrolle übernommen hat. Vor der Suche nach einer Antwort empfiehlt es sich zu klären, was unter dem Begriff Value-Investing eigentlich zu verstehen ist. Denn wie Hans-Peter Schupp bestätigt, gibt es dazu

verschiedene Definitionen. Der Fondsmanager des Fidecum Contrarian Value Euroland orientiert sich bei seiner Titelauswahl strikt an den Lehren von Benjamin Graham, dem Gründervater der Value-Strategien. Bei der Beurteilung einer Aktie ist für ihn ausschließlich die Bewertung gemessen am Gewinnpotenzial des Unternehmens ausschlaggebend.

Schon etwas weiter fasst den Begriff dagegen Henrik Leber, ein altgedienter Value-Veteran. Der Mitgründer und Fondsmanager des Vermögensverwalters Acatis pocht zwar ebenfalls darauf, Aktien nur unter Wert zu kaufen, er achtet aber auch auf das Momentum und darauf, wie Analysten einen Titel einschätzen. „Beginnt eine als Value identifizierte Aktie zu laufen, finden wir das gut. Positiv sehen wir es auch, wenn Topanalysten anfangen, ihre Meinung zu einem Wert zu ändern. Denn es ergibt keinen Sinn, gegen Analysten und komplett gegen den Markt zu arbeiten“, fasst Leber seine Erfahrungen zusammen.

Noch umfassender bringt Shareholder Value Management die Prinzipien des Value-Investing auf den Punkt. Für das Frankfurter Investmenthaus handelt es sich dabei um eine

antizyklische Kapitalanlage in unterbewertete Titel. Ob eine Aktie interessant ist, entscheiden vier Prinzipien: erstens die Sicherheitsmarge, die bei einem ausreichend hohen Abschlag zum fairen Wert gegeben ist. Zweitens die Qualität des Managements, drittens der „wirtschaftliche Burggraben“, also die Wettbewerbsvorteile eines Unternehmens. Viertens spielt auch die Börsenpsychologie eine Rolle. Chief Investment Officer Frank Fischer, der den Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen managt, beruft sich in dieser Angelegenheit auf Value-Legende Warren Buffett, der einst empfahl: „Sei ängstlich, wenn andere gierig sind. Sei gierig, wenn andere ängstlich sind.“ Fischer formuliert es so: „Es ist entscheidend, die Momente zu erkennen, in denen die Mehrheit der Marktteilnehmer euphorisch oder panisch agiert. Denn hieraus ergeben sich wesentliche Chancen für den langfristigen Investor.“

Unterm Strich handelt es sich bei dieser Auslegung der Value-Idee also um einen komplexen Ansatz, der nicht nur Bewertung und Qualität von Unternehmen berücksichtigt, sondern auch die Stimmung am Markt. Leber betont in diesem Zusammenhang, dass auch Wachstumsunternehmen unerkannt und damit günstig sein können. Welche Länder und Branchen gerade als unterbewertet einzustufen sind, kann somit wechseln – dogmatische Einschätzungen sind fehl am Platz.

Wann läuft Value?

Bleibt die Frage, in welchem Umfeld Value-Aktien typischerweise überdurchschnittlich abschneiden. Basierend auf historischen Erfahrungen hat Stefan Rondorf, Kapitalmarktstrategie bei Allianz Global Investors, dafür drei volkswirtschaftliche Haupttreiber ausgemacht: das Wirtschaftswachstum, die Inflationserwartungen und die Tendenz der Anleihenrenditen. Warum diese Faktoren entscheidend sind, erklärt Thomas Lee, Mitgründer der Research-Boutique Fundstrat Global Advisors: „Eine höhere Inflation impliziert ein höheres nominales Wachstum des Bruttoinlandsprodukts. Im Gegenzug führen bessere Wachstumsaussichten dazu, dass Wachstum keine Mangelware mehr ist – und



Fidecum-Manager Hans-Peter Schupp hält sich strikt an die Regeln von Investorenlegende Benjamin Graham.

als Folge davon fangen Value-Aktien an, besser zu performen.“

Ähnliches berichten die Experten von Canaccord Genuity. Der kanadische Finanzdienstleister weitet den Erklärungsansatz jedoch zusätzlich auf die Firmenergebnisse aus. Demnach schlägt sich Value vergleichsweise gut, wenn die Unternehmensgewinne zulegen. Ein solches Umfeld stelle sich dann ein, wenn das globale Wachstum anzieht und die Rohstoffpreise zusammen mit den Anleihenrenditen steigen. So lange, bis die Analysten mit einer starken Eintrübung oder gar einem Rückgang der Firmengewinne rechnen, dürften Anleger auf ein besseres Abschneiden von Value gegenüber Growth setzen, so Canaccord.

Die Analysten der Bank of America Merrill Lynch (BofAML) rechnen für dieses Jahr mit einem anziehenden Gewinnwachstum – und

erwarten deshalb ebenfalls eine anhaltende Value-Outperformance. Diese These klingt auch deshalb plausibel, weil das momentane Umfeld allgemein dafür spricht, dass Investoren Bewertungsaspekte wieder verstärkt berücksichtigen. Markus Hampel, Deutschlandchef der französischen Fondsgesellschaft Metropole Gestion, verweist vor dem Hintergrund der Konjunkturaufhellung und des Inflationsanstiegs auf die allmähliche Normalisierung der Geldpolitik und der langfristigen Zinssätze. Aus seiner Sicht eröffnet das sogar die Chance auf einen neuen Outperformance-Zyklus von Value-Anlagen.

Es gibt noch viele Value-Aktien

Eine solche Entwicklung kann sich auch Jean-Charles Mériaux vorstellen, der Chefstrategie der französischen Fondsboutique DNCA. Aus seiner Sicht ist die Bewertungsdifferenz zwischen Substanz- und Wachstumstiteln immer noch sehr groß. In diesem Zusammenhang sind von BofAML errechnete Performancedaten erwähnenswert. Demnach legten US-Wachstumsaktien in den fünf Jahren bis Ende 2016 um stolze 111 Prozent zu, während globale Value-Aktien nur auf ein Plus von zwei Prozent kamen. Eine Folge dieses Performanceunterschieds: Im Februar 2016 waren US-Growth-Titel im Schnitt mit dem 4,2-Fachen ihres Buchwerts bewertet, während dieses Verhältnis bei globalen Value-Aktien gerade mal bei eins lag.

Nach der jüngsten Value-Rally ist die Bewertungsdifferenz inzwischen zwar nicht mehr so groß, aber noch vorhanden. Die gute Nachricht: Selbst nach acht Jahren Bullenmarkt finden sich immer noch genügend günstig bewertete Aktien. Im Januar hat Sean Darby, Aktienstrategie der US-Investmentbank

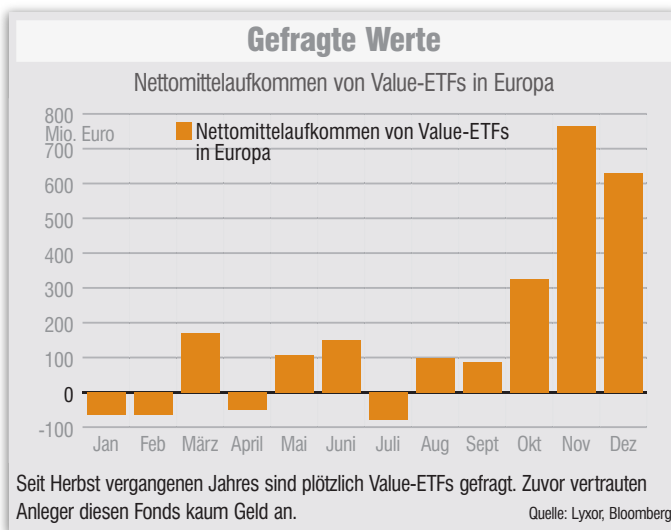
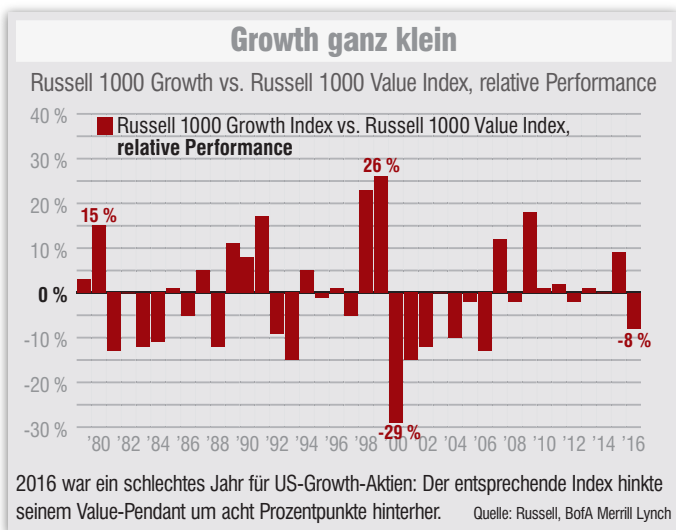


Frank Fischer von Shareholder Value Management bezieht die Marktstimmung in seine Entscheidungen ein.

Jefferies, alle Titel mit mehr als 500 Millionen Dollar Börsenwert untersucht. Sein Ergebnis: 23 Prozent dieser Aktien wiesen ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter 1,25 aus, und das Kurs-Gewinn-Verhältnis stand bei jedem dritten Titel unter 15.

Die Tatsache, dass es noch genügend moderat bewertete Aktien gibt, ist natürlich noch keine Garantie für eine anhaltende Value-Renaissance. Wie schnell sich der Wind drehen kann, zeigte sich im Januar, als Value-Aktien zumindest vorübergehend einen Gang zurückschalteten. Wer im Performanzenwettbewerb zwischen Value und Growth in diesem Jahr die Nase vorn haben wird, liegt nicht zuletzt auch an der Entwicklung von Wirtschaftswachstum, Inflation, Anleihenrenditen und Unternehmensgewinnen.

Im Endeffekt sind Timing-Überlegungen





Acatis-Manager Hendrik Leber achtet auch auf das Momentum einer Aktie und Analysteneinschätzungen.

für Entscheidungen zwischen Value und Growth ohnehin nicht zielführend, denn beide Ansätze haben ihre Daseinsberechtigung. Auch ein überzeugter Value-Investor wie Schupp räumt ein, dass an der Börse verschiedene Anlagestile zum Erfolg führen können.

Langfristig ist der Value-Ansatz ohnehin über alle Zweifel erhaben. Das belegen viele wissenschaftliche Studien und andere Untersuchungen. Die Fondsgesellschaft Fidelity beispielsweise hat ausgerechnet, dass Value-Titel in den USA zwischen 1990 und 2015 über alle Unternehmensgrößen (Large, Mid und Small Caps) hinweg per annum 0,4 bis 1,9 Prozentpunkte besser abgeschnitten haben

als Growth-Aktien. Eine ähnliche Sprache spricht der langfristige Vergleich zweier Indizes: Während der MSCI Value Index zwischen Ende 1974 und Ende Januar 2016 um annualisiert 11,9 Prozent zulegte, kam der MSCI Growth Index nur auf 9,7 Prozent.

Langfristig überzeugend

Jefferies-Aktienstrategie Steven G. DeSanctis liefert ein weiteres Beispiel: Wer seit 1986 immer die günstigsten 20 Prozent der Aktien aus dem US-Index Russell 1000 kaufte, kann sich über ein jährliches Plus von 19 Prozent freuen, während der gesamte Index nur auf 10,5 Prozent kam. Angesichts dieser Ergebnisse steht für DeSanctis fest: Günstige Aktien neigen langfristig zur Outperformance. Mit der richtigen Strategie lassen sich zudem auch in eher schwierigen Value-Jahren gute Ergebnisse erzielen. Das zeigt sich auch mit Blick auf die ausgewählten Fonds und ETFs (siehe Tabelle unten).

Einige dieser Fonds finden sich in der zuletzt sehr erfolgreichen standardisierten Vermögensverwaltung „Stars Z9+“ des Finanzdienstleisters SJB Fondsskyline wieder. SJB-Geschäftsführer Gerd Bennewirtz setzt auf einen antizyklischen Value-Ansatz – und schnitt damit trotz der angeblichen Schwäche dieser Investmentphilosophie gut ab. Bennewirtz glaubt, dass Value-Fonds selbst bei einem kräftigen Kursrutsch an den globalen Aktienmärkten Stärke demonstrieren dürften. „Genau dann schlägt die Zeit der Value-Investoren, die ihre Anlageobjekte aufgrund gründlicher Fundamentalanalyse auswählen, ein bewusstes Stockpicking betreiben und nicht



SJB-Geschäftsführer Gerd Bennewirtz glaubt, dass gute Value-Fonds auch in der Baisse Stärke zeigen.

bereit sind, jeden beliebigen Preis für eine Aktie zu bezahlen“, sagt er.

Ein fast schon philosophisches Fazit der Diskussion um das Für und Wider von Value-Strategien zieht Jonathan Allum, der als Anlagestrategie bei der japanischen Investmentgesellschaft SMBC Nikko Capital Markets arbeitet: „Als Anlagestil hatte Value zuletzt einige sehr gute Monate, einige miese Jahre, aber auch einige großartige Jahrzehnte. Auf Tagesbasis pendeln die Performancevorteile zwischen verschiedenen Anlagestilen hin und her. Aber die Ausschläge zugunsten von Value erwecken den Eindruck, dass dieser Ansatz noch Wochen, Monate, Jahre und Jahrzehnte zu laufen hat.“ JÜRGEN BÜTTNER | FP

Ausgewählte Value-Fonds

Fonds	KVG	ISIN	Anlage-schwerpunkt	Ertrags-verw.	Volumen in Mio. Euro	Laufende Kosten ¹	Performance ²		
							1 Jahr	3 Jahre ³	5 Jahre ³
MFS European Value	MFS Meridian Funds	LU0125951151	Europa	T	5.164,0	1,91 %	11,93 %	9,79 %	12,22 %
JOHCM European Select Values	JO Hambro Capital Mngt.	IE0032904116	Europa	A	2.900,5	1,29 %	16,50 %	9,58 %	13,07 %
Frankfurter Aktienfonds für Stift.	BNY Mellon Service KAG	DE000A0M8HD2	Europa	T	1.923,8	1,19 %	12,90 %	8,80 %	10,31 %
Valueinvest Lux Global	Valueinvest AM	LU0135991064	Global	T	897,1	1,83 %	14,06 %	16,48 %	14,44 %
Fidicum Contrarian Val. Euroland	LRI Invest	LU0370217092	Europa	A	524,0	1,63 %	39,22 %	7,35 %	14,09 %
Loys Global P	Loys Investment	LU0107944042	Global	A	402,3	1,68 %	27,08 %	8,68 %	10,31 %
Acatis Aktien Global	Universal-Investment	DE0009781740	Global	T	280,8	1,55 %	24,70 %	9,86 %	10,14 %
Fortezza Finanz – Aktienwerk	IP Concept (Luxemburg)	LU0905832985	Europa	A	84,4	1,65 %	37,16 %	16,33 %	–
ECP Flagship European Value	Conventum AM	LU1169207518	Europa	T	64,0	2,25 %	22,48 %	–	–
Apus Capital Revalue Fonds	Hansainvest	DE000A1H44E3	Global	T	44,2	1,91 %	36,99 %	15,44 %	17,68 %

Ausgewählte Value-ETFs

ETF	KVG	ISIN	Anlage-schwerpunkt	Ertrags-verw.	Volumen in Mio. Euro	Laufende Kosten ¹	Performance ²		
							1 Jahr	3 Jahre ³	5 Jahre ³
Shiller Barclays Cape US Value	Ossiam	LU1079841273	USA	T	661,2	0,65 %	37,16 %	–	–
Lyxor SG Global Value Beta	Lyxor International AM	LU1081771369	Global	T	52,1	0,40 %	43,38 %	–	–

Sortiert nach Fondsvolumen, A = Ausschüttung, T = Thesaurierung | ¹p. a. laut KID | ²auf Euro-Basis | ³per annum

Quelle: Morningstar | Stand: 17.2.2017

Foto: © Artepafotografie, Gerd Wilhelm Bennewirtz