

PortfolioPraxis: Akademie

Value oder Growth – Mehr als eine Stilfrage!

März 2007

Allianz 
Global Investors



Inhalt

Value - Suche nach inneren Werten	3
Growth - nur die Zukunft zählt	3
Theoretischer Schlagabtausch	5
Von der Vergangenheit lernen	6
Summa Oeconomica	11
Investor's Corner	12

Value oder Growth: Mehr als eine Stilfrage!

Sogenannte Anlagestile rücken Aktien mit bestimmten Charakteristika bei der Investitionsentscheidung in den Vordergrund. Was genau verbirgt sich hinter den beiden bekanntesten Ausrichtungen „Value“ und „Growth“?

Welche theoretischen Argumente sprechen jeweils für den einen und den anderen Ansatz? Welche Rendite- und Risikoerwartungen ergeben sich aus dem Blick in die Vergangenheit und welche Schlüsse lassen sich für die Portfoliogestaltung ziehen? Diese Fragen werden auf den folgenden Seiten näher beleuchtet.

Der Ansatz, Aktien mit einigen charakteristischen Merkmalen überzugewichten, um das Ertragsprofil eines Portfolios zu steigern, erfreut sich seit langem vor allem in den USA einer großen Beliebtheit. Die wachsende Komplexität der Finanzmärkte, man denke nur an die durch die weltweite Vernetzung der Börsen steigende Anzahl handelbarer Wertpapiere - verstärkte in den letzten Jahren den Bedarf nach Strategien, die besonders vielversprechende Aktien aus dem großen Pool der Möglichkeiten herausfiltern.

Die wohl bekanntesten Stilrichtungen sind der „Value-“ und der „Growth-“ Ansatz. Was veranlasst einen Anleger, eher auf den einen statt auf den anderen Anlagestil zu setzen? Neben sachlichen Argumenten kommt auch die „Glaubensfrage“ ins Spiel: Unterschiedliche Stile sprechen unterschiedliche Anlegermentalitäten an und passen somit nicht zu jedem.

Die zentrale Frage des Anlegers sollte sein: „Was bringt mir das?“ Was übersetzt in den Fachjargon heißt: „Welche Auswirkung hat die Übergewichtung eines Investmentstils auf das Ertrag-Risiko-Profil eines Portfolios?“

Um diese Frage zu beantworten, wird zunächst geklärt, was genau sich hinter den Begriffen „Value“ und „Growth“ verbirgt. Anschließend werden die den Ansätzen zugrunde liegenden theoretischen Überle-

gungen gegenübergestellt. Zuletzt wird untersucht, wie sich zwei fiktive Portfolios mit konsequenten Stilausrichtungen relativ zueinander entwickelt hätten.

Value – Suche nach inneren Werten

Das Prinzip des Value-Ansatzes ist schnell erklärt: Anhand von Bilanzkennzahlen wird der „innere Wert“ eines Unternehmens ermittelt. Liegt der aktuelle Marktwert (Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der emittierten Aktien) im Verhältnis zum inneren Wert außergewöhnlich niedrig, erscheint die Aktie, der Value-Strategie folgend, kaufenswert. Zur Messung des inneren Wertes eines Unternehmens wird meistens der sogenannte Buchwert („book value“) verwendet. Genauer handelt es sich hierbei um den Nettobuchwert des Unternehmens, d. h. das Vermögen minus aller Verbindlichkeiten. Setzt man den Börsenwert des Unternehmens ins Verhältnis zum Buchwert, erhält man die Kennzahl „Price to Book“ (P/B). Wie im weiteren Verlauf zu sehen ist, wäre eine reine Auswahl von Value-Aktien nach dem P/B-Verhältnis allerdings zu einfach.

Growth – nur die Zukunft zählt

Ein wachstumsorientierter Investitionsstil rückt die Zukunft in den Vordergrund. Nicht die heute vorhandenen Werte machen hier den Reiz einer Aktie aus, sondern die Hoffnung auf ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum. Aktien der Growth-Kategorie weisen daher häufig ein hohes P/B-Verhältnis auf.

Zieht man vom Vermögen eines Unternehmens sämtliche Verbindlichkeiten ab, zeigt sich, was bei einer Liquidation des Unternehmens für die Aktienbesitzer übrig bliebe. Dieser sogenannte Nettobuchwert ist eine wichtige Kennzahl für den Value-orientierten Investoren.

Auch ist es durchaus wahrscheinlich, dass die heute erzielbaren Gewinne aufgrund des noch frühen Entwicklungsstadiums des Unternehmens bzw. einer Produktgruppe eher niedrig sind. Daher ist bei diesen Unternehmen meist das Verhältnis von Aktienkurs zu Gewinnen – das sogenannte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) – hoch.

Die extremste Ausprägung einer Growth-Strategie wäre die Investition in ein Start-Up, z. B. die Garage, in der Steve Jobs und Steve Wozniak 1975 den ersten Personalcomputer zusammenbastelten. Das „Unternehmen“ verfügte damals über kein Vermögen, war aber hinsichtlich des Wachstumspotenzials interessant.

Growth in der Praxis

Beispiele wie dieses eignen sich zwar zur Veranschaulichung, sind aber weit von der Realität entfernt. Natürlich ist ein Growth-

Faustformel:

„Value“ = kaufe preisgünstig
 „Growth“ = kaufe Wachstum

Fonds keine Gesellschaft zur Finanzierung von Existenzgründern! Aber auch noch zehn Jahre, nachdem der erste „Apfel“ die Garage der Familie Jobs am Crist Drive im kalifornischen Los Altos verlassen hatte, zählte die dann zur Aktiengesellschaft gewordene Apple zu den klassischen Growth-Werten. Auch geht ein wachstumsorientierter Investor nicht ohne Orientierung an der Gegenwart vor: Erst wenn ein Unternehmen einige Zeit bewiesen hat, dass es in der Lage ist, ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum zu erzielen, wird es in der Regel zu den Growth-Werten gezählt.

In Tabelle 1 (unten) wurden üblicherweise zur Stilklassifizierung genutzte Indikatoren gegenübergestellt. Wie man sieht, kommt es bei beiden Anlagestilen zu Überschneidungen. Verständlich: Es wäre auch verwunderlich, würde ein Value-Investor eine Aktie von seiner Empfehlungsliste streichen, nur weil das erwartete Gewinnwachstum zunimmt. Nicht selten kommt es vor, dass eine stark unterbewertete Aktie (Value) aufgrund überdurchschnittlicher Wachstumsperspektiven gleichzeitig eine Growth-Aktie ist. Bevor dieser Punkt in der historischen Betrachtung aufgegriffen wird, sollte beiden Ansätzen auf der theoretischen Ebene Raum für einen direkten Schlagabtausch gegeben werden.

Unternehmen, die keinen oder einen negativen Nettobuchwert ausweisen, haben manchmal trotzdem ihren Reiz. Häufig liegt ihr erwartetes Gewinnwachstum deutlich über dem bereits etablierter Unternehmen.

Kasten 1: „Blend“

Bei der Charakterisierung der beiden Investmentstile Value und Growth darf ein „Investmentstil“, der streng genommen keiner ist, nicht vergessen werden, da er für den Anleger wichtig ist: Natürlich lassen sich Value und Growth vermischen bzw. lassen sich Anlagestrategien verfolgen, die die gesamte Marktbreite als Investmentuniversum nutzen. Folgerichtig wird dieser Ansatz als „Blend“ (engl.: Mischung) bezeichnet. Ein Portfolio, das im Blend-Stil strukturiert ist, enthält daher sowohl Value- als auch Growth-Titel.

Tabelle 1: Stilindikatoren im Vergleich

Value	Growth
1 Gewinne/Aktienpreis	1 Gewinnwachstum (z. B. Ø letzte 5 Jahre)
2 Buchwert/Aktienpreis	2 Wachstum Gewinne/Marktkapitalisierung
3 Umsatz/Aktienpreis	3 Gewinnsschätzung (nächste 12 Monate)
4 Cashflow/Aktienpreis	4 Dividenden/Gewinne
5 Dividendenrendite	5 Verschuldung
6 Stabilität Gewinnwachstum	6 Veränderung Marktkapitalisierung/Buchwert
7 EBITDA/Marktkapitalisierung	7 Gewinne/Vermögen
8 Cashflow/Marktkapitalisierung	8 Gewinne/Marktkapitalisierung
9 Gewinnsschätzung (nächste 12 Monate)	9 Eigenkapitalrendite
10 Kurs-Gewinn-Verhältnis	10 Wachstum einbehaltener Gewinne/Börsenwert
11 Gewinne/Marktkapitalisierung	11 Umsatzwachstum
12 Buchwert/Marktkapitalisierung	12 Gewinn/Umsatz
13 Umsatz/Marktkapitalisierung	13 Gewinnsschätzung (Ø nächste 3–5 Jahre)
14 Cashflow/Marktkapitalisierung	14 Gewinnrevisionen

Über die Jahre haben sich eine ganze Reihe von Kennzahlen etabliert, die mit den Anlagestilen Value und Growth in Verbindung gebracht werden. Teilweise kommt es auch zu Überschneidungen.

Quelle: Eigene

Theoretischer Schlagabtausch

Nun also zunächst zur Theorie:

- Warum könnte man erwarten, dass beide Strategien dem Anleger einen Mehrwert bringen?
- Begünstigen bestimmte Marktphasen (konjunktureller Auf- oder Abschwung, Aktien-Baisse oder -Hausse) eine der Strategien?
- Geht die Wahl des Anlagestiles mit einer speziellen Branchengewichtung einher?

Unvollkommenheiten bieten Anlagemöglichkeiten, ...

Die sogenannte Effizienzhypothese geht davon aus, dass alle heute verfügbaren Informationen sich innerhalb kürzester Zeit in den Aktienkursen widerspiegeln. Das heißt, die Börse sollte gesicherte Annahmen über ein beschleunigtes Gewinnwachstum ebenso schnell über den Aktienpreis honorieren wie die Ankündigung einer Dividenderhöhung (mehr zur Effizienzhypothese in Kasten 2, rechts). Demnach ließe sich der Erfolg einer Value- oder Growth-Strategie nur durch Marktanomalien erklären.

... die sich wann ergeben?

Bei der folgenden Beispielauswahl wurde das „Was“ (was sind Marktanomalien) mit dem „Wann“ (wann ist mit der Outperformance der einen oder anderen Strategie zu rechnen) verbunden.

In einem deprimierenden Marktumfeld (wirtschaftliche Rezession, Währungskrisen etc.) ist nicht auszuschließen, dass der Markt alle Aktien eines Landes oder einer Region bestraft. Dies stellt eine Marktanomalie dar, denn Aktienkurse gesunder, relativ konjunkturunempfindlicher bzw. krisensicherer Titel fielen dann stärker, als es durch ihre Fundamentaldaten gerechtfertigt wäre – die richtige Zeit für die Value-Strategie.

Anleger, die zur Effizienzhypothese tendieren, gehen davon aus, dass Value-Aktien in einer Baisse weniger bestraft werden als Growth-Titel. Viele Investoren setzen daher vor allem in schlechten Börsenphasen auf Value-Titel.

Bei der Growth-Strategie wird angenommen, die Mehrzahl der Marktteilnehmer unterschätze das zukünftige Wachstum eines Unternehmens oder einer Branche. Im Hinblick auf eine konjunkturelle Phase lässt

Kasten 2: Von Effizienz und Zufall

Über die Fähigkeit des Aktienmarktes, Informationen rasch zu verarbeiten, wird seit langem gerätselt. In der Fachliteratur haben sich drei Abgrenzungen von Informationseffizienz durchgesetzt:

- Die **schwache Effizienz** geht davon aus, dass alle historischen Informationen (Kursentwicklung, Liquidität) bereits eingepreist sind. Die Schlussfolgerung wäre, dass eine technische Analyse nicht funktioniert.
- Bei der **mittelstrengen Effizienz** wird angenommen, dass nicht nur historische Daten, sondern auch alle öffentlich zugänglichen Informationen (volkswirtschaftliche Daten, Geschäftsmeldungen etc.) im aktuellen Kurswert enthalten sind. Somit stünden die Erfolgsaussichten der Fundamentalanalyse und der hier behandelten Stile in Frage.
- Die stärkste Form der Effizienzhypothese, die sogenannte **strenge Effizienz**, geht davon aus, dass auch die sogenannten Insiderinformationen im Kurs enthalten sind.

Selbst umfangreiche statistische Schätzungen und theoretische Modelle gaben bislang keine generelle Antwort auf die Frage, wie effizient Aktienmärkte in der Realität sind. Einleuchtend ist, dass an der Wall Street Informationen, dank umfangreicher Handelssysteme, liquiderer Märkte und einem Heer von Analysten, schneller ihren Weg zu den Aktiennotierungen finden, als das bei kleinen, relativ unbedeutenden Schwellenlandbörsen der Fall ist. Allerdings haben eine Reihe von Unternehmensskandalen in den Jahren 2000-2002 gezeigt, dass die strenge Effizienz auch an der Wall Street nicht gilt. Fazit: Hinsichtlich der Frage, ob ein Aktienmarkt effizient ist und in welchem Ausmaß, bleibt viel Raum für Spekulation. Es ist daher nicht abwegig, bei konsequenter Umsetzung eines Investmentstils mit überdurchschnittlichen Renditen zu rechnen.

Die Annahme, Kapitalmärkte seien in der Lage, alle vorliegenden Informationen in realistische Wertpapierpreise umzusetzen (Effizienzhypothese), mag in der Theorie nützlich sein. In der Praxis zeigen sich jedoch immer wieder Marktunvollkommenheiten, die Gelegenheiten für ein aktives Wertpapiermanagement bieten.

sich solch eine Marktanomalie in einer bereits laufenden Aufschwungphase vermuten. Weiter kann unterstellt werden, dass Investoren nach einer Baisse besonders pessimistisch hinsichtlich der Wachstumssper-

spektiven sind – folgt man dieser Argumentation, müssten Growth-Aktien im Verlauf eines Booms überdurchschnittlich gut abschneiden.

Stile favorisieren manche Branchen

Der Zusammenhang zwischen einzelnen Branchen und Investmentstilen leitet sich aus dem Lebenszyklus einzelner Produkte bzw. Branchen ab. Während der Entstehungsphase eines Produktes passiert hinsichtlich der Gewinnentwicklung der produzierenden Unternehmen zunächst reichlich wenig. Das Produkt muss erst einmal die Serienreife erreichen, es gilt, technische Probleme zu bewältigen und der ersten Skepsis potenzieller Käufer zu begegnen. In der Wachstumsphase steigen die Absatzzahlen erheblich. Das Unternehmen erhöht gleichzeitig die Aufwendungen für den Vertrieb, die Werbung, Weiterentwicklung etc., was auf der einen Seite die Kosten erhöht, gleichzeitig aber auch die Absatzerwartungen für die kommenden Jahre in die Höhe treibt. Diese Phase, die mehr als ein Jahrzehnt andauern kann, ist die klassische Growth-Phase. Später, wenn das Produkt sich am Markt etabliert hat, geht das Gewinnwachstum zwar zurück, das Unternehmen kann aber häufig noch (bei guter Führung) über Jahre oder sogar Jahrzehnte vom Erreichten profitieren. Bereits vorhandene Vermögensgegenstände wirken dabei als Puffer innerhalb eines vorübergehend negativen Umfeldes. Unternehmen in der reifen Marktphase sind eher in Value-Portfolios zu finden. Schaubild 1 (unten) verdeutlicht den eben beschriebenen zeitlichen

Ablauf und ordnet einige Branchen der jeweiligen Situation zu.

Auch hier gilt: Die Beispiele wurden zur Verdeutlichung bewusst einfach gehalten. Zwar ist die Übergewichtung einiger Branchen in einem Stilportfolio (z. B. Banken oder Automobilhersteller in einem Value-Portfolio) wahrscheinlich - aber nur weil ein Unternehmen ein reifes Produkt herstellt, ist es noch lange nicht interessant für den Value-Investoren.

Auf der anderen Seite kann es auch in der Wachstumsphase eines Unternehmens zu Schwankungen bei der Bewertung kommen, die einen Value-orientierten Investoren anziehen.

Von der Vergangenheit lernen

Nach der theoretischen Trockenübung, quasi dem Sparring, geht es nun in den Ring:

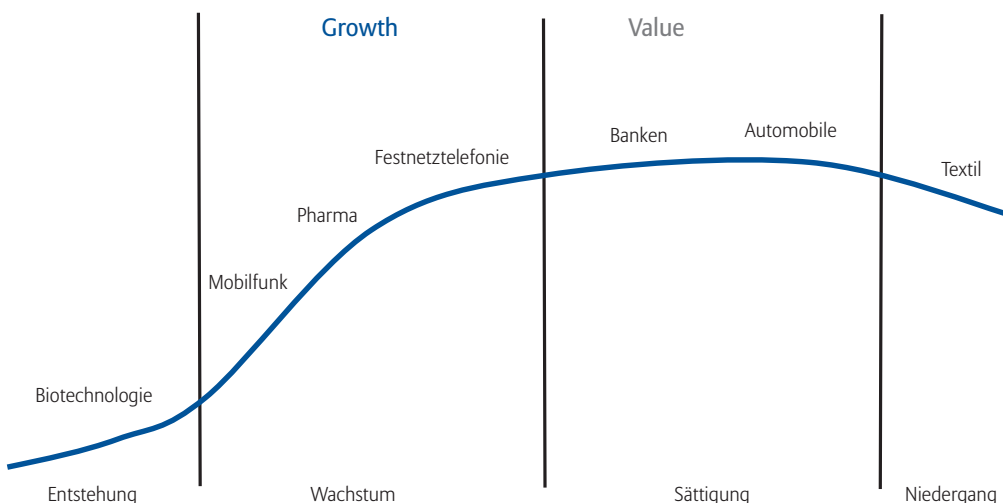
- Wie haben sich die beiden Stile in der Vergangenheit geschlagen?
- Ist ein Ansatz dem anderen überlegen?

Zu einem guten Wettkampf gehören klare Spielregeln. Zunächst also zu den Vergleichsmaßstäben, den sogenannten Benchmarks:

Der Indexanbieter MSCI berechnet seit 1997 Stilindizes nach Value- bzw. Growth-Kriterien. Die Konstruktion der Indizes erfolgte sehr pragmatisch: Die bereits vorliegenden MSCI-Aktienindizes wurden, gemessen an der Marktkapitalisierung, ungefähr in der Hälfte geteilt. Maßstab der Einteilung war alleine das Verhältnis vom Preis einer Aktie

Im historischen Rückblick wird die Performance verschiedener Stilindizes gegenübergestellt.

Schaubild 1: Entwicklungsphasen von Produkten und Branchen



Neue Produkte und Branchen brauchen ihre Zeit, bis sie sich etabliert haben. Der Zeitraum zwischen Entstehung und Marktsättigung wird vorrangig von Anhängern des Growth-Stiles zum Einstieg genutzt. Value-Investoren haben eher reifere Branchen im Visier (schematische Darstellung).

Quelle: Eigene Darstellung

zum Nettobuchwert des jeweiligen Unternehmens (vgl. zur Definition des Nettobuchwertes die Ausführungen zur Value-Strategie auf Seite 3). Die relativ einfache Konstruktionsweise dieses Index erlaubte eine Rückrechnung bis in die frühen Siebzigerjahre. Der MSCI-Index etablierte sich schnell als Maßstab für Fonds, die sich den einen oder anderen Anlagestil auf die Fahne geschrieben hatten.

Ring frei ...

Wirft man einen ersten Blick auf das Schaubild 2 (unten), scheint der Gewinner schnell ausgemacht. Abgetragen ist hier das Verhältnis des MSCI Growth-Subindex zum MSCI Value-Index im Zeitraum Januar 1980 bis Januar 2006. In Zeiten, in denen das Growth-Aktiensegment sich besser entwickelt als der Value-Teil, steigt die Kurve (z.B. 1990-92), während sich eine Value-Outperformance durch ein Fallen der dargestellten Kurve ausdrückt.

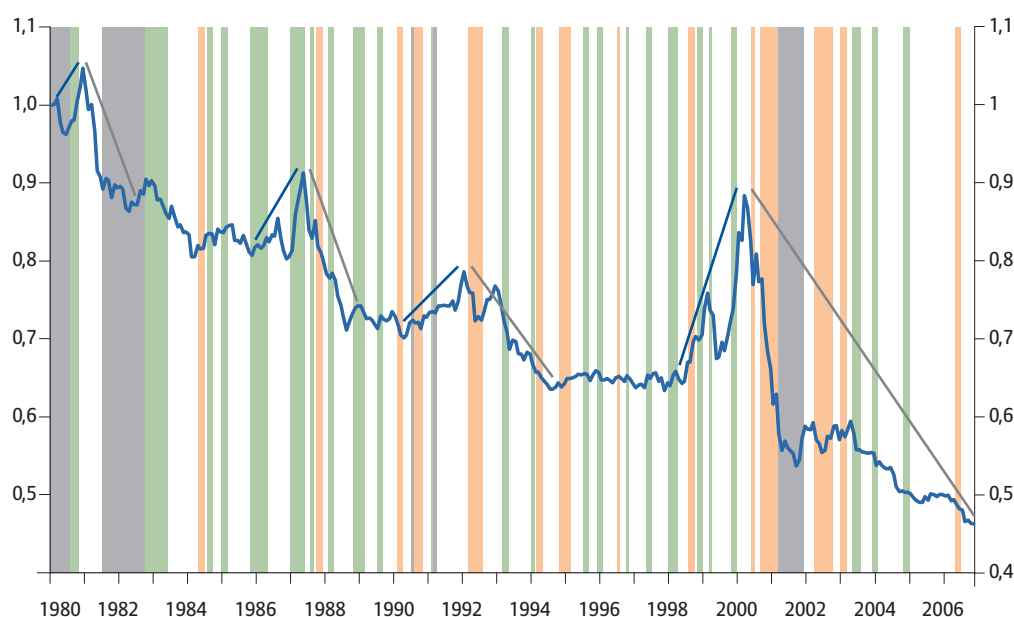
Da beide Indizes 1980 auf 1 normiert wurden, lässt sich ablesen, dass eine im Januar 1980 getätigte Anlage in den MSCI Value-Index heute gut doppelt so viel wert wäre, wie eine Anlage in den MSCI Growth-Index. Im Gesamtrückblick der vergangenen 25 Jahre siegt demnach eindeutig der Value-Ansatz – Sieg nach Punkten. Allerdings ging nicht jede der 25 Runden

(Jahre) an den Gewinner. Wäre beispielsweise Mitte 1994 ein Investor seiner Überzeugung gefolgt, dass der Value-Stil immer mit höheren Renditen verbunden ist, und befänden wir uns jetzt im März 2000, wäre sein Vermögen rund 30% geringer als das eines Growth-Investors – nach nur sechs Jahren! Zugegeben, das gewählte Beispiel ist extrem, da der Growth-Ansatz offensichtlich besonders stark von der Übertreibung der Aktienmärkte zum Ende der Neunzigerjahre profitierte. Es ist kaum davon auszugehen, dass sich solch eine enorme Outperformance in naher Zukunft wiederholt. Aber auch ohne auf die „wunderbaren“ Jahre der angeblichen „Neuen Ökonomie“ zurückzugreifen, zeigen sich im Betrachtungszeitraum eine Reihe weiterer Growth-Phasen. Einige dieser Phasen hielten besonders lange an. Neben den späten waren beispielsweise auch die frühen Neunzigerjahre dem wachstumsorientierten Anlagestil besonders wohl gesonnen. Auf der anderen Seite ist die relativ gute Entwicklung des Value-Segments geprägt von der Entwicklung in den letzten fünf Jahren – die bislang längste Value-Phase.

Um zu untersuchen, welche Rolle übergeordnete, den Gesamtmarkt betreffende Ereignisse für die relative Performance der Stilindizes hatten, wurden im Schaubild 2 einige Zeiträume farbig hinterlegt. Die grauen Balken geben die Rezessionsjahre in den

Auf den ersten Blick scheint die Value-Strategie in den letzten 25 Jahren wesentlich besser abgeschnitten zu haben als die Growth-Strategie ...

Schaubild 2: MSCI Growth/Value - ein langfristiger Performancevergleich



Quelle: Datastream, NBER und eigene Berechnungen

Schaubild 2 Stellt das Verhältnis der beiden MSCI World Stil-Indizes dar. Das Indexverhältnis wurde zum Januar 1980 auf 1 normiert. Eine ansteigende Kurve weist auf eine relative Outperformance des Growth-Index hin, während Phasen einer fallenden Kurve auf ein besseres Abschneiden des Value-Index wiedergeben. Growth-Phasen wurden mit einer blauen Linie markiert. Value-Phasen erhielten einen grauen Strich (diese Farbkennung setzt sich in den folgenden Schaubildern und

USA (nach Definition des National Bureau of Economic Research) an. Rot hinterlegte Bereiche markieren besonders negative Börsenmonate (zum Teil durch die grauen Balken überdeckt), während Börsenphasen, in denen es kontinuierlich aufwärts ging, grün hinterlegt wurden. Maßgeblich für die Richtungsbewertung (grün oder rot) war der Dreimonatsdurchschnitt der Veränderung zum Vormonat. Bei zwei aufeinanderfolgenden positiven Werten (Beispiel: sowohl im Zeitraum Januar-März als auch im Zeitraum Februar-April ging es aufwärts) wurde der Zeitabschnitt grün hinterlegt, bei einer entsprechenden negativen Entwicklungen erscheint ein roter Balken.

Auffällig ist, dass die theoretisch zu erwartende Outperformance des Value-Stils während bzw. nach außergewöhnlich schlechten Börsenmonaten nicht zu erkennen ist. Der hier betrachtete Vergleich von MSCI-Stilindizes stützt eher die These, dass Wachstumswerte von besseren Unternehmensperspektiven nach Rezessionen überproportional profitieren.

Zwar findet die Vermutung, nach einer Baisse ließen sich besonders viele Unternehmen mit einem niedrigen P/B-Wert finden, ihre Bestätigung nach der im Betrachtungszeitraum längsten Rezession (Juli 1981 bis November 1982). Auf der anderen Seite zeigt sich jedoch die Growth-Phase Anfang der Neunzigerjahre unbeeindruckt von der US-Rezession zum Jahreswechsel 1990/91.

Selbst nachdem Ende 2001 die gesamte Luft aus der „Tech-Blase“ entwichen war, kam es zunächst zu einer deutlichen Outperformance des wachstumsorientierten Anlagestils und nicht, wie man erwarten sollte, zu einem übermäßigen Anstieg von Value-Titeln. Fazit: Gemessen an den relativ einfach konstruierten MSCI-Stilindizes war der Value-Ansatz im Gesamtzeitraum eindeutig überlegen. Allerdings gab es immer wieder Phasen, in denen der wachstumsorientierte Anleger besser als der wertorientierte Investor fuhr.

Der „Verlierer“ erhebt Einspruch

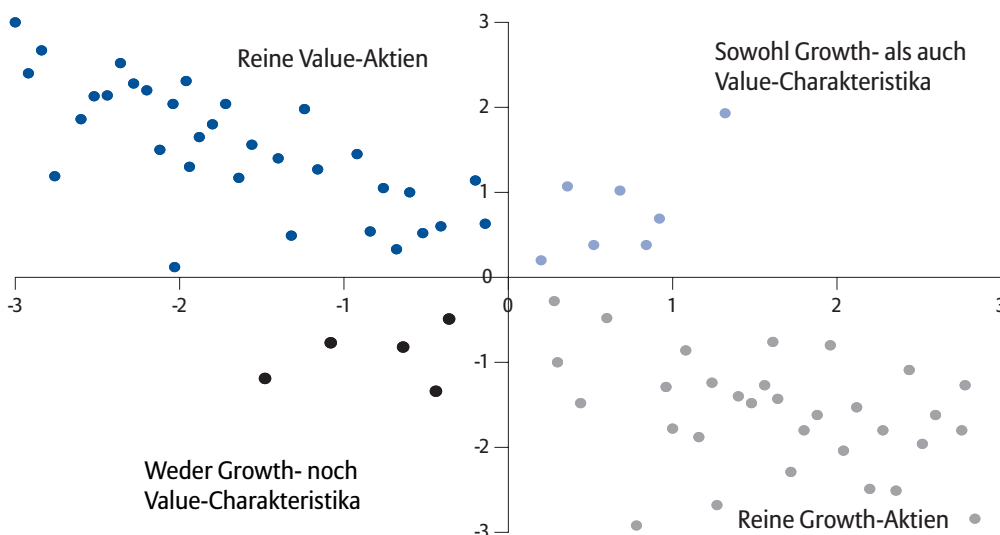
Ein eindeutiger Sieg?

Der Growth-Ansatz gibt sich nicht so leicht geschlagen, denn die bereits angesprochene pragmatische Konstruktion der MSCI-Indizes birgt Nachteile. Die an dieser Stelle wichtigsten Kritikpunkte sind:

- 1) Eine Aktie kann in der MSCI-Welt nur einer Stilrichtung zugeordnet werden: Entweder es handelt sich um einen Value- oder einen Growth-Titel. Das einfache Auswahlkriterium ordnet auch solche Aktien der Value-Kategorie zu, die zwar ein niedriges P/B-Verhältnis haben, die ein Value-orientierter Investor aber wegen ihrer schlechter Zukunftsaussichten nicht kaufen würde.
- 2) Gravierender dürfte der Umkehrschluss sein: alle Aktien, die keinen niedrigen P/B-Wert aufweisen, werden in der

... eine Reihe theoretischer Annahmen findet keine Bestätigung ...

Schaubild 3: Stilsystematik SSB



Salomon Smith Barney (SSB) konstruierte 2000 erstmals Stilindizes, die bei der Segmentierung des Gesamtmarktes mehrere Variablen nutzen. Neu war, dass eine Aktie, die sowohl Growth- als auch Value - Eigenschaften aufweist, beiden Subindizes zugeordnet wird. Der Konkurrentenanbieter MSCI hat mittlerweile einen ähnlichen Index konstruiert.

Quelle: Datastream und eigene Berechnungen

MSCI-Welt vollständig dem Wachstumssektor zugeordnet. „Unfair!“, ruft da der Verlierer. Das Gewinnwachstum eines Unternehmens – das wichtigste Growth-Kriterium – findet hier überhaupt keinen Niederschlag.

Fazit: Der vorliegende Vergleich ist verzerrt und die scheinbar eindeutigen Ergebnisse können angezweifelt werden.

Wie aber den genannten Verzerrungen aus dem Weg gehen?

Geänderte Spielregeln

Tatsächlich gibt es eine Lösung, die aber, wie die meisten Alternativen auf dieser Welt, auch ihre Nachteile hat. Die Erkenntnis, dass die Segmentierung der Aktienmärkte alleine nach dem P/B-Kriterium den ursprünglichen Stilstrategien nicht gerecht wird, griff im Jahre 2000 der Indexanbieter Salomon Smith Barney (SSB) auf. SSB veröffentlichte eigene Value- und Growth-Indizes, deren Konstruktion, anders als damals beim Mitbewerber, auf einer ganzen Reihe von Indikatoren basiert. Ein Großteil der in Tabelle 1 (S. 4) dargestellten Kennzahlen findet sich hier wieder. Auch unterscheidet sich der SSB-Index hinsichtlich des Umgangs mit einzelnen Aktien. Einzelne Titel werden nicht mehr zwingend nur einer Kategorie zugeordnet. Vielmehr wird bei jeder Aktie die Ausprägung der jeweiligen Value- und Growth-Eigenschaften gemessen und es

kommt zu einer gewichteten Zuordnung. Maßstab für die Value-Eigenschaften einer Aktie sind die ersten fünf Value-Indikatoren (linke Seite) in Tabelle 1 (S. 4). Als Growth-Indikatoren verwendet SSB die ersten zehn Indikatoren auf der rechten Seite der gleichen Tabelle.

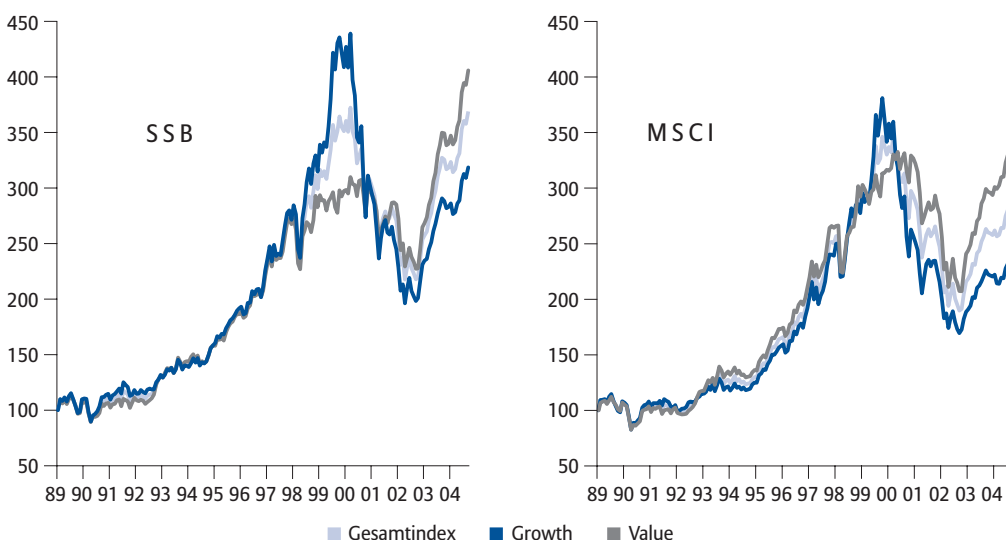
Schaubild 3 (S. 8) veranschaulicht das Vorgehen bei den Stilindizes von SSB. Der Gesamtaktienindex wird in vier Sektoren (Himmelsrichtungen) eingeteilt. Im Nordwesten befinden sich „reine“ Growth-Aktien. Im Südosten findet man die Aktien, die basierend auf den gewählten Indikatoren, als klassische Value-Titel bezeichnet werden können. Die anderen Sektoren sind mit Ausnahmen (die es in der MSCI-Welt nicht gab) belegt. Im Nordosten sind die gemischten Aktien zu finden, die sowohl Eigenschaften einer Growth-Aktie wie auch eines Value-Titels aufweisen. Im verbliebenen Sektor (Südwesten) finden Aktien Platz, die anhand der gewählten Indikatoren weder zu dem einen noch zu dem anderen Anlagestil passen.

Je nach Abstand vom Ursprung werden den jeweiligen Aktien Stilwahrscheinlichkeiten zugeordnet. Eine reine Growth-Aktie hätte eine Growth-Wahrscheinlichkeit von 1 während eine reine Value-Aktie eine Value-Wahrscheinlichkeit von 1 in Anspruch nehmen könnte (dies entspräche den äußeren Ecken der Sektoren Nordwest und Südost). Die Aktien in den gemischten Sektoren wer-

... allerdings weist der erste Vergleich einige Mängel auf!

Der SSB Growth Total Return Index (Broad market (BMI) - world) setzte sich zum Ende der Neunzigerjahre wesentlich stärker vom Value-Index ab, als dies bei den entsprechenden MSCI-Stilindizes der Fall war. Auch im Vergleich über den Gesamtzeitraum lagen die Renditen beider Stile bei SSB näher beieinander als bei den MSCI-Benchmarks.

Schaubild 4: MSCI vs. SSB, Januar 1989 bis Januar 2005



Quelle: Datastream und eigene Berechnungen

den, gewichtet mit ihren jeweiligen Value- und Growth-Wahrscheinlichkeiten, den entsprechenden Subindizes zugeordnet. Es kommt also vor, dass die Performance – die negative wie positive Rendite – einer Aktie zu 30 % der Entwicklung des Growth-Index zugute kommt, während die verbleibenden 70 % auf den Value-Index angerechnet werden.

Die Konstrukteure dieser zum Jahrtausendwechsel eingeführten Stil-Benchmarks versprachen sich eine größere Nähe zur ursprünglichen Idee der Value- bzw. Growth-Stile. Ändern die geänderten Spielregeln etwas am Ergebnis?

Rückkampf

Schaubild 4 (S. 9) stellt die jeweiligen Indizes von SSB und MSCI gegenüber. Wie sich zeigt, ist die Trennung zwischen den beiden Aktiensegmenten deutlich schärfer. Der Growth-Index von SSB schlägt zum Ende der Neunzigerjahre heftiger nach oben aus als die MSCI-Benchmark. Der Renditeabstand zwischen einer reinen Value- und einer Growth-Investition hat sich vergrößert. Der Vorteil des Value-Ansatzes liegt vor allem in der Kontinuität. Wenn auch die Gewinne des Value-Subindexes während der

Tech-Blase deutlich hinter dem Growth-Segment zurückblieben, gilt das gleiche auch für die darauffolgenden Verluste.

Fazit: Nach dem von SSB berechneten Index (der allerdings nur einen zehn Jahre kürzeren Zeitraum betrachtet) liegen beide Investmentstile bzgl. der im Gesamtzeitraum erzielten Rendite relativ nahe beieinander. Allerdings wird deutlich, dass der wertorientierte Ansatz deutlich weniger Schwankungen aufwies. Kein K.o. also, aber ein erneuter Sieg nach Punkten?

Ein wichtiger Aspekt sollte nicht vergessen werden: das Risiko! In der Regel wird an den Kapitalmärkten eine höhere Rendite mit einem höheren Risiko erkaufte. Der Kapitalmarkttheorie folgend sollte also die höhere Rendite des Value-Ansatzes zumindest stärker schwanken als die des Growth-Stiles. In Tabelle 2 (unten) wurde die erzielbare Rendite (sowohl p. a. als auch im Gesamtzeitraum) dem Risiko – gemessen an der Standardabweichung (Schwankung) der Vorjahresrenditen – verschiedener Perioden gegenübergestellt. Wie man sieht, liegt auch hier die Value-Komponente klar vorn. Im Gesamtzeitraum (1980-2005) war nicht nur die Rendite des MSCI Value-Index mehr als doppelt so hoch wie beim Growth-Index,

Beim Vergleich der Stilindizes von SSB liegt der Value-Index zwar erneut vorn, allerdings ist der Vorsprung zusammengeschnitten.

Tabelle 2: Rendite und Risiko, verschiedene Stile, verschiedene Indizes

MSCI	Zeitraum	1980–2005	1980–99	1991–2005	1991–99	1991–2001	1998–2000	2000–05
Growth	Rendite	9 %	13 %	6 %	13 %	14 %	25 %	-10 %
	Kum. Rend.	888 %	1.064 %	155 %	196 %	302 %	76 %	-37 %
	Risiko	18 %	16 %	18 %	12 %	12 %	14 %	20 %
Value	Rendite	12 %	16 %	9 %	14 %	14 %	16 %	-1 %
	Kum. Rend.	1.872 %	1.452 %	274 %	194 %	253 %	35 %	6 %
	Risiko	16 %	15 %	16 %	12 %	11 %	7 %	20 %
Gesamt	Rendite	11 %	14 %	8 %	13 %	14 %	20 %	-5 %
	Kum. Rend.	1.325 %	1.239 %	213 %	194 %	277 %	55 %	-17 %
	Risiko	17 %	15 %	16 %	11 %	11 %	9 %	19 %

Der Rendite (p. a. und im Gesamtzeitraum) wird das Risiko – gemessen an der Standardabweichung (Schwankung) der Vorjahresrenditen – gegenübergestellt. Im Gesamtzeitraum (1980-2005) war nicht nur die Rendite des MSCI Value-Index höher als beim Growth-Index, auch die Standardabweichung lag im betrachteten Zeitraum um zwei Prozentpunkte unter der des Growth-Index.

SSB								
Growth	Rendite			7 %	13 %	15 %	26 %	-8 %
	Kum. Rend.			185 %	209 %	290 %	50 %	-27 %
	Risiko			19 %	9 %	11 %	14 %	24 %
Value	Rendite			10 %	14 %	12 %	10 %	4 %
	Kum. Rend.			286 %	187 %	192 %	9 %	32 %
	Risiko			14 %	9 %	9 %	6 %	20 %
Gesamt	Rendite			9 %	13 %	14 %	18 %	-2 %
	Kum. Rend.			240 %	199 %	241 %	29 %	0 %
	Risiko			15 %	9 %	9 %	9 %	22 %

Quelle: Datastream und eigene Berechnungen

auch die Standardabweichung lag im betrachteten Zeitraum um 2 Prozentpunkte unter der des Growth-Index.

In der längsten Growth-Phase (den Neunzigerjahren) ging die Runde zwar eindeutig an die Growth-Seite, die Outperformance wurde hier jedoch mit einem um 3 Prozentpunkte höheren Risiko erkauft.

Summa Oeconomica

- Die Anlagestile Value und Growth können beide auf eine lange Tradition zurückblicken. Kernelement eines jeden Value-Ansatzes ist, die gegenwärtigen Vermögenswerte eines Unternehmens in den Vordergrund zu stellen. Der Growth-Ansatz setzt hingegen auf zukünftiges Gewinn- und Umsatzwachstum.
- Investmentstile implizieren eine unterschiedliche Branchenausrichtung. Der Growth-Stil setzt stärker auf Wachstumsbranchen, während der Value-Stil auf reifere Branchen fokussiert ist.
- Im historischen Rückblick war der Value-Ansatz sowohl aus Rendite- wie auch Risikogesichtspunkten langfristig überlegen. Es waren allerdings immer wieder Growth-Phasen zu beobachten, in denen der Wachstumsansatz wesentlich höhere Renditen erwirtschaftete. Neben den sich abwechselnden Stilphasen sprechen einige Mängel des historischen Risiko-Rendite-Vergleichs für einen dauerhaften Anteil von Growth-Fonds im Portfolio.
- Dauerhafte Determinanten für Growth- oder Value-Phasen sind nicht auszumachen. Um Enttäuschungen vorzubeugen, sollte das Kernportfolio (der größte Teil des Aktienportfolios) daher nach dem Blend-Ansatz – einer Mischung beider Stilrichtungen – konstruiert werden. Alternativ können auch Fonds mit der jeweiligen Stilrichtung im Kernportfolio gemischt werden. Wetten auf eine bevorstehende Stilphase sollten auf einen kleinen Teil des Portfolios (das sogenannte Meinungsportfolio) beschränkt bleiben.
- Der hier angestellte Vergleich bezog sich auf den Gesamtmarkt. Bei Betrachtung einzelner Teilsegmente (z. B. einzelne Branchen oder Regionen) kann das Urteil anders ausfallen.
- Wer die Vergangenheit kennt, weiß noch lange nicht, wie die Zukunft aussieht! Zukünftige Wachstumstreiber – wer weiß, was in den „Garagen“ gerade getüftelt wird? – sind in der historischen Betrachtung nicht erfasst.
- Nur auf die Value-Strategie zu setzen, könnte in der nächsten Growth-Phase (der Rückblick hat gezeigt, dass solche Perioden zum Teil sehr lange andauern) wehtun. Auch wenn Phasen, in denen eine Strategie die andere schlägt, schwer vorhersehbar sind, kann es lohnend sein, im Meinungsportfolio eine Stilrichtung vorübergehend (Timing) überzugewichten.

ks

Welche Schlüsse sind aus der vorangegangenen Analyse für die Gestaltung eines Aktienportfolios zu ziehen?

Investor's Corner

Als Value-Fonds sind u. a. ausgerichtet:

- **Allianz-dit VERMÖGENSBILDUNG DEUTSCHLAND - A - EUR¹**
(ISIN DE0008475062, TER 1,78 %, zzgl. performanceabhängige Vergütung per 31.12.2006: 0,510 %)
- **Allianz-dit VERMÖGENSBILDUNG EUROPA - A - EUR¹**
(ISIN DE0008481813, TER 1,41 %)
- **Allianz-dit VERMÖGENSBILDUNG GLOBAL - A - EUR¹**
(ISIN DE0008481847, TER 1,41 %)
- **Allianz-dit VALUE GLOBAL - A - EUR¹**
(ISIN DE0008471467, TER 1,87 %, zzgl. performanceabhängige Vergütung per 31.12.2006 0,35 %)

Der Growth-Stil lässt sich u. a. mit den folgenden Fonds ins Portfolio holen:

- **Allianz-dit WACHSTUM DEUTSCHLAND - A - EUR²**
(ISIN DE0008475161, TER 1,77 %, zzgl. performanceabhängige Vergütung per 31.12.2006 0,00 %)
- **Allianz-dit WACHSTUM EUROPA - A - EUR²**
(ISIN DE0008481821, TER 1,83 %, zzgl. performanceabhängige Vergütung per 31.12.2006 0,38 %)
- **Allianz-dit WACHSTUM EUROLAND - A - EUR²**
(ISIN DE0009789842, TER 1,77 %, zzgl. performanceabhängige Vergütung per 31.12.2006 0,00 %)
- **Allianz-dit WACHSTUM GLOBAL - A - EUR²**
(ISIN DE0008481839, performanceabhängige Vergütung per 31.12.2006 0,39 %)

Die folgenden Fonds erwerben Aktien, die nach Ansicht des Fondsmanagements eine relativ hohe Dividendenrendite erwarten lassen – eine Strategie, die ebenfalls dem Value-Stil zugeordnet werden kann.

- **Allianz-dit High Dividend Discount - A - EUR¹**
(LU0204035603, TER 1,520 %)
- **Allianz RCM High Dividend Europe - A - EUR²**
(ISIN LU0229177810, TER -.)

Für das Kernportfolio, das den breiten Markt abdeckt und damit dem „Blend“-Ansatz entspricht, bietet Allianz Global Investors u. a. folgende Fonds an:

- **CONCENTRA - A - EUR¹**
(ISIN DE0008475005, TER 1,81 %, zzgl. performanceabhängige Vergütung per 31.12.2006 0,00 %)
- **Industria - A - EUR¹**
(ISIN DE0008475021, TER 1,42 %)
- **Allianz-dit INTERGLOBAL - A - EUR¹**
(ISIN DE0008475070, TER 1,41 %)

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei Allianz Global Investors.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

¹Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteils kann erhöht sein.

²Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteils kann stark erhöht sein.

Impressum

Allianz Global Investors
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn),
Kai Stefani (ks)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de/privatkunden
Rubrik: Märkte/Kapitalmarktanalyse.

Für unsere Vertriebspartner wurde dieser
Service auf
www.allianzglobalinvestors-partner.de
umfassend erweitert.
Schnell erreichbar per Quick-Login.

Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter .

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die
Daten von Thomson Financial Datastream.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen
zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthal-
tenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen
Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch –
ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir
keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich
Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund
der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen wor-
den ist, übernehmen wir keine Haftung.



„Kapitalmarktanalyse“ – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf www.allianzglobalinvestors.de.

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als Mp3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter www.allianzgi.de/podcast direkt erhältlich und können z.B. über iTunes als PodCast abonniert werden.

Hans-Jörg Nauer
Leiter Kapitalmarktanalyse
Allianz Global Investors

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Kapitalanlagengesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main
Tel. +49 (0) 69 - 263 14 0
Fax +49 (0) 69 - 263 14 186
E-Mail: info@allianzgi.de



Hierbei handelt es sich um eine Information gem. § 31 Abs. 2 WpHG