Tweedy,
Browne
Company LLC
Gegründet 1920

Anlageberater

Der Vorteil einer hohen Dividendenrendite:
Eine Untersuchung der empirischen Daten über den Zusammenhang zwischen hoher Dividendenrendite und langfristig attraktiver Anlagerendite.

«Die grösste Sünde gegen den menschlichen Geist ist es, Dinge ohne Beweis zu glauben.»
-T.H. Huxley

In diesem Bericht stellen wir eine Reihe von Studien vor, grösstenteils aus der universitären Forschung, die die Bedeutung der Dividendenrendite und den Zusammenhang zwischen hoher Dividendenrendite und langfristig attraktiver Anlagerendite analysieren. Möglicherweise kennen Sie unsere erste Broschüre «Funktionierende Anlagemethoden» (What Has Worked In Investing), in der wir eine Reihe von Studien vorstellen, die empirisch den Renditevorteil von wertorientierten Anlageeigenschaften nachgewiesen haben. Hier versuchen wir im gleichen Sinne dem in unserer Branche gelegentlich zitierten «Rendite-Effekt» nachzugehen, d.h. der Verbindung zwischen hoher Dividendenrendite und langfristig attraktiver Anlagerendite. Über Dividenden ist schon viel geschrieben worden; uns geht es hier auch nicht um eine umfassende Analyse, sondern lediglich um die Vorstellung von Beispielstudien darüber, wie sich Dividenden auf die Anlagerendite auswirken. Wir hoffen, dass dieser Bericht, den wir sehr aufschlussreich finden, auch Ihnen weiteres Wissen und Selbstvertrauen im Hinblick auf die Verfolgung einer renditeorientierten Anlagestrategie vermitteln wird.

Die Vorteile einer hohen Dividendenrendite: Eine Untersuchung der empirischen Daten über den Zusammenhang zwischen hoher Dividendenrendite und langfristig attraktiver Anlagerendite.
Copyright © 2007 Tweedy, Browne Company LLC

Gesetzlich vorgeschriebene Hinweise:

Diese Broschüre enthält historische Studien und illustriert die allgemeine Anlagephilosophie sowie den generellen Anlagestil von Tweedy, Browne Company LLC. Bei der Anlageentscheidung sollten die Anleger, die in einem von Tweedy, Browne Company LLC geführten Vermögensverwaltungsdepot oder Fonds anlegen möchten, sich nicht auf die hier angegebenen Wertentwicklungsdaten stützen.

Derzeitige und zukünftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Anlagen in ausländischen Wertpapieren beinhalten zusätzliche Risiken, die über die Risiken hinausgehen, die bei Anlagen in den US-Wertpapiermärkten entstehen. Zu diesen Risiken zählen Währungsschwankungen, politische Unsicherheiten, unterschiedliche Bilanzierungs-, Bewertungs- und Finanzstandards, unterschiedliche Rechtslagen sowie unterschiedliche Markt- und konjunkturelle Faktoren in zahlreichen Ländern ausserhalb der USA. Zudem können die Wertpapiere kleiner, weniger gut eingeführter Unternehmen volatiler sein als die grösserer Unternehmen. Das Wertanlegen beinhaltet das Risiko, dass der Markt den inneren Wert eines Wertpapiers lange Zeit nicht erkennt oder dass ein Wertpapier, welches als unterbewertet betrachtet wird, beim Kauf tatsächlich richtig gepreist ist.

Vergangenheitswerte bedeuten keine Garantie zukünftiger Ergebnisse, und die in dieser Broschüre genannten Ergebnisse zeigen nicht die vergangene oder zukünftige Wertentwicklung der als Sondervermögen geführten Depots und Fonds von Tweedy, Browne Company LLC an. Die Rendite und der Kapitalwert einer Anlage schwanken, so dass die Anteile eines Anlegers bei ihrer Einlösung unter Umständen mehr oder weniger einbringen, als sie bei ihrer Anschaffung gekostet haben.

Die in den Studien enthaltenen Anlagerenditen von Aktien und Indizes sind, wie in der jeweiligen Studie dargelegt, Vergangenheitswerte und dürfen nicht als Gradmesser der vergangenen bzw. zukünftigen Wertentwicklung der Fonds und der als Vermögensverwaltungsdepots geführten Konten von Tweedy, Browne Company LLC betrachtet werden; auch darf nicht der Schluss gezogen werden, dass die zukünftige Wertentwicklung dieser Anlageformen der in den Studien angegebenen Wertentwicklung entspricht bzw. diese übertrifft. Auch wenn wir keine derartigen Studien kennen, so ist es doch möglich, dass es Studien gibt, die zu Schlussfolgerungen kommen, die den hier zitierten widersprechen. Die hierin enthaltenen Informationen stammen, wie im Text dargelegt, aus verschiedenen Quellen. Obwohl wir die Informationen aus diesen Quellen für sachlich richtig halten, haben wir sie nicht eigens überprüft.

Tweedy, Browne Value Funds SICAV ist als Umbrella-Fonds strukturiert, der aus vier verschiedenen, nach Luxemburger Recht aufgelegten Teilfonds besteht. Vor einer Zeichnung ist es notwendig zu prüfen, in welchen Ländern die Teilfonds bzw. Anteilsklassen zum öffentlichen Verkauf zugelassen sind. Die Teilfonds sind zur Zeit für den öffentlichen Verkauf in Luxemburg, Deutschland und der Schweiz registriert. Der öffentliche Verkauf der Teilfonds in anderen Rechtshoheitsgebieten ist untersagt, und in den USA dürfen sie weder angeboten noch verkauft werden. **Dieses Schriftstück bildet kein Angebot und dient nur zur Information.** Anlagen sollten erst nach gründlicher Lektüre des aktuellen, rechtsgültigen Verkaufsprospekts und der neuesten Jahres- bzw. Halbjahresberichte sowie nach der Beratung seitens einer unabhängigen Finanz- und Steuerfachkraft getätigt werden. Der Prospekt, der vereinfachte Prospekt, die Satzung und die Jahres- bzw. Halbjahresbericht des Fonds können kostenlos von der Depotbank der Teilfonds, State Street Bank Luxembourg S.A., Shareholder Services, 49, avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sowie vom Vertreter in der Schweiz, First Independent Fund Services AG, Klausstrasse 33, CH-8008 Zürich bezogen werden. Die Zahlstelle in der Schweiz ist die Schwyzer Kantonalbank, Bahnhofstrasse 3, CH-6430 Schwyz.
Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.
www.tweedysicav.com

INHALTSVERZEICHNIS

WARUM DIVIDENDEN WICHTIG SIND 1

DIVIDENDEN UND IHR BEITRAG ZUR ANLAGERENDITE 2

Langfristige Renditen aus Aktienwerten profitieren besonders von wieder angelegten Dividenden 2

Dividenden haben die Inflations- und Wachstumsraten sowie die sich ändernden Bewertungen nicht nur separat in den Schatten gestellt, sie haben auch die gemeinsamen Auswirkungen von Inflations- und Wachstumsraten sowie sich ändernden Bewertungen übertrumpft 3

WERTPAPIERE MIT HOHER DIVIDENDENRENDITE ERWIRTSCHAFTEN LANGFRISTIG HÖHERE AKTIENRENDITEN 4

Die Zurückweisung einer aus dem Steuerrecht heraus argumentierenden Erklärung für die erstklassigen Renditen von Wertpapieren mit hoher Dividendenrendite im Vereinigten Königreich 4

Hohe Dividendenrenditen im Vereinigten Königreich 6

Unternehmen in aller Welt: Hohe Dividendenrenditen 7

Auswahl der dividendenstärksten Aktien 8

Die Rendite aus Aktien mit hoher Dividendenrendite übertrifft die Rendite aus Aktien mit niedriger Dividendenrendite in den USA im Zeitraum von 1926 bis 2000 9

Die Wertentwicklung von Aktien mit hoher Dividendenrendite im S&P 500 von 1957 bis 2002 10

Nach ihrem niedrigen Kurs im Verhältnis zur Dividende angeordnete Aktien erzielen im Zeitraum von 1970 bis 1996 attraktive Renditen 11

Aktien mit hoher Dividendenrendite erzielen in den USA höhere Renditen mit weniger Risiko als Aktien mit niedriger Dividendenrendite 12

Aktien mit hoher Dividendenrendite liegen in ihrer Wertentwicklung in der Regel über denen mit niedrigerer Dividendenrendite, aber die besten Ergebnisse stammen nicht von Aktien mit der höchsten Dividendenrendite, sondern eine höhere Rendite bei gleichzeitiger niedriger Ausschüttungsquote erbringt das beste Ergebnis 13

DIE DEFENSIVE WIRKUNG HOHER DIVIDENDENRENDITEN BEI MARKTEINBRÜCHEN 15

Aktien mit hohen Dividendenrenditen lagen von 1970 bis 1996 bei fallenden Kursen mit ihrer Wertentwicklung durchschnittlich über anderen Wertstrategien und der Marktentwicklung 15

SCHLUSSFOLGERUNGEN 16

LITERATURHINWEISE 18

WARUM DIVIDENDEN WICHTIG SIND

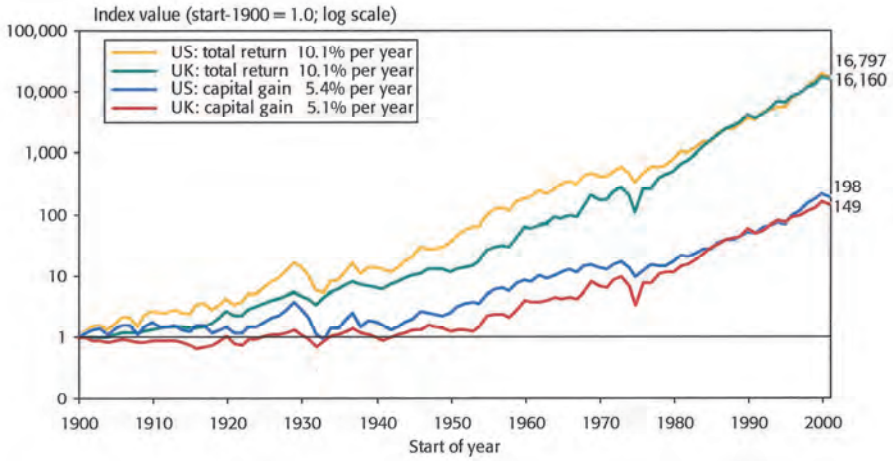
- Langfristig leistet die Dividendenrendite einen erheblichen Beitrag zur Gesamtrendite von Aktienwerten.
- Es gibt eine Vielzahl empirischer Belege dafür, dass Portfolios, die aus Wertpapieren mit höherer Dividendenrendite bestehen, langfristig im Vergleich zu Portfolios mit niedrigerer Dividendenrendite und zum Aktienmarkt insgesamt attraktive Gesamtrenditen erwirtschaften.
- Aktien mit hoher und anscheinend nachhaltiger Dividendenrendite, die gegenüber den Renditen qualitativ hochwertiger Anleihen wettbewerbsfähig sind, widerstehen Markteinbrüchen, weil sie «Rendite-gestützt» sind, möglicherweise besser als Aktien mit niedrigerer Dividendenrendite. Studien zeigen auch, dass in Baisse-Zeiten die Wiederanlage von Dividenden in der Regel die Zeit verkürzt, die für das Auffangen der Portfolioverluste notwendig ist.
- Wenn ein Unternehmen Bardividenden zahlt, ist das ein positives Indiz für die Gesundheit des Unternehmens und die Solidität seiner Gewinne. Dies ist insbesondere von Bedeutung angesichts der Komplexität der Bilanzierung und Bewertung von Unternehmen sowie zahlreicher Beispiele aus der jüngeren Geschichte für «Gewinnsteuerung», wozu auch gelegentlich betrügerische Gewinnmanipulationen zählen.
- In den USA werden Dividenden weiterhin steuerlich bevorzugt. Die an die meisten Einkommenssteuerpflichtigen ausbezahlten Dividenden werden genauso günstig wie Kapitalgewinne besteuert (zu einem Bundessteuersatz von höchstens 15 % oder 20 %). Mit dem Inkrafttreten des American Taxpayer Relief Act von 2012 stieg der Bundessteuersatz auf Dividenden und Kapitalgewinne von 15 % auf 20 % für natürliche Personen mit einem Einkommen von mindestens 400'000 USD (bei Einzelpersonen) bzw. 450'000 USD (bei ihre Steuererklärung gemeinsam mit einem Partner einreichenden Personen). Die Erhöhung der Steuern auf Dividenden und Kapitalgewinne gilt nicht für natürliche Personen mit einem Einkommen unter diesen Grenzwerten. *(Das Vorstehende sollte nicht als Steuerberatung betrachtet werden. Bitte holen Sie diesbezüglich den Rat Ihres eigenen Steuerberaters ein.)*
- Vor allem gibt es eine Vielzahl empirischer Belege dafür, dass Portfolios, die aus Wertpapieren mit hohen Dividendenrenditen bestehen, langfristig attraktive Gesamtrenditen erwirtschaften. Natürlich kann man niemals die zukünftige Steuerpolitik vorhersagen, und es ist möglich, dass dieser Steuervorteil nicht ewig überlebt.

DIVIDENDEN UND IHR BEITRAG ZUR ANLAGERENDITE

Langfristige Renditen aus Aktienwerten profitieren besonders von wieder angelegten Dividenden

In ihrem Buch «**Triumph of the Optimists. 101 Years of Global Investment Returns**» (Triumph der Optimisten. 101 Jahre globaler Anlagerenditen), Princeton: Princeton University Press, 2002, untersuchten Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton, welchen Anteil die Kapitalgewinne und Dividenden zwischen den Jahren 1900 und 2000 an der Anlagerendite hatten. Ihr Ergebnis: Während die Wertentwicklung von einem Jahr auf das andere auf den Kapitalzuwachs zurückging, basierten langfristige Renditen grösstenteils auf wieder angelegten Dividenden. Die nachstehende Grafik der Autoren zeigt für die USA und das Vereinigte Königreich, in welchem Masse Kapitalgewinne und Dividenden von 1900 bis 2000 kumulativ zur Rendite beitrugen. Sie stellten fest, dass ein marktorientiertes Portfolio, das wieder angelegter Dividenden enthielt, in 101 Jahren fast 85-mal mehr Vermögen erwirtschaftete als das gleiche Portfolio, das sich jedoch nur auf Kapitalgewinne stützte. Die Vermögensbildung war natürlich niedriger, wenn man nicht davon ausging, dass die Dividenden wieder angelegt wurden.

Figure 11-2: Impact of reinvested dividends on cumulative US and UK equity returns, 1900–2000

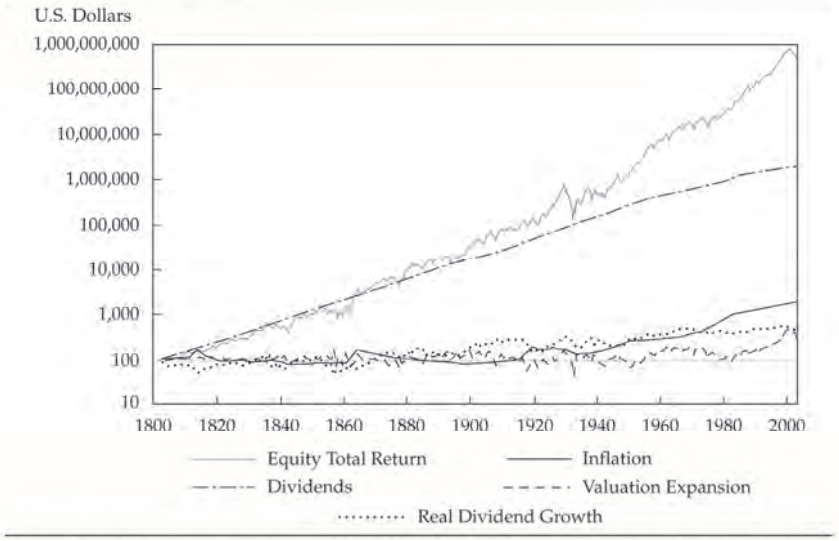


Quelle: Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton: **Triumph of the Optimists**. 101 Years of Global Investment Returns, Princeton: Princeton University Press. 2002, S. 145

Dividenden haben die Inflations- und Wachstumsraten sowie die sich ändernden Bewertungen nicht nur separat in den Schatten gestellt, sie haben auch die gemeinsamen Auswirkungen von Inflations- und Wachstumsraten sowie sich ändernden Bewertungen übertrumpft

In einem Leitartikel im **Financial Analysts Journal** im Jahre 2003 untersuchte Robert D. Arnott unter dem Titel «**Dividends and the Three Dwarfs**» (Dividenden und die drei Zwerge) die verschiedenen Bestandteile der Aktienrendite in den letzten 200 Jahren bis einschliesslich 2002. Er kam zu dem Schluss, dass Dividenden mit grossem Vorsprung die Hauptquelle der realen Rendite darstellten, die man von Aktien erwartete. Diesbezüglich, so Arnott, stellten sie die anderen Bestandteile – Inflation, steigende Bewertungen und Anstieg der Dividende – in den Schatten. Die nachstehende Grafik auf der Basis von Arnotts Untersuchungen zeigt für den Zeitraum von 1802 bis 2002 den Beitrag jedes dieser Bestandteile zur Gesamtrendite. Die aufs Jahr berechnete Gesamtrendite für den Zeitraum betrug 7,9 % und setzte sich zusammen aus 5 % Rendite aus Dividenden, 1,4 % aus Inflation, 0,6 % aus ansteigender Bewertung und 0,8 % aus realem Dividendenwachstum. Er schloss daraus, dass «(…) sofern Unternehmensmanager kein sehr viel höheres Gewinnwachstum erwirtschaften können. Dividenden die Hauptquelle der von Aktien erwarteten realen Rendite darstellen».

Figure 1. Dividends and the Three Dwarfs: Growth of $100 Invested in U.S. Equities, 1802–2002



Sources: Based on Schwert (1990) data for 1801–1870, a blend of Schwert and Siegel (2002) data for 1871–1925, and S&P 500 Index data since 1926.

Quelle: Robert D. Arnott, «**Dividends and the Three Dwarfs**», Editor's Corner, **Financial Analysts Journal**, 2003, S. 6

WERTPAPIERE MIT HOHER DIVIDENDENRENDITE ERWIRTSCHAFTEN LANGFRISTIG HÖHERE AKTIENRENDITEN

Die Zurückweisung einer aus dem Steuerrecht heraus argumentierenden Erklärung für die erstklassigen Renditen von Wertpapieren mit hoher Dividendenrendite im Vereinigten Königreich

In dem im **Journal of Financial Economics** 1979 veröffentlichten Aufsatz «***The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices***» (Die Auswirkung von Einkommenssteuern und Dividenden auf den Preis von Beteiligungen) stellten Robert Litzenberg (Stanford University) und Krishna Ramaswamy (Bell Laboratories) einen starken Zusammenhang zwischen der voraussichtlichen Aktienrendite vor Steuern und der Dividendenrendite der Stammaktien eines Unternehmens fest. Sie argumentierten, dass Anleger von Dividenden zahlenden Wertpapieren eine höhere Aktienrendite vor Steuern verlangten, und zwar als Entschädigung für die höheren Steuern, die für ihr Dividendeneinkommen anfielen. Die Daten der beiden Wissenschaftler, die vom Center for Research in Security Prices (CRSP) der University of Chicago stammten, wiesen darauf hin, dass «(…) für jeden US-Dollar, um den die Rendite in Form von Dividenden ansteigt. Anleger eine um 23 US-Cent höhere Aktienrendite vor Steuern verlangen».

Fast zwei Jahrzehnte später stellten Gareth Morgan und Stephen Thomas von der University of Southampton in ihrem Aufsatz «**Taxes, Dividend Yields and Returns in the UK Equity Market**» (Steuern, Dividendenrenditen und Aktienrenditen am britischen Aktienmarkt), in: **Journal of Banking & Finance**, 1998. ebenfalls eine Verbindung zwischen höherer Aktienrendite und Wertpapieren mit höherer Dividendenrendite fest, aber ihre Daten führten zu einer Zurückweisung des Zusammenhangs mit der Höhe der Steuern, da Einkommen aus Dividenden im Vereinigten Königreich günstiger besteuert wurde als Kapitalgewinne. Mit Hilfe von Daten aus der London Share Price Database (LSPD) überprüften sie die Beziehung zwischen Dividendenrenditen und Aktienrenditen im Vereinigten Königreich von 1975 bis einschliesslich 1993. Die Unternehmen in der Datenbank wurden am Ende jedes Monats nach Dividendenrendite angeordnet und in sechs Gruppen (einschliesslich einer Gruppe mit 0 % Dividendenrendite, d. h. mit Unternehmen, die keine Dividende ausschütten) eingeteilt. Die nachfolgende Tabelle (S. 12 der Studie) zeigt einen starken Zusammenhang zwischen der Höhe der Dividendenrendite und der durchschnittlichen Aktienrendite pro Monat.

Mit Hilfe monatlicher Daten von 1975 bis 1993 nach Dividendenrendite angeordnete Portfolios

Dividenden-rendite-portfolio	Durchschnittliche Monatsrendite (in %)[a]	Durchschnittliche Dividenden-rendite	Durchschnittlicher Marktwert der Aktienanlage[b]	Marktmodell-schätzung des α	Marktmodell-schätzung des β
1 (höchste)	2,51	11.07	136.53	0.53[c]	0.95
	-5,62				
2	2,23	7.69	207.27	0.18[c]	1.01
	-5,22				
3	1,98	5.93	205.68	0.01	0.95
	-5,16				
4	1,86	4.31	183.93	-0.01	0.94
	-4,90				
5 (niedrigste)	1,56	2.25	133.21	-0.44[c]	0.97
	-4,93				
6 (null)	2,06	0.00	33.66	0.17	1.16
	-6,58				
t-test[d]	1,56				
F-test[e]	0,85				

a Standardabweichungen in Klammern. Die Standardabweichung ist der statistische Wert, der die Streuung von einem Durchschnittswert weg anzeigt, d. h. die Schwankung einer Aktien- bzw. Portfoliorendite über den gegebenen Zeitraum hinweg. Anleger nutzen die Standabweichung der Vergangenheitswerte, um nach Möglichkeit die Reichweite der Rendite vorherzusagen, die für eine bestimmte Anlage besonders wahrscheinlich ist. Wenn eine Aktie bzw. ein Portfolio eine hohe Standardabweichung aufweist, ist die vorhergesagte Reichweite der Wertentwicklung sehr gross, d. h. sie ist relativ volatil.

b Durchschnittlicher Marktwert der Aktienanlage, der aus den Jahresdaten in Millionen GBP berechnet wird.

c Zeigt eine t-Statistik, d. h. eine 95%ige Wahrscheinlichkeit der Signifikanz.

d test (452° Freiheit) der Nullhypothese, dass die mittlere Rendite von Portfolio 1 der mittleren Rendite von Portfolio 5 entspricht.

e Die F-Statistik (Verteilung - 5.1356) überprüft die Nullhypothese, wonach die durchschnittlichen Renditen jeder Dividendenrendi tegruppe gleich sind.

α: Ein Ausdruck der Wertentwicklung auf risikobereinigter Basis.

β: Ein Ausdruck der Volatilität bzw. des systematischen Risikos eines Wertpapiers bzw. Portfolios im Vergleich zum Markt als Ganzes.

Quelle: Gareth Morgan und Stephen Thomas, «**Taxes, Dividend Yields and Returns in the UK Equity Market**», **Journal of Banking & Finance**, 1998, S. 410.

Hohe Dividendenrenditen im Vereinigten Königreich

Professor Mario Levis (School of Management, University of Bath) untersuchte in «**Stock Market Anomalies. A Reassessment based on the U .K. Evidence**» (Anomalien an der Wertpapierbörse. Eine Neueinschätzung aufgrund britischer Belege), in: **Journal of Banking and Finance**, Dezember 1989, eine Reihe von Anomalien im Kursverhalten von Unternehmen an der London Stock Exchange, einschliesslich der Verbindung zwischen Dividendenrendite und Anlagerendite. In einem daran anschliessenden Aufsatz, «**Market Anomalies: A Mirage or a Bona Fide Way to Enhance Returns?**» (Marktanomalien. Fata Morgana oder wirklich eine Methode zur Erhöhung der Rendite?), verwendete Michael Lenhoff (Capel-Cure Myers Capital Management) hauptsächlich aus dem Aufsatz von Mario Levis stammende Daten, um die solide positive Beziehung zwischen Dividendenrendite und über dem Marktdurchschnitt liegenden Aktienrenditen aufzuzeigen. Lenhoff ordnete seine Stichprobe von 4 413 an der London Stock Exchange notierten Unternehmen aus den Jahren zwischen 1955 und einschliesslich 1988 jedes Jahr nach ihrer Dividendenrendite an und unterteilte die Unternehmen in Zehntel. Die Jahresgesamtanlagerendite [*compounded annual investment returns*] aus 34 Jahren und die kumulativen Werte einer Erstanlage von einer angenommenen Million GBP in jeder der zehn Gruppen ist, zusammen mit beschreibenden Informationen über die durchschnittliche Dividendenrendite und Marktkapitalisierung jeder Gruppe, in der folgenden Tabelle dargestellt.

Lenhoffs Studie zeigt eine fast perfekte Korrelation zwischen höherer Dividendenrendite und höherer aufs Jahr berechneter Rendite in den Ergebnissen der einzelnen Zehntel. Das gemessen an der Höhe der Dividendenrendite oberste Zehntel erbrachte in den vierunddreissig Jahren aufs Jahr berechnet eine Durchschnittsrendite von 19,3 % gegenüber einer entsprechend errechneten Rendite des Financial Times Actuaries All Share Index von 13,0 %.

Anlegeergebnisse britischer Unternehmen nach Dividendenrenditen Januar 1955 – Dezember 1988

Dividenden-renditegruppe	Rendite	Jährliche Anlage-rendite	Kumulativer Wert von 1 Million GBP, investiert im Januar 1955, im Dezember 1988	Durchschnittl. Marktkapitali-sierung (in Mio. GBP)
1	13,6%	19,3%	403.4 GBP	283.4 GBP
2	10,9	17,7	254.9	278.5
3	8,7	16,8	196.4	337.2
4	7,4	16,0	155.4	266.4
5	6,4	15,4	130.3	223.1
6	5,5	14,1	88.7	206.5
7	4,7	12,4	53.2	112.1
8	4,0	11,9	45.7	95.4
9	3,1	11,5	40.5	94.4
10	1,4	13,8	81.1	74.6
Financial Times - Actuaries All Share Index	5,3%	13,0%	63.8 GBP	503.5 GBP

Quelle: Michael Lenhoff, «**Market Anomalies. A Mirage or a Bona Fide Way to Enhance Portfolio Returns?**», überarbeitete Ausgabe, Capel-Cure Myers Capital Management, März 1991

Lenhoff stellte des Weiteren fest, dass «(…) in Bezug auf den britischen Aktienmarkt und die Dividendenrendite ein fast vollkommenes umgekehrtes Verhältnis zwischen dem Verhältnis von Kurs und Substanzwert [d. h. Buchwert] besteht. Wenn der Kurs einen wesentlichen Abschlag [bzw. Aufschlag] gegenüber dem Substanzwert beinhaltet, liegt die Rendite der Unternehmen im Vereinigten Königreich erheblich über [unter] dem langfristigen Spektrum.» Lenhoff merkte auch an, dass das KGV von Unternehmen mit hoher Dividendenrendite normalerweise im Vergleich zum KGV des gesamten Aktienmarktes niedrig sei und dass Unternehmen mit hoher Dividendenrendite häufig Übernahmekandidaten seien.

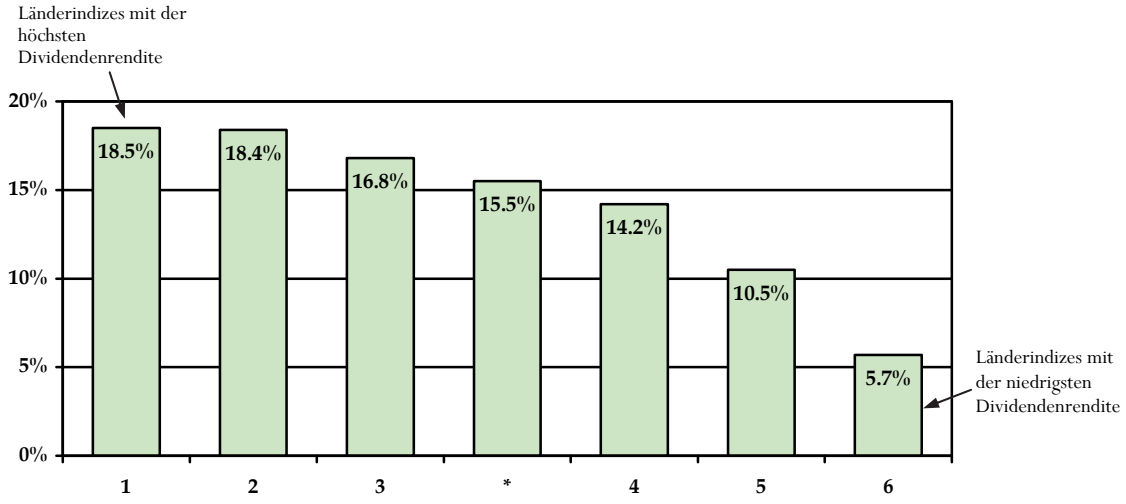
Wenn auch nicht in jedem Fall, so lehrt doch die allgemeine Erfahrung Tweedy, Browne, dass die Aktien von Unternehmen mit hoher Dividendenrendite häufig mit einem niedrigen KGV, KBV und Verhältnis von Kurs zu besonderen Schätzungen des Werts notieren, den Aktionäre beim Verkauf des Gesamtunternehmens auf der Grundlage von Bewertungen ähnlicher Unternehmen bei entsprechenden Kapitalgeschäften erhalten können.

Unternehmen in aller Welt: Hohe Dividendenrenditen

In «**The Importance of Dividend Yields in Country Selection**» (Die Bedeutung der Dividendenrendite für die Landeswahl), in: **The Journal of Portfolio Management**, Winter 1991, untersuchte A. Michael Keppler die Beziehung zwischen der Dividendenrendite und der Anlagerendite bei Unternehmen in aller Welt. Kepplers Studie geht davon aus, dass im Studienzeitraum von 20 Jahren – vom 31. Dezember 1969 bis zum 31. Dezember 1989 – in jedem Quartal eine gleich gewichtete Anlage in den folgenden 18 Landesindizes von Morgan Stanley Capital International getätigt wird: Australien, Österreich, Belgien, Kanada, Dänemark, Frankreich, Deutschland, Hongkong, Italien, Japan, den Niederlanden, Norwegen, Singapur/Malaysia, Spanien, Schweden, der Schweiz, dem Vereinigten Königreich und den USA. In jedem Quartal wurden die Landesindizes gemäss der Dividendenrendite angeordnet und in Viertel unterteilt. Für jedes der Viertel wurde in den nachfolgenden drei Monaten die Gesamtanlagerendite [*total investment return*] gemessen.

Die Studie kommt zum Schluss, dass die ertragreichste Strategie in der Anlage im Viertel mit der höchsten Dividendenrendite bestand. Die Jahresgesamtrendite für die Länder mit den Unternehmen mit der höchsten Dividendenrendite betrug über einen Zeitraum von 20 Jahren – vom 31. Dezember 1969 bis zum 31. Dezember 1989 – 18,49 % in der jeweiligen Landeswährung (und 19,08 % in USD). Die am wenigsten ertragreiche Strategie war die Anlage im Viertel mit der niedrigsten Dividendenrendite, die nur eine Jahresgesamtrendite in der jeweiligen Landeswährung von 5,74 % (und 10,31% in USD) erbrachte. Gleichzeitig erzielte der Morgan Stanley Capital International World Index eine Rendite über den gleichen Zeitraum von 12,14 % in der jeweiligen Landeswährung (und 13,26 % in USD). Bei gleicher Gewichtung stieg der MSCI World Index im Zeitraum in der Landeswährung berechnet um 15,5 % an.

Jahresgesamtrenditen (in der jeweiligen Landeswährung berechnet) auf der Grundlage verschiedener Dividendenrenditestrategien und des MSCI World Index vom Dezember 1969 bis zum Dezember 1989



Quelle: A. Michael Keppler, «*The Importance of Dividend Yields in Country Selection*», **The Journal of Portfolio Management**, Winter 1991

* MSCI World Index (gleich gewichtet) in der Landeswährung; kapitalisierungsgewichtet erzielte der MSCI World Index in der Landeswährung 12,14 %.

Strategien auf der Grundlage der Dividendenrendite:
(1) Nur in Unternehmen investieren, deren Dividendenrendite im obersten Viertel des Landesindex liegt
(2) In Unternehmen investieren, deren Dividendenrendite in den zwei obersten Vierteln liegt
(3) In Unternehmen investieren, deren Dividendenrendite in den drei obersten Vierteln liegt
(4) In Unternehmen investieren, deren Dividendenrendite in den drei untersten Vierteln liegt
(5) In Unternehmen investieren, deren Dividendenrendite in den zwei untersten Vierteln liegt
(6) Nur in Unternehmen investieren, deren Dividendenrendite im untersten Viertel des Landesindex liegt

Auswahl der dividendenstärksten Aktien

Als «Hunde des Dow [Jones-Index]» bezeichnet man eine Dividendenrendite-orientierte Strategie, die erstmals von Michael B. O'Higgins und John Downes im Buch «**Beating the Dow»** (Über dem Dow abschneiden) von 1991 (überarbeitet und aktualisiert 2000) popularisiert wurde. O'Higgins entdeckte, dass man, wenn man von den 30 Wertpapieren des Dow Jones Industrial Average Index in die zehn mit der höchsten Dividendenrendite investierte und sie jährlich neu gewichtete, erheblich über dem Durchschnitt abschneiden konnte. Insbesondere konnte O'Higgins zeigen, dass ein Portfolio, das im Zeitraum von 26 Jahren von 1973 bis 1998 die zehn Wertpapiere mit der höchsten Dividendenrendite aus dem Dow Jones Industrial Average Index umfasste, jährlich eine Rendite von 17,9 % statt wie der Gesamtindex 13,0 % erzielte. Seitdem ist die Strategie bei Brokerfirmen und Privatanlegern sehr beliebt. O'Higgins vertrat immer die Ansicht, dass seine Strategie, Wertpapiere mit hohen Dividenden auszuwählen, insofern im Wesentlichen ein Beispiel für «Contrarian Investment» (gegenläufiges Investieren) sei, als der Schwerpunkt auf denjenigen Komponenten des Dow Jones Industrial Average Index lägen, die zum betreffenden Zeitpunkt, wie man anhand der höheren Dividendenrendite ersieht, ungünstig bewertet wurden.

Vergleiche der Gesamtrendite*

Jahr	Die zehn dividendenrenditestärksten Komponenten	DJIA
1973	3,9%	-13,1%
1974	-1,3	-23,1
1975	55,9	44,4
1976	34,8	22,7
1977	0,9	-12,7
1978	-0,1	2,7
1979	12,4	10,5
1980	27,2	21,5
1981	5,0	-3,4
1982	23,6	25,8
1983	38,7	25,7
1984	7,6	1,1
1985	29,5	32,8
1986	32,1	26,9
1987	6,1	6,0
1988	22,9	16,0
1989	26,5	31,7
1990	-7,6	-0,4
1991	39,3	23,9
1992	7,9	7,4
1993	27,3	16,8
1994	4,1	4,9
1995	36,7	36,4
1996	27,9	28,9
1997	21,9	24,9
1998	10,6	17,9
kumulativ	7264%	2408%
Jahres-durchschnitt	17,9%	13,0%

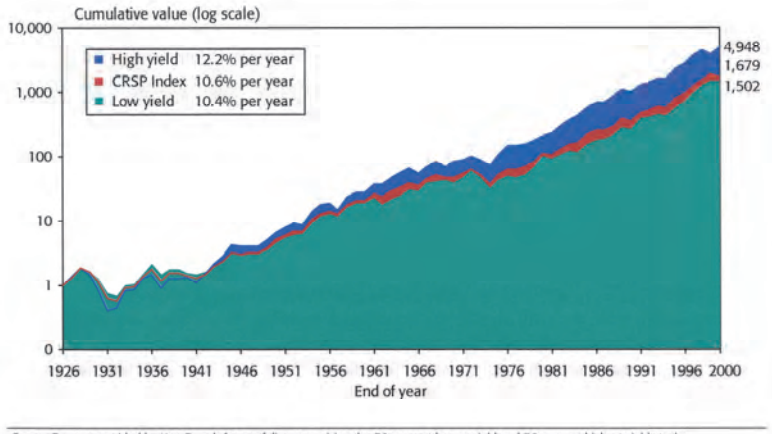
* Ohne Provisionen und Steuern

Quelle:, Michael B. O'Higgins mit John Downes, **Beating The Dow**, New York: Harper Collins, 2000, S. 203

Die Rendite aus Aktien mit hoher Dividendenrendite übertrifft die Rendite aus Aktien mit niedriger Dividendenrendite in den USA im Zeitraum von 1926 bis 2000

Das nachstehende Diagramm aus dem Buch von Dimson, Marsh und Stanton, «**Triumph of the Optimists. 101 Years of Global Investment Returns**» (Triumph der Optimisten. 101 Jahre globaler Anlagerenditen), zeigt die kumulativen Renditen von US-Aktien seit 1926, die jedes Jahr in den 30 % der Unternehmen mit der höchsten bzw. geringsten Dividendenrendite stehen, und vergleicht die beiden Gruppen mit dem wertgewichteten Index des Center for Research in Security Prices (CRSP). Aktien mit höherer Dividendenrendite schnitten aufs Jahr berechnet von 1926 bis einschliesslich 2000 um 180 bzw. 160 Basispunkte besser ab als Aktien mit niedrigerer Dividendenrendite. Das heisst: Mit dieser Strategie erreicht man 2.29-mal das Vermögen, das weniger Dividendenrendite erbringende Aktien erwirtschaften.

Figure 10-1: Cumulative return from high and low dividend yield US common stocks, 1926–2000



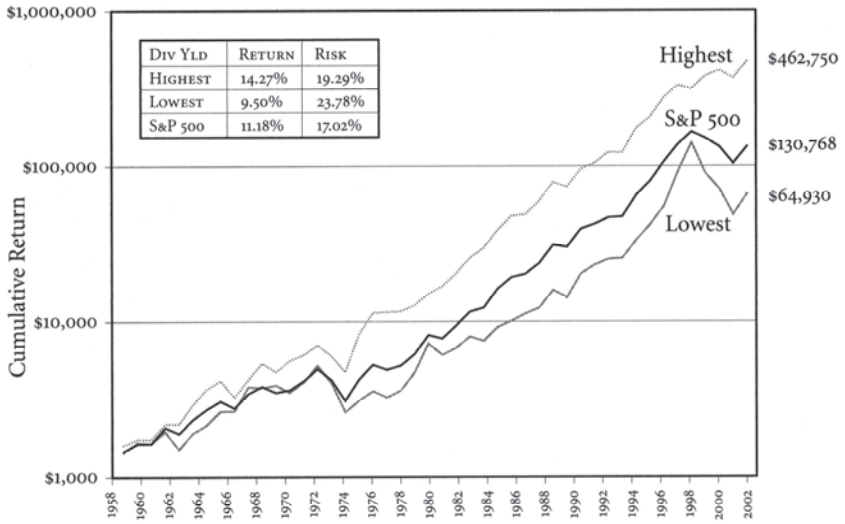
Source: Returns provided by Ken French for portfolios comprising the 30 percent lowest yield and 30 percent highest yield stocks.

Quelle: Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton: **Triumph of the Optimists. 101 Years of Global Investment Returns**, Princeton: Princeton University Press, 2002, S. 140

Die Wertentwicklung von Aktien mit hoher Dividendenrendite im S&P 500 von 1957 bis 2002

In einer anderen Studie, «**The Future for Investors. Why the tried and True Triumphs Over the Bold and New**», New York: Crown Business, 2005 (Überlegen investieren. Warum sich traditionelle Anlagen eben doch auszahlen, München: FinanzBuch, 2007), verfolgte Jeremy Siegel, der bekannte Finanzprofessor von der Wharton School der University of Pennsylvania, die Wertentwicklung der Aktien des Standard and Poor's 500 Stock Index, die er von 1957 bis 2002 nach Dividendenrendite anordnete. Diese Anordnung mit ihrer Unterteilung der S&P 500-Aktien in Fünftel wurde jeweils am 31. Dezember vorgenommen. Für das darauffolgende Jahr wurden dann die Renditen der Aktien und Fünftel berechnet, und die Aktien wurden zum Jahresende wieder nach Dividendenrendite neu unterteilt. Das Ergebnis: Es bestand ein direkter Zusammenhang zwischen höheren Anlagerenditen und höheren Dividendenrenditen. Das dividendenstärkste Fünftel (oberste 20 % des S&P 500 in Bezug auf Dividendenrendite) erbrachte aufs Jahr berechnet eine Rendite von 14,27 %, während der S&P 500-Index nur eine Rendite von 11,18 % erzielte, d. h. die Vermögensbildung war dreimal so stark.

FIGURE 9.2: CUMULATIVE RETURNS TO S&P 500 SORTED BY DIVIDEND YIELD (SOURCE: COMPUSTAT®)



Quelle: Jeremy J. Siegel: **The Future for Investors**, New York: Crown Business, 2005, S.128

Siegel schuf auch die Fachbegriffe «Baisseschutz» und «Renditebeschleuniger», um zu beschreiben, wie die Wiederanlage von Dividenden in Baissezeiten die zur Wiedererlangung von Verlusten notwendige Zeit erheblich verkürzen kann.

Nach ihrem niedrigen Kurs im Verhältnis zur Dividende angeordnete Aktien erzielen im Zeitraum von 1970 bis 1996 attraktive Renditen

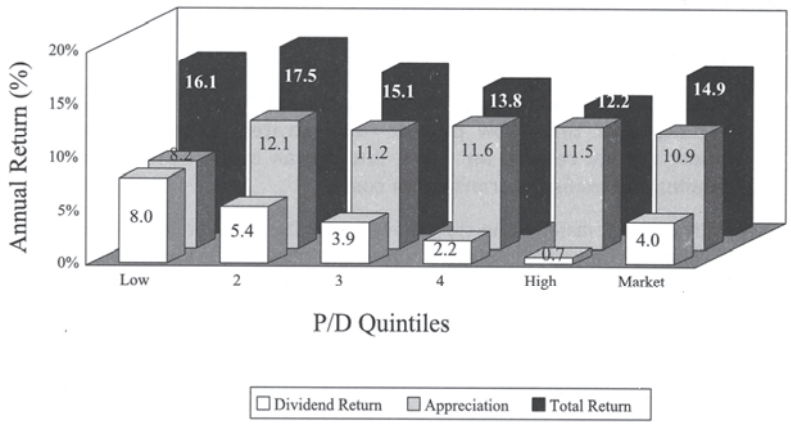
In seiner im Buch «**Contrarian Investment Strategies. The Next Generation**» («Contrarian Investment»-Strategien. Die nächste Generation) von 1998 enthaltenen Studie analysierte David Dreman, der in der Welt des Wertanlegens für sein Vorgehen anhand der Kennzahl des niedrigen KGV bekannt ist, die Jahresrendite der Kurs-zu-Dividende-Strategie, wobei er Daten aus Compustat 1500 (die grössten 1500 Aktiengesellschaften) für den Berichtszeitraum von 27 Jahren bis zum 31. Dezember 1996 verwendete. Wie die nachstehende Tabelle zeigt, entwickelten sich die dividendenstärksten beiden Fünftel des Aktienuniversums des Compustat 1500 aufs Jahr berechnet – wie anhand der niedrigen Kurse im Verhältnis zur Dividende deutlich wird – um 1,2 % bzw. 2,6 % überdurchschnittlich und lagen um 3,9 % bzw. 5,3 % pro Jahr über den Aktien mit niedriger bzw. ohne Dividendenrendite.

Figure 8-4

Price/Dividends

Dividends, Appreciation & Total Returns

January 1, 1970 - December 31, 1996

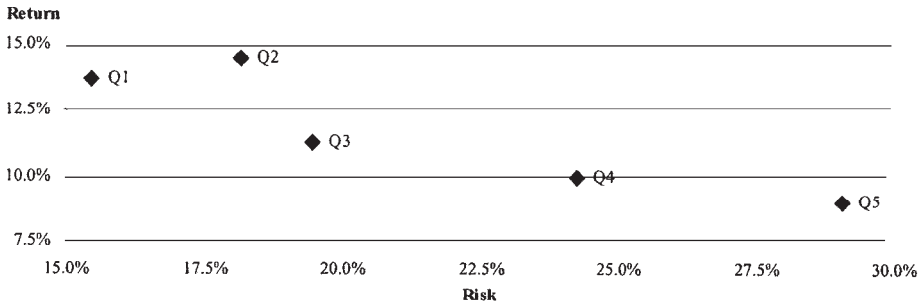


Quelle: David Dreman: **Contrarian Investment Strategies. The Next Generation**, New York: Simon & Schuster, 1998, S. 168

Aktien mit hoher Dividendenrendite erzielen in den USA höhere Renditen mit weniger Risiko als Aktien mit niedriger Dividendenrendite

In einer von Lehman Brothers im September 2005 durchgeführten Studie mit einem Studienzeitraum von 36 Jahren wurde festgestellt, dass Aktien mit hoher Dividendenrendite mehr Anlagerendite mit weniger Risiken erbringen als Aktien mit niedriger Dividendenrendite. Die Lehman-Analysten untersuchten 1 000 US-Unternehmen, die nach Marktkapitalisierung angeordnet und ab Januar 1970 vierteljährlich neu gewichtet wurden. Laut ihrer Studie erbrachte das Fünftel mit der höchsten Dividendenrendite eine gleich gewichtete Anlagerendite von 13,7 % pro Jahr mit einer 15,5%igen Standardabweichung von der Rendite. Im Vergleich erzielte das dividendenschwächste Fünftel 9,0 % mit einer Standardabweichung von 29,1 %.*

Figure 1: Annualized Return and Standard Deviation of Highest (Q1) to Lowest (Q5) Dividend-Yielding Quintiles Since December 1969



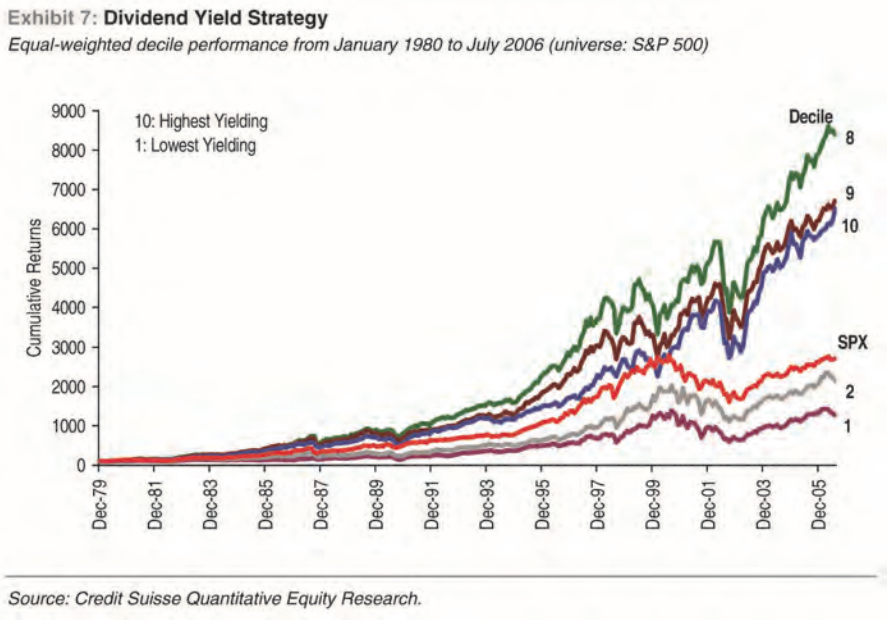
Note: Equal-weighted quintiles, rebalanced quarterly. Universe includes largest 1,000 U.S. firms by market capitalization.
Source: Lehman Brothers and FactSet

Quelle: Henry Chip Dickson und Charles L. Reinhard, **Lehman Brothers Equity Research**, 26. September 2005, S. 1

* Standardabweichungen in Klammern. Die Standardabweichung ist der statistische Wert, der die Streuung von einem Durchschnittswert weg anzeigt, d. h. die Schwankung einer Aktien- bzw. Portfoliorendite über den gegebenen Zeitraum hinweg. Anleger nutzen die Standabweichung der Vergangenheitswerte, um nach Möglichkeit die Reichweite der Rendite vorherzusagen, die für eine bestimmte Anlage besonders wahrscheinlich ist. Wenn eine Aktie bzw. ein Portfolio eine hohe Standardabweichung aufweist, ist die vorhergesagte Reichweite der Wertentwicklung sehr gross, d. h. sie ist relativ volatil.

Aktien mit hoher Dividendenrendite liegen in ihrer Wertentwicklung in der Regel über denen mit niedrigerer Dividendenrendite, aber die besten Ergebnisse stammen nicht von Aktien mit der höchsten Dividendenrendite, sondern eine höhere Rendite bei gleichzeitiger niedriger Ausschüttungsquote erbringt das beste Ergebnis

In ihrer Studie zum Aktienmarkt, «**High Yield. Low Payout**» (Hohe Dividendenrendite, niedrige Ausschüttungsquote), Credit Suisse Quantitative Equity Research, vom 15. August 2006, kamen die Credit Suisse-Analysten Pankaj N. Patel, Souheang Yao und Heath Barefoot zum Ergebnis, dass Aktien von Unternehmen mit hohen Dividendenrenditen tatsächlich bessere Anlageergebnisse erzielten als Aktien von Unternehmen mit niedrigeren Dividendenrenditen, aber dass die Unternehmen mit den höchsten Dividendenrenditen bei der Anlagerendite nicht insgesamt in Führung lagen. Die Analysten führten eine Simulation einer Dividendenstrategie in der Zeit vom Januar 1980 bis zum Juni 2006 durch, wobei sie ihr Anlageuniversum auf Aktien beschränkten, die auch Teil des S&P 500-Index waren. Sie erstellten auf der Grundlage der Dividendenrenditen an jedem Monatsende Körbe von gleich gewichteten Zehnteln. In ihrem Studienzeitraum von 26 Jahren lagen ihrem Ergebnis zufolge die Unternehmen mit hohen Dividendenrenditen vor denen mit niedrigeren Dividendenrenditen, doch erzielte das Zehntel mit den höchsten Dividendenrenditen nicht die insgesamt beste Anlagerendite. Wie ihre Grafik nachstehend zeigt, lagen die Zehntel 8 und 9 über Zehntel 10, dem Zehntel mit der höchsten Dividendenrendite.



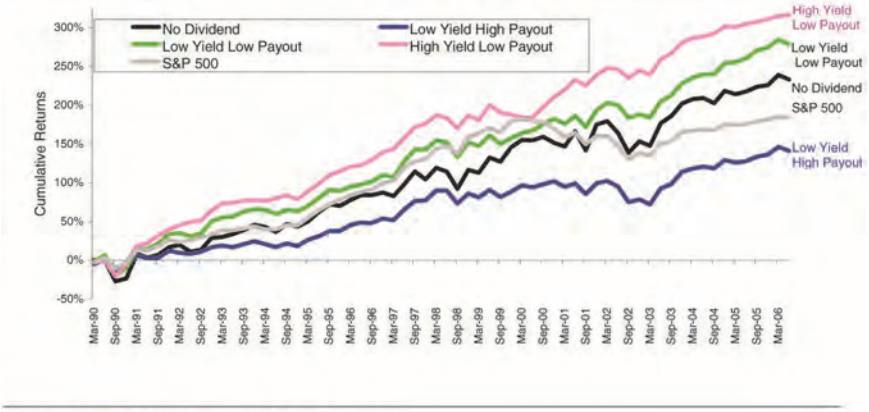
Quelle: ***High Yield. Low Payout****, Credit Suisse Quantitative Equity Research, 15. August 2006, S. 5*

Zudem kamen sie zu dem Ergebnis, dass im dividendenstarken Anlage-Universum eine direkte Verbindung zwischen niedriger Ausschüttungsquote und höherer Anlagerendite besteht. Methodisch erstellten sie drei Körbe, die an der Dividendenstärke ausgerichtet waren, d. h. in denen die Aktien in hohe Dividendenrendite, niedrige Dividendenrendite und keine Dividendenrendite unterteilt waren. Dann teilten sie innerhalb dieser Körbe die Aktien nach Ausschüttungsquote ein, d. h. unter hoch, mittel und niedrig. Gleich gewichtete Portfolios dieser Körbe wurden vom Januar 1990 bis zum Juni 2006 am Ende jedes Quartals auf der Grundlage von Dividendenrendite und Ausschüttungsquote erstellt: d. h. hohe Dividendenrendite, niedrige Ausschüttungsquote; niedrige Dividendenrendite, niedrige Ausschüttungsquote; niedrige Dividendenrendite, hohe Ausschüttungsquote usw. Die eingesetzten Unternehmen waren Teil des S&P 500-Index. Wie aus der nachfolgenden Grafik zu

erkennen ist, erbrachte der Korb mit den höchsten Dividendenrenditen im Zusammenspiel mit niedriger Ausschüttungsquoten die beste Anlagerendite. Der Korb mit hohen Dividendenrenditen bei niedriger Ausschüttungsquote erwirtschaftete aufs Jahr berechnet eine Anlagerendite für den Studienzeitraum von 19,2 %, während der Index 11,16 % erreichte. Mathematisch gesprochen heisst das: Je niedriger die mit einer bestimmten Höhe der Dividendenrendite verbundene Ausschüttungsquote ist, desto höher ist die Gewinnrendite des Unternehmens und desto preisgünstiger sind die Aktien (anhand des KGV). Die Unternehmen mit hoher Dividendenrendite und niedriger Ausschüttungsquote, die höhere Anlagerenditen erbrachten, besassen gleichzeitig ein niedriges KGV und damit einen niedrigen Kurs und damit zusammenhängend eine hohe Gewinnrendite (der Umkehrwert des KGV).

Exhibit 2: Dividend Yield and Payout Ratio

Equal-weighted performance from January 1990 to June 2006, quarterly rebalance



Source: Credit Suisse Quantitative Equity Research.

Exhibit 3: Portfolio Buckets

Dividend Yield	Payout Ratio: High/Negative	Payout Ratio:	Payout Ratio: Low
Low	Low Yield High Payout	Low Yield Medium Payout	Low Yield Low Payout
	Medium Yield High Payout	Medium Yield Medium Payout	Medium Yield Low Payout
High	High Yield High Payout	High Yield Medium Payout	High Yield Low Payout

Source: Credit Suisse Quantitative Equity Research.

Exhibit 4: Annualized Returns

From January 1990 to June 2006

Dividend Yield	Payout Ratio: High/Negative	Payout Ratio:	Payout Ratio: Low
Low	8.6%	14.7%	16.9%
	11.2%	13.1%	17.6%
High	11.0%	13.5%	19.2%

Source: Credit Suisse Quantitative Equity Research.

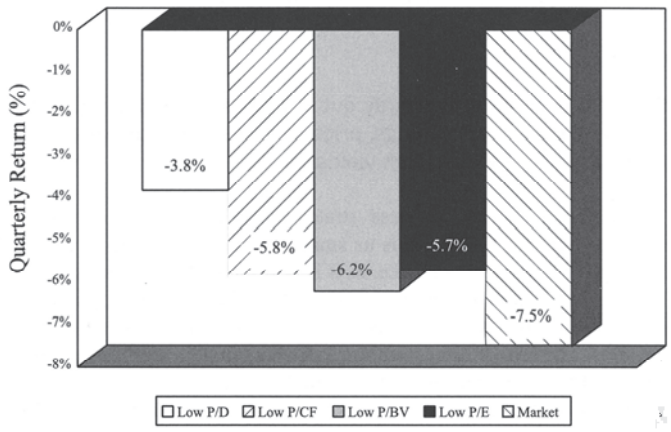
Quelle: ***High Yield. Low Payout****, Credit Suisse Quantitative Equity Research, 15. August 2006, S. 2–3*

DIE DEFENSIVE WIRKUNG HOHER DIVIDENDENRENDITEN BEI MARKTEINBRÜCHEN

Aktien mit hohen Dividendenrenditen lagen von 1970 bis 1996 bei fallenden Kursen mit ihrer Wertentwicklung durchschnittlich über anderen Wertstrategien und der Marktentwicklung

In einer anderen Studie, «**When The Bear Growls. Bear Market Returns 1970-1996**» (Wenn der Bär knurrt. Baisse-Renditen von 1970 bis 1996) in: **Contrarian Investment Strategies. The Next Generation** («Contrarian Investment»-Strategien. Die nächste Generation) untersuchte David Dreman in Zusammenarbeit mit Eric Lufkin die Wirksamkeit von «Contrarian Value»-Strategien in Baisse-Situationen an der Börse über einen Zeitraum von 27 Jahren. Unter Verwendung der Datenbank Compustat 1500 (die die 1500 grössten börsengehandelten Aktien enthält) wurde die Wertentwicklung beim Einsatz von vier Kennzahlen – niedriges KGV, niedriges KBV, niedriges KCV und hohe Dividendenrendite – gemessen, der Durchschnitt für alle Baisse-Quartale errechnet und das Ergebnis für den Zeitraum von 27 Jahren mit dem des Index selbst verglichen. Es stellte sich heraus, dass die Anwendung aller Kennzahlen ein überdurchschnittliches Ergebnis erzeugte, aber die hohe Dividendenrendite (niedriges Kurs-Dividende-Verhältnis) von allen Wertstrategien am besten abschnitt, da bei ihr der Portfoliokurs durchschnittlich nur um 3,8 % oder in etwa halb so viel wie der Markt zurückging.

Figure 7-5
When the Bear Growls
Bear Market Returns 1970 - 1996



Quelle: David Dreman, ***Contrarian Investment Strategies. The Next Generation***, Simon & Schuster, 1998, S. 157

Werden im gesamten Zeitraum von 27 Jahren sowohl Hausse- als auch Baissezeiten berücksichtigt, lagen alle Wertstrategien mit ihrem Ergebnis über dem Markt, aber die Strategie, die das Kurs-Dividende-Verhältnis zur Kennzahl erhob, war am Markt nicht so erfolgreich. Im vollständigen Zeitraum von 27 Jahren mit allen Hausse- und Baissezeiten erzielte die Kurs-Dividende-Strategie eine aufs Jahr berechnete Rendite von 16,1 %, während der Markt nur 14,9 % erreichte.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Auf den vorhergehenden Seiten wird eine Reihe von Artikeln und empirischen Studien von Wissenschaftlern, Wirtschaftsexperten und Anlagefachleuten vorgestellt, die die langfristige Beziehung zwischen Dividendenrendite und Anlagerendite analysieren. Folgende Schlüsse kann man daraus ziehen:

1. Eine Studie zeigt für einen Zeitraum von 101 Jahren (1900–2000), dass eine Anlage in einem marktorientierten Portfolio sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich, zu der vor allem wieder angelegte Dividenden gehören, ein fast 85-mal höheres Vermögen bildete als das gleiche Portfolio, das sich nur auf Kapitalgewinne stützte.
2. Es bestehen wesentliche empirische Nachweise für eine direkte Verbindung zwischen hoher Dividendenrendite und attraktiver Gesamtrendite.
3. Drei Studien kommen zum Ergebnis, dass die höchste Anlagerendite nicht vom dividendenstärksten Zehntel oder Fünftel kam, sondern von einem oder zwei Zehnteln bzw. Fünfteln mit der nächsthöheren Dividendenrendite.
4. Mindestens eine Studie zeigt, dass Aktien mit überdurchschnittlich hoher Dividendenrendite auch weniger volatil waren, was die Standardabweichung betrifft.
5. In mehreren Studien wurden Aktien mit hoher Dividendenrendite auch zu niedrigem KBV bzw. KGV gehandelt.
6. Die Renditevorteile dividendenstarker Aktien bestanden für Aktienwerte sowohl in den USA als auch der ganzen Welt.
7. Mindestens eine Studie stellt fest, dass Aktien mit hoher Dividendenrendite in Baissezeiten die Ergebnisse anderer Wertstrategien, aber auch die Gesamtbörsenrendite hinter sich liessen.
8. Die Wiederanlage von Dividenden der Aktien mit hoher Dividendenrendite kann die Zeit erheblich verkürzen, die man ansonsten für die Wiedererlangung von Verlusten in Baissezeiten benötigt.

Es scheint, zumindest von den hierin enthaltenen Studien her gesehen, klar, dass Aktien mit hoher Dividendenrendite interessante Renditevorteile gegenüber Aktien mit niedrigerer Dividendenrendite besitzen. Über die Gründe, warum dem so ist, kann man nur spekulieren. Einige Beobachter wie Michael Lenhoff von Capel-Cure Myers Capital Management sind der Ansicht, dass ein Werteffekt aufgrund mehrerer Werteigenschaften zumindest teilweise für diese Renditeanomalie verantwortlich ist. Lenhoff merkt an, dass laut seiner Studie Aktien mit hoher Dividendenrendite auch zu niedrigem KBV bzw. KGV gehandelt werden. In verschiedenen empirischen Studien erzielen Aktien mit im Verhältnis zum Gewinn bzw. Buchwert ihrer Unternehmen niedrigem Kurs überdurchschnittliche Renditen, d. h. es besteht ein «Werteffekt». Ähnlich stellt die Studie der Credit Suisse über hohe Dividendenrenditen bei gleichzeitig niedriger Ausschüttungsquote fest, dass dividendenstarke Aktien, deren Unternehmen ein niedriges KGV haben, am besten abschneiden. Wie vorstehend angemerkt, lehrt die generelle Erfahrung Tweedy, Browne, dass die Aktien von Unternehmen mit hoher Dividendenrendite häufig mit Wertmerkmalen wie einem niedrigen KGV, einem niedrigen KBV und einem relativen geringen Kurs im Verhältnis zu besonderen Schätzungen des Werts notieren, den Aktionäre beim Verkauf des Gesamtunternehmens auf der Grundlage von Bewertungen ähnlicher Unternehmen bei entsprechenden Kapitalgeschäften erhalten können.

Die hierin enthaltenen Studien beruhen auf langen Erfassungszeiträumen und enthalten keine Informationen oder Schlussfolgerungen zum Muster, zur Reihenfolge oder zur Einheitlichkeit der Anlagerenditen über die kürzeren Zeiträume, in die die langen Erfassungszeiträume unterteilt sind. Fragen wie zum Beispiel, ob die Überschussrendite in 50 % der Zeit oder 30 % der Zeit oder in einem «Lauf» von sieben fetten Jahren mit überdurchschnittlich guten Renditen, gefolgt von sieben mageren Jahre mit überdurchschnittlich schlechten, entstand, werden hier nicht gestellt. Zwar machen einige Studien eine Tendenz zu niedrigerer Variabilität der Renditen bei dividendenstarken Aktien aus, doch wird in dieser Broschüre kein Versuch unternommen, die

Auswirkungen möglicher Sektorkonzentrationen auf die Vergangenheitswerte pro Jahr der dividendenstarken Aktien abzuschätzen. Nach der Erfahrung von Tweedy, Browne schwankt die Jahresrendite der dividendenstarken Portfolios unter seiner Verwaltung, mit mehreren Jahren überdurchschnittlicher Wertentwicklung sowie mehreren Jahren unterdurchschnittlicher Wertentwicklung, wobei diese Zeiträume gelegentlich direkt aufeinander folgten. Die Portfolios mit hoher Dividendenrendite haben unseren Kunden durch überdurchschnittliche Wertwicklung langfristig, wenn auch nicht andauernd, zusätzliches Vermögen verschafft.

Wie die in dieser Broschüre vorgestellten Studien zeigen, wiederholen sich die Muster des Anlageerfolgs für dividendenstarke Aktien über sehr lange Zeiträume hinweg. Unserer Ansicht nach kann die Kenntnis dieser Muster den Blickwinkel schärfen und gelegentlich zu mehr Geduld und Ausdauer beitragen.

LITERATURHINWEISE

Arnott, Robert D,: «Dividends and The Three Dwarfs», Editor's Corner, *Financial Analysts Journal*, 2003.
Dickson, Henry Chip, und Charles L. Reinhard: «Dividend Yield Screens», Portfolio Strategy, *Lehman Brothers Equity Research*, 26. September 2005.
Dimson, Elroy, Paul Marsh und Mike Staunton: *Triumph of the Optimists,* Princeton: Princeton University Press, 2002.
Dreman, David: *Contrarian Investment Strategies,* The Next Generation, New York: Simon & Schuster, 1998.
Graham, Benjamin: *The Intelligent Investor*, 4. überarbeitete Ausgabe, New York: Harper Business, 1973 (Deutsch: *Intelligent investieren*, 2. Aufl. München: FinanzBuch, 2005).
Keppler, A. Michael: «The Importance of Dividend Yields in Country Selection», *Journal of Portfolio Management*, Winter 1991.
Levis, Mario: «Stock Market Anomalies, A Reassessment based on the U .K. Evidence», *Journal of Banking and Finance* 13 (1989), S. 675–696.
Litzenberger, Robert H., und Krishna Ramaswamy: «The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices», *Journal of Financial Economics*, 1979.
Litzenberger, Robert H., und Krishna Ramaswamy: «The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects?», *The Journal Of Finance*, Bd. 37, Nr. 2. Mai 1982.
O'Higgins, Michael B, mit John Downes: *Beating the Dow*, New York: HarperCollins, 2000.
Patel, Pankaj N., Souheang Yao, und Heath Barefoot: «High Yield. Low Payout», *Credit Suisse Quantitative Equity Research*, 15. August 2006.
Siegel, Jeremy J.: *The Future for Investors. Why the Tried and the True Triumph over the Bold and the New*, New York: Crown Business, 2005. (Deutsch: *Überlegen investieren. Warum traditionelle Anlagestrategien sich eben doch auszahlen*. München: FinanzBuch. 2007).

Tweedy, Browne Company LLC
One Station Place
Stamford, CT 06902
203.703.0600
www.tweedysicav.com