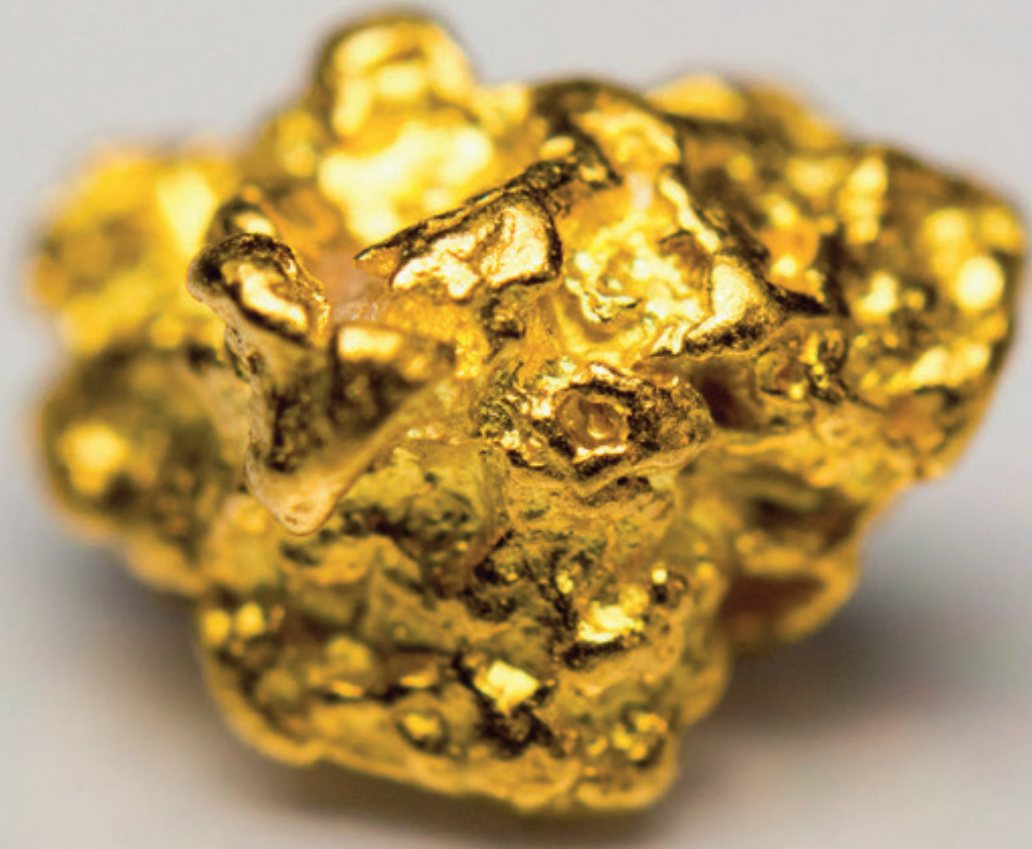




# ETF Magazin

DIE **NEUE** GENERATION DER GELDANLAGE

# Der neue **GOLDR****RAUSCH**



Wie Anleger am meisten herausholen

Aktien-ETF: Besser  
als der Markt

Strategie: Mit  
Sicherheit Gewinn

# VALUE VS GROWTH

**Kräfte messen:**  
Value-Aktien könnten  
die Oberhand gewinnen



## Seit zwölf Jahren enttäuschen Value-Aktien. Doch die außergewöhnlich lange Schwächephase könnte bald Geschichte sein

**B**uy low, sell high“, ist die Maxime, nach der theoretisch jeder Investor handelt. Theoretisch! Offensichtlich kaufen heute jedoch viele Anleger am liebsten Aktien, die im Kurs schon stark gestiegen sind, egal, wie teuer diese sind. „Momentum“ heißt die Begründung für dieses Verhalten. Schließlich zeigt die Erfahrung, dass gut laufende Aktien meist noch eine Weile auf der Gewinnspur bleiben. Doch wie weit trägt das Momentum, wann ist der richtige Zeitpunkt zum Ausstieg gekommen?

In den vergangenen Jahren lief die Momentum-Technik ziemlich gut, vor allem mit den FAANG-Aktien Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google respektive Alphabet. Amazon legte beispielsweise in den vergangenen zehn Jahren um unglaubliche 2000 Prozent im Kurs zu. Aber: Die Börse bewertet Amazon jetzt mit dem 70-Fachen des für dieses Jahr erwarteten Gewinns. Mit dieser abenteuerlichen Bewertung ist Amazon nicht allein. Früher galten solche Bewertungen als „überteuert“, vorsichtig ausgedrückt. Solange aber Umsatz und Gewinn weiter steigen, werden die extremen Bewertungen heute von vielen nicht als Problem wahrgenommen.

Was aber, wenn die Gewinne künftig langsamer wachsen oder gar zum Stillstand kommen? Dann könnten die aktuellen Bewertungen recht schnell als überhöht eingestuft werden – und von der Börse flott (nach unten) korrigiert werden. Wie schnell – und dramatisch – solche Korrekturen vor sich gehen, erlebten viele Anleger am Ende der Technologie- und Internet-

Blase im Jahr 2000. Bis zur Trendwende kauften Anleger angesagte Tele-Medien-Tech-Aktien quasi zu jedem Preis. Das brachte einige Zeit tolle Gewinne, doch anschließend kam es zu schmerzhaften Verlusten. „Selbst die besten Glamour-Aktien brauchten anschließend mehr als zehn Jahre, um sich von den aufgelaufenen Kursverlusten zu erholen“, erinnert Felix Schleicher von der Münchner Vermögensverwaltung Value Asset Management. Manche Superstars schafften nie ein Comeback; beispielsweise die Deutsche Telekom, die heute nur noch einen Bruchteil ihres damaligen Spitzenwerts hat.

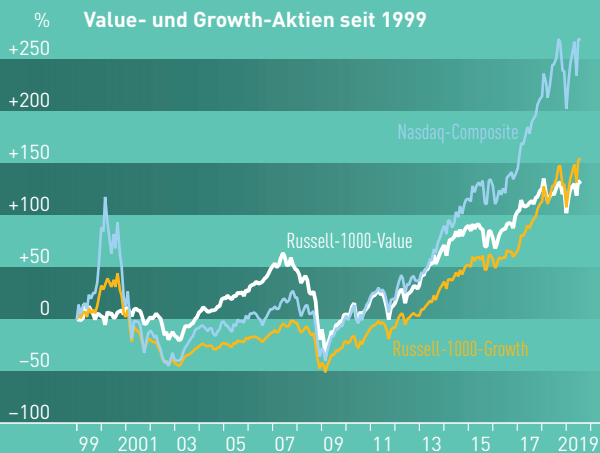
Amazon schlug sich besser, doch auch bei dieser Aktie dürften damals viele Anleger viel Geld verloren haben. Vom Hoch Anfang Februar 2000 schnurrte der Kurs des Online-Händlers innerhalb von nur eineinhalb Jahren auf weniger als ein Zehntel seines Spitzenwerts zusammen. Mehr als sieben Jahre brauchte Amazon, um diesen dramatischen Kursverlust auszugleichen.

**Lange Durststrecke.** Bei den Value-Aktien verlief die Kursentwicklung dagegen fast spiegelverkehrt. Nachdem die Value-Aktien zu Beginn des Jahrtausends meist vorn lagen, laufen sie seit Anfang 2009 den Growth-Titeln hinterher. Zuletzt hat sich die Situation nochmals deutlich verschärft: Seit knapp zwei Jahren glänzen Growth-Aktien mit tollen Gewinnen, während Value-Titel kaum Boden gutmachen können (s. Grafik S. 18 unten). Für Value-Investor Felix Schleicher ist es „die bisher längste Dürrephase von Value in >>>

# VALUE-AKTIEN

## Langer Zyklus

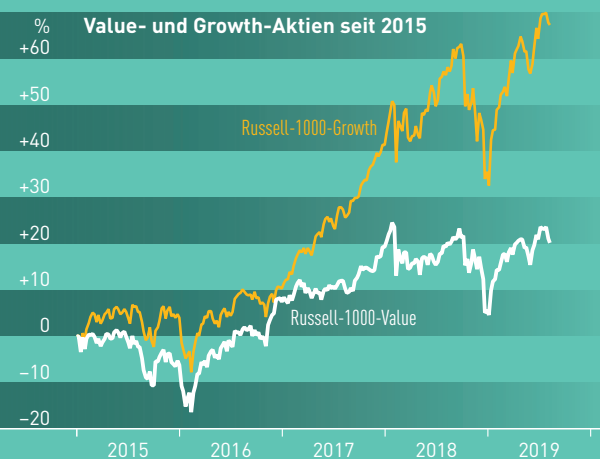
Zur Zeit der New-Economy-Euphorie vor der Jahrtausendwende waren Value-Aktien out, doch in der anschließenden Baisse und den folgenden Jahren lagen sie weit vor Growth-Titeln. 2007 wendete sich das Blatt. Seitdem zeigen sich Growth-Aktien als ausdauernde Spitzenreiter.



Quelle: Datastream

## Dramatischer Abstand

In den vergangenen drei Jahren fielen Value-Aktien besonders dramatisch hinter die Growth-Titel zurück. Seit Anfang 2018 konnten die US-Aktien im Russell-1000-Index unterm Strich keinen Wertzuwachs erzielen. Vor allem die US-Growth-Aktien brachten Anlegern dagegen tolle Gewinne.



Quelle: Datastream

der Börsengeschichte". Eine Folge dieser Trockenperiode: „Value-Aktien weisen jetzt den größten Bewertungsabschlag und die höchsten Risikoprämien in den vergangenen 30 Jahren auf“, berichten die Analysten von Myra Capital. Wie lange wird das noch so bleiben?

**Große Sicherheitsmarge.** Der typische Value-Investor sucht nach Aktien, die 40 Prozent oder mehr unterbewertet sind. Der Schweizer Vermögensverwalter Braun, von Wyss & Müller (BWM) nennt das die 60-Rappen-Strategie: Für einen inneren Wert von einem Franken zahlt der Value-Investor nur 60 Rappen. Value-Papst Warren Buffett will für einen Dollar sogar nur 50 Cent bezahlen. „Egal, ob Socken oder Aktien: Ich kaufe nur zum herabgesetzten Preis“, erklärte Buffett vor einigen Jahren in seinem jährlichen Brief an die Aktionäre seiner Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway. Wie gut Buffetts Ansatz in den vergangenen Jahrzehnten funktionierte, lässt sich an der beeindruckenden Kursentwicklung der Berkshire-Hathaway-Aktie ablesen. Doch inzwischen fragen sich viele, ob heute neue Gesetze gelten und ob Value-Investing überhaupt noch funktioniert. Selbst Buffett hat schließlich inzwischen Apple-Aktien im Portfolio.

Benjamin Graham gilt mit seinem 1934 erschienenen Buch „Security Analysis“ als Vater des Value Investing. Die Erfolge der weltbesten Investoren fußen auf Grams Ansatz und untermauern die langfristige Überlegenheit des werthaltigen Anlagestils. In der Praxis hat Value Investing allerdings viele Ausprägungen. Graham konzentrierte sich noch ausschließlich auf niedrige Bewertungskennzahlen und Substanz. Sein Schüler Warren Buffett fügte qualitative Kriterien wie die Bedeutung von dominanten Marktpositionen und starken Marken hinzu. Allen Value-Interpretationen gemein ist aber, dass es auf eine günstige Bewertung ankommt.

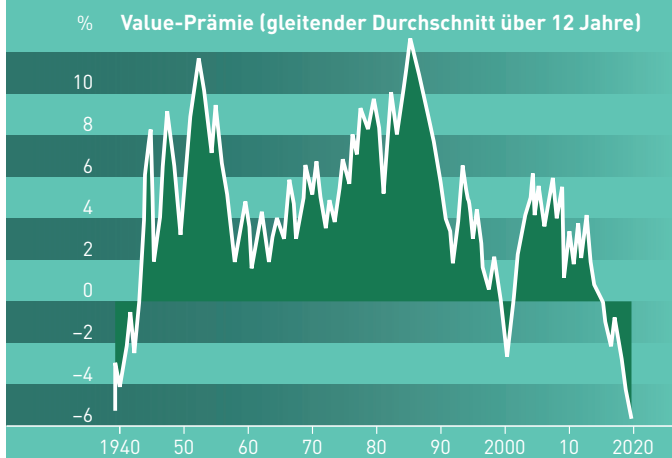
Der Value-Ansatz ist nicht nur intuitiv logisch, sondern auch wissenschaftlich gut belegt. Die Value-Prämie ist einer der robustesten und am besten untersuchten Effekte in der Kapitalmarktforschung. Es gibt also anerkannte wissenschaftliche Erklärungen für den Effekt. Grundlage der meisten Studien zum Thema Value-Aktien sind die im Jahr 1993 veröffentlichten Ergebnisse einer Untersuchung der US-Wissenschaftler und Nobelpreisträger Eugene Fama und Kenneth French. Sie belegten, dass die Renditen an der Börse durch wenige Faktoren erklärt werden können.

Für den Aktienmarkt zeigten sie, dass Aktien mit kleiner Marktkapitalisierung und Aktien mit einem hohen Verhältnis von Buchwert zu Marktwert (also Value-Aktien) über längere Zeiträume eine systematische Überrendite zum Gesamtmarkt generieren. Die

# VALUE-AKTIEN

## Value meistens besser

In der Vergangenheit ließ sich mit Value- meist mehr Rendite erzielen als mit Growth-Aktien. Das berechnete der US-Wissenschaftler Kenneth French. Er definierte Value als die 30 Prozent US-Aktien mit dem niedrigsten Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) und Growth als die 30 Prozent Aktien mit dem höchsten KBV.



Quellen: Kenneth French, Bloomberg

Ergebnisse von Fama und French haben in den folgenden Jahrzehnten zahlreiche ähnliche Forschungsaktivitäten ausgelöst. Dabei wurde meist untersucht, ob die Ergebnisse auch außerhalb des von Fama und French untersuchten US-Markts gelten und auch für andere Zeiträume als die von Fama und French gewählten. Ergebnis: Die Fama-French-Faktoren lassen sich in vielen Kapitalmärkten der entwickelten Volkswirtschaften in erstaunlich robuster Weise nachweisen.

Die Bedeutung und Aktualität des Fama-French-Modells lässt sich auch daran erkennen, dass wissenschaftliche Studien zum Fama-French-Modell bis in die jüngste Vergangenheit hinein durchgeführt werden. Eine der neuesten stammt aus dem Jahr 2013. Die deutschen Wissenschaftler Hanauer, Kaserer und Rapp belegen die Gültigkeit des Fama-French-Modells anhand der Aktien im deutschen CDax-Index im Zeitraum von Juli 1996 bis Dezember 2011. Auch diese Untersuchung macht deutlich, dass Value-Investing auf lange Sicht eine ertragreiche Strategie ist.

Eine andere Lehre der Geschichte: In der Vergangenheit ist Value-Investing nach Schwächephasen immer wieder zurückgekommen und konnte langfristig mit einer eindeutig nachweisbaren Prämie für diejenigen

glänzen, die diesem Anlagestil treu blieben. Beispielsweise Warren Buffett, auch wenn seine Beteiligungsgesellschaft heute in ihrem riesigen Portfolio auch teure Apple-Aktien hält: Vor 20 Jahren, während der Internet-Blase, hielt Buffett seinen Value-Ansatz stur durch und saß einige Jahre mit unterdurchschnittlichen Ergebnissen aus. Doch anschließend wurde seine Geduld mit schönen Gewinnen belohnt.

Georg von Wyss, Partner des in Zürich ansässigen Vermögensverwalters Braun, von Wyss & Müller, zeigt sich deshalb trotz der langjährigen Value-Durststrecke optimistisch: „Früher oder später hat sich das Blatt immer gewendet, und die ersten stark unterbewerteten Titel begannen, eine gute Performance abzuliefern.“ Sei es, weil Investoren zukaufen, sei es, weil sich ein Übernahmekarussell in Gang setzte.

**Höhere Rendite.** Die Entwicklung in der Vergangenheit spricht ohnehin für Value-Aktien: Nach Berechnungen von Orbis Investment brachten Value-Titel seit 1990 gut zehn Prozent Rendite pro Jahr, während sich Growth-Investoren mit nicht ganz sechs Prozent begnügen mussten – trotz der jüngsten Entwicklung. Einschränkend ist anzufügen, dass Statistiken geduldig sind und keinerlei Anhaltspunkte geben, ob und wann sich der Durchschnittszustand der Vergangenheit wieder einstellen wird.

Eine Value-Falle ist ein niedrig bewertetes Unternehmen, das zwar bewertungstechnisch attraktiv aussieht, aber aus gutem Grund billig ist, beispielsweise weil es zu viele Schulden oder ein hoffnungslos veraltetes Produkt hat. Wer als Anleger in solch ein Unternehmen investiert, tappt in eine Falle und wird mit Verlusten bestraft. Nach dem rasanten Lauf der Growth-Aktien laufen Anleger heute allerdings eher Gefahr, in eine Growth-Falle zu tappen.

Ein präzises Timing der Trendwende von Growth zu Value scheint kaum machbar. Anleger sind mitunter zu früh, oft aber auch zu spät dran. Unter Chance-Risiko-Gesichtspunkten sind Value-Aktien aber heute schon deshalb attraktiv, weil ihr Rückschlagsrisiko nach den vielen schwachen Jahren geringer ist als das der hoch bewerteten Growth-Aktien. Nüchtern denkende Anleger werden sich deshalb jetzt antizyklisch positionieren und auf ein Value-Comeback wetten anstatt auf den andauernden Höhenflug der Wachstumstitel. „Eine Value-Renaissance wird zunehmend wahrscheinlicher. Wenn nicht jetzt, wann dann?“, fragt Value-Investor Schleicher.

RONNY KOHL/ULI KÜHN \_\_\_\_\_