

---

ZUSAMMENFASSUNG

**IDENTIFYING ACTUALLY  
UNDERVALUED VALUE STOCKS  
AND OVERVALUED GROWTH STOCKS**

Priv.-Doz. Dr. Christian Walkshäusl

---

**D**er Value-Effekt gehört seit seiner Entdeckung in den 1980er Jahren zu den wohl bekanntesten Kapitalmarktanomalien weltweit. Zahlreiche wissenschaftliche Studien belegten seitdem, dass Aktien mit hohen Buch-zu-Marktwert-Verhältnissen (sog. Value-Aktien) langfristig höhere Renditen erzielen als Aktien mit niedrigen Buch-zu-Marktwert-Verhältnissen (sog. Growth-Aktien).

Allerdings zeigten Houge und Loughran bereits im Jahre 2006 in einer *Financial Management*-Veröffentlichung, dass es derart „einfache“ Value/Growth-Strategien in der Praxis häufig nicht schaffen, die am Kapitalmarkt existierende Value-Prämie zu vereinnahmen. Passive Indizes als auch aktive Fonds, die ihre Aktien-Auswahl lediglich anhand von gängigen Wert-zu-Preis-Verhältnissen wie dem Buch-zu-Marktwert-Verhältnis treffen, erzielen häufig keine signifikante Outperformance.

Entgegen der hergebrachten Auffassung von Fama und French, die im Buch-zu-Marktwert-Verhältnis quasi einen „klassischen“ Risikofaktor sehen, der mit höherer Ausprägung auch höhere Renditen erwarten lässt, weisen neuere Untersuchungen den Weg, dass offensichtlich nicht Risiko die entscheidende Rolle für das Auftreten des Value-Effekts spielt, sondern das Vorhandensein von marktseitigen Fehlbewertungen.

Aufbauend auf der Erkenntnis, dass das Auftreten des Value-Effekts vom Vorhandensein von marktseitigen Fehlbewertungen abhängt, beleuchtet die vorliegende Studie für den europäischen Aktienmarkt, wie unterbewertete (überbewertete) Value-Aktien (Growth-Aktien) *im Voraus* identifiziert werden können und wie es um das Performancepotential von einer darauf aufbauenden fehlbewertungsorientierten Value/Growth-Strategie bestellt ist.

Um Fehlbewertungen *im Voraus* identifizieren zu können, verknüpft die Strategie das Buch-zu-Marktwert-Verhältnis als Marktbewertungsindikator mit dem FSCORE als Indikator für die fundamentale Stärke der Unternehmung. Ein hohes (niedriges) Buch-zu-Marktwert-Verhältnis fungiert hierbei als marktseitiges Signal, dass die zukünftige fundamentale Performance eines Unternehmens negativ (positiv) eingeschätzt wird. Ob diese Einschätzung jedoch auch tatsächlich gerechtfertigt ist, bedarf es einer Validierung durch den FSCORE, der ein Signal für die zukünftige fundamentale Stärke der Unternehmung liefert. Eine marktseitige Fehlbewertung (mit entsprechend zu erwartender zukünftiger Wertkorrektur) liegt vor, wenn die marktseitige Einschätzung dem fundamentalen Signal widerspricht.

Die fehlbewertungsorientierte Value/Growth-Strategie basiert dementsprechend auf einer Long-Position in Value-Aktien mit guter Fundamentalstärke (tatsächlich unterbewertete Unternehmen) und einer Short-Position in Growth-Aktien mit schwacher Fundamentalstärke (tatsächlich überbewertete Unternehmen).

Die fehlbewertungsorientierte Value/Growth-Strategie kann jedoch auch als Long Only-Ansatz implementiert werden, da als Alpha-Quelle nicht nur die signifikante Underperformance der Short-Position fungiert, sondern diese insbesondere auch von der signifikanten Outperformance der Long-Position gespeist wird.

Die Performancemessung zeigt, dass die Wertentwicklung einer fehlbewertungsorientierten Value/Growth-Strategie nicht durch bekannte Kapitalmarktmodelle erklärt werden kann. Die Strategie generiert ein CAPM-Alpha in Höhe von 1,70% pro Monat. Auch das neue Fünf-Faktoren-Modell von Fama und French (*Journal of Financial Economics*, 2015), welches neben dem Markt-, Size- und Value-Faktor noch für das Investitionsverhalten der Unternehmung und die Profitabilität des Geschäftsmodells kontrolliert, kann die Wertentwicklung der Strategie nicht erklären. Es verbleibt ein hoch signifikantes Alpha in Höhe von 0,98% pro Monat, welches ähnlich wie bei einer Low Volatility-Strategie mit einem signifikant reduziertem Marktrisiko erreicht wird. Im Gegensatz dazu, kann eine Value/Growth-Strategie, die nicht auf Fehlbewertungen fokussiert, kein positives Alpha generieren.

Die fehlbewertungsorientierte Value/Growth-Strategie nutzt den am Kapitalmarkt vorhandenen Effekt zur Mean Reversion aus und generiert in über 82% der untersuchten Jahresperioden positive Renditewerte. Die Langzeitanalyse offenbart darüber hinaus, dass die Outperformance von Value-Aktien mit guter Fundamentalstärke gegenüber Growth-Aktien mit schwacher Fundamentalstärke über Halteperioden von bis zu drei Jahren nach Portfolioformierung signifikant erhalten bleibt, was die Strategie insbesondere für langfristig-orientierte Anleger überaus interessant macht.

Die Ergebnisse der Studie belegen in ihrer Gesamtheit, dass eine reine Fokussierung auf die Bewertungsseite (im Sinne des Buch-zu-Marktwert-Verhältnisses) zu kurz greift, um die am Kapitalmarkt existierende Value-Prämie zu vereinnahmen. Erst eine Überprüfung der Bewertungsseite durch die Fundamentalseite der Unternehmung kann marktseitige Fehlbewertung identifizieren und damit nutzbar machen. Dadurch lassen sich sog. Value-Traps vermeiden und der Value-Effekt kann als Alpha-Quelle tatsächlich gehoben werden.