

Erscheinungsdatum: **09.07.2003**
Ausgabe: **54**
Seite: **20**
Rubrik: **SCHWEIZ**

Value- und Growth-Investing mit SMI-Titeln – Strategie Dogs of the Dow auf den Schweizer Markt übertragen Anlagen in Substanzwerte rentieren besser



Von Pascal Lang und Philipp Lütolf

In der Baisse, wenn die Aktienkurse längere Zeit sinken, versuchen sich die Investoren an gewisse Strategien zu klammern. Unter anderem finden auch Valueinvesting-Strategien in solch turbulenten Börsenzeiten eine grosse Resonanz unter den Anlegern. Der Value investor verhält sich antizyklisch und investiert seine Mittel in Aktien, welche andere Anleger meiden. Das geringe Anlageinteresse nach diesen Titeln führt dazu, dass der aktuelle Kurs unter den inneren Aktienwert sinkt. Für die so genannten Value stocks oder Substanzwerte resultiert dann eine Unterbewertung. Sobald der Aktienmarkt diese erkennt und korrigiert, erreicht der Value investor eine überdurchschnittliche Rendite auf seinen Anlagen.

Zahlreiche internationale Studien zeigen, dass der Value investor den Marktdurchschnitt über längere Perioden schlagen kann. Auch Portefeuilles bestehend aus an der Schweizer Börse kotierten Substanzwerten erreichten in der Vergangenheit im Durchschnitt höhere Renditen als der Gesamtmarkt.

Am IFZ Institut für Finanzdienstleistungen in Zug der Hochschule für Wirtschaft HSW Luzern befasst man sich ebenfalls mit der Thematik des Value investing. In einem Forschungsprojekt untersuchten wir, ob ein Value investor den Swiss Market Index (SMI) seit seiner Lancierung im Jahr 1988 geschlagen hätte. Dabei wurden jeweils einmal pro Jahr, am 31. Dezember, die fünf im SMI enthaltenen Aktien mit dem tiefsten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) zu gleichen Anteilen in ein Value-Portefeuille aufgenommen und während eines Jahres gehalten. Nach Ablauf eines Jahres erfolgte eine Umschichtung des Portefeuilles (vgl. untenstehende Tabelle). Dasselbe Vorgehen liegt der bekannten Anlagestrategie Dogs of the Dow zu Grunde, mit welcher der Value investor im Dow Jones Industrial Average Index kotierte Dividendenwerte berücksichtigt.

Auswahlkriterien

Die Empfehlung, unterbewertete Aktien zu kaufen, ist für den Anleger einleuchtend. Auf mindestens teilweise effizienten Börsen stellt sich für ihn jedoch die Frage, wie er eine Unterbewertung erkennt. Als Indikatoren für unterbewertete Aktien gelten beispielsweise ein tiefes Kurs-Gewinn-Verhältnis

(KGV), ein tiefes Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) oder eine hohe Dividendenrendite. Titel mit einem hohen KGV, KBV oder einer tiefen Dividendenrendite, so genannte Growth stocks oder Wachstumswerte, werden vom Value investor hingegen gemieden.

Ein Value investor, welcher zwischen 1988 und 2001 ein Portefeuille bestehend aus den fünf SMI-Titeln mit dem tiefsten KGV hielt, schlug den Markt am deutlichsten. Mit dieser Strategie wuchs ein im Juni 1988 investiertes Kapital von 10000 Fr. bis im Dezember 2001 auf 94897 Fr. Das entspricht einer jährlichen Rendite von 17,4% (vgl. einspaltige Abbildung). Der SMI legte in derselben Periode im Durchschnitt lediglich um 12,9% zu, sodass ein passiver Indexanleger 54864 Fr. erreicht hätte. Ausgeschüttete Dividenden wurden in diesen Berechnungen in die jeweiligen Aktien reinvestiert. Auch ein Portefeuille mit den anhand des KBV am tiefsten bewerteten Aktien führte in der betrachteten Periode zu einer höheren durchschnittlichen Rendite als der SMI. Mit dieser Strategie resultierte per Ende 2001 ein Betrag von 86383 Fr. Aktien mit einer hohen Dividendenrendite führen hingegen während der beobachteten Periode nicht zu einer höheren Rendite als der SMI. Dazu ist jedoch zu vermerken, dass die am höchsten rentierenden Titel nicht im SMI vertreten sind.

Portefeuilles, welche Wachstumswerte umfassen, führen zu deutlich tieferen durchschnittlichen Renditen. Mit den fünf anhand des KGV am teuersten bewerteten Aktien erreichte ein Anleger lediglich eine jährliche Rendite von 7,1%. Hätte der Investor Aktien mit einem hohen KBV gehalten, wäre die Rendite sogar nur 4,8%. Die Anfangsinvestition von 10000 Fr. wächst auf einen Betrag von 26080 Fr. (hohes KGV) bzw. 19296 Fr. (hohes KBV).

Die Entwicklung der Portefeuilles «tiefes KGV» und «hohes KGV» im Vergleich zum SMI zeigt die zweiseitige Abbildung unten. Dabei wird deutlich, dass die beiden Portefeuilles bis 1996 eine vergleichbare Performance erreichten. Ein in Growth stocks investiertes Vermögen hätte sich gleich wie in Value stocks angelegtes Kapital ungefähr verdreifacht. Zur selben Performance hätte auch eine Investition in den SMI geführt. Ab 1997 unterscheidet sich die Performance hingegen deutlich. Wie aus der Grafik zu entnehmen ist, schlägt das Value-Portefeuille den Gesamtmarkt jedoch erst ab dem Jahr 1999.

Es gilt zu beachten, dass die beschriebenen Value-Anlagestrategien im Vergleich zur Strategie Kaufen und Halten, mit welcher der Investor Titel aus dem SMI im Portefeuille hat, zu höheren Transaktionskosten führen. Daher wurde die Performance der Value-Strategien in der IFZ-Studie auch unter der Berücksichtigung von Transaktionskosten berechnet. Es wurde dabei davon ausgegangen, dass die totalen Transaktionskosten im Durchschnitt einem Prozent des investierten Kapitals entsprechen. Um dies zu berücksichtigen, wird die jährliche Rendite der Value-Strategien jeweils um einen Prozentpunkt reduziert. Es zeigt sich, dass die beiden Value-Portefeuilles auch unter der Berücksichtigung von Transaktionskosten zu einer höheren durchschnittlichen Rendite führten als der SMI. Mit den Strategien «tiefes KGV» bzw. «tiefes KBV» resultierten durchschnittliche Renditen von 16,3 bzw. 15,5%. Beide Werte liegen deutlich über der durchschnittlichen Rendite des SMI von 12,9%.

Wachstumsaktien enttäuschen

Die Ergebnisse der IFZ-Studie scheinen zu belegen, dass Value-investing-Strategien zumindest während der Untersuchungsperiode auch am schweizerischen Aktienmarkt zu überdurchschnittlichen Renditen führen. Das Portefeuille bestehend aus den Aktien mit den tiefsten KBV bzw. KGV schlägt den SMI in neun bzw. acht von vierzehn Perioden. Wachstumsaktien sollte der Anleger hingegen meiden. Beide Growth-Portefeuilles erreichten nämlich nur in vier Perioden eine bessere Performance als der SMI. Diese Ergebnisse belegen, dass Value-investing-Strategien nur mit einer konsequent über mehrere Jahre andauernden Anwendung funktionieren. Die Auswertungsperiode der IFZ-Studie ist mit 13,5 Jahren jedoch kurz. Um die Überlegenheit der Anlage in Value stocks statistisch signifikant nachzuweisen, müsste ein längerer Zeitraum analysiert werden. Weil die Studie allerdings die Analyse der SMI-Titel umfasst, setzt die Lancierung des SMI im Juni 1998 die untere Grenze für die Auswertungsperiode.

Des Weiteren gilt es zu beachten, dass ein Portefeuille bestehend aus fünf verschiedenen Aktien dem Anleger keine genügende Diversifikation bietet. Das Value-Investoren trotz einer geringen Diversifikation den Markt schlagen können, bestätigte jedoch auch der Erfolg der Strategie Dogs of the Dow. Für den SMI besteht zudem eine etwas hohe Finanzlastigkeit. Wie die Tabelle zeigt, umfasste das Value-Portefeuille in zehn der vierzehn untersuchten Perioden mindestens drei Titel aus der Finanzbranche.

Verlässliche Angaben abwarten

Der Value investor stützt sich auf die veröffentlichten Unternehmenszahlen. Daher ist für ihn eine hohe Datenqualität essentiell. Da am 31. Dezember der aktuelle Buchwert des Eigenkapitals noch nicht vorliegt, kann der Anleger die Selektion der Substanzwerte zu diesem Zeitpunkt nicht auf der Basis der neusten Unternehmensdaten vornehmen. Aus diesem Grund wurde die Strategie «tiefes KBV» auch mit dem Portfolioumschichtungsstichtag 31. März analysiert. Mit dieser Strategie erzielte der Value investor zwischen 1988 und 2001 eine durchschnittliche jährliche Rendite von 17,95%, sodass ein Endkapital von 100836 Fr. resultiert hätte. Somit handelt es sich dabei um die erfolgreichste Anlagestrategie.

Des Weiteren ist der Value investor auf die Zuverlässigkeit der Unternehmensdaten angewiesen. Während der Beobachtungsperiode verbesserte die Veränderung der geltenden Rechnungslegungsvorschriften die Datenqualität. Das Konzept der True and fair view schränkt beispielsweise den Gestaltungsspielraum der stillen Reserven ein. Diesen Entwicklungen zu einer höheren Datenqualität sind die Betrugsabsichten gewisser Manager entgegenzuhalten, die in letzter Zeit zum Vorschein gekommen sind.

Im Börsenjahr 2002 verlor der SMI 27,8% an Wert. Ein Value investor, der die Strategie «tiefes KGV» verfolgt, hätte am 31. Dezember 2001 die Titel Bâloise, Givaudan, Richemont, Sulzer und Swisscom in sein Portefeuille aufgenommen. Mit einem Wertverlust von 19,4% hätte dieses Portefeuille den SMI bis Ende Jahr deutlich geschlagen. Allerdings ist das bessere Abschneiden des Value-Portefeuilles zu einem grossen Teil auf die Entwicklung der Givaudan-Titel (+22,5%), welche als eine der wenigen Schweizer Aktien an Wert gewannen, zurückzuführen.

▲ Seitenanfang