

Norbert Keimling, Leiter Kapitalmarktforschung StarCapital AG, zur Aussagekraft von Kurs-Buchwert-Verhältnissen

Hohes Wachstum birgt Gefahren...

Sollten Investoren Aktien anhand der erwarteten Wachstumsraten auswählen oder besser auf traditionelle Fundamentalkennzahlen wie das bereits von Graham genutzte Kurs-Buchwert-Verhältnis setzen? Die folgenden Ausführungen gehen dieser Frage näher auf den Grund und zeigen die Gefahren prognostizierter Wachstumsraten.



Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich maßgeblich anhand seines zukünftigen Gewinnwachstums. Die Mehrzahl institutioneller wie auch privater Investoren bevorzugen deshalb Aktien mit hohen prognostizierten Umsatz- oder Gewinnwachstumsraten. Verständlicherweise wissen Investoren ihr Vermögen lieber in Unternehmen mit glänzenden

Zukunftsperspektiven als in potentiallosen Aktien. Doch wie so oft an den Finanzmärkten irrt sich auch hier die Masse. Zahlreiche Studien belegen das Gegenteil: Die für wachstumsstark gehaltenen Unternehmen steigern nicht das Wachstum eines Depots - sie bringen es zum Erliegen!

Bereits 1996 machte der US-Wirtschaftswissenschaftler Rafeal LaPorta die Entdeckung, dass ein Investor, welcher von 1982-1991 jeweils jährlich in die Unternehmen investierte, denen Analysten kein oder nur geringes zukünftiges Wachstum vorhersagten, beeindruckende Renditen von jährlich 30 Prozent erzielt hätte. Eine Investition in die beliebtesten Unternehmen mit den höchsten prognostizierten Gewinnwachstumsraten kam gerade einmal auf 8,6 Prozent. Rückwirkend betrachtet lagen Analysten auch mit ihren Einschätzungen völlig daneben: Während die Schlusslichter der Wachstumsprognosen tatsächlich ihre Gewinne

in den folgenden fünf Jahren um 37 Prozent steigern konnten, wuchsen die für wachstumsstark gehaltenen Unternehmen nicht einmal halb so schnell (Abb. 1).

Der Grund ist, dass Analysten und Investoren vergangene Trends zu weit in die Zukunft extrapolieren. Positive Schlagzeilen und überdurchschnittliches Wachstum verleiten zu optimistischen Prognosen. Wachstumsstarke Unternehmen werden dadurch so bewertet, als würden sie dauerhaft überdurchschnittlich stark wachsen. Dabei bleibt unberücksichtigt, dass sich hohe Margen nur in Ausnahmefällen langfristig aufrechterhalten lassen. Im Normalfall wird ein anwachsender Konkurrenzdruck dafür sorgen, dass sich Gewinnmargen und Wachstumsraten wieder Normalwerten annähern. Folgt später diese Einsicht, brechen nicht nur Wachstumsraten, sondern auch Aktienkurse zusammen.

Geringe Wachstumserwartungen, hohe Renditen

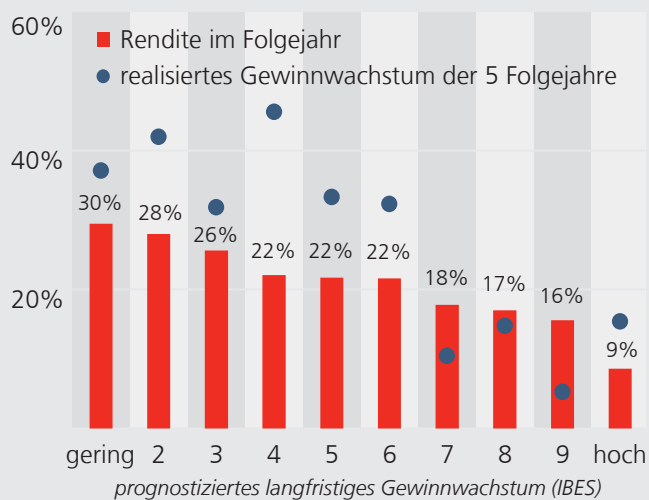


Abbildung 1, Jährliche Aktienrenditen in Abhängigkeit vom prognostizierten Gewinnwachstum sowie die von den Unternehmen tatsächlich erzielten langfristigen Gewinnzuwächse im US-Markt von 1982-1991 (LaPorta 1996).



StarCapital
Aktiengesellschaft
Kronberger Str. 45
61440 Oberursel
Deutschland

StarCapital Swiss
Aktiengesellschaft
Schloss Römerburg
Burgstrasse 8
8280 Kreuzlingen
Schweiz

StarCapital
Société anonyme
2, rue Gabriel Lippmann
5365 Munsbach
Luxembourg

Diese Rückkehr zu Normalwerten („Mean Reversion“) lässt sich jedoch nicht nur in zukünftigen Aktienrenditen oder Gewinnwachstumsraten beobachten. Man kann sie auch in den Unternehmensrentabilitäten nachweisen: Nach einer Studie von Wallmeier erzielen für wachstumsstark gehaltene Unternehmen zwar jeweils in den vorausgehenden Jahren überdurchschnittliche Gesamtkapitalverzinsungen – in den Folgejahren brechen diese jedoch ein (Abb. 2).

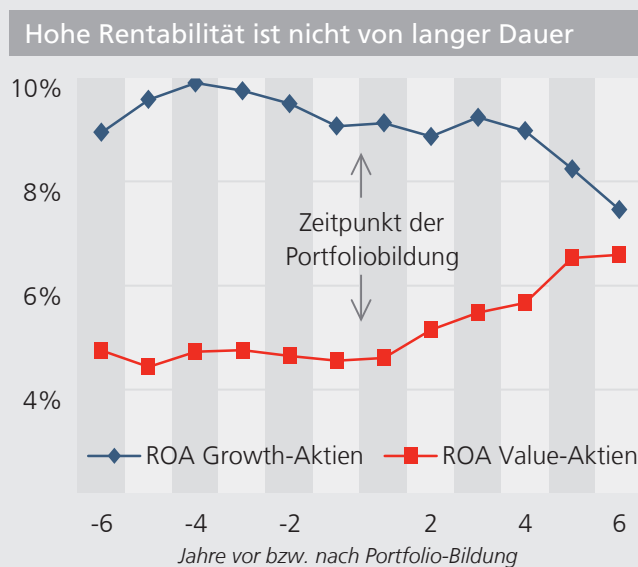


Abbildung 2, Gesamtkapitalrentabilitäten von wachstumsstarken (Growth) sowie wachstumsschwachen (Value) Unternehmen sechs Jahre vor und nach Portfolio-Bildung im Zeitraum 1967-1994 im dt. Aktienmarkt (Wallmeier 2000).

Im Gegensatz dazu überraschen wachstumsschwache Unternehmen zukünftig positiv. Nach einigen Jahren arbeiteten wachstumsschwache und wachstumsstarke Unternehmen wieder auf ähnlichen Rentabilitätsniveaus, wodurch sich extreme Bewertungsunterschiede nicht länger rechtfertigen lassen. Als Folge verbuchen die ehemals als wachstumsschwach eingestuften Unternehmen Kurszuwächse, während die in der Presse stark präsenten Highflyer fallen.

Doch woher resultiert diese Präferenz für Wachstumsaktien? Ein Grund ist, dass die Vergütung institutioneller Fondsmanager üblicherweise an deren kurzfristige Leistung im Vergleich zur Benchmark gekoppelt ist. So ist es für einen Fondsmanager im Regelfall zu riskant, wirklich eigene Strategien zu verfolgen. Sind bspw. Wachstumsaktien in allen Medien präsent und erzielen darüber hinaus hohe Renditen, wird ein Fondsmanager nur schwerlich ein niedrig bewertetes Value-Portfolio vor dem Management und vor von positiven Schlagzeilen verzückten Anlegern rechtfertigen

können. Insofern ist es verständlich, dass sich die Mehrzahl der Fondsmanager eher indexnah ausrichtet und renditestarke oder positiv beurteilte Branchen und Unternehmen bevorzugt und deren Kurse in die Höhe treibt.

Lakonishok, Shleifer und Vishny (1994) begründen die Präferenz von Fondsmanagern für Wachstumsaktien treffend: „to make their lives easier“. Andere Autoren umschreiben dieses Verhalten als „IBM“-Phänomen: So wurde, überspitzt formuliert, noch kein Fondsmanager gefeuert, weil er mit einem „Blue-Chip“ wie IBM herbe Kursverluste hinnehmen musste. Wählt er hingegen niedrig bewertete Aktien ohne jegliche Wachstumsaussichten und erleidet damit negative Renditen, wird sich das nur schwerlich rechtfertigen lassen. Denn dass Value-Aktien ohne jegliche Perspektiven unterdurchschnittliche Renditen erzielen, hat die Mehrzahl der Marktteilnehmer ohnehin schon vorher prognostiziert.

Value-Investoren profitieren von diesen Ineffizienzen. Da sich die Wachstumserwartungen eines Unternehmens in dessen Bewertungsniveau widerspiegeln, setzen valueorientierte Anleger auf Unternehmen, deren zukünftiges Wachstum unterschätzt wird. Sie spekulieren darauf, dass die breite Masse diesen Fehler mittelfristig erkennt und niedrig bewertete Unternehmen als Folge im Kurs steigen.

Dass sich eine Investition in günstige Unternehmen auszahlt, haben wir in vergangenen Ausgaben bspw. für das Kurs-Gewinn-Verhältnis dargestellt. Investoren können jedoch

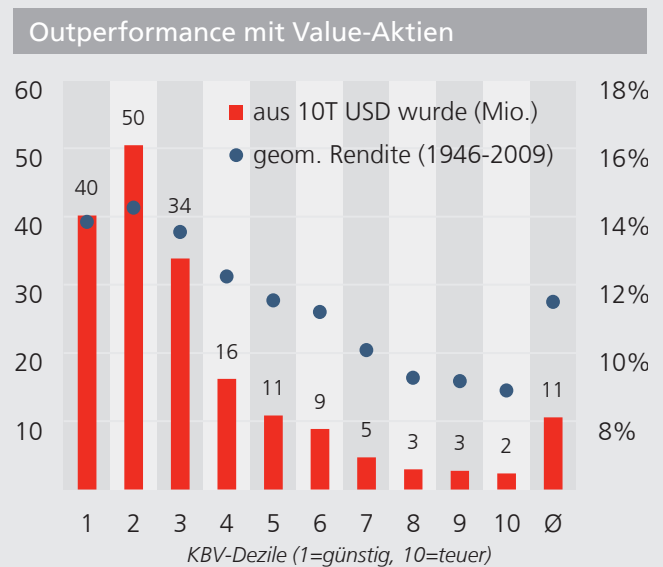


Abbildung 3, kumulierte Wertentwicklung in Abhängigkeit des KBV-Dezils im US-Markt von 1946-2009, All Stocks (O’Shaughnessy 2012).

ebenso auf das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) zurückgreifen, um gewinnbringende Value-Strategien umzusetzen.

Hätte ein Investor bspw. 1946 10.000 Dollar jährlich jeweils in die US-Aktien mit den niedrigsten KBV investiert, hätte er im Jahr 2009 ein Vermögen von 40,1 Mio. Dollar angehäuft. Den Gesamtmarkt – und damit rund 80 Prozent aller Fondsmanager – hätte er um Längen geschlagen (10,6 Mio. Dollar). Am schlechtesten entwickelten sich jedoch die hoch bewerteten Aktien, denen die besten Wachstumsaussichten bescheinigt wurden (2,3 Mio., Abb. 3). Dass beim KBV das zweite Dezil z.T. noch höhere Renditen erzielt als das erste, begründen einige Autoren damit, dass extrem niedrige KBV insbes. in Rezessionsphasen auf wirtschaftliche Schwierigkeiten in einem Unternehmen hindeuten können. Diese „Value-Traps“ lassen sich durch eine Kombination mit Ertrags- oder Momentumkennzahlen deutlich reduzieren.

Zahlreiche Studien bestätigen diesen Zusammenhang in unterschiedlichen Zeiträumen, in verschiedenen Märkten und auf Basis unterschiedlicher Datenbanken (Tab. 1). Im Mittel und über lange Zeiträume schlagen nach dem KBV niedrig bewertete Unternehmen hoch bewertete um jährlich ca. 7 Prozent sowie den Markt um ca. 3 Prozent. Investoren, die Aktien mit niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnissen erwerben, hohe Bewertungen meiden und sich nicht von

glänzenden Wachstumsaussichten verführen lassen, können hiervon systematisch profitieren und einen beachtlichen Mehrwert im Vergleich zur Benchmark aufbauen.

Fußnoten und Quellenangaben

Arshanapalli, Bala / Coggin, Daniel T. / Doukas, John, Multifactor Asset Pricing Analysis of International Value Investment Strategies, Journal of Portfolio Management, 1998.

Capaul, Carlo / Rowley, Ian / Sharpe, William F., International Value and Growth Stock Returns, Financial Analysts Journal, January–February 1993.

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

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

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

Keimling, Norbert, Die Erfolgsaussichten einfacher Value-Strategien, StarCapital, 2004.

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

La Porta, Rafael, Expectations and the Cross-Section of Stock Returns, Journal of Finance 51, 1996.

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

O’Shaughnessy, James P., What Works on Wall-Street, Mc GrawHill 2012, 4. Auflage.

Wallmeier, Martin, Determinanten erwarteter Renditen am deutschen Aktienmarkt, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 52, Februar 2000.

Empirische Studien zum Kurs-Buchwert-Verhältnis

Biasarme Studie zum KBV	Zeitraum	Markt	Datenbasis	Value-Growth	Value-Markt
Fama / French (1992)	1963-1990	USA	Compustat	1,4% p.m.	-
Capaul / Rowley / Sharpe (1993)	1981-1992	6 Märkte	S&P500, UBS	3,4% p.a.	1,9% p.a.
Davis (1994)	1940-1963	USA	Moody's	6,8% p.a.	-
Lakonishok/Shleifer/ Vishny (1994)	1968-1990	USA	Compustat	6,3% p.a.	-
Fama/French (1998)	1975-1995	12 Märkte	Compustat, MSCI	5,6% p.a.	-
Fama/French (1998)	1987-1995	18 Emerging Mkts.	IFC	13,8% p.a.	-
Arshanapalli/Coggin/Doukas (1998)	1975-1995	18 Märkte	I/A MSCI	10,4% p.a.	-
O’Shaughnessy (1998)	1952-1996	USA (Large Stocks)	Compustat	4,4% p.a.	3,5% p.a.
Wallmeier (2000)	1967-1994	Deutschland	DFDB	12,6% p.a.	-
Keimling (2004)	1990-2004	7 Märkte	Thomson Reuters	12,3% p.a.	8,1% p.a.
StarCapital (2009)	1986-2008	32 Märkte	Thomson Reuters	7,1% p.a.	5,1% p.a.
O’Shaughnessy (2012)	1946-2009	USA (All Stocks)	Compustat	5,0% p.a.	2,4% p.a.
Durchschnittliche Renditen				7,0% p.a.	3,5% p.a.

Tabelle 1: Eine Auswahl von empirischen Studien zum KBV. „Value-Growth“ gibt darüber Auskunft, um wie viel Prozent niedrig bewertete Value-Aktien hoch bewertete Glamour-Aktien schlagen, während „Value-Markt“ die jeweils von den Autoren berechneten Überrenditen zur Benchmark angibt.



Das Ganze sehen, die Chancen nutzen.

Impressum

Herausgeber: StarCapital AG, Kronberger Str. 45, D-61440 Oberursel
Tel: +49 6171 6 94 19-0, Fax: +49 6171 6 94 19-49

Vertriebsstelle
Deutschland: StarCapital AG, Kronberger Str. 45, D-61440 Oberursel
Tel: +49 6171 6 94 19-0, Fax: +49 6171 6 94 19-49

Vertriebsstelle
Schweiz: StarCapital Swiss AG, Burgstrasse 8, CH-8280 Kreuzlingen
Tel: +41 71 68685-85, Fax: +41 71 68685-89

Redaktion: Dipl.-Wirt. Inf. Norbert Keimling

E-Mail-Redaktion: info@starcapital.de

Erscheinungsort: Luxemburg, Oberursel

Quellenhinweis: Soweit nicht anders gekennzeichnet, wurden Tabellen und Charts auf Basis von Thomson Reuters Datastream und Bloomberg erstellt.

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 stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Diese Publikation 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 Ankündigung ändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die Zukunft. In Fällen, in denen sich das Management zu bestimmten Wertpapieren äußert, sind wir als Firma, als Privatpersonen, für unsere Kunden oder als Berater oder Manager der von uns betreuten Fonds in der Regel unmittelbar und mittelbar in diesen Wertpapieren investiert. Ein auf unsere Äußerungen folgender positiver Kursverlauf kann also den Wert des Vermögens unserer Mitarbeiter oder unserer Kunden steigern. Im Regelfall ist das Management der Firma StarCapital AG in den eigenen Fonds investiert. Sie können auf unserer Website in den Rechenschaftsberichten und Halbjahresberichten lückenlos feststellen, welche Wertpapiere unsere Fonds zu bestimmten Stichtagen hielten. Aktuelle Daten sind im Regelfall für alle Fonds und für die größten Fondspositionen auf den Factsheets zu unseren Fonds auf unserer Website zu finden. Die Aktien, die die StarCapital AG in Ihren Fonds und in dem von ihr betreuten Portfolios und Sondervermögen hält, können Sie unseren Geschäfts- und Rechenschaftsberichten entnehmen. Alle Rechte vorbehalten. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Anteilserwerb dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung, sie geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind: der ausführliche und vereinfachte Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglement sowie die Berichte. Diese sind kostenlos bei StarCapital AG, Ihrem Berater oder Vermittler, den Zahlstellen, der zuständigen Depotbank oder bei der Verwaltungsgesellschaft (StarCapital S.A. 2, rue Gabriel Lippmann, 5365 Munsbach, Luxembourg) erhältlich. Hinweise zu Chancen und Risiken sowie steuerliche Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt. Stand 30.06.2012. © 2012