



BILDER: IHS C. RITTER, DANIEL ACKER/BLOOMBERG

- 1/7: Buy & Hold
Abwarten und Tee trinken
- 2/7: Rebalancing
Richtig austariert
- Serie
Investitionsstile
Value
- 3/7
- 4/7: Carry
Der Cashflow zählt
- 5/7: Growth
Alles fängt mal klein an
- 6/7: Momentum
The Trend is your Friend
- 7/7: Faktoren
Die richtige Mischung macht's

Gegen die herrschende Meinung

Value-Investoren handeln, wenn der Kurs einer Anlage von ihrem Wert abweicht. Ihr Ansatz ist erfolgreich, braucht aber starke Nerven und Geduld. Begonnen hat alles mit einem Buch von Benjamin Graham und David Dodd. **THORSTEN HENS**

Benjamin Graham und David Dodd gelten als Väter des Value Investing. In ihrem 1934 erschienenen Standardwerk «Security Analysis» erklären sie, wie man Bilanzkennzahlen analysiert, um den Wert von Unternehmen zu ermitteln. Für die beiden Columbia-Professoren war es selbstverständlich, dass der Marktpreis eines Unternehmens nicht immer mit dem Wert übereinstimmt. Somit leiteten sie eine Investitionsregel ab: Kaufe das Unternehmen, wenn sein Preis wesentlich unter dem Wert liegt, und verkaufe es, wenn sich die Lücke zwischen Preis und Wert geschlossen hat.

Alles hat einen Preis, wenig einen Wert

Grundidee des Value Investing: Sie gehen davon aus, dass es einen Unterschied zwischen dem Preis und dem Wert einer Anlagemöglichkeit gibt. Falls der Preis wesentlich unter dem Wert notiert, kaufen Sie. Sie verkaufen, sobald sich diese Lücke geschlossen hat. Den Wert bestimmen Sie anhand von Fundamentaldaten. Sie bleiben gelassen, wenn die Kurse wegen Verunsicherung am Markt fallen, und ergreifen dann die sich bietenden Kaufgelegenheiten. Andererseits können Sie damit leben, nicht bei jedem Trend dabei zu sein.

Wissenschaftliche Fundierung

Die wissenschaftliche Beschäftigung mit Value Investing kann man in drei Phasen einteilen – die Handwerker, die Statistiker und die Maschinen.

Die Handwerker: Benjamin Graham und David Dodd analysierten zuerst den Buchwert, also den Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens, wie er in seinen Büchern ausgewiesen ist. Was jemand für ein Unternehmen bezahlt, ist der Marktpreis; was er dafür bekommt, ist der Buchwert. Also sollte man Firmen kaufen, deren Marktpreis unter dem Buchwert liegt. Neben dem Kurs-Buchwert-Verhältnis haben Graham und Dodd das Kurs-Gewinn-Verhältnis als wichtige Kennziffer herausgestellt.

Auch wenn diese beiden Kennzahlen von Graham und Dodd in der Bewertung von Unternehmen eingeführt wurden, basierten die Väter des Value Investing ihre Entscheidungen keinesfalls nur auf quantifizierbaren Kennzahlen – im Gegenteil: Sie betonten immer wieder, dass auch eine qualitative Analyse der Unternehmen nötig sei. In der qualitativen Analyse sollten gemäss Graham und Dodd zum Beispiel die Grösse des Unternehmens und die Wettbewerbssituation berücksichtigt werden.

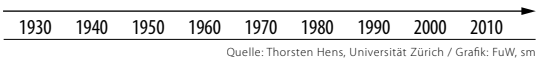
Der Stil von Graham und Dodd gleicht eher einem Handwerk, in dem man einige quantitative Regeln berücksichtigen muss, letztlich aber doch viel arbei-

Value Investing im Wandel der Zeit

Handwerker:
Benjamin Graham & David Dodd, Warren Buffett,
Walter Schloss, Charles Munger, Josef Lakonishok

Statistiker:
Sanjay Basu, Eugene Fama
& Kenneth French, Robert
Novy-Marx, Clifford Asness

Maschinen:
Quantenstein



tet und schwitzt, um Erfolg zu haben. Es gibt einige weltberühmte Handwerker im Value Investing (vgl. Grafik) – der prominenteste ist wohl Warren Buffett. Er hat über sechzig Jahre den S&P 500 um mehr als 13% p. a. geschlagen.

Die Statistiker: Mit der fortschreitenden technologischen Entwicklung veränderte sich auch das Value Investing. So kam Ende der Siebzigerjahre Sanjay Basu auf die Idee, den Schweiß der handwerklichen Value-Investoren durch Rechenleistung von Computern zu ersetzen. Er nahm als Beispiel nur eine Kennzahl, das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), und zeigte systematisch auf, dass Unternehmen mit einem niedrigen KGV ein besseres Investment sind als solche mit einem hohen KGV.

Die Wirtschaftsprofessoren Eugene Fama und Kenneth French haben dann Anfang der Neunzigerjahre die statistische Methode des Value Investing perfektioniert. Es stellte sich heraus, dass das Kurs-Buchwert-Verhältnis statistisch besser funktioniert als das KGV und dass es besser mit anderen Faktoren wie der Unternehmensgrösse kombinierbar ist. So entstand das berühmte Dreifaktormodell von Fama und French.

DIE SERIE

Die Sommerserie der «Finanz und Wirtschaft», die in Zusammenarbeit mit Professor Thorsten Hens von der Universität Zürich entstanden ist, stellt die in der Wissenschaft bekannten Investitionsstile vor. Die Serie soll dem Anleger helfen, seinen Stil zu finden, weil es sich langfristig lohnt, stilvoll anzulegen.

Die neusten statistischen Analysen zeigen, dass das Kurs-Buchwert-Verhältnis um Qualitätskriterien wie geringe Volatilität der Renditen und Kennziffern für die Profitabilität ergänzt werden sollte. Die Idee dazu hatte Robert Novy-Marx, der an der Universität von Rochester lehrt. Fama und French haben daraufhin ihr Dreifaktormodell erweitert. Die in den wissenschaftlichen Arbeiten gefundenen Renditen ihres Fünffaktormodells sind hervorragend. Die Statistiken zeigen, dass der Investor allein aufgrund des Kurs-Buchwert-Verhältnisses eine jährliche Überrendite von 5% erwarten kann, die bei Berücksichtigung aller Faktoren bis 7% steigt.

Die Maschinen: Computer werden immer besser, und sie dringen in fast alle Lebensbereiche ein. Sie beobachten unser Konsumverhalten, fahren unsere Autos und stehen in unserem Haus, um per Zurufl die Heizung höher zu stellen oder den Fernseher abzuschalten. Deshalb könnte man vermuten, dass sie auch bessere Value-Investoren sind als die Handwerker und die Statistiker. Eine innovative Idee ist, den Vorteil dieser beiden Methoden zu verknüpfen. Die Handwerker analysieren viele Aspekte von wenigen Bilanzen, während die Statistiker wenige Kennzahlen von sehr vielen Bilanzen nutzen.

Die Firma Quantenstein benutzt Algorithmen der künstlichen Intelligenz, die Mustererkennung ermöglichen. Die Maschine wird mit Bilanzen gefüttert, von denen man aus der handwerklichen Analyse weiss, ob sie gute oder schlechte Bilanzbilder sind. Wenn die Maschine dann auf diese Weise trainiert wurde, kann man sie auf viele tausend Bilanzen anwenden. Während die statistische Methode noch nicht den Erfolg der handwerklichen erreicht, wird die Zukunft zeigen, ob die Methode der künstlichen Intelligenz der handwerklichen überlegen ist.

Wo ist der Haken?

Value Investing ist ein sehr erfolgreicher Anlagestil, der langfristig den Markt schlägt. Warum verfolgen dann nicht alle Investoren einen Value-Ansatz? Der Nachteil des Value Investing ist, dass die Renditen in der kurzen Frist schlechter als der Markt sein können – dies vor allem, wenn der Markt plötzlich fällt. Zudem hinken Value-Investoren in langen Boomphasen dem Markt hinterher. Solche Phasen können bis zu zehn Jahre anhalten und dazu führen, dass Anleger die Geduld verlieren. Value Investing setzt also eine sehr hohe Risikotoleranz und viel Geduld voraus.

Thorsten Hens ist Professor am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich.



WARREN BUFFETT

Der 1930 in Omaha im US-Bundesstaat Nebraska geborene Grossanleger ist der wohl berühmteste Value-Investor. Er ist Schüler von Benjamin Graham und verfolgt einen auf hohe Qualität der Unternehmen basierenden Value-Stil. Die Geschichte scheint ihm recht zu geben. Aus jedem Dollar, den er vor sechzig Jahren investierte, hat er 56 347 \$ gemacht. Buffett ist für viele markante Sprüche bekannt. Zum Beispiel sagte er einmal, wenn Märkte effizient wären, wäre er ein Bettler mit einem Pappbecher in der Hand.