

Value-Strategien schlagen den SPI

Stark unterbewertete Aktien schneiden langfristig am besten ab. Weil solche Papiere oft illiquid sind, dürfte die Value-Prämie auch künftig auftreten.

ADRIAN LECHTHALER
UND PHILIPP LÜTOLF

Der Value-Effekt gehört zu den besten Anomalien der Kapitalmärkte. Er ist in den vergangenen Jahrzehnten von zahlreichen Studien untersucht und in den verschiedensten Aktienmärkten sowie Zeitperioden bestätigt worden. Die Zürcher Hochschule für angewandte Wissenschaften (ZHAW) und die Hochschule Luzern (HSLU) untersuchten in einem Forschungsprojekt neun Value-Investing-Strategien zwischen 1999 und 2014. Ziel war es, herauszufinden, wie erfolgreich die verschiedenen Ansätze im Schweizer Aktienmarkt abgeschnitten haben. Analysiert wurden die Überrenditen, Risiken und Kosten der Strategien anhand der Aktien des Swiss Performance Index (SPI).

Beim Value Investing wird der intrinsische Unternehmenswert durch eine fundamentale Analyse von finanziellen und qualitativen Faktoren bestimmt. Benjamin Graham hat diese Grundsätze vor über fünfundsiebzig Jahren etabliert. Noch heute bilden die Fundamentalanalyse auf den Gedanken Grahams. Eine Investition erfolgt nur bei einer erheblichen Unterbewertung der Aktie. Das Motto lautet «Ein Franken für 50 Rappen». Liegt der Aktienkurs unter dem intrinsischen Wert, resultiert eine Sicherheitsmarge.

Kombinierte Strategien

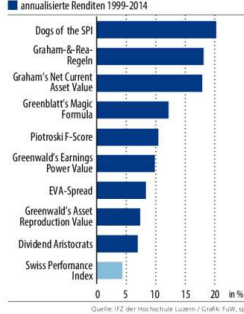
Der wertorientierte Anlagestil wird in der Studie mit spezifischen Value-Ansätzen nachgebildet. Während die Value-Prämie in der Kapitalmarktforschung lediglich mit eindimensionalen Strategien auf Basis von Fundamentalkennzahlen wie dem Kurs-Buch-, Kurs-Gewinn- und Kurs-Cashflow-Verhältnis oder der Dividendenrendite analysiert wird, verwendet das Projekt kombinierte Ansätze.

Die neun untersuchten Strategien prüfen Unternehmen auf ihre Bilanzstruktur, Ertragskraft und Wachstumsraten (vgl. Glossar). Unser Forschungskonzept folgt den drei Prozessen des Value Investings: Suchstrategie (Screening), Bewertung unter Berücksichtigung der Sicherheitsmarge und strikte Kauf- und Verkaufsdisziplin. Für den Schweizer Aktienmarkt sind die praxisnahen Konzepte bisher kaum untersucht worden. Die Studie schliesst diese Lücke und zeigt: Die Strategien haben auf Über- und Unterbewertungen des Marktes hingewiesen. Ergänzend haben unterbewertete Unternehmen teils statistisch signifikante Überrenditen erzielt (vgl. Grafiken).

Value-Prämie von 8%

Im untersuchten Zeitraum resultiert eine durchschnittliche Value-Prämie von 8% pro Jahr. Die kombinierten Strategien

Erfolgreiche Value-Strategien



Value-Strategien im Vergleich zum SPI



Kaufwerte Aktien nach Graham & Rea und Piotroski

| Unternehmen | Sektor | Börsenkap. Mio. Fr. | Score nach Graham & Rea (Max. 10) | Score nach Piotroski (Max. 9) |
|------------------|------------------------------------|---------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| Swatch Group | Luxusgüter | 19 991.90 | 6,5 | 5 |
| Ems-Chemie | Spezialchemikalien | 9 735.68 | 7 | 5 |
| Pargesa | Beteiligungsgesellschaft | 5 342.49 | 6 | 8 |
| Flughafen Zürich | Flughafendienstleistungen | 4 540.81 | 6,5 | 7 |
| Daewyler | Industriekonglomerate | 2 313.70 | 6,5 | 7 |
| Conzeta | Industriekonglomerate | 1 282.37 | 6,5 | 6 |
| APG SGA | Werbung | 1 140.00 | 6 | 7 |
| Huber+Suhrner | Elektrokomponenten & -geräte | 823.15 | 6 | 7 |
| Infonoc | Elektronische Geräte & Instrumente | 685.51 | 6 | 5 |
| Bachem | Biowissenschaftliche Hilfsmittel | 681.36 | 6 | 7 |
| Zehnder Group | Baumaterialien | 392.57 | 6 | 7 |
| IVF Hartmann | Gesundheitswesen | 391.20 | 7 | 6 |
| Tornos | Industriemaschinen | 62.42 | 6,5 | 7 |

Günstige Aktien nach Graham & Rea



übertrafen damit die wissenschaftlichen Erkenntnisse, welche zumeist nur auf dem Kurs-Buch-Verhältnis basieren und eine jährliche Überrendite von 5% für die USA und 5,7% für Europa dokumentieren.

Die höhere Prämie ist ausser auf das unterschiedliche Vorgehen und die kürzere Zeitperiode auch auf die Verwendung einer vereinfachten Fundamentalanalyse

und die Berücksichtigung von unbeachteten Nischen zurückzuführen. Entgegen der Auffassung der klassischen Kapitalmarkttheorie, die höhere Renditen durch höheres Risiko erklärt, suggeriert die Studie temporäre Aktien-Fehlbewertungen. Eine ständig weltweit beobachtbare Value-Prämie lässt demnach Zweifel an der Effizienzmarkthypothese aufkommen.

Die Vorzüge des aktiven Anlegens bestätigt der Piotroski F-Score, der sich auf die Profitabilität, die operative Effizienz und die Kapitalstruktur eines Unternehmens konzentriert und das tägliche Rauschen der Märkte ignoriert. Im Schweizer Aktienmarkt erzielten neben den naiven «Dogs of the SPI» vor allem die fundamental aufgebauten zehn Regeln von Graham

Glossar

Graham & Rea-Regeln: Die zehn Regeln von Graham & Rea fokussieren sich auf attraktiv bewertete Unternehmen mit geringer Verschuldung, solider Bilanz und wachsendem Ertrag.

Graham's Net Current Asset Value: Grahams Ansatz der Liquidationswerte kauft Unternehmen, deren Marktkapitalisierung unter dem Umlaufvermögen abzüglich sämtlicher Verbindlichkeiten liegt.

Piotroski F-Score: Das Scoring-Modell Piotroskis berücksichtigt die Profitabilität, die operative Effizienz und die Kapitalstruktur eines Unternehmens, ignoriert daher die aktuelle Bewertung.

Greenblatt's Magic Formula: Gemäss der Zauberformel wird in Aktien investiert mit der höchsten Gesamrendite (Ebit/Net Fixed Assets + Net Working Capital) und Gewinnrendite (Ebit/Unternehmenswert).

Greenwald's Asset Reproduction Value: Professor Greenwald bewertet eine Aktie, indem er die Vermögenswerte des Unternehmens mit Anschaffungs- oder Fortführungswerten reproduziert.

Greenwald's Earnings Power Value: Die Ertragskraft wird über den durchschnittlichen, um Sonderfaktoren bereinigten Gewinn der letzten Jahre ermittelt. Der adjustierte Ertrag wird mit dem Kapitalkostensatz multipliziert.

EVA Spread: EVA steht für Economic Value Added. Der Spread ergibt sich aus der Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) abzüglich der gewichteten Kapitalkosten (WACC) und gibt an, ob ein Unternehmen Mehrwert generiert oder nicht. Der Wert drückt aus, wie effizient ein Unternehmen mit dem Kapital umgeht.

Dividend Aristocrats: Hat ein Unternehmen seine Dividende während der vergangenen zehn Jahre kontinuierlich gesteigert, gilt es als Dividendenaristokrat.

Dogs of Index: Die zehn Aktien mit der höchsten Dividendenrendite eines Index per Ende Jahr werden als Dogs bezeichnet.

Das erste Jahr der SNB-Negativzinsen geht zu Ende

MONATLICHE ZINSKURVE SCHWEIZ Die Bilanz fällt alles in allem überwiegend positiv aus: Die Zinsdifferenz hat sich seitdem wieder vergrössert.

Etwas weniger als ein Jahr nach der Einführung von negativen Einlagenzinsen durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird es Zeit, eine erste Bilanz zu ziehen. Insgesamt gesehen hat diese äusserst ungewöhnliche Massnahme bislang ihren Zweck erfüllt.

SNB-Präsident Thomas Jordan stimmte die Märkte Anfang November darauf ein. In einer damaligen Rede betonte er, die Nationalbank ziele mit der Einführung negativer Einlagenzinsen auf Giroguthaben von Geschäftsbanken darauf ab, «die traditionelle Zinsdifferenz zwischen Euro- und Frankenanlagen partiell wiederherzustellen».

Das Ziel dieses Unterfangens war klar: Mit den Strafzinsen sollten Anlagen in Franken weniger attraktiv gemacht und die heimische Währung folglich geschwächt werden. Zwei Wirkungskanäle standen dabei im Vordergrund: Die Zinsflüsse aus dem Ausland in den «sicheren Häfen» Franken sollten reduziert wer-

den, ebenso wie die Repatriierung von Kapital, das Schweizer im Ausland investiert hatten.

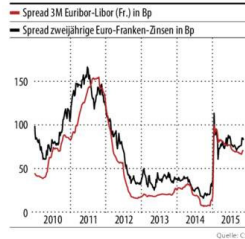
Insbesondere während der Turbulenzen in der Eurozone von 2012 und der Lancierung der quantitativen Lockerung durch die Europäische Zentralbank (EZB) Ende 2014 und Anfang 2015 fanden umfassende Kapitalzuflüsse ihren Weg in die Schweiz. Ein grosser Teil davon stammte von ausländischen Banken, die diese Mittel bei in der Schweiz ansässigen ausländischen Banken deponierten.

Kapitalrückflüsse

Diese Institute verzeichneten folglich eine markante Zunahme ihrer Frankenverbindlichkeiten (vor allem Einlagen), die sie wiederum bei der SNB parkten. Nach der Einführung negativer Zinsen auf Giroguthaben begannen ausländische Banken, ihre Frankenanlagen in der Schweiz zu reduzieren, wenn auch nur allmählich.

Schweizer Anleger haben Kapitalzuflüsse in die Schweiz ausgelöst, indem sie in ausländischen Anlagen investiertes Kapital repatriierten. Darüber hinaus reduzierten sie ihre Käufe ausländischer Vermögenswerte substanzuell, was die Kapitalabflüsse schmälerte.

Volatile Zinsdifferenzen



Bisher werden vor allem institutionellen Anlegern und insbesondere Pensionsfonds Negativzinsen auf ihren Einlagen bei Banken belastet. Bei den Pensionsfonds zeigt sich, dass die Wirkung der Strafzinsen abzufedern suchen, indem sie ihre Bestände an liquiden Mitteln verringern. Sie scheinen aber ihr Fremdwährungsrisiko bisher noch nicht erhöht zu haben. Stattdessen hat ihre Allokation in Immobilien zugenommen. Die gewünschte Wirkung wird damit noch nicht vollumfänglich erzielt.

Effekte stellen sich ein

Den Wirkungen der Negativzinsen stehen Kosten – sie sind sowohl für in der Schweiz ansässige als auch nicht ansässige Investoren recht hoch und können die Rentabilität des Finanzsektors beeinträchtigen – und Risiken gegenüber.

Das offensichtlichste Risiko ist, dass Anleger ihre Bankeingaben in physisches

Geld umschichten. Diese effektive Zinsuntergrenze ist zwar schwer zu identifizieren, gleichwohl dürfte aber in der Schweiz noch nicht erreicht sein. So hat die Nachfrage nach Banknoten zwar zugenommen, die «überschüssige» Cash-Nachfrage liegt aber nach wie vor deutlich unter den Niveaus, welche die gewollten Auswirkungen negativer Zinsen beeinträchtigen oder die Finanzstabilität des Landes bedrohen würden.

Small Caps dominieren

Insgesamt qualifizieren sich im hiesigen Aktienmarkt mehrheitlich kleinkapitalisierte Unternehmen für die kennzahlenbasierten Value-Strategien. Insbesondere Grahams Ansatz der Liquidationswerte umfasst hauptsächlich Small Caps. Dabei werden Unternehmen gekauft, deren Marktkapitalisierung unter dem Umlaufvermögen abzüglich sämtlicher Verbindlichkeiten liegt. Derartig günstige Bewertungen kommen vorwiegend während starken Marktbulenzen vor. Dass solche Marktineffizienzen von Arbitrageuren nicht eliminiert werden, ist mit dem mangelnden Liquidität und der geringen Beachtung der Small Caps zu erklären. Gemäss Akademiern und Value-Investoren werden solche Deep-Value-Strategien auch in Zukunft funktionieren, da die Illiquidität von kleinkapitalisierten Unternehmen den Einstieg von institutionellen Investoren verunmöglicht.

Ein Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit ist Tornos. Ende Oktober handelte das Industrieunternehmen während wenigen Tagen unter dem Liquidationswert. Dank einer starken Bilanz und dem Grossaktionär Walter Fust (45% der Aktien) war die kleinkapitalisierte, aber wenig gehandelte Tornos eine Investition wert. Das Unternehmen nutzte die günstige Bewertung gleich selbst, um eigene Titel im Umfang von über 4% des Aktienkapitals zu erwerben.

Erfahrungsgemäss funktionieren Value-Strategien nicht Jahr für Jahr. Dies bestätigen die gegenwärtigen Ranglisten der institutionellen Fondsinvestoren. Demnach haben wertorientierte Anleger in den vergangenen Jahren eher unterdurchschnittliche Renditen erzielt. In der langfristigen Betrachtung liegen hingegen vornehmlich Value-Investoren auf den vordersten Rängen. Das bekannteste Aushängeschild ist Warren Buffett, ein ehemaliger Student Grahams an der Columbia Business School.

Die Ergebnisse des Forschungsprojektes verdeutlichen, dass kongruente Strategien, die sowohl die Bewertung als auch die Bilanz und die Profitabilität berücksichtigen, den Gesamtmarkt in der langen Frist übertreffen.

Adrian Lechthaler, Msc. in Banking & Finance, ist Portfoliomanager beim Family Office SuS AG. Prof. Dr. Philipp Lütolf ist Dozent und Projektleiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern.

MAXIME BOTTERON, Credit Suisse