

Vernünftig Investieren

Vermögensverwalterbrief 9

„Good companies are generally bad stocks, and bad companies are generally good stocks“

(William J. Bernstein „The Four Pillars of Investing“, McGraw-Hill, 2010)

„Gute Unternehmen“ versus „gute Aktien“

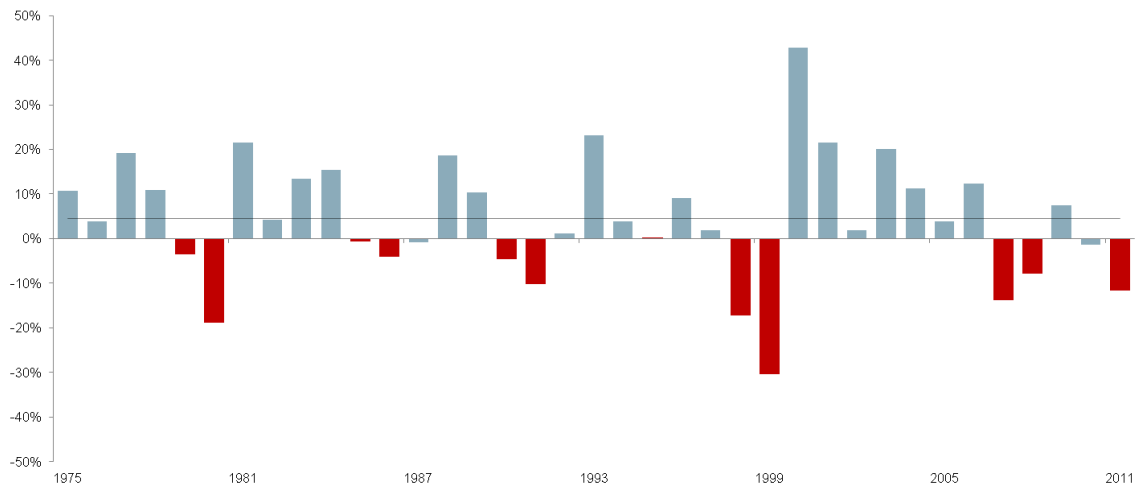
Ein unter Privatanlegern verbreiteter Grundirrtum in Bezug auf Aktien besteht darin, ein gutes Unternehmen mit einer guten Aktie zu verwechseln. Mit gutem Unternehmen ist hier ein betriebswirtschaftliches gutes Unternehmen gemeint, also ein Unternehmen, das bei verbreiteten betriebswirtschaftlichen Kennzahlen, wie etwa dem Umsatz- oder Gewinnwachstum, der Umsatzrentabilität oder der Marktanteilssteigerung, in der jüngeren Vergangenheit bessere Werte aufwies als der Branchendurchschnitt. Um einen Irrtum handelt es sich deswegen, weil es entweder gar keinen oder sogar einen inversen Zusammenhang zwischen Erfolg eines Unternehmens bei diesen betriebswirtschaftlichen Kennzahlen und seiner künftigen Aktionärsrendite gibt.

Historische schlechte Nachrichten zu einem Unternehmen, die in seinen rückwärtsgerichteten betriebswirtschaftlichen Kennzahlen aufscheinen, sind vom Markt bereits eingepreist und können daher per se keinen negativen in die Zukunft gerichteten Renditeeffekt haben.

Gute Unternehmen sind tendenziell Growth-Unternehmen (niedriges Verhältnis des Buchwerts des Eigenkapitals zum Marktwert des Eigenkapitals). Growth-Unternehmen liefern als Gruppe langfristig niedrigere Renditen als ihr Gegenstück, Value-Unternehmen (hohes Verhältnis des Buchwerts des Eigenkapitals zum Marktwert des Eigenkapitals). In der Investmentpraxis versuchen Value-Anleger und konträische Anleger, den Value Effekt aktiv auszubeuten.

Veranschaulicht sehen Sie diesen Zusammenhang in nachfolgender Abbildung:

Abbildung: Risikoprämien weltweiter Value-Aktien („bad companies but good stocks“) als Wertentwicklung des Dimensional Global Large Value Index abzüglich der Renditen des Dimensional Global Large Growth Index in EUR von 1975 bis 2011:



Eine instruktive Untersuchung zu der irrtümlichen und von den Medien fortwährend betriebenen Gleichsetzung von guten Unternehmen mit guten Aktien führte Clayman 1987 durch. Sie untersuchte die Aktienrendite der 29 börsennotierten Unternehmen, die in dem Anfang 1982 erschienenen Finanzbuch „In Search of Excellence-Lessons from America’s Best Run Companies“ von Tom Peters und Roger Waterman als exzellente Unternehmen mit „outstanding financial performance“ genannt worden waren. Peters und Watermann hatten diese mittelgroßen bis großen Unternehmen auf der Basis von attraktiven Werten bei einigen betriebswirtschaftlichen Kennzahlen in den fünf Jahren bis Ende 1980 sowie einiger eher „weicher“ Faktoren ausgewählt.

Clayman stellte den 29 exzellenten Unternehmen eine Vergleichsgruppe unexzellenter Firmen etwa gleicher Marktkapitalisierung gegenüber, die bezüglich der von Peters und Waterman genannten Kennzahlen die schlechtesten Werte in der verwendeten Datenbank aufwiesen. Clayman maß dann die Aktien-Performance der exzellenten und der unexzellenten Unternehmen in den fünf Jahren nach der Auswahl der exzellenten Unternehmen, also von 1981 bis 1985:

	Exzellente Unternehmen	Unexzellente Unternehmen	Markt (S&P 500-Index)
Geom. Rendite	12,7% p.a.	24,4% p.a.	14,7% p.a.
Annualisierte Standardabweichung	17,70%	18,10%	13,90%

Clayman berichtet ferner, dass bezüglich der Mehrzahl der quantitativen Kennzahlen, die Peters und Waterman für die Selektion der exzellenten Unternehmen verwandt hatten, von 1981 bis 1985 eine leichte Annäherung zwischen den beiden Gruppen stattgefunden hatte. Sie nennt in diesem Zusammenhang Regression zum Mittelwert. Insgesamt warnt die Ökonomin vor der naive „assumption that history can be simply extrapolated“. Ilmanen nennt das „overpaying for the growth“.

Betriebswirtschaftlich erfolgreiche exzellente Unternehmen mögen historisch hohe betriebswirtschaftliche Leistungen und hohe Aktienrenditen erzielt haben, sowie in der Gegenwart populäre Arbeitgeber mit überdurchschnittlicher Reputation sein, sie sind aber aus Anlegersicht möglicherweise weniger attraktiv als betriebswirtschaftlich schwache Unternehmen mit geringeren Wachstumsperspektiven. Zukünftige Rendite basiert weder auf guten historischen Kennzahlen, attraktiver Reputation, starken Marktanteilen noch bekanntem erwartetem Gewinnwachstum, wie viele Anleger glauben, sondern ist eine in die Zukunft gerichtete Risikokompensation. Eine besonders gefährliche Strategie besteht darin, auf wenige einzelne Unternehmen zu setzen, denn hier kann der Anleger doppelt bestraft werden, durch „overpaying for historical growth“ und durch Tragen nicht systematischen Risikos, für das der Markt keine Kompensation bietet.

Generell empfohlene Literatur zum Thema:

Kommer, Dr. Gerd: Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger in Deutschland, Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis, Campus Verlag, 2012, S. 78 - 80

Larry E. Swedroe: Investment Mistakes even Smart Investors Make, McGraw Hill, 2012, S. 70 - 74

Literaturhinweise:

Kommer, Dr. Gerd: Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger in Deutschland, Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis, Campus Verlag, 2012, S. 78 - 81

Larry E. Swedroe: Investment Mistakes even Smart Investors Make, McGraw Hill, 2012, S. 70 - 74

Rechtliche Hinweise:

Dieses Material ist ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch und rein zu Informationszwecken erstellt worden. Die Informationen in dieser Präsentation beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch kann deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantiert werden.

Die Präsentation wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben.

Die Weitergabe sowie Vervielfältigung dieser Unterlage, Verwertung und Mitteilung ihres Inhalts an unberechtigte Dritte, z.B. Personen außerhalb der Firma des Vertriebspartners, ist unzulässig. Sämtliche Rechte sind vorbehalten.

Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf heutigen Einschätzungen und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die in dieser Präsentation diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und deren Finanzpositionen für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Die Chance-Risiko-Klassen beziehen sich auf die Sicht eines Euro-Anlegers.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen.

Im Gegensatz zu einer wirklichen Wertentwicklung beruhen Simulationen nicht auf tatsächlichen Transaktionen. Es kommt Ihnen daher eine begrenzte Aussagekraft zu. Da die Geschäfte nicht wirklich abgeschlossen werden, kann es nur zu einer unzureichenden Berücksichtigung des Einflusses bestimmter Marktfaktoren kommen.

Eine Anlageentscheidung für die in der Präsentation erwähnten Investmentfonds sollte in jedem Fall auf Basis der Verkaufsprospekte getroffen werden, diese enthalten auch ausführliche Risikohinweise und sind allein verbindliche Grundlage des Kaufes. Den aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt und gegebenenfalls den vereinfachten Verkaufsprospekt erhalten Sie bei uns.

Stand (sofern nicht anders angegeben): 18.10.2012