

Einfache Value-Strategien schlagen den Markt

Von Dr. Hendrik Leber und J. Henrik Muhle, ACATIS Anlageberatung für Investmentfonds GmbH, Frankfurt am Main

Der US-Milliardär Warren Buffett und die von ihm geleitete Investmentholding Berkshire Hathaway dürfte den meisten Anlegern ein Begriff sein. Wie aber verhält es sich mit Tom Knapp, Walter Schloss oder Christopher Browne?

Diese Vier haben gemeinsam, dass sie äußerst erfolgreiche Value-Anleger sind und entweder bei Benjamin Graham studierten oder seine Schriften sehr genau gelesen haben. Benjamin Graham ist der geistige Vater des Value-Investierens und Begründer der Aktienanalyse. Sein - zusammen mit David Dodd 1932 erschienenes - Werk „Security Analysis“ legte den Grundstein für diese Art der Kapitalanlage. Die empirische Überprüfung der beschriebenen Methoden hat allerdings erst in den letzten 20 Jahren verstärkt Auftrieb erhalten.

In einer Meta-Studie haben wir 48 überwiegend akademische Studien und daraus resultierend 96 Teilstudien zu diesem Thema analysiert. Die Antwort ist eindeutig: Einfache Value-Strategien schlagen den Markt.

Ein Value-Investor zahlt für die Aktie einer Firma nie mehr als ihren inneren Wert (Barwert aller diskontierten zukünftigen Einzahlungsüberschüsse oder Reingewinne). Weil diese Bestimmung jedoch aufgrund der Unsicherheit der Welt eher theoretischer Natur ist, bedienen sich Value-Investoren zahlreicher Kennzahlen, die sie als Hilfsindikatoren für Wert ansehen. Dazu gehören insbesondere ein niedriges Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), ein niedriges Kurs-Buchwert - Verhältnis (KBV), ein niedriges Kurs-Umsatz -Verhältnis (KUV) oder ein niedriges Ks-Cash-Flow - Verhältnis (KCV). Eine andere Kennziffer ist eine hohe Dividendenrendite. Auch dazu rechnen kann man Firmen, deren Insider Aktien der betreffenden Gesellschaft kaufen oder deren Management Aktienrückkaufprogramme durchführt. Firmen mit geringerer Marktkapitalisierung zu kaufen, wird ebenfalls häufig als Value-Strategie bezeichnet (kleine Firmen können schneller wachsen und werden weniger vom Markt beachtet).

Die durchschnittliche Outperformance der Value-Strategien liegt bei 7,5% p.a.

Mit den kurz skizzierten einfachen Value-Strategien wäre im Durchschnitt von 1926-1998 eine Outperformance von 7,5% p.a. gegenüber einem Marktindex bzw. dem Mittelwert der getesteten Strategien möglich gewesen, vgl. Tabelle 1).¹ Der Median der Überrendite liegt bei 5,3% p.a. In 75% aller Studien liegt die Outperformance im Intervall von 2,0 bis 9,9% p.a. Wir haben für die Auswertung dieser Strategien jeweils die untersten/obersten 20-25% aller

¹ Wenn in den Studien ein Marktindex wie z.B. der S&P 500 oder der MSCI als Vergleich angegeben wurde, so haben wir diesen als Bezugsgröße für die erzielte Outperformance genommen. In den anderen Fällen wurden die verschiedenen in den Studien ausgewiesenen Klassenresultate aufsummiert und durch die Anzahl der Klassen geteilt, so dass ein Mittelwert die Bezugsgröße darstellt. In der überwiegenden Zahl der Studien wurden 5 oder 10 Klassen gebildet, so dass der errechnete Mittelwert einem entsprechenden Vergleichsindex recht nahe kommen dürfte. Beispiel: Quintilergebnisse für die Kurs-Gewinn-Strategie bei Goodman/Peavy (1985), absteigend sortiert: 23,6%; 18,3%; 15,3%; 11,9%; 5,4% ergeben einen Mittelwert über die 5 Klassen von 14,9%, d.h. eine Outperformance in diesem Fall der Value-Strategie von 8,7% (23,6% minus 14,9%).

untersuchten Werte ausgewählt (also z.B. die 25 von 100 Werten mit den niedrigsten KGV's oder der höchsten Dividendenrendite).

Einige der auffallend guten Ergebnisse sind allerdings darauf zurückzuführen, dass die Anzahl der gewählten Werte kleiner ist als 20% (Aktiengewinnrendite, Nettoumlaufvermögen), d.h. das stärker selektiert wurde.² Bei anderen Ergebnissen sind die Untersuchungszeiträume relativ kurz (bei Insiderkäufen im Schnitt nur etwa 3 Jahre) oder die Auswahl der Studien ist verhältnismäßig klein (siehe Tabelle 1: Aktienrückkäufe, Kursverfall, Eigenkapitalrendite, Relative Stärke), so dass die Aussagekraft relativiert ist.

Die Überlegenheit der einfachen Value-Strategien erscheint aber insgesamt gesichert zu sein, während das Ausmaß der Überlegenheit zur Diskussion steht.

Tabelle 1

Strategietyp	Outperformance der Strategie in % p.a.		Anzahl der Teil- studien	
	Durchschnitt	Median		
Stromgrößen – Ertragsstärke und Kurs				
	- Kurs-Gewinn-Verhältnis	3,9	3,3	20
	- KGV (Aktiengewinnrendite)	12,5	-	2
	- Kurs-Cash-Flow-Verhältnis	6,1	5,3	6
	- Kurs-Umsatz-Verhältnis	4,6	5,6	3
	- Dividendenrendite	4,9	5,5	8
Bestandsgrößen – Buchwerte und Kurs				
	- Kurs-Buchwert-Verhältnis	6,2	5,6	29
	- Nettoumlaufvermögen	19,5	18,7	3
Ertragsgrößen				
	- Eigenkapitalrendite	4,2	-	1
Kursorientierte Größen				
	- Kursverfall	14,9	-	2
	- Relative Stärke	2,1	-	1
Verhaltensorientierte Größen				
	- Insiderkäufe	21,2	18,2	7
	- Aktienrückkäufe	8,5	-	1
Größe der Firma				
	- Kleinfirmeneffekt	7,0	4,2	13
Ergebnis insgesamt		7,5	5,3	96

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

² Vgl. dazu Oppenheimer (1984) und Oppenheimer (1986) sowie Tweedy Browne (1992). Unter Aktiengewinnrendite wird der Kehrwert vom Kurs-Gewinn-Verhältnis verstanden. Das Nettoumlaufvermögen wird nicht immer einheitlich definiert. Man versteht darunter jene Posten in der Bilanz, die kurzfristig zu Bargeld gemacht werden können, also Wertpapiere des Umlaufvermögens, der Saldo aus Forderungen und Verbindlichkeiten, liquidierbare Vorräte sowie das Bargeld natürlich selbst, abzüglich der Schulden (kurz- und langfristige) der Gesellschaft.

Die Ergebnisse gelten weltweit

Mehr als die Hälfte aller Studien beziehen sich auf die USA.³ Daneben existieren weltweit angelegte Studien, deren Ergebnisse wir getrennt nach den verschiedenen Ländern ausgewertet haben.

In diesen Untersuchungen dominieren neben den USA noch Großbritannien, Frankreich, Kanada, Australien und Deutschland. Die Outperformance der Value-Ansätze steht in keinem der untersuchten Märkte zur Diskussion.

In den USA und Japan schneiden die drei häufigsten Value-Strategien relativ gut ab, in Deutschland ist die Überrendite geringer.⁴ Australien ist aufgrund nur einer ausgewerteten Studie weniger aussagefähig (vgl. Tabelle 2).⁵

Tabelle 2

Outperformance der 3 häufigsten Strategietypen in %				Durchschnitt der drei Strategietypen	Anzahl der Teil-studien
Land	KBV	KGV	Klein-firmeneffekt		
- Australien	-	-	41,6	41,6	1
- Deutschland	1,4	3,2	1,4	2,0	6
- Europa	6,1	4,1	-	5,1	2
- Frankreich	6,0	3,2	4,0	4,8	4
- Japan	8,6	4,0	5,6	6,4	7
- Kanada	-	-	5,4	5,4	2
- Schweiz	3,7	-	-	3,7	1
- UK	3,4	6,1	4,7	4,9	7
- USA	7,3	3,5	3,7	5,6	30
- Welt	3,4	-	-	3,4	2
Ergebnis insgesamt	6,2	3,9	7,0	5,6	62

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Die Ergebnisse gelten für alle betrachteten Zeiträume

In den ausgewerteten Studien wurden von den Autoren Zeiträume zwischen den Jahren 1926 und 1998 betrachtet. Der Großteil der Untersuchungen bezieht sich auf die Kapitalmarktentwicklung in den 50er, 60er, 70er und 80er Jahren. Im Durchschnitt liegt die untersuchte Zeitspanne pro Studie bei 21,5 Jahren. Die ausgewiesenen Renditen sind Mittelwerte, die der Anleger während der Betrachtungsperiode im Durchschnitt pro Jahr erzielt hätte (siehe Graphik 1).⁶ D.h., im Einzelfall hätten die Value-Strategien in einem oder mehreren

³ Es existieren allerdings auch einige Studien, die sich nur auf Deutschland, Großbritannien oder etwa Kanada beziehen. Vgl. etwa Stock (2001), Levis (1989) oder Berges/McConnell/Schlarbaum (1984).

⁴ Aufgrund der teilweise eher geringen Anzahl an Studien zu bestimmten Strategien haben wir hier die drei Strategien ausgewählt, zu denen uns die größte Anzahl an Studien vorlag. Daher beträgt die Anzahl der ausgewerteten Studien in Tabelle 2 nur noch 62 nach 96 in Tabelle 1.

⁵ Die Angaben in Prozent für die drei Strategien entsprechen jeweils dem Mittelwert. Die Prozentzahl „Durchschnitt der drei Strategietypen“ ergibt sich für jedes Land wie folgt: (Mittelwert KGV*Anzahl Studien KGV+ Mittelwert KBV*Anzahl Studien KBV+ Mittelwert Größe*Anzahl Studien Größe)/Gesamtzahl aller Studien.

⁶ So betrug die Überrendite des Kleinfirmeneffekts in der Untersuchung von Banz (1981) in der betrachteten Periode von 1926-1980 im Durchschnitt 1,3% p.a., was bedeutet, dass in einigen Jahren die Performance weit besser, in

Jahren durchaus schlechter als der Markt liegen können. Bei einer Haltedauer von fünf Jahren und mehr kann allerdings mit einiger Sicherheit davon ausgegangen werden, mit einer einfachen Value-Strategie besser abzuschneiden als der breite Markt.⁷

Graphik 1



Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Die erfolgreichen Strategien sind einfach

Für die meisten der untersuchten Strategien benötigt man weder Chartprogramme noch komplizierte Berechnungen oder Zukunftsprognosen. Ein Blick in die Vergangenheit – auf Bilanz- oder Kursdaten – reicht vollkommen aus. Einfache Value-Strategien wie etwa KGV, KBV oder Dividendenrendite funktionieren am besten. So brachten Strategien auf Basis der Kennzahlen KGV (+3,9%), KBV (+6,2%), Dividendenrendite (+4,0%), KCV (+6,1%) oder KUV (+4,6%) im Durchschnitt einen beträchtlichen Mehrertrag gegenüber dem jeweiligen Vergleichswert.

Eine Kombination mehrerer Strategien erhöht die Outperformance nur in einigen Fällen

Eine Kombination von mehreren Value-Kennziffern erhöht die Überrendite oft nur geringfügig. Im Einzelnen ergeben zwar mehrere Kombinationen eine höhere Überrendite, im Durchschnitt aller Strategien sind die Kombinationsstrategien allerdings um 0,4% p.a. schlechter als Einzelstrategien (vgl. Tabelle 3).⁸

manchen schlechter als der Markt war. In die Darstellung der Graphik 1 ist diese Studie folglich in den Jahren 1926-1980 jeweils mit 1,3% Outperformance einbezogen worden, so dass die Graphik selbst wieder einen Mittelwert von Mittelwerten darstellt. Für die Zeit von 1926-1953 betrug die Anzahl der einbezogenen Studien 7 und weniger. Von 1954-1993 betrug die ausgewertete Anzahl stets mehr als 20 Studien. In der Spitze waren 77 Studien in der Auswertung berücksichtigt. Für die restlichen Perioden fiel die Anzahl von 19 in 1994 auf 1 in 1998 ab.

⁷ Vgl. etwa Lakonishok/Shleifer/Vishny (1994) oder Tweedy Browne (1992).

⁸ Für die Angaben zu den isolierten Outperformance-Werten sowie den Werten zu den Kombinationsstrategien gilt das gleiche Berechnungsprinzip wie bereits in Tabelle 2, Fußnote 6 beschrieben.

Tabelle 3

Outperformance kombinierter Strategien in % p.a.				
Strategietyp	Outperformance Isoliert	Outperformance Kombinationen	Veränderung mit Kombinationen	Beste Kombination
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	3,9	3,9	+0	Kleinfirmeneffekt (6,6)
- KGV (Aktiangewinnrendite)	19,4	12,5	-6,9	Keine Kombination (19,4)
- Kurs-Umsatz-Verhältnis	2,6	4,6	+2,0	Relative Stärke (5,7)
- Kurs-Buchwert-Verhältnis	5,6	6,2	+0,6	Geringe Verschuldung (21,4)
- Nettoumlaufvermögen	18,1	19,5	+1,4	Geringe Verschuldung (22,4)
- Ergebnis insgesamt	7,9	7,5	-0,4	

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Eine Kombination mit kursbezogenen Faktoren erhöht die Outperformance deutlich – auf beispielsweise 9% p.a.

Kombiniert man die klassischen Value-Kennzahlen mit kursbezogenen Faktoren wie der relativen Stärke oder mit vergangenen Kurs-Verlierern, so steigert sich beispielsweise die Outperformance der Kurs-Buchwert-Strategie von isoliert 5,6 (siehe Tabelle 3) auf 8,9% p.a. (nicht in den Tabellen angegeben). Dieser Umstand könnte ein Hinweis darauf sein, dass insbesondere Aktien, die in der Vergangenheit ein Mauerblümchen-Dasein führten oder schlimmer noch, die gar zu den größten Kursverlierern gehörten, vom Markt übermäßig abgestraft werden, so dass ihr Börsenwert kleiner ist als ihr wahrer Wert. Das Risiko eines Käufers ist dann mehr psychologischer Natur, da es Mut braucht, eine Meinung konträr zur Mehrheitsmeinung des Marktes zu vertreten. Liegt der Investor mit seiner Meinung dagegen richtig, so verfügt er über eine Sicherheitsmarge in seinem Investment.⁹ Stellen sich - oft allerdings erst nach jahrelangem Warten - dann solche Kurse ein, die den wahren Wert der Firma widerspiegeln, so realisiert er die bereits beschriebene Überrendite.

Auch andere kursbezogene Strategien können erfolversprechend sein. So erhöht die Kombination der Strategie relativer Stärke mit der Kurs-Umsatz-Strategie die Überrendite um 2,9% von 2,6% auf 5,7% p.a. (vgl. Tabelle 3). Die Anzahl der Studien dazu ist allerdings recht gering.

Wird die höhere Rendite der Value-Strategien erkauf mit einem höheren Risiko?

Es ist bis dato nicht zweifelsfrei geklärt, ob die höheren Erträge von Value-Strategien Ergebnis von Marktanomalien sind oder ob die Überrenditen mit höheren Risiken¹⁰ erkauf werden. Im Falle eines erhöhten Risikos von Anlagestrategien mit Überrenditen stünde die Effizienz der

⁹ Der Begriff der Sicherheitsmarge geht zurück auf Benjamin Graham. Die Sicherheitsmarge lässt sich wie folgt definieren: Sicherheitsmarge = Innerer Wert einer Firma abzüglich Marktwert einer Firma (Marktwert des Eigen- und Fremdkapitals).

¹⁰ Unter „Risiko“ wird im Allgemeinen eine Abweichung (z.B. Standardabweichung) eines Wertpapiers oder einer Klasse von Wertpapieren von einem definierten Vergleichsindex verstanden. Diese Auffassung ist mehrheitlich akzeptiert und Kern der modernen Finanzierungstheorie; sie wird jedoch mitunter von Value-Investoren in Frage gestellt. Vgl. dazu van Biema (2003).

Kapitalmärkte nicht in Frage. Diese These findet ihre wichtigsten Vertreter in Fama und French.¹¹ Lassen sich dagegen systematisch und dauerhaft höhere Erträge ohne eine Zunahme des Risikos erzielen, was von Lakonishok, Shleifer und Vishny sowie DeBondt und Thaler vertreten wird, so ist die Hypothese effizienter Kapitalmärkte verletzt.¹²

Wenn auch noch keine einheitliche Meinung diesbezüglich herrscht, so vertreten wir die Auffassung, dass Kapitalmärkte nicht zu jeder Zeit Aktien richtig bewerten und somit Marktanomalien der Hauptgrund dafür sind, dass systematische Überrenditen existieren können.

Die insgesamt geringere Rendite für die Strategiekombinationen im Vergleich zu einzelnen Strategien (wie aus Tabelle 3 ersichtlich) könnte vor diesem Hintergrund auch ein Preis für ein geringeres Risiko darstellen. Dieser Aspekt ist allerdings von uns noch nicht ausgewertet worden, so dass wir an dieser Stelle lediglich unsere Vermutung darlegen können.

Zumindest für den deutschen Kapitalmarkt geht die Outperformance mit einer geringeren Volatilität einher

Für den deutschen Kapitalmarkt scheinen die empirischen Daten die These von Lakonishok et al. gut zu bestätigen. Sowohl für den Firmengrößeneffekt als auch für das Kurs-Cash-Flow-Verhältnis konnte eine geringere Volatilität, d.h. ein geringeres Risiko beobachtet werden.¹³

Strategien, die auf Extrapolation von Kursen und Umsätzen basieren, funktionieren nicht

Der Kauf von Aktien, die in der Vergangenheit durch hohes Umsatzwachstum oder starke Kursgewinne aufgefallen sind, ist keine gute Strategie. Die einfache Fortschreibung der Vergangenheitsdaten führte zu Ergebnissen, die nicht nur schlechter als die Value-Strategien, sondern meistens auch noch schlechter als der Markt abschnitten. Die Ergebnisse von Umsatzextrapolationen von vergangenen 5-Jahresperioden untersuchen Lakonishok, Shleifer und Vishny (1994). Ihr Urteil: Werte mit einem hohen Umsatzwachstum in der Vergangenheit weisen oft unterdurchschnittliche Kursentwicklungen in der Zukunft auf. Bei DeBondt und Thaler (1987) schneidet das Quintil mit dem höchsten KBV (und der besten Performance der vorangegangenen vier Jahre) in den zukünftigen vier Perioden mit $-1,3\%$ Gesamtertrag ab, während das Quintil der Werte mit dem niedrigsten KBV (und einer schlechten Vergangenheitsperformance) eine Gesamtertragsrendite von $+40,7\%$ erzielen konnte.¹⁴

¹¹ Vgl. beispielsweise Fama/French (1992), (1998) und (2000).

¹² Siehe Lakonishok/Shleifer/Vishny (1994) und DeBondt/Thaler (1985). Für den europäischen Markt kommen Brouwer/van der Put/Veld (1997) ebenfalls zu dem Ergebnis, dass die Überrenditen nur zum Teil durch höheres Risiko erklärt werden können.

¹³ Vgl. Stehle (1997) zum Firmengrößeneffekt. Bei Wohlschieß (1997) findet sich u.a. eine Untersuchung für das Kurs-Cash-Flow-Verhältnis von DAX und MDAX-Werten, wobei allerdings die dort untersuchte Zeitspanne von 1987-1996 relativ kurz angesetzt ist. Diese Studie ist nicht in den Auswertungen berücksichtigt worden.

¹⁴ Der Markt entwickelte sich im Vergleich dazu mit $+15,3\%$.

Gute Unternehmen müssen keine guten Investments sein

Vermeintlich gute Unternehmen (in der Literatur wegen ihrer rasanten Umsatz- und/oder Kursentwicklung oft treffend „Glamour-Aktien“ genannt) - so bestätigt auch die empirische Kapitalmarkttheorie - müssen keine guten Investments sein. Gute Unternehmen sind aus Sicht der Mehrheitsmeinung des Marktes solche, die beispielsweise ein hohes KGV oder KBV aufweisen. Dieser hohe Wert drückt die Hoffnung der Anleger aus, dass das vergangene Wachstum in die Zukunft fortgeschrieben werden kann. Mit dieser Erwartung hoher zukünftiger Erträge wird die hohe Bewertung gerechtfertigt. Doch sind die Bewertungen solcher Titel schlichtweg zu hoch. Enttäuscht die Firma die hohen Erwartungen des Marktes (z.B. bei Verlangsamung des Wachstums, Unternehmenskrisen oder höherem Wettbewerbsdruck), so kollabieren die Bewertungen zwangsläufig. Deshalb schneiden diese Strategien bei längerfristiger Betrachtung schlechter als der Markt ab.¹⁵

Die Top 5 Strategien

In Tabelle 4 sind kurz die fünf Strategien aufgeführt, welche die höchsten Überrenditen in allen 96 untersuchten Teilstudien aufwiesen. Die Darstellung dient vor allem zur Illustration, welche Outperformance mit der Anwendung einfacher Value-Strategien möglich gewesen wäre. Die geringe Anzahl einbezogener Studien lässt keine strengen Schlüsse zu, gibt allerdings einen Hinweis darauf, wo zukünftig ähnliche Untersuchungen erfolgversprechend sein könnten.

Tabelle 4

Strategietyp	Outperformance in % p.a.	Literatur
1. Nettoumlaufvermögen und geringe Verschuldung	22,4	Tweedy Browne (1992)
2. KBV und geringe Verschuldung	21,4	Tweedy Browne (1992)
3. Insiderkäufe	21,2	Baesel/Stein (1979), Devere (1968), Jaffe (1974), u.a.
4. Nettoumlaufvermögen	19,5	Oppenheimer (1986), Tweedy Browne (1992)
5. Aktiengewinnrendite	19,4	Oppenheimer (1986), O'Shaughnessy (1998)

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Zu 1. Nettoumlaufvermögen und geringe Verschuldung

Tweedy Browne (1992) haben in einer Untersuchung des Zeitraums 1970-1981 aus 7000 US-börsennotierten Firmen ein Portfolio mit allen Werten gebildet, deren Nettoumlaufvermögen 1,5-mal größer war als ihr Börsenwert und deren Verschuldung nicht mehr als 20% in Relation zu ihrem Anlagevermögen betrug. Diese Strategie ist erstmals systematisch von Benjamin Graham angewendet worden. Das Nettoumlaufvermögen ist - wie bereits in Fußnote 2 erläutert - definiert als liquidierbares Umlaufvermögen abzüglich aller Schulden des Unternehmens.

¹⁵ Siehe auch DeBondt/Thaler (1985) oder Lakonishok/Shleifer/Vishny (1994).

Zu 2. KBV und geringe Verschuldung

Ausgewählt wurden alle Werte, deren Marktwert weniger als 40% vom Buchwert betrug (d.h. alle Werte mit einem $KBV < 0,4$) und deren Verschuldung nicht mehr als 20% in Relation zum eigenen Anlagevermögen ausmachte.

Zu 3. Insiderkäufe

Die Käufe von Insidern sind ein wichtiger Indikator für zukünftige Unternehmensentwicklungen, wie mehrere Studien zeigen. Der Wissensvorsprung von Insidern ist ein qualitativ hochwertiges, öffentlich verfügbares Signal. Um dieses Signal sinnvoll nutzen zu können, ist eine Filterung erforderlich. Nur wenige Insider haben überlegene Kenntnisse, und nur bestimmte Transaktionstypen (Käufe) haben prädiktive Wirkung.

Zu 4. Nettoumlaufvermögen

Zum Nettoumlaufvermögen gilt das bereits in Fußnote 2 und Abschnitt *Nettoumlaufvermögen und geringe Verschuldung* Gesagte.

Zu 5. Aktiengewinnrendite

Die Aktiengewinnrendite ist der Kehrwert vom Kursgewinnverhältnis. Je höher also diese Kennzahl ausfällt, umso attraktiver ist eine Aktie. Auch diese Strategie geht auf Benjamin Graham zurück. Gekauft wird, wenn die Aktiengewinnrendite mindestens doppelt so hoch ist wie die Rendite von Anleihen, welche mit AAA bewertet worden sind.

Schlussfolgerungen

Die von uns durchgeführte Untersuchung lässt folgende Schlussbetrachtung zu:

Fokus auf Fundamentaldaten

Eine Vielzahl von Studien beschäftigt sich mit der Nutzung von *Kurs*informationen für die Prognose von Kursbewegungen. Eine solche Prognose gelingt nicht. Diese Erkenntnisse decken sich mit den Theorien zur effizienten Verarbeitung von Informationen im Kapitalmarkt, die Überrenditen auf Basis von öffentlich verfügbaren Informationen nicht zulassen. Der Versuch, vorherzusagen, was andere Marktteilnehmer denken, gleicht dem Versuch der Quadratur des Kreises. Marktteilnehmer passen ihre Handlungsweisen so an, dass es unmöglich wird, Vorhersagen über die Entscheidungen anderer Marktteilnehmer zu treffen.

Umso erstaunlicher ist es, dass einfache *Fundamentaldaten* helfen, handhabbare Strategien zu generieren, mit denen der Markt langfristig systematisch und mit gleich bleibendem oder weniger Risiko outperformt werden kann. Man müsste meinen, dass auch hier der Markt die Überlegenheit von Value-Strategien bemerkt und die durch diese Strategie erzielten Überrenditen langfristig durch Adaption verschwinden müssten. Allerdings hat die Empirie

eindrucksvoll bestätigt, dass dieses bisher nicht der Fall gewesen ist, da die Strategien schon in den 20er Jahren des letzten Jahrhunderts entdeckt worden sind, ihre Wirksamkeit bis heute allerdings angehalten hat.

Um erfolgreich zu sein, muss man die Meinung der Mehrheit ignorieren können

Die Gründe für das Vorhandensein und Verbleiben der Value-Strategien könnten in den angedeuteten Problemen der Entscheider liegen, konträr zur Mehrheitsmeinung des Marktes Anlageentscheidungen zu treffen.¹⁶ Obwohl unpopuläre Aktien oft bessere Fundamentaldaten als „Glamour-Aktien“ aufweisen bzw. günstig bewertet sind und daher die bessere Rendite versprechen, gibt es Gründe, warum diese kurzfristig gemieden werden, so dass Überrenditen verbleiben können. Die Popularität von „Glamour-Aktien“ ist aus Sicht des Anlegers irrational, kann aber aus Sicht des anlegenden Managers, der fremde Gelder verwaltet, rational sein. Der Entscheider, der von einer Mehrheitsmeinung abweicht, muss für den Fall eines Irrtums eher mit Sanktionen (z.B. Jobverlust) rechnen, als wenn er mit der Mehrheit falsch liegt und eine leichte Underperformance akzeptiert.¹⁷ Darum werden institutionelle Anleger tendenziell eher teure, aber populäre Aktien empfehlen. Private Anleger haben diese institutionellen Zwänge nicht, doch verhalten sie sich auch in einem sozialen Kontext (Presse, Fernsehen, Familie, Stammtisch), der sie in Richtung populäre Aktien beeinflusst.

Wenn sich keiner traut, dass zu kaufen, was unpopulär ist, fallen diese Aktien, bis Value-Anleger sie einsammeln, das Management Aktien zurückkauft, die Gesellschaft übernommen oder von der Börse genommen wird oder die Nachrichtenlage sich wieder normalisiert, so dass der Käufer die Überrendite realisieren kann. Je unabhängiger der Anleger bei seiner Auswahl agieren kann, umso eher dürfte dieser profitable Value-Strategien verwenden und umso erfolgreicher müsste dann dieser Investor agieren.¹⁸

Geduld zahlt sich aus

Während in der Einjahresbetrachtung viele Value-Strategien im Durchschnitt in 7 von 10 Fällen besser als der Gesamtmarkt abschnitten, so erhöht sich die Überlegenheit dieser Strategie bei einer Haltedauer der Wertpapiere von 5 Jahren auf 10 von 10 Fälle.¹⁹ Oft dauert es eine Weile, bis vermehrt Anleger den wahren inneren Wert einer Firma entdecken oder die Nachrichtenlage wieder positiver wird.²⁰ Aber: Wer langfristig anlegt, kann sich relativ sicher sein, den Markt mit Value-Strategien deutlich zu schlagen.

Selters schlägt Sekt

Unpopuläre, unbeachtete und vergessene Mauerblümchen sind oft bessere Anlagen als „Glamour-Aktien“, die in jeder Anlegerzeitschrift, den Empfehlungshitparaden der Banken, im Freundeskreis oder im Fernsehen heiß diskutiert werden.

¹⁶ Vgl. Lakonishok/Shleifer/Vishny (1994).

¹⁷ Siehe etwa die Ausführungen bei Lakonishok/Shleifer/Vishny (1994).

¹⁸ Diese Aussagen spiegeln unsere Meinung wider. Systematische Untersuchungen dazu haben wir allerdings bis dato noch nicht angestellt.

¹⁹ Siehe Lakonishok/Shleifer/Vishny (1994). Ähnliche Ausführungen bei van Biema (2003).

²⁰ Vgl. DeBondt/Thaler (1985), die bemerken, dass ihre Ergebnisse zu ihrer Verblüffung mit dem übereinstimmen, was bereits Benjamin Graham in 1920 und später herausgefunden hatte.

Unser Weltbild

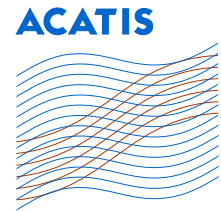
Wir glauben, dass Kapitalmärkte nicht effizient im Sinne der Efficient Market Hypothesis (strenge und halb strenge Form) sind und dass systematische Überrenditen zu erzielen sind. Durch einfache Value-Strategien, die auf öffentlich zugänglichen Informationen beruhen, lassen sich die Vergleichsindizes nachweislich deutlich schlagen. Dies zeigen die von uns untersuchten Studien. Wir vermuten, dass eine weitergehende Analyse und aktives Stockpicking die Rendite der mechanistischen Value-Strategien noch übertreffen können. Unserer Meinung nach werden die Gründe für die Marktanomalien auch weiterhin existieren. Sie lassen sich nach unserer Ansicht durch institutionelle Zwänge und psychologischen Druck erklären. Unabhängigkeit in der Anlageentscheidung ist demnach ein Kriterium, das den Erfolg von Investmentmanagern begünstigt.

Literaturverzeichnis

- Baesel/Stein (1979)**, The Value of Information: Inferences From the Profitability of Insider Trading, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Banz (1981)**, The Relationship Between Returns and Market Value of Common Stocks, *Journal of Financial Economics*.
- Basu (1977)**, Investment Performance on Common Stocks in Relation to Their Price/Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, *Journal of Finance*.
- Basu (1983)**, The Relationship Between Earnings Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks, *Journal of Financial Economics*.
- Berges/McConnell/Schlarbaum (1984)**, The Turn-of-the-Year in Canada, *Journal of Finance*.
- Berry/Dreman**, in: Tweedy Browne (1992), What has Worked in Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns. Tweedy Browne's Company Homepage www.tweedy.com.
- Biggs (1991)**, Ben Graham Would be Proud, Morgan Stanley & Co Research Report.
- Bouwer/van der Put/Veld (1997)**, Contrarian Investment Strategies in a European Context, *Journal of Business Finance & Accounting*.
- Brown/Klein/Kleidon/Marsh (1983)**, Stock Return Seasonalities and the Tax-Loss Selling Hypothesis, *Journal of Financial Economics*.
- Chan/Hamao/Lakonishok (1991)**, Fundamentals and Stock Returns in Japan, *Journal of Finance*.
- Chisholm (1991)**, Quantitative Applications for Research Analysts, in: *Investing Worldwide II*, Association for Investment Management and Research.
- DeBondt (1998)**, A Portrait of the Individual Investor, *European Economic Review*.
- DeBondt/Thaler (1985)**, Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*.
- DeBondt/Thaler (1987)**, Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, *Journal of Finance*.
- Devere (1968)**, Insider Trading and Future Performance of NYSE Common Stocks 1960-1965, Portland State College.
- Fama/French (1992)**, The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*.
- Fama/French (1998)**, Value versus Growth: The International Evidence, *Journal of Finance*.

- Davis/Fama/French (2000)**, Characteristics, Covariances, and Returns: 1929 to 1997, Journal of Finance.
- Glass (1966)**, Extensive Insider Accumulation as an Indicator of Near Term Stock Price Performance, Ohio State University.
- Goodman/Peavy (1985)**, Hyper-Profits, Doubleday & Company.
- Ibbotson (1986)**, Portfolios of the New York Stock Exchange 1967-1984, Working Paper, Yale School of Management.
- Jaffe (1974)**, Special Information and Insider Trading, Journal of Business.
- Keim (1988)**, in: Stock Market Anomalies, ed. by Dimson, Cambridge University Press.
- Keim (1989)**, Earning Yield and Size Effect, in: A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets, ed. by Taylor, Springer.
- Keppler (1991)**, Further Evidence on the Predictability of International Equity Returns: The Importance of Cash Flow in Country Selection, Journal of Portfolio Management.
- Keppler (1991)**, The Importance of Dividend Yields in Country Selection, Journal of Portfolio Management.
- King/Roell**, in: Tweedy Browne (1992), What has Worked in Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns. Tweedy Browne's Company Homepage www.tweedy.com.
- Kotkamp/Otte (2001)**, Die langfristige Performance von DAX-Dividendenstrategien, Kredit und Kapital.
- Lakonishok/Shleifer/Vishny (1994)**, Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, Journal of Finance.
- LaPorta/Lakonishok/Shleifer/Vishny (1997)**, Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency, Journal of Finance.
- Levis**, Market Size, PE Ratios, Dividend Yield and Share Price, in: Tweedy Browne (1992), What has Worked in Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns. Tweedy Browne's Company Homepage www.tweedy.com.
- Levis (1989)**, Stock Market Anomalies: A Reassessment Based on the U.K. Evidence, Journal of Banking and Finance.
- Levis/Moxton**, in: Tweedy Browne (1992), What has Worked in Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns. Tweedy Browne's Company Homepage www.tweedy.com.

- Loomis (1985)**, Beating the Market by Buying Back Stock, Fortune Magazin.
- Nakamura/Terada (1984)**, The Size Effect and Seasonality in Japanese Stock Returns, Nomura Research Institute.
- O'Higgins/Downes (2000)**, Beating the Dow, Harper.
- Oppenheimer (1984)**, A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria, Financial Analysts Journal.
- Oppenheimer (1986)**, Ben Graham's Net Current Asset Values: A Performance Update, Financial Analysts Journal.
- O'Shaughnessy (1998)**, What Works on Wall Street – A Guide to the Best Performing Strategies of All Time, McGraw-Hill.
- Poterba/Summers (1988)**, Mean Reversion in Stock Prices, Journal of Financial Economics.
- Power/Lunie**, The Overreaction Effect – Some U.K. Evidence, in: Tweedy Browne (1992), What has Worked in Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns. Tweedy Browne's Company Homepage www.tweedy.com.
- Rogoff (1964)**, The Forecasting Properties of Insider Transactions, Michigan State University.
- Reinganum (1983)**, Portfolio Strategies Based on Market Capitalization, Journal of Portfolio Management.
- Schiereck/Weber (1995)**, Zyklische und antizyklische Handelsstrategien am deutschen Aktienmarkt, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung.
- Sharpe/Capaul/Rowley (1993)**, International Value and Growth Stock Returns, Financial Analysts Journal.
- Shefrin/Statman (1997)**, Comparing Expectations About Stock Returns to Realized Returns, Working Paper Santa Clara.
- Stehle (1997)**, Der „Size“-Effekt am deutschen Aktienmarkt, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft.
- Stock (2001)**, Zur Tauglichkeit des Kurs-Gewinn-Verhältnisses für die Prognose von Aktienkursveränderungen – eine Replik, Zeitschrift für Betriebswirtschaft.
- Tweedy Browne (1992)**, What has Worked in Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns. Tweedy Browne's Company Homepage www.tweedy.com.
- Van Biema (2003)**, Value Investing – From Graham to Buffett and Beyond, Vontobel Asset Management.



Wohlschieß (1997), Investmentstyles, DG Bank Research.

Zweig (1976), Canny Insiders: Their Transactions Give a Clue to Market Performance, Barrons.

Die Autoren erreichen Sie unter ACATIS Anlageberatung für Investmentfonds GmbH, Taunusanlage 18, 60325 Frankfurt am Main, Tel. 069-975837-77, Fax 069-975837-99, info@acatis.de, www.acatis.de. Fertiggestellt am 19. Februar 2003. Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte sind Eigentum der Autoren.