



VALUE INVESTING ERLEBT EINE RENAISSANCE

GEORG VON WYSS

Die schlechten Zeiten für Value-Investoren gehen zu Ende. Unterbewertete Aktien sind wieder gefragt und werden es erst recht sein, wenn die Zinsen weiter steigen. Teure Aktien sind in einem solchen Umfeld brandgefährlich, unterbewertete Aktien bieten Schutz.

Value-Investoren hatten es in den letzten Jahren nicht leicht. Seit Mitte 2014 stagnierten unterbewertete Titel, während bereits gut bis teuer bewertete Aktien davongezogen sind. Die Folge für Value-Manager war ein stetiger Abfluss von Kundengeldern, die Schliessung einiger Fonds und die Kapitulation einstiger Verfechter des Stils angesichts der «neuen Realität».

Es bleibt alles beim Alten. Fondsmanager wie BWM Value Investing, deren älteste Mitarbeiter noch mit der Nokia-Banane telefonierten, auf IBM-286-Maschinen die ersten Spreadsheets entwarfen und die alten Standard and Poor's Stock Guides durchblättern, haben das alles schon einmal gesehen. Und sie bleiben gelassen im Wissen, dass der Value-Stil zwar zwischendurch un-

beliebt wurde, aber am Ende doch immer triumphiert hat.

Denn in diesem Punkt sind die Langzeit-Datenreihen eindeutig: Tief bewertete Aktien bringen langfristig die beste Performance, teure Titel die schlechteste, besonders wenn sie dazu noch grosskapitalisiert sind (s. Abbildungen rechts oben und Mitte). Die relative Outperformance von Value hat sich allerdings nicht jedes Jahr gezeigt. Bereits Ende der 60er-Jahre (Nifty-Fifty) und um das Jahr 2000 (Dotcom-Blase) hat der Stil über längere Zeit grosse Rückstände zum Index aufgebaut, die er erst wieder aufholte, als der jeweilige Hype zu Ende ging. Im Moment sind wir am Ende einer solchen Phase.

Value funktioniert, weil Anleger übertreiben

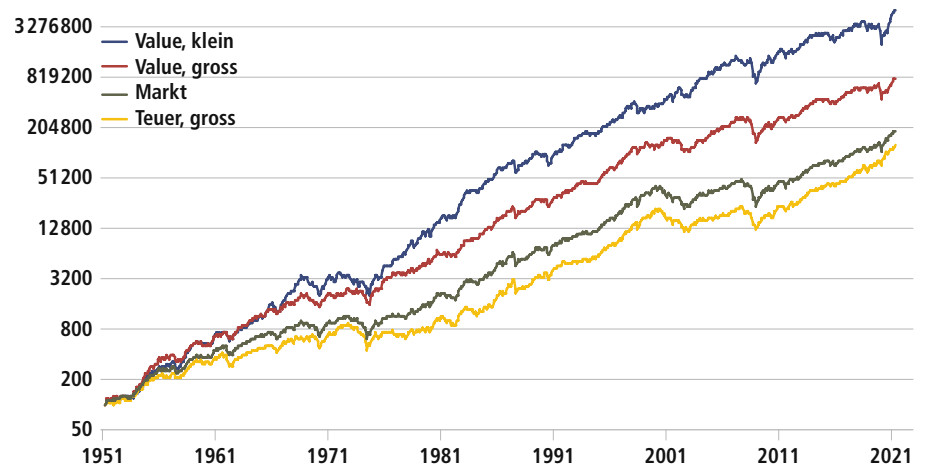
Grundsätzlich funktioniert Value-Investing, weil Anleger dazu neigen, Positives zu positiv und Negatives zu negativ zu beurteilen. Somit wird die Zukunft der grossen, teuren Aktien zu rosig eingeschätzt. Wenn sie die überhöhten Erwartungen nicht erfüllen, kommen sie unter Druck. Demgegenüber überraschen die unterbewerteten Titel tendenziell positiv und ihre Kurse steigen. In der Regel passiert beides oft genug, um einen Performance-Vorteil für Value zu ermöglichen.

In den letzten Jahren hat dieser Mechanismus aus mehreren Gründen nicht funktioniert. Sicher haben die grossen, berühmten Tech-Firmen – die FAANG – Geschäftsmodelle gefunden, deren Renditen die ursprünglichen Erwartungen eine Weile lang übertroffen haben. Der Trend zum passiven Investieren hat den Geldfluss in die «Gewinner» noch verstärkt. Mittlerweile hat sich jedoch Überoptimismus (wenn nicht sogar eine Hysterie) etabliert, wie man beispielsweise bei Aktien wie Tesla feststellen kann. Solange die Blase anhält, ist das kurstreibend.

Ein besonders wichtiger Faktor waren auch die sinkenden und mittlerweile extrem tiefen Zinsen der letzten zehn Jahre. Sie reduzieren die Sätze, mit denen künftige Gewinne diskontiert werden und machen sie

Langfristig bringt Value in den USA Outperformance

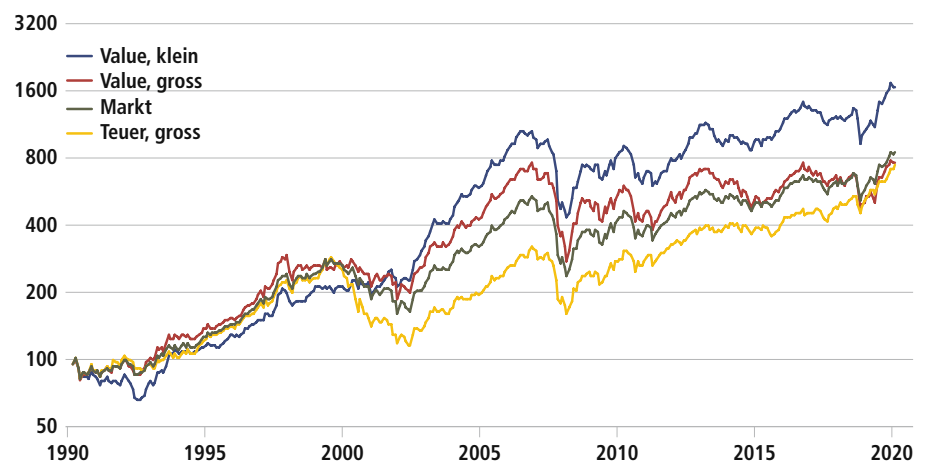
Performance USA-Portfolios sortiert nach Kurs/Cashflow 06.1951 bis 06.2021



Ken French, http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html. retrieved 24.8.21; BWM

In Europa bringt Value langfristig Outperformance

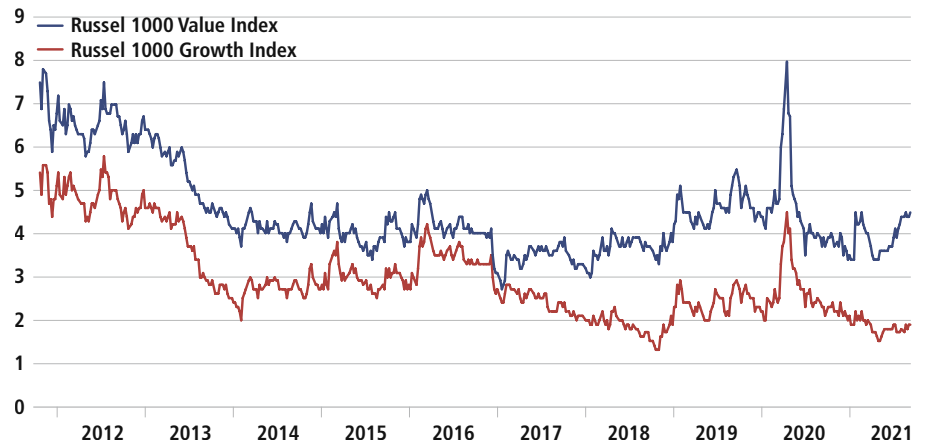
Performance Europa-Portfolios sortiert nach Kurs/Buchwert 06.1990 bis 07.2021



Ken French, http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html. retrieved 24.8.21; BWM

Risikoprämien sind in den USA für Value-Indizes gestiegen, für Growth gesunken

Historische Risikoprämien (1/KGV - 10-jähriger risikofreier Zins)



Quelle: Bloomberg

folglich wertvoller. Entsprechend sind die Aktienkurse der Firmen gestiegen, von denen man viel Gewinn weit in der Zukunft erwartet – was bei Growth-Aktien der Fall ist. Auch haben tiefe Zinsen Anleger aus Obligationen in Aktien «gedrängt». Eigentlich suchen diese Investoren eine Anlageklasse, die den Erhalt ihres Kapitals und eine zuverlässige Rendite erwirtschaftet. «Qualitätsaktien», also Aktien von Firmen, die kraft ihres Geschäftsmodells verlässlich, wenn auch nicht unbedingt spektakulär Wachstum bringen, schienen genau das zu bieten. Die regelmässigen Kurssteigerungen in den letzten Jahren haben diesen Eindruck bestätigt. Das Paradebeispiel in der Schweiz ist heute Nestlé (früher waren es übrigens auch Roche und Novartis, bis das Pharmabusiness an Glanz verlor). Zugleich haben Value-Manager aufgrund relativ schlechter Performance Geldabflüsse erlitten. So mussten sie günstige Titel verkaufen, anstatt sie mit Käufen an ihre fairen Werte heranzuführen. Unterbewertete Titel waren über Jahre in einer Negativspirale gefangen.

Teure Aktien werden korrigieren

Die aktuelle Situation ist für die meisten Anleger gefährlich, weil viele Börsenlieblinge – sei es Tech oder «Quality growth» – teurer geworden sind, als es durch die Zinsbaisse gerechtfertigt wäre. Das sieht man an den Risikoprämien, definiert als «Earnings yield» (Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses) minus Zehnjahres-Zinssatz. Diese sind für Growth-Indizes gesunken und für Value eher gestiegen (siehe Abb. S. 52 unten). Tech und «Quality growth» sind also zu teuer und unterbewertete Aktien zu billig geworden.

Die unvermeidliche Ernüchterung, die einen Anstieg der Zinsen auf «normalere» Niveaus mit sich bringen wird, rückt immer näher. Unser Blog (www.6Orappen.ch) zeigte, dass ein solcher Anstieg unterbewertete Aktien eher wenig tangiert. Er ist aber für teure Aktien sehr gefährlich, selbst wenn die Gewinnsschätzungen nicht zu optimistisch sind. Doch genau das sind sie wahrscheinlich im Moment. Die Geschichte lehrt, dass die scheinbar unangreifbaren Stars von heute in zehn Jahren die Börse kaum noch dominie-

ren werden. Superrentable Firmen ziehen Konkurrenten mit innovativen Produkten und Dienstleistungen an, wie damals Nokia das iPhone von Apple. Manchmal erfindet eine Firma sogar selbst das Produkt, das ihren Niedergang einleitet, wie beispielsweise Kodak die Digitalfotografie. Es wäre unvorsichtig zu denken: «This time it's different.»

Performance von Value hält wieder mit

Der «Reopening trade», der diesen Winter eine grosse Outperformance von Value zur Folge hatte, hat zwar im Sommer gestockt. Trotzdem rentieren 2021 in den USA die Value-Indizes etwa gleich gut wie diejenigen von Growth. Das ist schon ein Fortschritt gegenüber der Erfahrung von 2014 bis 2019, als unterbewertete Aktien nur noch billiger wurden. Sie finden endlich wieder die Aufmerksamkeit, die sie ökonomisch verdienen.

Momentan findet gerade eine intensive Debatte über die Inflations- und damit die Zinssichten statt. Es ist nicht unser Geschäft, dazu Prognosen zu machen. Wir wagen nur diese Aussage: Die nächste grosse Zinsbewegung wird aufwärts gehen. Allerdings weiss man nicht, wann sie kommen wird. Value-Aktien bieten mit ihrer Unterbewertung und geringen Zinssensitivität einen Schutz dagegen, der sonst nirgends zu haben ist. In einem solchen Umfeld ist es unvorsichtig, nicht mindestens einen Teil des Portfolios in unterbewerteten Titeln zu halten. Die allmähliche Verbreitung dieses Gedankens wird den Value-Stil beflügeln.

Georg von Wyss

Mitgründer und Portfolio Manager der BWM AG, Wilen.



NACHGEFRAGT

Die B2B-Redaktion hat sich anlässlich des Textbeitrags bei der BWM AG gemeldet und dabei noch Informationen zum Setup erfahren, die wir als Kurz-Interview hier wiedergeben wollen.

Georg von Wyss, seit wann arbeiten Sie mit der Liechtensteinischen Landesbank (LLB) zusammen?

Seit der Gründung unserer Fonds im Jahr 1997.

Zu dieser Zeit war doch der wichtigste Fondsplatz für bankenunabhängige Anbieter Luxemburg.

Warum sind Sie nicht dorthin gegangen?

Zu dieser Zeit wollten Liechtenstein und die LLB den eigenen Fondsplatz aufbauen. Das hat uns enorm geholfen, auf die Beine zu kommen, sowohl regulatorisch wie auch organisatorisch. Zudem war uns die LLB in Liechtenstein in jeder Hinsicht viel näher als Luxemburg – sprachlich, kulturell und geografisch. Das machte alles viel einfacher und tut es immer noch.

Was sind denn die Vorteile des Fondsplatzes Liechtenstein?

Neben der genannten Nähe schätzen wir die Konstanz und den Service bei der LLB enorm. Wir haben über Jahre dieselben Ansprechpartner, was den Alltag massiv erleichtert. So können wir uns voll auf die Analyse und das Portfoliomanagement unserer Classic Funds konzentrieren. Zugleich können wir mit den immer weiter entwickelten technischen Lösungen der Bank unsere internen Abläufe optimieren, etwa um unsere Prozesse im Risikomanagement zu verschlanken. Erwähnen möchte ich hier auch, dass die LLB für uns seit Jahren einen erstklassigen und günstigen Fondssparplan mit den Classic Funds administriert.