



Dr. Henrik Amilon

Senior Research Analyst
Sparinvest

Sommeranfang bei Value-Aktien

Die Anzeichen für einen Aufschwung mehren sich. Die Stimmung unter deutschen Spitzenmanagern steigt ebenso wie die Werte von Value-Aktien. Ersteres bestätigt die Mai-Umfrage des Münchner Instituts für Wirtschaftsforschung (Ifo). Zweites die Börse. Besonders europäische Value-Werte haben seit März wieder deutliche Gewinne verzeichnet. Der MSCI Europe Value-Index hat den MSCI Europe Growth-Index in den vergangenen drei Monaten um 16,5 Prozentpunkte übertroffen (Stand: 15.06.2009).

Anleger von Value-Aktien sollten ein Ende der Rezession ganz besonders begrüßen, denn diese Werte zeichnen sich durch eine Besonderheit aus: Von allen Aktien erholen sich Value-Aktien am schnellsten und deutlichsten, sobald sich das Ende einer Rezession abzeichnet. Dies bestätigt eine Analyse von Growth- und Value-Werten während der Rezessionen der vergangenen 80 Jahre. Innerhalb dieses Zeitraums gab es zahlreiche kleinere und größere Abschwungphasen. Bei ihnen allen, mit Ausnahme der großen Depression und der Rezession von 1937, lässt sich beobachten, dass die relative Outperformance von Value- gegenüber Growth-Aktien auch während Rezessionen besteht. Allerdings ist

die Value-Prämie in diesen Zeiten weniger stark ausgeprägt (siehe Abbildung). Ab den ersten Anzeichen eines konjunkturellen Aufschwungs steigt die Value-Prämie allerdings überdurchschnittlich an. Am Ende der Zeitreihe entspricht der Wert des Value-Portfolios dann sogar dem Zehnfachen des Growth-Portfolios.

Die Theorie der Behavioural Finance erklärt das positive Abschneiden der Value-Werte mit dem Verhalten der Investoren: In Finanzkrisen neigen Anleger verstärkt zum Herdenverhalten. Investmententscheidungen werden mit der Masse getroffen. Das führt häufig zum Kauf teurer Aktien. Fundamentaldaten werden bei Kaufentscheidungen dieser Art vernachlässigt. Die große Nachfrage nach einigen wenigen Titeln führt zu Preisverzerrungen. Diese wiederum führen zu Kaufgelegenheiten für Value-Investoren. Bei Aufhellung der wirtschaftlichen Lage erfolgt eine Neubewertung der Aktienwerte. Die Konsequenz: eine langfristige Übereinstimmung von Buchwert und Kurs der Unternehmensaktien. Für die Value-Anleger ergibt sich hieraus die Value-Prämie. Die Irrationalität der Marktteilnehmer zahlt sich dann aus.

Anhänger der Theorie effizienter Märkte sehen die Erklärung für die langfristig höheren Gewinne von Value-Aktien im höheren Risiko dieser Werte: Value-Firmen verfügen häufig über große Anlagen wie Bürogebäude oder Produktionsanlagen. Das macht Umstrukturierungen, die im Zuge von Konjunktureinbrüchen notwendig werden, kostspielig. Gleichzeitig sind Value-Unternehmen in der Regel Firmen mit einem niedrigen Anteil immaterieller Vermögenswerte und einem geringen Verschuldungsgrad, also mit gesunden Bilanzen. Diese Kapitalstärke schafft gute Voraussetzungen, Wirtschaftskrisen unbeschadet zu überstehen. Sobald sich die Wirtschaftslage ver-

bessert, können Value-Firmen durch die Reaktivierung ihrer Anlagen schnell von der steigenden Nachfrage profitieren.

Die Vertreter der Value-Theorie nutzen Marktchancen, indem sie möglichst günstig Aktien von jenen Firmen kaufen, deren Geschäftsmodell sich schon längere Zeit bewährt hat. Sie analysieren das gesamte Aktienuniversum, um dann jene Titel auszuwählen, die gemessen an ihrem aus der Bilanz abgeleiteten „inneren“ Wert an der Börse aktuell unterbewertet sind. Branche, Region oder das Land spielen bei dieser Auswahl keine Rolle. Aus der Differenz zwischen dem aktuellen Börsenkurs und dem inneren Wert ergibt sich die so genannte Sicherheitsmarge für den Anleger. Je größer die Marge, desto höher ist das Maß an Sicherheit. Das ist ein Grund, weshalb die Value-Theorie in der Finanzwelt als wertkonservativ und sicherheitsorientiert gilt. Der andere Grund: Studien haben gezeigt, dass der Börsenkurs langfristig steigt und dem inneren Wert entspricht. Dann verkauft der Value-Investor konsequent. Fantasien über den inneren Wert hinaus kennt er nicht.

Value-Investing dient nicht nur risikoaversen Anlegern als Anlagestrategie. Momentan erfüllt der Ansatz eine zweite Funktion, nämlich die des Konjunkturindikators. Denn die aktuell zu beobachtende, positive Entwicklung der Value-Werte kann als Anzeichen für eine umfassende Erholung gewertet werden – nicht nur für das Börsenumfeld, sondern für das allgemeine Wirtschaftsklima. Abzulesen ist diese Entwicklung an der Value-Prämie, die aktuell höher als gewöhnlich ausfällt.