

**VORSICHT VOR DER VALUE-FALLE**

Growth und Value sind die beiden bekanntesten Investmentstile. Oftmals erfolgt die Abgrenzung zwischen den Stilen anhand von Bewertungsmultiplikatoren. Dabei spielen das Kurs-Gewinn-Verhältnis und das Kurs-Buchwertverhältnis eine entscheidende Rolle. Eine blinde Fokussierung auf einzelne Multiplikatoren kann aber zu Fehlklassifizierungen führen. Empirische Ergebnisse legen nahe, dass insbesondere niedrige Kurs-Buchwert-Verhältnisse ein Ausdruck risikoreichen Wachstums sein können und die augenscheinliche Value-Prämie tatsächlich eine Entlohnung für unsicheres Wachstum darstellt.

„Value“ und „Growth“ sind die gebräuchlichsten und bekanntesten Stilunterscheidungen bei Aktieninvestments. Während beim Value-Stil versucht wird, über die Identifizierung von vermeintlich günstig bewerteten Unternehmen eine Outperformance zu generieren, fokussieren sich Growth-Investoren auf Unternehmen mit einem hohen fundamentalen Wachstum.

Erstaunlich ist, dass es trotz der breiten Anwendung der Begriffe **keine eindeutigen Definitionen** dieser Stile gibt. Viele institutionelle Investoren und auch die großen Indexanbieter verwenden zur Bestimmung der Stile in der Regel Bewertungsmultiplikatoren. Meistens handelt es sich hierbei um das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV). Niedrige Werte in diesen Größen charakterisieren dabei einen Value-Titel, hohe Bewertungskennziffern eine Growth-Aktie.

Hintergrund der Differenzierung zwischen Value und Growth sind historische Untersuchungen, die Indizien dafür liefern, dass durch den Fokus auf **Value-Aktien langfristig eine Outperformance** generiert werden kann. Prominente Unterstützung erfährt diese Einschätzung durch ein Modell des Wirtschaftsnobelpreis-Trägers Eugene Fama und dessen Kollegen Kenneth French aus dem Jahr 1992. In einer Weiterentwicklung des klassischen Kapitalmarktmodells „CAPM“ zeigen die Wirtschaftswissenschaftler, dass neben der im traditionellen Ansatz enthaltenen risikofreien Renditekomponente und der Aktienmarktprämie zusätzliche Prämien für Unternehmensgröße und Value die Rendite von Aktien erklären. Die **Value-Prämie** wird bei Fama/French durch das Verhältnis von Buchwert zu Aktienpreis definiert. Laut deren Ergebnissen hat dabei ein relativ hoher Buchwert im Verhältnis zum Aktienkurs, (also ein geringes KBV) einen positiven Einfluss auf die Aktienmarktrendite. Auch hier wird Value also über einen Multiplikator definiert.

Unseres Erachtens ist es aber zumindest fragwürdig, dass Unterschiede in Bewertungsmultiplikatoren tatsächlich für die Unterscheidung zwischen Growth- und Value-Aktien ausreichend sind. Ein einfaches Modell verdeutlicht bereits die Probleme eines solchen Ansatzes. Da Aktienkurse (P) Erwartungen über die zukünftigen Gewinne (E) darstellen, die mit einem risikogemessenem Zinssatz (k) unter Berücksichtigung der erwarteten Wachstumsraten (g) abgezinst werden, kann die Aktienkursbildung vereinfacht in folgender Formel dargestellt werden:

$$P_0 = \frac{E_1}{k - g}$$

Hieraus folgt nach einigen Umstellungen für das KGV:

$$KGV = \frac{1}{k - g}$$

Die Formel für das KGV macht bereits deutlich, dass ein **niedriges KGV nicht unbedingt Wachstum (g) ausschließen muss**, wenn dieses risikoreich ist und dadurch der risikoadjustierte Zinssatz (k) ebenso hoch ist. Ist ein Unternehmen durch ein hohes, aber risikoreiches Wachstum gekennzeichnet, kann sich dies unter Umständen auch in einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis zeigen. Dabei ist der Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrendite (ROE) und Wachstum entscheidend, wie die Formel für das KBV, welche sich aus Anpassungen der obigen Expressionen ergibt, zeigt:

$$KBV = \frac{ROE}{k - g}$$

Unter der Annahme eines konstanten Wertes des Nenners ist das Kurs-Buchwert-Verhältnis von der Eigenkapitalrendite abhängig. Ein hoher Wert für das ROE bedingt ein hohes KBV, eine niedrige Eigenkapitalrendite impliziert eine niedrige KBV-Bewertung.

Das Problem der Interpretation des KBV besteht in den Gründen für eine niedrige oder hohe Eigenkapitalrendite. Wird diese beispielsweise durch hohe Investitionen gedrückt, mit dem Ziel zukünftiges (risikoreiches) Wachstum zu generieren (k und g hoch), ist das resultierende KBV gering. Hinter der **vermeintlich günstigen Value-Aktie** verbirgt sich in diesem Fall dann **aber ein Wachstumstitel** mit hohem, aber unsicherem Wachstum.

Stephen Penman und Francesco Reggiani (2018) haben die Möglichkeit einer solchen Value-Falle anhand der Jahre 1963 bis 2015 empirisch untersucht. Dabei haben sie zunächst alle untersuchten Aktien entsprechend ihrer KGVs von hoch bis tief in fünf Klassen eingeteilt. Innerhalb der jeweiligen Klassen haben sie dann ein Ranking nach den Kurs-Buchwert-Verhältnissen vorgenommen und deren Charakteristika untersucht.

Durchschn. Wachstumsraten der Unternehmensgewinne zwei Jahre nach Klassifizierung

		KGV				
		höchste	2	3	4	niedrigste
KBV	höchste	17,5%	-3,6%	-4,5%	-7,6%	-12,5%
	2	23,9%	0,1%	-5,5%	-5,0%	-9,7%
	3	29,4%	3,7%	-3,0%	-2,8%	-9,8%
	4	33,9%	5,8%	-2,3%	-2,9%	-9,4%
	niedrigste	41,0%	16,9%	7,2%	-0,5%	-5,8%

Das wohl spannendste Ergebnis ihrer Studie in Bezug auf die Klassifizierung von Growth und Value betrifft die Wachstumsraten der Unternehmensgewinne. Denn so zeigen ihre Untersuchungen einerseits zwar, dass **hohe KGV im Schnitt mit hohen zukünftigen Wachstumsraten** der Unternehmensgewinne

einhergehen. Die Aussage dreht sich beim KBV aber praktisch um. Innerhalb der jeweiligen KGV-Klasse steigen die Wachstumsraten der Unternehmensgewinne im Schnitt mit sinkenden Kurs-Buchwert-Verhältnissen. Das heißt, innerhalb der jeweiligen KGV-Klasse zeigen **niedrige Kurs-Buchwertverhältnisse Growth- und nicht wie oft angenommen Value-Eigenschaften**. Die Autoren zeigen außerdem auch, dass die Wachstumsraten der Unternehmensgewinne mit abnehmendem Bewertungsniveau (KBV) volatiler, also risikoreicher werden. Damit liefern die Ergebnisse Indizien für die Vermutung, dass ein **niedriges KBV ein Ausdruck von risikoreichem Wachstum** sein könnte. Dies ist dahingehend interessant, da auch die von Fama/French beobachtete Value-Prämie bei Aktien vielmehr eine Kompensation für Wachstumsrisiko sein könnte.

Die Ergebnisse legen nahe, dass die in der Praxis gängige Klassifizierung der Aktienstile Growth und Value anhand von Multiplikatoren nicht trennscharf ist. **Vor allem bei kleineren Unternehmen** besteht das Risiko einer **Fehl-klassifikation**. So tätigen junge Unternehmen oft hohe Investitionen und weisen gleichzeitig geringe oder negative Eigenkapitalrenditen auf. Da sie gleichzeitig als überdurchschnittlich risikoreich gelten, weisen solche Unternehmen oft geringe Kurs-Buchwertverhältnisse auf. Diese nun aber als Value zu klassifizieren, wäre aufgrund des hohen erwarteten Wachstums falsch und hätte Implikationen auf Portfolioebene. So äußert sich eine Fehl-klassifikation von Growth-Titeln als Value oft in einem höher als erwarteten Portfolio-Beta und damit einem höherem Portfoliorisiko. Stilinvestoren sollten daher **über eine reine Multiple-Betrachtung hinausgehen**.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319  
Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2019

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsansagen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.