

Veröffentlicht in

€uro am Sonntag

25.05.2008

„Rendite durch Anomalien“

Essay Kapitalmarkt

S. 11

Mit freundlicher Genehmigung  
der €uro am Sonntag-Redaktion,  
Axel Springer Finanzen Verlag, München

([www.eurams.de](http://www.eurams.de))

# Rendite durch Anomalien

In effizienten Märkten bilden Börsenkurse die nüchterne Einschätzung der Marktteilnehmer zu künftigen Unternehmensgewinnen ab. Doch gibt es immer wieder Anomalien wie die aktuelle **Subprime-Krise**. Wie Privatanleger davon profitieren, verrät Gastautor Werner Gleißner.

Über die wichtigsten Anomalien und die Erkenntnisse der Kapitalmarktforschung sollten Privatanleger Bescheid wissen. Im Folgenden sind deshalb die bedeutendsten Markt-anomalien zusammengefasst, von denen auch Privatanleger profitieren können.

Es gibt temporär erhebliche Abweichungen zwischen den Börsenkursen und den fundamental angemessenen Werten, die mittels Dividenden-Diskontierungsmodellen berechenbar sind. Diese Bewertungsabweichungen zwischen Börsenkursen und fundamentalen Werten ermöglichen die Prognose der zukünftigen Renditen in Abhängigkeit des aktuellen Bewertungsniveaus, z.B. gemessen am KGV oder der Dividendenrendite.

## Der richtige Zeitpunkt kann entscheidend sein

So lässt sich an bestimmten Wochentagen und in bestimmten Monaten auch über sehr lange Zeiträume eine signifikant überdurchschnittliche Rendite feststellen. Besonders hervorzuheben ist der sogenannte Januar-Effekt, der dieses Jahr aber wegen der Finanzmarktkrise nicht eingetroffen ist. Zudem zeigt sich auch im Gesamtzeitraum von November bis April in vielen Ländern eine deutlich bessere Aktienkursentwicklung als im Restzeitraum des Jahres. Eine alte Börsenweisheit lautet schließlich: „Sell in may and go away.“

Gemessen an der Börsenkapitalisierung, weisen kleinere Unternehmen signifikant höhere Renditen auf als größere Unternehmen, was aber nicht auf ein höheres Risiko zurückzuführen ist. Dies erklärt auch das Interesse vieler institutioneller Anleger an Small Caps.

Langfristig zeigen sogenannte Value-Aktien, die gemäß Dividendenrendite, Kurs/Gewinn-Verhältnis, Kurs/Umsatz-Verhältnis oder Kurs/Buchwert-Verhältnis vergleichsweise billig sind, eine risikoadjustiert deutlich bessere Rendite als andere Unternehmen. Auch diese Überrendite ist nicht auf ein erhöhtes Risiko zurückzuführen. Hauptgrund scheint im Wesentlichen zu sein, dass das überdurchschnittliche Wachstum von Investoren zu lang in die Zukunft fortgeschrieben wird, obwohl es sich bereits nach drei bis vier Jahren

wieder dem durchschnittlichen Unternehmenswachstum angenähert hat. Aktuell sind allerdings diese Bewertungsaufschläge vieler Wachstumsunternehmen relativ niedrig.

Der Momentum-Effekt beschreibt eine ausgeprägte Tendenz, eine über- oder unterdurchschnittliche Kursentwicklung einer Aktie aus den letzten sechs Monaten in den folgenden sechs Monaten fortzusetzen. Dieser Effekt ist besonders bei kleinen Unternehmen ausgeprägt. Neben dieser kurzfristigen positiven Autokorrelation tritt aber eine langfristige negative auf, derzufolge Aktien mit einer unterdurchschnittlichen Performance in den letzten zwei bis fünf Jahren in Zukunft zu einer überdurchschnittlichen Performance neigen.

Für die Bestimmung von Unternehmenswerten ist die Prognose der langfristigen Gewinnwachstumsrate von zentraler Bedeutung. Untersuchungen haben ergeben, dass nur sehr wenige Unternehmen nachhaltig ein überdurchschnittliches Wachstum generieren können, wobei die Nachhaltigkeit des Umsatzwachstums deutlich stärker ausgeprägt ist als diejenige des Ertragswachstums.

So gelingt es beispielsweise nur zehn Prozent der in Studien untersuchten Unternehmen, über einen Zeitraum von zehn Jahren ein Umsatzwachstum von über 18 Prozent zu generieren.

Fehleinschätzungen bei Ertragsprognosen von Finanzanalysten haben eine unterschiedliche Wirkung auf Aktien mit unterschiedlichem Kurs/Gewinn-Verhältnis. Positive Ertragsüberraschungen führen bei Aktien mit



**Werner Gleißner**  
Vorstand der Future-Value Group und Geschäftsführer von RMCE RiskCon

Gleißners Forschungs- und Tätigkeitsschwerpunkte liegen im Bereich Risikomanagement, Rating und Strategieentwicklung sowie der Weiterentwicklung von Methoden der Risikoaggregation und der wertorientierten Unternehmenssteuerung. Zudem nimmt er Lehraufträge an verschiedenen Hochschulen wahr und ist Autor zahlreicher Fachbücher.

Die Future-Value Group entwickelt unter anderem wertorientierte Steuersysteme für Banken, Versicherungen, Private-Equity- und Immobilienfonds. RMCE RiskCon ist ein Anbieter für fundierte Risikoanalyse sowie wertorientierte Risikobewältigung.

niedrigem KGV zu deutlich stärkeren positiven Kursreaktionen als bei Aktien mit einem hohen KGV und umgekehrt. Die Dynamik der negativen Gewinnrevisionen hat im Vorfeld der aktuellen Berichtssaison sowohl bei den S&P-500- als auch bei den DAX-Unternehmen deutlich zugenommen.

Positive Änderungen des Ratings eines Unternehmens haben keine Konsequenz für die Kursentwicklung – eine Ratingverschlechterung führt aber zu Kursabschlägen. Im Zuge der Finanzkrise geht der Trend allerdings deutlich in Richtung Abwertungen. So hat die Ratingagentur Fitch in Nordamerika seit Jahresbeginn viermal so viele Unternehmen in ihren Ratings herab- als heraufgestuft.

## Normalverteilung bei Aktienrenditen unmöglich

Im Gegensatz zur üblichen Annahme lassen sich Aktienrenditen nicht adäquat durch eine Normalverteilung beschreiben. Die Wahrscheinlichkeit extremer Ereignisse, wie beispielsweise Crashes, ist wesentlich höher, als dies durch die traditionelle Theorie vorhergesagt wird. Auch die Volatilität von Aktienrenditen und die Korrelationen von Aktien sind selbst erheblichen Schwankungen unterworfen, was zusätzliche Herausforderungen für die Risikoeinschätzungen mit sich bringen und auch zeitabhängige Prognosen erfordert. Die Untersuchungen haben ergeben, dass eine hohe Volatilität zukünftig höhere erwartete Renditen bringt. In volatilen Zeiten, in denen wir uns derzeit befinden, steigt deshalb auch das Interesse an Risikobegrenzungsstrategien.

Historische Aktienmarktrenditen sind kein guter Schätzer für zukünftige Renditen, weil das in den letzten 25 Jahren gestiegene Bewertungsniveau zu einer überzogenen Renditeprognose führt, und Renditeprognosen zudem eine hohe statistisch bedingte Unsicherheit aufweisen. Sicher ist allerdings, dass Gewinne eines Unternehmens langfristig nicht schneller steigen als das Volkseinkommen. Dies begrenzt die langfristig erzielbaren Renditen aus Aktieninvestments.

## Was bedeutet dies für den Privatanleger?

Aufgrund des Verhaltensmusters von Menschen am Aktienmarkt ist zu erwarten, dass man unter Ausnutzung derartiger Anomalien auch eine überdurchschnittliche Performance erzielen kann. Grundsätzlich erscheint dies auch für Privatinvestoren möglich, wenn sie einen langfristigen Planungshorizont haben, ausreichend finanzielle Mittel einsetzen können und insbesondere sehr konsequent eine Value-orientierte Anlagestrategie umsetzen.

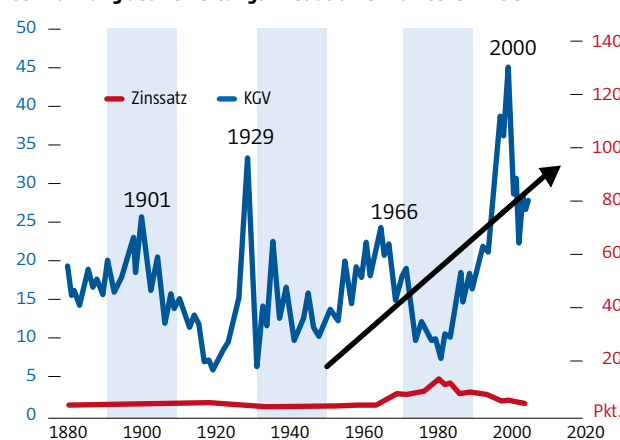
Die empirischen Ergebnisse haben dabei sowohl Konsequenzen für die Auswahl einzelner Aktien wie auch für die Portfolioplanung. Bei Einzelaktien lohnt sich offenbar durchaus eine Orientierung an klassischen Bewertungskennzahlen wie Kurs/Buchwert-Verhältnis oder Kurs/Gewinn-Verhältnis. Eine Absicherung gegenüber Extremereignissen ist allerdings nicht möglich durch eine „klassische“ Diversifikation von Aktien im Sinn von Markowitz, weil in der Krise die Korrelationen gegen 1 tendieren. Erforderlich ist zum einen eine möglichst breite Diversifikation über verschiedene Assetklassen, um auch extreme Einzelbewegungen nach oben mitzunehmen und vor allem eine Absicherung gegen das Marktrisiko.

Wer sich dies zutraut, findet mit den oben erläuterten Anomalien Ansatzpunkte für die Entwicklung der persönlichen Strategie. Für den Großteil aller Privatinvestoren dürfte allerdings ein Investment in einen breiten Marktindex, beispielsweise in Form von ETF, empfehlenswert sein. Dies verhindert zumindest, dass man selbst ein Opfer der vielfältigen Fallen bei der Auswahl geeigneter Aktien wird.

## Zyklisches KGV

Die Grafik verdeutlicht, dass die Bewertung amerikanischer Aktien, gemessen am KGV, sowohl kurz- wie auch langfristigen zyklischen Schwankungen unterworfen ist. Seit 1980 ist das Bewertungsniveau jedoch überdurchschnittlich stark angestiegen. In Deutschland beobachten wir aktuell ein KGV, das sich unter seinem langfristigen Mittel befindet. Diese Unterbewertung ist jedoch nicht festzustellen, wenn man die Cashflow-Bewertung betrachtet. Ursache für diese Diskrepanz ist die Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS.

Schwankung des Bewertungsniveaus amerikanischer Aktien



Quelle: Shiller