

# Systematisch solide Werte selektieren

Value-Strategien lassen sich regelbasiert mit einem Smart-Beta-Ansatz verfolgen

von Mirko Jungmann (Paris)

Der Risikofaktor Value ist gut geeignet, um einen streng systematischen Ansatz im Rahmen einer Smart-Beta-Strategie zu konstruieren. Wie bei allen Smart-Beta-Strategien geht es darum, das Risiko-Ertrags-Verhältnis gegenüber passiven Investments in traditionelle, nach Marktkapitalisierung gewichtete Indizes zu verbessern. Value-Investing steht allgemein für die Kapitalanlage in unterbewertete Unternehmen. Diese Unterbewertungen, so die Annahme hierbei, werden im Zeitverlauf korrigiert. Somit können im Zuge der Wertaufholung zusätzliche Renditen erzielt werden.

Der Ansatz des sog. Value-Investings geht in seinen Grundzügen auf die Arbeit von Benjamin Graham und David Dodd zurück. Nach dem Börsencrash im Jahre 1929 (Schwarzer Donnerstag) und während der darauffolgenden Weltwirtschaftskrise in den 1930er-Jahren veröffentlichten sie die erste Ausgabe ihres Buches „Security Analysis“, welches bis heute die Basis dieses Ansatzes bildet.

## Preis vs. Wert eines Wertpapiers

Im Kern geht es bei dem Value-Investing darum, zwischen dem Marktpreis eines Wertpapiers einerseits und dem inneren Wert desselben Wertpapiers andererseits zu unterscheiden. Der Marktpreis bestimmt sich über das Verhältnis von Angebot und Nachfrage. Demgegenüber wird der innere Wert über eine Analyse von Fundamentaldaten ermittelt. Letzteres kann bspw. über ein Dividendendiskontierungsmodell erfolgen, in dem sowohl die zukünftigen, d. h. erwarteten Dividenden als auch die für das jeweilige Unternehmen als angemessen angesehene Eigenkapitalverzinsung ermittelt werden.

Der Value-Investor versucht nun, stärkere Abweichungen zwischen dem aktuellen Marktpreis und dem inneren Wert für die Erzielung von Überrenditen zu nutzen. Die Annahme ist hierbei, dass ein Marktpreis, der erkennbar unter dem inneren Wert liegt, lediglich temporären Charakter hat und im Zeitverlauf wieder auf das Niveau des inneren Wertes ansteigt. Es gibt zahlreiche Gründe für einen aus fundamentaler Sicht zu niedrigen Marktpreis: Neben temporären Marktverzerrungen wie bspw. übertriebenen Verkaufsreaktionen bei negativen Ergebnismeldungen kann auch ein Herausfallen aus einem etablierten (und damit in passiven Produkten oder als Referenz genutzten) Marktindex zu einer Nachfragereduzierung und somit zu einem mittelfristigen Kursrutsch führen. Wechselseitige Ansteckungseffekte können diese Entwicklung noch verstärken.

Während Graham und Dodd ihrerzeit noch nicht explizit von Value-Investing sprachen, wurde diese Begriff-



lichkeit spätestens mit den Arbeiten von Eugene Francis Fama und Kenneth Ronald French (Fama/French 1992; Fama/French 1993) etabliert. Fama und French haben mit ihrem Dreifaktorenmodell die Rendite eines Wertpapiers in die drei Risikofaktoren Marktrisiko (Aktien-Beta), kleine Unternehmen (Size-Beta) sowie unterbewertete Unternehmen (Value-Beta) zerlegt. Das Dreifaktorenmodell kann als Geburtsstunde der Smart-Beta-Ansätze verstanden werden.

## Welche ist die „richtige“ Value-Kennzahl?

Die Umsetzung des Value-Gedankens in einen quantitativen und systematischen Investitionsansatz erfordert transparente und eindeutig definierte Kennzahlen. In der Regel wird in diesem Bereich mit Verhältnissen bzw. Quotienten gearbeitet, die eine Aussage darüber treffen können, ob ein aktueller Marktwert relativ gesehen als eher hoch oder eher niedrig einzustufen ist.

Mögliche Kennzahlen sind das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das Verhältnis von Markt- zu Buchwert oder auch die Dividendenrendite. Diese Auflistung lässt sich umfangreich erweitern. Leider kann keine Aussage darüber getroffen werden, welche Kennzahl grundsätzlich zu bevorzugen ist.

Fama und French definieren Value in ihrem Modell über das Verhältnis von Markt- zu Buchwert, wobei ein hoher Quotient für eine Überbewertung und ein niedriger Quotient für eine Unterbewertung steht. Bereits Graham und Dodd haben jedoch seinerzeit argumentiert, dass der Buchwert unzureichend sei, um die aktuelle ökonomische

Situation eines Unternehmens darzustellen. Schauen man heute, d. h. über 80 Jahre später, z. B. den Bereich der Informationstechnologie an, wird Folgendes deutlich: Erträge werden hier nicht aus einem umfangreichen Maschinenpark, sondern aus Algorithmen und Daten generiert. Dies macht umso deutlicher, dass ein Buchwert nur ein unzureichendes Maß darstellen kann. Die in der Praxis sehr verbreitete Kennzahl ist daher das KGV. Hohe Gewinne bzw. hohe Erträge kombiniert mit einem geringeren Preis führen zu einem kleinen Quotienten, welcher so wiederum als Value-Indikator dient. Doch auch das KGV bleibt nicht ohne Kritik. Hervorgehoben wird vor allem die mögliche hohe Volatilität von Gewinnen. Letztere führt zwangsläufig zu einer stärkeren Volatilität des KGVs. Gleichzeitig sind höhere Volatilitäten von Gewinnen jedoch nicht notwendigerweise mit einer besonderen ökonomischen Situation eines Unternehmens verbunden. So kann sich ein Unternehmen in seinem normalen Wirtschaftszyklus mit variierenden Gewinnen befinden. Genauso denkbar ist eine Ausweisung von Verlusten aus eher politischen Gründen (Vorstandswechsel), ohne dass sich die ökonomische Situation eines Unternehmens geändert hätte.

Erneut waren Graham und Dodd ihrer Zeit voraus: Bereits in ihrer ersten Ausgabe von „Security Analysis“ haben sie die Verwendung von Gewinnen über einen längeren Zeitraum vorgeschlagen. Robert James Shiller und John Young Campbell griffen diesen Gedanken auf und empfahlen die sogenannte Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio (CAPE Ratio oder auch Shiller-KGV) als Value-Kennzahl (Campbell/Shiller 1988). Bei dieser Kennzahl wird der aktuelle Marktpreis durch die durchschnittlichen inflationsadjustierten Zehn-Jahres-Gewinne geteilt, statt auf Ein-Jahres-Gewinne wie im klassischen KGV abzustellen.

### Eine mögliche Investitionsstrategie auf Basis des Shiller-KGVs


Nach der Betrachtung des Value-Ansatzes im Allgemeinen sowie dem Shiller-KGV als mögliche Kennzahl im Speziellen ergibt sich zwangsläufig die Fragestellung, wie sich eine mögliche Investitionsstrategie auf dieser Grundlage umsetzen lässt. Eine Variante besteht in der Identifizierung von unter- und überbewerteten Sektoren, um basierend auf diesen Signalen von der Gewichtung eines klassischen Index abzuweichen.

Zusammen mit dem Bankhaus Barclays hat Shiller eine Sektorrotationsstrategie entwickelt, die unter Verwendung des Shiller-KGVs genau diesen Ansatz umsetzt. Hierzu wird in jedem Monat in einem ersten Schritt das aktuelle Shiller-KGV für jeden Sektor berechnet. Da Sektoren jedoch per Definition unterschiedliche Charakteristiken aufweisen – sonst wären sie keine unterschiedlichen Sektoren – ist es zusätzlich erforderlich, eine Vergleichbarkeit zwischen den Shiller-KGVs der verschiedenen Sektoren herzustellen. Zu diesem Zweck werden die jeweils aktuellen Shiller-KGVs eines jeden Sektors durch die eigene, durchschnittliche 20-jährige Historie geteilt und damit normiert. Als Resultat ergibt sich für jeden Sektor das sogenannte relative Shiller-KGV. Die Werte dieser normierten Kennzahl schwanken nun im Zeitverlauf nur

noch um den Wert eins (über eins = teurer als die eigene Historie; unter eins = günstiger als die eigene Historie) und sind damit auch über verschiedene Sektoren hinweg vergleichbar.

Während das relative Shiller-KGV auf Sektorebene gut funktioniert, ist es aber dennoch keine allumfassende Value-Kennzahl für jeden Einsatzbereich. Schwieriger wird der Einsatz beispielsweise direkt auf Einzeltitelebene. Die beschriebene Normierung, d. h. die Teilung durch die eigene Historie, ist nur dann zulässig, wenn das jeweils betrachtete Investitionsobjekt in seiner Charakteristik relativ stabil ist. Und das sind Einzelunternehmen in der Regel nicht immer, denkt man exemplarisch an die Firma Nokia, die früher Fahrradreifen hergestellt hat, dann Mobiltelefone und sich jetzt wieder neu erfindet. Es bleibt daher festzuhalten: Weder gibt es die eine Value-Prämie noch gibt es die eine Value-Kennzahl.

### Kurz & knapp

Value-Investing eignet sich im Rahmen eines Smart-Beta-Ansatzes als eine gute Alternative zu aktiven Investitionsstrategien. Wie bei einem diskretionären Ansatz geht es hier um die Generierung von zusätzlichen Renditen gegenüber einer rein passiven Strategie. Während diskretionäre Value-Strategien jedoch in der Regel konzentrierter agieren und in relativ wenige Titel investieren, stellen sich Smart-Beta-Ansätze mit einer Value-Strategie deutlich diversifizierter auf. Wichtig ist hierbei die Auswahl eines adäquaten Value-Signals bzw. einer adäquaten Value-Kennzahl für den jeweiligen Ansatz und das jeweilige Universum. 

---

### Zum Thema

Campbell, John Y. / Shiller, Robert J.: Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends, in: Journal of Finance, 43, Nr. 3, 1988

Fama, Eugene F. / French, Kenneth R.: The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: Journal of Finance, 47, Nr. 2, 1992

Fama, Eugene F. / French, Kenneth R.: Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, in: Journal of Financial Economics, 33, Nr. 1, 1993

Graham, Benjamin / Dodd, David L.: Security Analysis. Erste Ausgabe, 1934

Graham, Benjamin / Dodd, David L.: Security Analysis. Sechste Ausgabe, 2009

### Im Internet

[www.econ.yale.edu/~shiller/](http://www.econ.yale.edu/~shiller/)

[www.shiller.barclays.com](http://www.shiller.barclays.com)

### in Stiftung&Sponsoring

Jungmann, Mirko: Im Gleichgewicht bleiben. Optimierte und diversifizierte: Equal-Weight- und Minimum-Varianz-Ansätze im Überblick, (Smart-Beta-Strategien 2), S&S 1.2018, S. 32 – 33, [www.susdigital.de/SuS.01.2018.032](http://www.susdigital.de/SuS.01.2018.032)

Poulin, Bruno / Jungmann, Mirko: Eine smarte Ergänzung für das Portfolio. Risikokontrolliert und systematisch Ertragschancen nutzen (Smart-Beta-Strategien 1), S&S 6.2017, S. 38 – 39, [www.susdigital.de/SuS.06.2017.038](http://www.susdigital.de/SuS.06.2017.038)



Mirko Jungmann ist Product Specialist bei Ossiam, des auf Smart-Beta-Strategien spezialisierten Vermögensverwalters. [Mirko.Jungmann@ossiam.com](mailto:Mirko.Jungmann@ossiam.com), [www.ossiam.com](http://www.ossiam.com)