



**Dipl.-Wirtsch.-Inf. Norbert Keimling, Kapitalmarktforschung der Huber Portfolio AG**

## Einfache Value-Strategien zahlen sich aus: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis

Nach der amerikanischen Ratingagentur Morningstar schlagen gerade einmal 20 Prozent der professionell gemanagten Investmentfonds langfristig die Aktienindices. Obwohl diese Ergebnisse nahe legen, dass überdurchschnittliche Aktienerträge selbst mit hohem Aufwand kaum zu erzielen sind, werden immer wieder Studien publiziert, die zu gegenteiligen Schlussfolgerungen gelangen. Insbesondere sog. Value-Strategien stehen dabei regelmäßig im Fokus der Autoren und scheinen der Theorie effizienter Kapitalmärkte zu widersprechen.



Viele dieser Arbeiten suggerieren, dass selbst private Investoren mühelos durch eine Investition in niedrig bewertete Aktien überdurchschnittliche Erträge erwarten können. Innerhalb der folgenden Artikelreihe werden wir dieser Fragestellung näher auf den Grund gehen. In dieser Ausgabe steht dabei zunächst das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im Fokus der Betrachtungen.

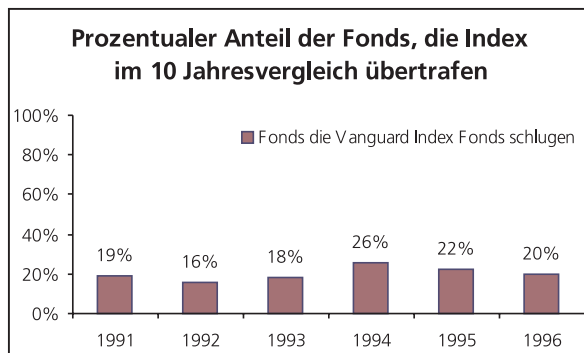


Abb. 1: Anteil der aktiv gemanagten Aktienfonds welche den Vanguard Index 500 Fonds (Nachbildung des S&P500) in den zehn vorausgehenden Jahren schlagen konnten. (Quelle: Morningstar)

Das KGV gibt darüber Auskunft, ob ein Unternehmen - gemessen an seinen Gewinnen - hoch oder niedrig bewertet ist. Hoch bewerteten und in der Presse stark präsenten "Glamour"- oder "Growth"-Unternehmen traut man in der Regel überdurchschnittliche Wachstumsraten zu, während die Perspektiven von niedrig bewerteten

"Value"- Unternehmen zumeist negativ beurteilt werden. Obwohl man eigentlich davon ausgehen könnte, dass insbesondere Unternehmen mit glänzenden Zukunftsperspektiven zukünftig auch die höchsten Renditen versprechen, fand bereits Nicholson 1960 heraus, dass es sich vielmehr lohnt, auf unpopuläre Aktien zu setzen:

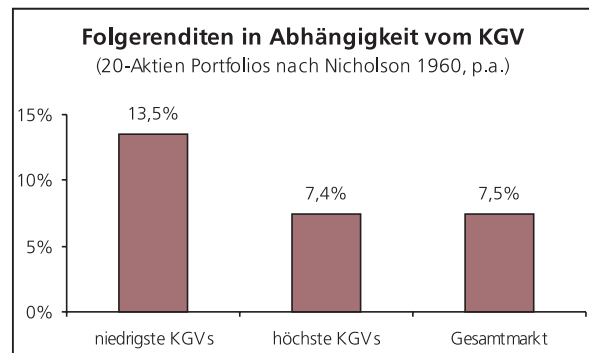


Abb. 2: 20-Aktien-Value-Portfolio schlägt 20-Aktien-Glamour-Portfolio und den Gesamtmarkt im Zeitraum von 1939-1959 im US-amerikanischen Aktienmarkt (Nicholson 1960).

Im Zeitraum von 1939-1959 erzielte eine einfache Value-Strategie, welche jeweils jährlich in die 20 günstigsten US-amerikanischen Aktien investierte, Renditen von 13,5 Prozent p.a., während das hoch bewertete Glamour-Portfolio gerade einmal Wertzuwächse von 7,4 Prozent verbuchen konnte. In den letzten beiden Dekaden folgten Dutzende weitere Untersuchungen, welche diese Ergebnisse nahezu ausnahmslos bestätigten. Mittlerweile herrscht in der akademischen Welt breite Einigkeit: Value schlägt Glamour nahezu unabhängig von Untersuchungszeitraum oder Strategiedefinition. Wie Tabelle 2 zeigt, übertrafen Portfolios mit niedrig bewerteten Aktien hoch bewertete je nach Aktienmarkt und Beobachtungsperiode um jährlich 3,9-10,0 Prozent.

Doch Value-Aktien schlagen nicht nur Glamour-Aktien. Zahlreiche Studien belegen, dass Investoren in der Vergangenheit mit Hilfe von KGV-basierten Value-Strategien auch den Gesamtmarkt um jährlich 3-4 Prozent übertreffen konn-



Biasarme Studie	Zeitraum	Markt	Value - Glamour
Fama/French (1992)	1963-1990	US	10,0% p.a.
Davis (1994)	1940-1963	US	9,6% p.a.
Lakonishok/Shleifer/Vishny (1994)	1968-1990	US	3,9% p.a.
Fama/French (1998)	1975-1995	12 Märkte	4,1% p.a.
Fama/French (1998)	1987-1995	18 Emerging Markets	12,8% p.a.
O'Shaughnessy (1998)	1952-1996	US	4,6% p.a.
Wallmeier (2000)	1967-1994	D	7,2% p.a.
<b>Eigene Studie (2004)</b>	<b>1990-2004</b>	<b>5 Märkte</b>	<b>7,5% p.a.</b>

Tabelle 1: Value-Studien zum KGV. „Value-Glamour“ gibt darüber Auskunft, um wieviel Prozent niedrig bewertete Value-Aktien hoch bewertete Glamour-Aktien schlagen (p.a.).

ten. Dies verdeutlicht bspw. O'Shaughnessy: Hätte ein Investor 1951 100 Dollar jeweils jährlich zu gleichen Teilen in die 50 US-Aktien mit den niedrigsten KGVs investiert, hätte er 2003 ein Vermögen von über 97.900 Dollar angehäuft. Eine Investition in den US-Markt hätte lediglich zu einem Endvermögen von 34.800 Dollar geführt. Das Portfolio mit den hoch bewerteten Glamour-Aktien erwies sich mit einem Endvermögen von 10.400 Dollar als die mit Abstand schlechteste Alternative.

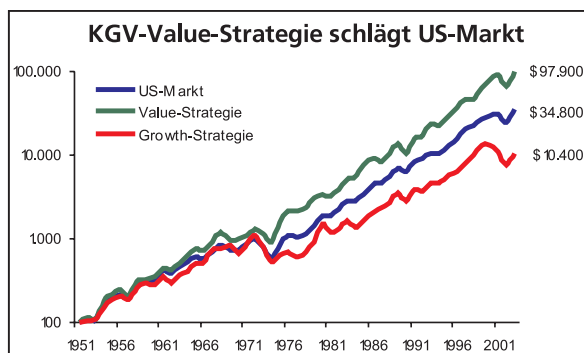


Abb. 3: Jährliche Investition in die 50 US-Aktien mit den niedrigsten (Value) bzw. höchsten (Glamour) KGV von 1952-03 (1952-96: O'Shaughnessy, 1997-03: eigene Untersuchungen)

Eigene Untersuchungen konnten diesen Zusammenhang auch im jüngeren Zeitraum von 1990-2004 in fünf internationalen Aktienmärkten bestätigen. Wie Abbildung 4 verdeutlicht, hätte sich eine jährliche Investition in die niedrigst bewerteten Unternehmen in jedem der fünf Märkte langfristig ausgezahlt. Wenngleich die Value-Strategien auf 3- bis 5-Jahressicht z.T. noch un-

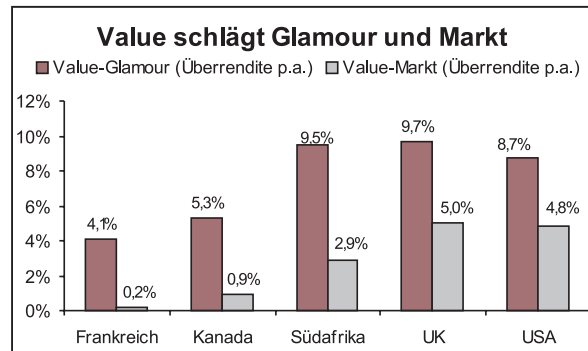


Abb. 4: Jährliche Überrenditen der KGV-Value-Strategien von 1990-04 gegenüber Glamour-Strategien (rot) und dem Markt (grau).

terdurchschnittliche Renditen erwirtschafteten - so z.B. in den späten 90ern - übertrafen die niedrig bewerteten Value-Depots auf Sicht von 15 Jahren ausnahmslos sowohl die Glamour- wie auch die Marktportfolios.

Neben der Höhe der Überrenditen stellt sich für Anleger die entscheidende Frage nach dem Risiko derartiger Strategien. Sollten Value-Aktien tatsächlich risikobehafteter sein, könnte man die Überrenditen als eine notwendige Belohnung dafür ansehen, dass Investoren ein größeres Risiko eingehen müssen, hinsichtlich ihrer Renditeerwartungen enttäuscht zu werden. Insofern wären die Überrenditen der Value-Strategien rational erklärbar und eine Nutzbarkeit der Value-Prämien im Sinne einer Arbitrage-Möglichkeit ausgeschlossen.

Beta	Zeitraum	Value	Glamour
Fama/French (1992)	1963-1990	1,30	1,38
Davis (1994)	1940-1963	1,45	1,02
<b>Sharpe Ratio</b>			
O'Shaughnessy (1998)	1952-1996	0,50	0,31
Eigene Studie (2004)	1990-2004	0,53	0,15
<b>Min. 5J-Rendite p.a.</b>			
Eigene Studie (2004, US)	1990-2004	+3,0%	-4,7%
Eigene Studie (2004, 7 Märkte)	1990-2004	+4,4%	-4,6%
<b>Outperformance 5 Jahre</b>			
Eigene Studie (2004, 7 M.)	1990-2004	73%	-

Tabelle 2: Jährliche Investition in die Aktien mit den niedrigsten (Value) bzw. höchsten (Glamour) KGVs. Abgebildet sind verschiedene Risikomaße: Beta, Sharpe Ratio, die kleinste gemessene 5-Jahresrendite p.a. sowie die prozentuale Anzahl von Perioden der Outperformance gegenüber der Benchmark.



Um diese Frage zu beantworten, untersuchten zahlreiche Forscher die Risiken einfacher Value-Strategien. Die Mehrzahl von ihnen kam jedoch zu dem Ergebnis, dass niedrig bewertete Aktien keine signifikant höheren fundamentalen Risiken aufweisen als hoch bewertete. Dabei ist es weitgehend unerheblich, welches der gebräuchlichen Risikomaße man zu Rate zieht (siehe Tabelle 2). So ergaben bspw. unsere eigenen Untersuchungen für den Zeitraum von 1990-2004, dass alle internationalen Value-Portfolios höhere risikobereinigte Renditen (Sharpe Ratios) als die korrespondierenden Markt- oder Glamour-Portfolios erzielten. Auch aus Sicht der maximalen Kursverluste stellten Value-Portfolios langfristig die risikoärmere Alternative dar: Alle Value-Portfolios erlitten auf 5-Jahressicht geringere maximale Wertverluste als die korrespondierenden Growth- oder Marktportfolios. Insofern bestätigt die empirische Kapitalmarktforschung eindrucksvoll die schon 1934 von Graham und Dodd geäußerte Theorie:

## Es zahlt sich aus, langfristig auf Aktien mit niedrigen KGVs zu setzen!

Und genau diese Erkenntnisse berücksichtigen wir auch in unseren internationalen Aktienfonds, dem DG Lux Starpoint (LU0114997082) und dem StarCap Priamos (LU0137341359).

Quellen zu diesem Beitrag:

Soweit nicht anders angegeben: Thomson Financial Dastream sowie eigene Berechnungen.

Davis, James L., The Cross-Section of Realized Stock Returns: The Pre-COMPUSTAT Evidence, *Journal of Finance* 49, 5, 1994, S. 1579-1593.

Fama, Eugene F. / French, Kenneth R., The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance* 47, 2, 1992, S. 427-465.

Fama, Eugene F. / French, Kenneth R., Value versus Growth: The International Evidence, *Journal of Finance* 53, 1998, S. 1975-1999.

Lakonishok, Josef / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W., Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *Journal of Finance* 49, 1994, S. 1541-1578.

O'Shaughnessy, James P., Die besten Anlagestrategien aller Zeiten, Verlag Moderne Industrie 2000, 3. Auflage.

Wallmeier, Martin, Determinanten erwarteter Renditen am deutschen Aktienmarkt – Eine empirische Untersuchung anhand ausgewählter Kennzahlen, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 52, Februar 2000, S. 27-57.

### IMPRESSUM UND DISCLAIMER

**Herausgeber:** Huber Portfolio AG, Kronberger Str. 45, 61440 Oberursel; Tel: 06171/887 66-0, Fax: 06171/887 66-49

**Redaktion:** Dipl.-Wirtsch.-Inf. Norbert Keimling

**E-Mail Redaktion:** info@huber-portfolio.de

**Erscheinungsort:** Frankfurt am Main

**Redaktionsschluss:** 13.12.2004

**Besonderer Hinweis:** Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Prognosen stützen sich auf Analyseberichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationen muss dennoch ausgeschlossen werden. Eine Haftung für mittelbare und unmittelbare Folgen der veröffentlichten Inhalte ist somit ausgeschlossen. Insbesondere gilt dies für Leser, die unsere Investmentanalysen und Interviewinhalte in eigene Anlagedispositionen umsetzen. So stellen weder unsere Musterdepots noch unsere Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren einen Aufruf zur individuellen oder allgemeinen Nachbildung, auch nicht stillschweigend, dar. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Fondsjournal stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Dieses Fondsjournal darf keinesfalls als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankundigung ändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die Zukunft.  
© 2005