

Value Made in Liechtenstein

Value Investing war in den vergangenen Jahren, aber vor allem auch über einen länger zurückreichenden Zeitraum, eine sehr lohnende Anlagestrategie. Erfolgreiches Value Investing fordert aber oftmals grosse Disziplin vom Anleger, denn er muss der Versuchung widerstehen, in Phasen von Wachstumseuphorie seine Strategie zu ändern.



Von Christian Zogg

Stv. Geschäftsführer

LLB Asset Management AG, Vaduz

Die Abwärtsbewegung seit Juli 2007 an den globalen Aktienmärkten hat verschiedene mit quantitativen Bewertungsmodellen operierende Hedge Funds in die Bredouille gebracht und damit unter den Anlegern auch den Wert von quantitativen Ansätzen generell in Frage gestellt. Der Zwist, ob Value- oder Growth-Investing die bessere Anlagestrategie sei, ist alt und oft Gegenstand von Publikationen. Die Indexanbieter teilen deshalb seit längerer Zeit die Aktien bedeutender Indizes in Growth- und Value-Titel ein und verfolgen deren Performance. Dabei gehen sie unterschiedlich vor: Meist wird das Preis/Buchwert-Verhältnis (P/B) als Unterscheidungskriterium bemüht, in letzter Zeit wird teilweise zusätzlich das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) miteinbezogen. Dies sind zwar relativ einfach verfügbare Parameter, allerdings sind sie auch recht rudimentäre Kriterien für eine solche Einteilung.

Der MSCI World Index steht in Growth- und Value-Ausprägung seit 1975 zur Verfügung. Wir haben die annualisierte Durchschnittsrendite und Volatilität in Schweizer Franken der Totalertragsindizes vom 1.1.1975 bis zum 1.5.2007 analysiert; die Berechnungen erfolgten auf Basis monatlicher Returns. Während die Volatilität des Gesamtindexes und des Value-Teils nahe bei 17% liegen, sind die Schwankungen des Growth-Teils mit 17,8% etwas höher. Grösser ist der Unterschied bei der Performance. Die durchschnittliche Jahresrendite des Value-Indexes übertraf diejenige des Growth-Indexes um über 3,5 Prozentpunkte.

Noch grösser ist der Unterschied bei den Small Caps. Die gleiche Analyse (in US-Dollars), basierend auf dem Russell 2000 Index, für den die beiden Teilindizes seit 1979 zur Verfügung stehen, zeigt ein noch deutlicheres Bild: Die annualisierte Rendite des Value-Teils liegt 2,5 Prozentpunkte über derjenigen des Gesamtindexes und 5,4 Prozentpunkte über dem Growth-Index. Auffällig ist auch die um über 7 Prozentpunkte höhere Volatilität des Growth-Segments.

In effizienten Märkten müsste der Anleger im Durchschnitt für das höhere Risiko, das er mit Wachstumswerten eingeht, entschädigt werden, während Rendite und Schwankungsbandbreite für die Substanzwerte entsprechend geringer sein müssten. Gerade unter Berücksichtigung der Tatsache, dass Growth- und Value-Indizes den Anlegern schon seit langer Zeit zur Verfügung stehen, ist es erstaunlich, dass diese Marktineffizienz bis zum heutigen Tag Bestand hatte. Gründe dafür sind wohl darin zu suchen, dass Substanzwerte einen «Tick» zu billig sind, da der Markt etwas zu skeptisch bezüglich der Entwicklung dieser Unternehmen ist, während Wachstumswerte etwas zu teuer notieren, weil sich An-

leger immer wieder von schönen «Stories» blenden lassen. Eine andere mögliche Erklärung ist, dass in einem Portfolio von teuren Wachstumswerten einige wenige Totalausfälle die Volatilität stark erhöhen und die Performance des Portfolios markant verschlechtern.

Das LLB Quant-Value-Modell

Die Indexanbieter verwenden P/B und KGVs als Unterscheidungskriterien zwischen Value und Growth, wobei zur Berechnung der KGVs Konsensusgewinnsschätzungen verwendet werden. Unsere Backtests zeigen, dass bessere Kriterien für die Identifikation von unterbewerteten Aktien existieren. Besonders effektiv sind Grössen basierend auf dem Free Cash-flow und das Verhältnis vom Kurs zu dem in der letzten Periode ausgewiesenen Gewinn.

Wir haben bei der Liechtensteinischen Landesbank ein Modell zur Aktienauswahl entwickelt, das auf von uns historisch getesteten Zeitreihen für einzelne fundamentale Grössen basiert. Neben Kenngrössen zur Unterscheidung zwischen günstigen und teuren Aktien, die mit rund 50% in die Gesamtbewertung eingehen, gelangen weitere Beurteilungskriterien zur Anwendung. Dies sind sowohl Messgrössen zur Gewinndynamik, zum Kapitaleinsatz und zur Finanzierung sowie Momentumsindikatoren. Dieses ausgewogene Modell haben wir ausgiebigen Backtests unterzogen. Dabei wurden jeweils die grössten 1500 Aktien eines Marktes beurteilt und nach der Rangierung in 10 Klassen zu je 150 Aktien eingeteilt. Die Betrachtung der verketteten Performance des besten Dezils im europäischen Markt über die letzten 20 Jahre ergab ein durchschnittliches jährliches Alpha von über 13 Prozentpunkten gegenüber dem MSCI Europe Total Return Index. Im dabei unterstellten monatlichen Rebalancing

mussten durchschnittlich jeweils rund 28% des Portfolios ersetzt werden. Unter der Annahme, dass dafür eine Courtagage von 35 bp bezogen auf das Volumen entrichtet werden muss, betrug das Alpha 10,6 Prozentpunkte.

Nur Disziplin in allen Marktphasen führt zum Erfolg

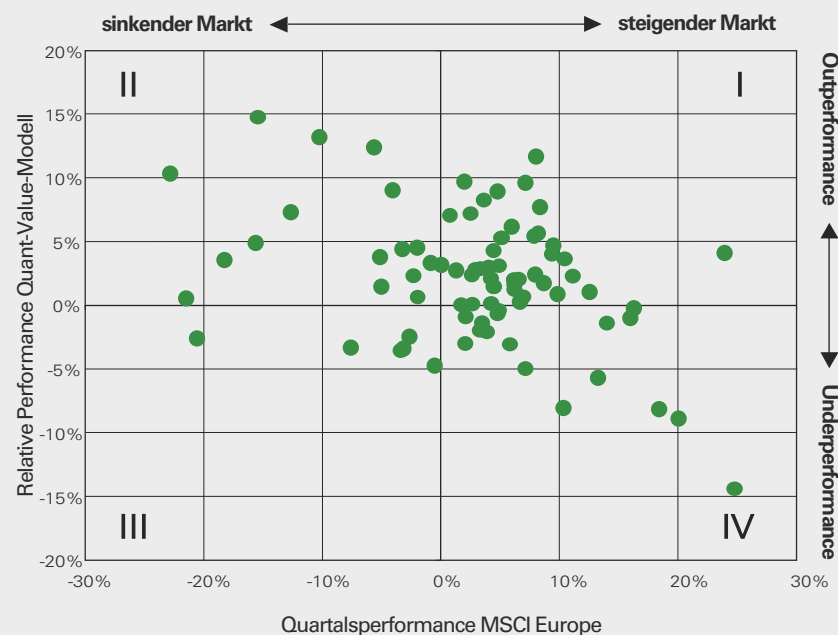
Zur weiteren Beurteilung des Modells haben wir die relative Performance während verschiedener Marktstimmungen untersucht. Die Darstellung der relativen Performance gegenüber der Marktpformance zeigt, dass das Modell besonders in Phasen schlechter Märkte deutliche Vorteile besitzt (siehe nebenstehende Grafik). Dies war zu erwarten, da Substanzwerte in Abwärtsbewegungen ein geringeres Beta zeigen.

Kritisch für den langfristigen Anlageerfolg sind aber die Quartale deutlicher Underperformance bei gleichzeitig hoher Marktpformance. Diese im 4. Quadranten dargestellten Ereignisse sind zwar nicht besonders zahlreich, bergen aber die Gefahr, dass der Anleger das Modell für überholt hält und auf eine aggressivere Strategie wechselt, um die entgangene Performance wettzumachen. Auf Phasen grosser Euphorie folgt oft eine Phase starker Korrekturen, in denen die mutmasslich als Alternative gewählten Hochbeta-Strategien besonders stark verlieren. Die Anwendung eines Quant-Value-Ansatzes bedingt also eine gewisse Disziplin und die Fähigkeit, über längere Anlagezeiträume disponieren zu können.

Erfolgreiche Umsetzung im Fondsprodukt

Als praktisches Beispiel aus der Aktienfondspalette gehen wir etwas detaillierter auf den «LLB Aktien Regio Bodensee (CHF)» ein. Der Fonds investiert in Small und Mid Caps in den Märkten Schweiz und Süddeutschland. Das oben beschriebene Modell reiht die im geographischen Anlageuniversum verfügbaren Aktien innerhalb eines Gesamtuniversums von 5000 Aktien des europäischen Marktes, unabhängig ihrer Cluster-Einteilung, in Small, Mid oder Large Caps ein. Das Produkt ist grundsätzlich immer voll investiert, nimmt also keine Asset

LLB Quant-Value-Modell: Relative Performance in verschiedenen Marktphasen



Y-Achse: Differenz zwischen der Quartalsperformance des besten Dezils des Quant-Modells Europa (monatliches Rebalancing, Transaktionskosten von 35 bp berücksichtigt anhand der tatsächlich angefallenen Transaktionen) und der Quartalsperformance des MSCI Europe Total Return.

X-Achse: Quartalsperformance MSCI Europe Total Return.

Quellen: Worldscope, I/B/E/S, Factset, Datastream, MSCI; Zeitraum 31.12.1987 – 30.03.2008

Allocation vor. Insofern ist bei dem gewählten Ansatz von einem Relative-Value-Ansatz zu sprechen; bei einer absoluten Value-Philosophie gäbe es nämlich durchaus Zeitspannen, in denen überhaupt nicht oder nur geringfügig investiert werden könnte. Da im Modell vorwiegend tatsächlich erwirtschaftete Grössen und nur wenige prognostizierte Daten einfließen, spielt es auch keine Rolle, dass Small und Mid Caps über eine deutlich geringere Research-Abdeckung verfügen als Large Caps.

Im 5-Jahres-Zeitraum von Mai 2003 bis Mai 2008 konnten total 261 Wochen beobachtet werden. Davon konnte der Fonds gegenüber seinem Benchmark 54% Wochenperioden positiv und 46% negativ abschliessen. Die durchschnittliche positive Abweichung betrug 0,73%, die negative -0,62%. Auf Monatsbasis war der Fonds in 60% der Perioden besser, in 40% schlechter. Die durchschnittliche Abweichung betrug +1,62% gegenüber -1,14%. Auf

Quartalsbasis konnte der Fonds in 74% der Perioden besser abschneiden und musste nur in 26% der Fälle eine schlechtere Performance hinnehmen.

Ohne detailliert auf die nobelpreisgekrönte Finanzmarkttheorie von Markowitz und Fama einzugehen, kann wohl der Schluss gezogen werden, dass Kursprognosen auf sehr kurze Zeitperioden eher einem Geschäft mit dem Zufall entsprechen. Über längere Zeitstapen nimmt die Prognosesicherheit des Modells aber zu, ohne den Anspruch erheben zu wollen, dass dies in jeder Marktphase gelingen würde. Aus praktischer Sicht gilt es zu beachten, dass ein statistisches Konzept in dieser Form dazu dient, möglichst viele positive Wetten zu setzen und nicht auf den «Lucky Punch» zu hoffen. Positiv auf die Performance wirkt sich auch aus, Wetten eher gleich gewichtet und nicht entsprechend ihrem Gewicht in einem Index zu setzen.

www.llb.li •