ZUSAMMENFASSUNG

# Die ABC's (Alphas, Betas und Costs) der Value Investing Strategien

**ADRIAN LECHTHALER**

*Msc. in Banking & Finance*

*Zürcher Hochschule für angewandte Wissenschaften und Hochschule Luzern*

Wie es allen Anlegern und Studierenden gelehrt wird, sind Kapitalmärkte stets effizient. Eine abnormale Rendite lässt sich demnach nicht erwirtschaften. Die theoretische Effizienzmarkthypothese wird jedoch insbesondere von Value Investoren kritisch hinterfragt. Beim Value Investing wird der intrinsische Unternehmenswert durch eine fundamentale Analyse von finanziellen und qualitativen Faktoren bestimmt. Benjamin Graham gilt als geistiger Vater der Finanzanalyse und hat diese Grundsätze vor über fünfundsiebzig Jahren etabliert. Noch heute sind diese in der Finanzindustrie und Wissenschaft weit verbreitet und akzeptiert. Die gängigsten Bewertungsansätze basieren demnach auf den Gedanken Grahams. Beim angewandten Value Investing erfolgt eine Investition nur bei erheblicher Unterbewertung einer Aktie. Sprichwörtlich kaufen Value Investoren den *"Dollar für 50 Cents"*. Die Abweichung des intrinsischen Wertes vom Aktienkurs wird als Sicherheitsmarge bezeichnet. Der Erfolg als Anlagephilosophie ist im Wesentlichen auf das langfristig erfolgreiche Anlageergebnis Warren Buffetts zurückzuführen. Dieser lernte die Prinzipien als Student bei Graham an der Columbia Business School in New York. In der akademischen Kapitalmarktforschung gehört der Value-Effekt seit seiner Entdeckung in den achtziger Jahren zu den bekanntesten Renditeanomalien. Mittlerweile ist dieser in den vergangenen Dekaden von zahlreichen wissenschaftlichen Studien untersucht und in den verschiedensten Aktienmärkten, sowie während unterschiedlichsten Zeitperioden beobachtet worden.

Mit den *ABC's der Value Investing Strategien – (Alphas, Betas und Costs)* hat der Autor eine umfangreiche Studie über den wertorientierten Anlagestil und deren bekanntesten Strategien verfasst. Die Master-Thesis untersuchte im Frühling 2015 insgesamt neun Value Strategien zwischen 1999 und 2014. Dabei analysierte der Autor die Überrenditen, Risiken und Kosten der Anlagestrategien anhand der Aktien des Swiss Performance Index. In einer ausführlichen Literaturdiskussion werden die langfristigen Erfolgsaussichten dieses einzigartigen Anlagestils zusammengefasst. Im Wesentlichen ist Value Investing eine antizyklische Anlagephilosophie, die mit Hilfe der fundamentalen Analyse, angewandter Betriebswirtschaftslehre und dem Ausnutzen von Verhaltensschwächen der Marktteilnehmer, langfristig zu attraktiven Überrenditen führt. Das Konzept der Sicherheitsmarge bietet den Anwendern einen gewissen Schutz vor Fehleinschätzungen der eigenen Urteilskraft und vermeidet so nachhaltige Verluste.

Im empirischen Teil der Studie wird der wertorientierte Anlagestil mit spezifischen Value Strategien nachgebildet. Während die Value-Prämie in der Kapitalmarktforschung lediglich mit eindimensionalen Strategien auf Basis von Fundamentalkennzahlen (Kurs-Buch-Verhältnis, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis oder Dividendenrendite) analysiert wird, verwendet die Studie kombinierte Strategien. Die neun untersuchten Anlagestrategien überprüfen Unternehmen auf deren Bilanzstruktur, Ertragskraft, operativer Effizienz und Wachstumsraten (vgl. Glossar). Das Forschungsdesign folgt den drei Prozessen des Value Investing: Suchstrategie (Screening), Bewertung unter Berücksichtigung der Sicherheitsmarge und strikter Kauf- und Verkaufsdisziplin.

Für den Schweizer Aktienmarkt sind die eher praxisnahen Strategien bisher kaum untersucht worden. Die Studie schliesst diese Lücke und erzielt dabei identische Ergebnisse, wie Analysen anderer Märkte. Im untersuchten Zeitraum resultiert eine durchschnittliche Value-Prämie von 8% pro Jahr. Die kombinierten Strategien übertreffen daher 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 neben einem unterschiedlichen Forschungsdesign und der kürzeren Zeitperiode auch auf die Verwendung einer vereinfachten Fundamentalanalyse und der Berücksichtigung von unbeachteten Nischen zurückzuführen. Ergänzend zeigt die ökonometrische Performancemessung, dass sich die zum Teil statistisch signifikanten Alphas der Strategien nicht durch die gängigsten Kapitalmarktmodelle erklären lassen. Entgegen der Auffassung der klassischen Kapitalmarkttheorie von Fama und French, welche dem Rendite-Risiko-Verhältnis eine positive Beziehung unterstellt, suggeriert die Studie temporäre Fehlbewertungen von Aktien. Eine ständig und weltweit beobachtbare Value-Prämie lässt demnach Zweifel an der weit verbreiteten Akzeptanz der Effizienzmarkthypothese aufkommen. 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, bestätigt die Vorzüge des aktiven Anlegens.

Die retrospektive und holistische Betrachtungsweise der neun Anlagestrategien zeigt interessante Erkenntnisse auf. So habe diese auf Über- und Untertreibungen des Marktes hingewiesen. Im Schweizer Aktienmarkt erzielten neben den naiven Dogs of the SPI vor allem die fundamental aufgebauten zehn Regeln von Graham und Rea die höchsten Überrenditen. Die strengen Vorgaben von Graham und Rea sowie Piotroski werden überwiegend von defensiven Qualitätsunternehmen erfüllt. Insgesamt qualifizierten sich im Schweizer Aktienmarkt mehrheitlich kleinkapitalisierte Substanzunternehmen für die kennzahlenbasierten Value Strategien. Insbesondere Grahams Ansatz des Liquidationswertes umfasste hauptsächlich Small Caps. Eine derart günstige Bewertung trat im beobachteten Zeitraum speziell während starken Marktturbulenzen und Börsencrashs auf.

Dass solche Marktineffizienzen von Arbitrageuren nicht eliminiert werden, ist mit der mangelnden Liquidität und der geringen Beachtung von Small Caps zu erklären. Gemäss Akademikern und Value Investoren sollten solche Deep-Value Strategien auch in Zukunft funktionieren, da die Illiquidität von kleinkapitalisierten Unternehmen und eine mangelnde Skalierbarkeit die Umsetzung von institutionellen Investoren verunmöglicht.

Auf Basis dieser Datensätzen bestätigt die Master-Thesis, dass kongruente Strategien, die sowohl Unternehmen mit günstiger Bewertung, als auch solvente Bilanz oder hohe Profitabilität berücksichtigen, den Gesamtmarkt in der langen Frist übertreffen. Auch wenn die Alphas der vorliegenden Untersuchung beeindrucken, sind empirische Ergebnisse der Kapitalmarktforschung stets kritisch zu hinterfragen. Schliesslich sind die ausgewiesenen Renditen nicht als Kausalitäten zu verstehen, sondern eher mit Korrelationen zu erklären. Eine noch so hohe Erklärungskraft ist demzufolge mit Vorsicht zu geniessen, denn auf Basis einer grossen Datenmenge lässt sich häufig etwas Signifikantes und Aussagekräftiges finden. Folglich haben in einer bekannten Studie die Butterpreise in Bangladesch die Kursentwicklung des amerikanischen Aktienmarktes zwischen 1983 und 1993 am besten vorausgesagt. Die Ursache-Wirkung Beziehung sollte daher ökonomisch sinnvoll sein. Ergänzend bedeutet dies, dass auf eine vermeintlich unterbewertete Aktie nicht zwingend eine hohe Rendite folgt und umgekehrt. Die historischen Rückvergleiche zeugen lediglich von einem starken Zusammenhang in Form von Korrelationen dieser Beobachtungen. Abschliessend ist der zukünftige Erfolg von vielversprechend getesteten Strategien nie garantiert.

Die Ökonomie ist und bleibt somit mit ihren dynamischen und komplexen Systemen keine exakte Wissenschaft. Sämtliche Anlagestrategien können noch so clever und robust sein, der zyklisch emotional agierende *"Mr. Market"* wird sich auch in Zukunft als unberechenbar ausstellen. Die Vergabe des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften von 2013 beweist einmal mehr, dass sich die Ökonomie als soziale Wissenschaft nicht zu hundert Prozent werten lässt. Die Vergabe der Nobelpreise an drei Professoren, davon an zwei mit komplett gegensätzlichen Meinungen und Theorien bekräftigt dies.

Die empirischen Ergebnisse der vorliegenden Studie und der Literatur offenbaren in ihrer Gesamtheit die langfristigen Erfolgsaussichten des Value Investing. Die Effizienzmarkthypothese wird daher insbesondere in der kurzen Frist verworfen. Mit der angewandten und ganzheitlichen Anwendung der neun Strategien lässt sich ein beliebiges Aktienuniversum nach finanziell soliden und unterbewerteten Unternehmen sondieren. In der Praxis sind die vorgestellten Anlagestrategien für den wertorientierten Investor als Unterstützungshilfe und Vorselektion zu verwenden. Eine detaillierte Unternehmensanalyse ist ein zeitintensives und aufwändiges Unterfangen. Um den intrinsischen Wert eines Unternehmens zu bestimmen, ist die weitere Fundamentalanalyse unabdingbar.

# Glossar

Die vorliegende Master-Thesis untersuchte für den Schweizer Aktienmarkt (Swiss Performance Index) folgende Strategien zwischen 1999 und 2014:

**Graham & Rea 10 Regeln**
Die zehn Regeln von Graham und 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 zwei Drittel unter dem Umlaufvermögen abzüglich sämtlicher Verbindlichkeiten liegt. Die Sicherheitsmarge beträgt demnach 33.33%.

**Piotroski F-Score**
Piotroskis F-Score dient als Indikator für die fundamentale Stärke eines Unternehmens und soll zudem vor internem "Financial Engineering" warnen. Das binäre Scoring-Modell berücksichtigt die Profitabilität, operative Effizienz und Kapitalstruktur eines Unternehmens. Es ignoriert daher die aktuelle Bewertung.

**Greenblatt's Magic Formula**
Mit der Zauberformel wird in Unternehmen investiert mit den höchsten Gesamtrenditen (EBIT / Net Fixed Assets + Net Working Capital) und Gewinnrenditen (EBIT/Enterprise Value). Greenblatts Interpretation dieser Kennzahlen weicht von der Theorie ab.

**Greenwald's Asset Reproduction Value**
Professor Greenwald bewertet eine Aktie, indem er die Vermögenswerte des Unternehmens mittels Anschaffungs- oder Fortführungswerten reproduziert. Mit dem Reproduktionsansatz verzichtet Greenwald auf unsichere Schätzungen und umgeht damit den Schwächen einer ungenauen DCF-Prognose.

**Greenwald's Earnings Power Value**
Die Ertragskraft eines Unternehmens wird über den durchschnittlichen, um Sonderfaktoren bereinigten Gewinn der vergangenen Jahre ermittelt. Der adjustierte Ertrag wird anschliessend 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 durchschnittlich 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 den vergangenen fünfundzwanzig Jahren kontinuierlich gesteigert, gilt es als Dividendenaristokrat. Die Studie berücksichtigte eine kontinuierliche Dividendenerhöhung von zehn Jahren.

**Dogs of Index**
Die zehn Aktien mit der höchsten Dividendenrendite eines Index per Ende Jahr werden als Dogs bezeichnet. Im Folgejahr soll die vermeintliche Unterbewertung wieder aufgeholt werden.