TWEEDY, BROWNE
COMPANY LLC
Gegründet 1920 ***Anlageberater***

William H. Browne
Thomas H. Shrager
John D. Spears
Robert Q. Wyckoff, Jr.
Geschäftsführer

Funktionierende Anlagemethoden.

Studien über aussergewöhnliche Renditen erwirtschaftende Anlagemethoden und Eigenschaften

Funktionierende Anlagemethoden. Studien über aussergewöhnliche Renditen erwirtschaftende Anlagemethoden und Eigenschaften. © 1992 Tweedy, Browne Company LLC
Überarbeitete Ausgabe. © 2009 Tweedy, Browne Company LLC

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

Sehr geehrte Anleger

Mit ***Funktionierende Anlagemethoden*** wollen wir Ihnen unser Wissen um historisch erfolgreiche Anlageeigenschaften und -methoden nahebringen. Die Broschüre enthält Zusammenfassungen von über 50 Studien, von denen sich etwa die Hälfte auf Aktien aus Ländern ausserhalb der USA bezieht. Bei der Auswahl der Studien sind wir nicht nach bestimmten Kriterien vorgegangen; wir haben einfach den Grossteil der wichtigen Studien aufgenommen, die wir in den vergangenen Jahren gelesen haben. Interessanterweise hatten geografische Aspekte keinen Einfluss auf die grundsätzliche Schlussfolgerung, dass Aktien mit den in dieser Broschüre beschriebenen Eigenschaften dauerhaft die höchsten Renditen erwirtschaften. Obwohl dieses Ergebnis uns nicht überrascht, wird damit doch empirisch nachgewiesen, dass die Anlagegrundsätze von Benjamin Graham, die dieser erstmals 1934 in seinem Buch ***Wertpapieranalyse*** zusammenfasste, Anlegern weiterhin gute Dienste leisten. Das Wissen um die sich wiederholenden und häufig miteinander zusammenhängenden Muster anhaltenden Anlageerfolgs vertieft nicht nur unseren Anlageprozess, sondern verhilft uns auch zu langfristigen Perspektiven sowie gelegentlich zu Geduld und Ausdauer. Wir hoffen, dass dieses Wissen auch Ihnen zugute kommen wird.

Die in ***Funktionierende Anlagemethoden*** beschriebenen Hauptauswahlkriterien werden bei Tweedy, Browne spätestens seit 1958 in die Anlageauswahl und Entscheidungsfindung einbezogen – dem Jahr, in dem Tom Knapp, ein Partner im Ruhestand der Anlageverwaltungsfirma von Benjamin Graham, Graham-Newman Corporation, bei Tweedy, Browne einstieg. Die Anlagen von Tweedy, Browne besitzen grösstenteils mindestens eine und häufiger mehrere der in dieser Broschüre besprochenen Anlageeigenschaften.

Tweedy, Browne wendet diese Kriterien und Eigenschaften an, weil sie wie eine Kompassnadel in die «richtige» Richtung – die Richtung wirklich unterbewerteter Unternehmen – weisen, weil sie dem gesunden Menschenverstand entsprechen und weil die Geschäftsführer von Tweedy, Browne der Ansicht sind, dass die mit niedrigem Risiko einhergehende Unterbewertung auch mit zufriedenstellenden Renditen verbunden ist. Neben unseren eigenen historischen Anlageergebnissen aus den letzten fast 50 Jahren bestätigen die ausführlichen Studien in dieser Broschüre unserer Ansicht nach empirisch, dass sich mit Hilfe der von Benjamin Graham entwickelten und von Tweedy, Browne seit langem praktizierten Fundamentalanalyse langfristig attraktive Renditen erwirtschaften lassen. Die meisten Anlagen in den Tweedy, Browne-Portfolios besitzen seit dem Zeitpunkt ihres Kaufs konstant mindestens eine der folgenden Eigenschaften:

1. **Niedriger Kurs im Verhältnis zum Anlagewert** Aktien, deren Kurs unter dem Buchwert ihrer Unternehmen liegt, werden in der Annahme gekauft, dass ihr Börsenkurs mit der Zeit mindestens ihrem angegebenem Buchwert entspricht, d. h. dem Anschaffungswert der eigenen Vermögenswerte des Unternehmens. Gelegentlich entdecken wir auch Aktien, die mit einem Abschlag auf das **Nettoumlaufvermögen**, einer Kennzahl für den geschätzten Liquidationswert des Unternehmens, gehandelt werden («Nettoumlaufvermögen»: Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente, d. h. innerhalb eines Jahres in Zahlungsmittel umwandelbare Vermögenswerte wie etwa Forderungen und Vorräte, abzüglich kurz- und langfristiger Verbindlichkeiten). Benjamin Graham setzte diese Technik der Aktienauswahl erfolgreich ein.
2. **Niedriger Kurs im Verhältnis zum Gewinn** Bei einem niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) gekaufte Aktien erzielen höhere Gewinnrenditen als Aktien mit höherem KGV. Die Gewinnrendite ist die Rendite der Aktionäre, wenn der gesamte Gewinn als Dividende ausgeschüttet wird. Laut Empfehlung von Benjamin Graham soll man in Unternehmen investieren, deren Gewinnrendite sich auf 200 % der Rendite auf Anleihen mit AAA-Bewertung beläuft. Die Anlage in Aktien mit im Verhältnis zum Gewinn niedrigem Kurs schliesst nicht aus, dass man auch in Unternehmen investiert, von deren Gewinn man in Zukunft eine Steigerung erwartet. Frei nach Warren Buffett: «Wert» und «Wachstum» sind wie siamesische Zwillinge – untrennbar miteinander verbunden. Ein Unternehmen, dessen Kurs im Verhältnis zum Gewinn niedrig ist und dessen Gewinn voraussichtlich steigen wird, ist einem Unternehmen mit ähnlichem Kurs vorzuziehen, dessen Gewinn voraussichtlich nicht steigt. Der Kurs ist der Schlüssel. Zu dieser weit gefassten Kategorie «Niedriger Kurs im Verhältnis zum Gewinn» gehören auch **hohe Dividendenrenditen** und **niedriger Kurs im Verhältnis zum Cashflow** (Gewinn zzgl. Abschreibungsaufwand).
3. **Aktienkäufe in bedeutendem Umfang durch mindestens einen Insider (Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats- oder Vorstandsmitglied)**
   Vorstands- und Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitglieder sowie Grossaktionäre kaufen häufig die Aktien ihres eigenen Unternehmens, wenn der Kurs im Verhältnis zum aktuellen Wert – errechnet aus dem Betriebsvermögen, dem laufenden Geschäft bei einer Unternehmensübernahme oder dem wahrscheinlichen Wert des Unternehmens in naher oder mittelfristiger Zukunft – zurückgeht. Insider besitzen häufig sogenanntes «Insiderwissen» – z. B. über neue Marketingprogramme, Produktpreiserhöhungen, Kosteneinsparungen, ansteigende Auftragsquoten, Änderungen der Branchenbedingungen usw. – aufgrund dessen sie annehmen, dass sich der tatsächliche Basiswert des Unternehmens ändern wird. Zum Insiderwissen gehört auch der wahre Wert «versteckter Vermögenswerte», z. B. der Wert eines Verluste einfahrenden Tochterunternehmens, dessen Übernahme ein Wettbewerber angeboten hat, oder der Wert überschüssiger, nicht betriebsnotwendiger Immobilien und die voraussichtliche Ertragskraft eines Unternehmens, wenn hohe einmalige Produktentwicklungskosten erst einmal abgeschrieben sind. Es ist nicht ungewöhnlich, dass Insider erhebliche Aktienkäufe tätigen, wenn die betreffenden Unternehmen an der Börse zu einem niedrigen KGV bzw. KBV gehandelt

werden. Häufig kaufen auch Unternehmen, an denen wir beteiligt sind, ihre eigenen Aktien an der Börse zurück.

4. **Erheblicher Rückgang des Aktienkurses** Aktienkurse sinken häufig dann, wenn auch der Gewinn zurückgeht oder enttäuscht. Die Korrektur hin zu einem Vergangenheitswert ist in Bezug auf die Leistung eines Unternehmens fast ein Naturgesetz. Unserer Erfahrung nach kommt es oft vor, dass Unternehmen sich nach einer Phase schlechter Leistungen erholen und ihre Leistung wieder steigern.
5. **Geringe Marktkapitalisierung** Da der Anlageprozess bei Tweedy, Browne im Prinzip alle börsennotierten Gesellschaften mit einbezieht, kann es nicht überraschen, dass unsere Portfolios konstant Beteiligungen an Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung enthalten. Die meisten börsennotierten Gesellschaften sind klein, wenn man ihre Marktkapitalisierung betrachtet. Zudem weisen diese Unternehmen häufig höhere Wachstumsraten auf und können aufgrund ihrer Grösse leichter von anderen Unternehmen übernommen werden.

Bei Anlagen in unseren Portfolios ist es nicht ungewöhnlich, dass sie gleichzeitig mehrere der oben genannten Eigenschaften besitzen. So sind zum Beispiel Unternehmen mit niedrigen Aktienkursen im Verhältnis zu Nettoumlaufvermögen, Buchwert und/oder Gewinn oft im Verhältnis zum Cashflow niedrig gepreist, weisen eine hohe Dividendenrendite auf und haben eine geringere Marktkapitalisierung. Der Aktienkurs ist gegenüber den Vergangenheitswerten nicht selten erheblich gefallen; aus diesem Grund kaufen Vorstands- und Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitglieder grössere Mengen an Aktien, und das Unternehmen selbst kauft seine Aktien zurück. Darüber hinaus werden diese Unternehmen an der Börse häufig mit einem Abschlag auf die realistischen Schätzungen des Preises gehandelt, den Aktionäre bei einem Verkauf oder einer Liquidation des gesamten Unternehmens erzielen können. Jede Eigenschaft ähnelt in gewisser Weise einem Mosaiksteinchen. Wenn mehrere Steinchen zusammengelegt werden, entsteht ein klares Bild – das eines unterbewerteten Titels.

Dr. Josef Lakonishok (University of Illinois), Dr. Robert W. Vishny (University of Chicago) und Dr. Andrei Shleifer (Harvard University) legten im Mai 1993 unter dem Titel «Contrarian Investment. Extrapolation and Risk» (Gegenläufiges Anlegen. Hochrechnung und Risiko) die Ergebnisse einer vom National Bureau of Economic Research finanzierten Studie vor, in der die Anlagerenditen aller an der New York Stock Exchange (NYSE) und American Stock Exchange (AMEX) notierten Unternehmen von 1968 bis1990 im Verhältnis zu ihrem Kurs-Buchwert-, Kurs-Gewinn- und Kurs-Cashflow-Verhältnis (KBV, KGV und KCV) untersucht wurden. In ihrer Zusammenfassung erläuterten die Autoren: «Diese Studie belegt, dass man mit Wertstrategien deswegen höhere Renditen erzielt, weil diese Strategien die Fehler typischer Anleger ausnutzen, und nicht, weil diese Strategien grundsätzlich riskanter sind.» Eine nachfolgende Studie, interessanterweise mitverfasst von Burton G. Malkiel, dem Princetoner Professor und Autor von ***A Random Walk Down Wall Street*** (Ein Börsenerfolg ist (k)ein Zufall. 9. Aufl. München: FinanzBuch Verlag, 1999), die zugunsten von Indexfonds gegen die Wirksamkeit aktiv verwalteter Anlagestrategien argumentierte, untersuchte, ob die mit den in früheren empirischen Studien dargelegten gegenläufigen Strategien verbundenen «Predictable Return Advantages» von Dauer sind und von Anlageverwaltern genutzt werden können. In der von Zsuzsanna

Fluck (New York University), Burton G. Malkiel (Princeton) und Richard E. Quandt (Princeton) im ***Journal of Economics and Statistics*** (Mai 1997) veröffentlichten Studie «The Predictability of Stock Returns. A Cross-Sectional Simulation» (Die Vorhersagbarkeit von Aktienrenditen. Simulation eines Querschnitts) wurde die Wertentwicklung der nach KGV und KBV angeordneten Aktien von 1 000 Grossunternehmen von 1979 bis 1995 untersucht. Die Studie bestätigte die Ergebnisse der älteren Studie von Lakonishok, Shleifer und Vishny «Contrarian Investment. Extrapolation and Risk» (Gegenläufiges Anlegen. Hochrechnung und Risiko):

> Ausgehend von einer ausgewogenen Stichprobe von Grossunternehmen sind wir zu dem Schluss gekommen, dass die in älteren Studien belegten besseren Ergebnisse des «Contrarian Investment» nicht einfach eine Folge von Auswahlverzerrungen waren. Auch bleibt die Rendite laut unseren Ergebnissen bei Einbezug der Transaktionskosten stabil.

Die Studien von Fluck, Malkiel und Quandt sowie von Lakonishok, Shliefer und Vishny, zusammen mit ähnlichen Studien, die wir in den nachfolgenden Kapiteln «Preisgünstig erworbene Anlagen» und «Preisgünstig erzielte Gewinne» von ***Funktionierende Anlagemethoden*** beschreiben, zeigen, dass Anleger im Extremfall einzelne Aktien über- bzw. unterbewerten und dass die besten Renditen aus dem Kauf von Aktien am äussersten Rand des Wertspektrums stammen.

Mit freundlichen Grüssen

TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC
William H. Browne
Thomas H. Shrager
John D. Spears
Robert Q. Wyckoff, Jr.
Geschäftsführer

Inhaltsverzeichnis

Seite

PREISGÜNSTIG ERWORBENE ANLAGEN 1

Benjamin Grahams Kennzahl des Nettoumlaufvermögens 1

Im Verhältnis zum Buchwert niedriger Kurs 3

Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung und niedrigem KBV im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung und niedrigem KBV 9

Anlagerenditen pro Jahr bei fünfjähriger Haltedauer von Unternehmen mit niedrigem KBV verglichen mit Unternehmen mit hohem KBV 10

Die Einheitlichkeit der Renditen von Unternehmen mit niedrigem KBV verglichen mit Unternehmen mit hohem KBV 11

Sind die höheren Renditen der Aktien von Unternehmen mit niedrigem KBV im Vergleich zu Aktien von Unternehmen mit hohem KBV auf ein höheres Risiko zurückzuführen?..... 12

Aktien von Unternehmen mit niedrigem KBV erwirtschaften bei Abzug der Transaktionskosten erhebliche Überschussrenditen 13

Unternehmen in aller Welt: Im Verhältnis zum Buchwert niedriger Kurs 14

Im Verhältnis zum Buchwert zu niedrigen Kursen notierende Unternehmen im Vereinigten Königreich, Frankreich, Deutschland und Japan 15

Aktien von Unternehmen mit einem niedrigen KBV verglichen mit Aktien von Unternehmen mit hohem KBV in Frankreich, Deutschland, der Schweiz, dem Vereinigten Königreich und den USA 15

PREISGÜNSTIG ERZIELTE GEWINNE 17

Im Verhältnis zum Gewinn niedriger Kurs 17

Benjamin Grahams Kennzahl des niedrigen KGV 19

Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung und niedrigem KGV im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung und niedrigem KGV 20

Jährliche Anlagerenditen bei fünfjähriger Haltedauer für Unternehmen mit niedrigem KGV im Vergleich zu Unternehmen mit hohem KGV 21

Aktien von Unternehmen mit niedrigem KGV erwirtschaften abzgl. der Transaktionskosten erhebliche Überschussrenditen 22

Im Verhältnis zum Gewinn zu niedrigen Kursen notierende Unternehmen im Vereinigten Königreich, Frankreich, Deutschland und Japan 23

Im Verhältnis zum Gewinn zu niedrigen Kursen notierende Unternehmen im Vereinigten Königreich 24

Unternehmen in aller Welt. Niedriger Kurs im Verhältnis zum Cashflow 25

Anlagerenditen pro Jahr bei fünfjähriger Haltedauer von Unternehmen mit niedrigem KCV verglichen mit Unternehmen mit hohem KCV 26

Einheitlichkeit der Renditen von Unternehmen mit niedrigem KCV verglichen mit Unternehmen mit hohem KCV 27

Sind die höheren Renditen der Aktien von Unternehmen mit niedrigem Kurs-Cashflow-Verhältnis im Vergleich zu Aktien von Unternehmen mit hohem Kurs-Cashflow-Verhältnis auf ein höheres Risiko zurückzuführen? 28

Wertentwicklung von Wertportfolios gegenüber Wachstumsportfolios bis einschliesslich 2001 29

AKTIEN MIT HOHEN DIVIDENDENRENDITEN 31

Hohe Dividendenrenditen im Vereinigten Königreich 31

Unternehmen in aller Welt: Hohe Dividendenrenditen 32

Hohe Dividendenrenditen wirken bei Markteinbrüchen defensiv: Aktien mit hohen Dividendenrenditen lagen von 1970 bis 1996 bei fallenden Kursen mit ihrer Wertentwicklung durchschnittlich über anderen Wertstrategien und der Marktentwicklung. 35

ANLEGEN WIE DIE EINGEWEIHTEN. AKTIEN KAUFEN, WENN INSIDER (VORSTANDS- UND VERWALTUNGS- BZW. AUFSICHTSRATSMITGLIEDER UND DAS UNTERNEHMEN SELBST) KAUFEN 36

Der Einfluss der Aufstockungen durch Insider 36

Vereinigtes Königreich: Einfluss der Aufstockungen durch Insider 37

Kanada: Einfluss der Aufstockungen durch Insider 38

Unternehmen, die ihre eigenen Aktien kaufen 38

IM KURS GEFALLENE AKTIEN 39

Aktien mit den schlechtesten Ergebnissen aus früheren Anlagen 39

Aktien mit den schlechtesten Ergebnissen in vorhergehenden Jahren in aller Welt 40

Aktien mit den schlechtesten Ergebnissen in den vorhergehenden Jahren im Vereinigten Königreich 40

AKTIEN VON UNTERNEHMEN MIT GERINGERER MARKTKAPITALISIERUNG 41

Höhere Renditen aus Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung 41

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung im Vereinigten Königreich, in Frankreich, Deutschland und Japan vom Dezember 1974 bis zum Dezember 1989 42

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung im Vereinigten Königreich 43

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung in Kanada 43

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung in Australien 44

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung in Japan 45

ZUSAMMENHÄNGENDE ANLAGEEIGENSCHAFTEN **45**

SCHLUSSFOLGERUNGEN **48**

PREISGÜNSTIG ERWORBENE ANLAGEN

Benjamin Grahams Kennzahl des Nettoumlaufvermögens

Das Nettoumlaufvermögen («Net Current Asset Value» bzw. «Net Current Assets») ist die älteste uns bekannte Kennzahl für die Anlage in Gruppen von Wertpapieren mit gemeinsamen Auswahlmerkmalen. Benjamin Graham entwickelte und testete die Kennzahl von 1930 bis 1932. Die Kennzahl «Nettoumlaufvermögen» bedeutet als Auswahlkriterium, dass man nur Aktien kauft, deren Kurs abzgl. der – kurz- und langfristigen – Verbindlichkeiten und der den Stammaktien gegenüber vorrangigen Ansprüche (kurzfristige Verbindlichkeiten, langfristige Verbindlichkeiten, Vorzugsaktien und nicht fondsfinanzierte Pensionsverpflichtungen bzw. pensionsbezogene Rückstellungen) bei höchstens 66 % des (aus Zahlungsmitteln, Forderungen und Vorräten bestehenden) einem Unternehmen zugrunde liegenden Umlaufvermögens liegt. Wenn zum Beispiel das Umlaufvermögen einer Gesellschaft 100 USD je Aktie und die Summe der kurzfristigen Verbindlichkeiten, langfristigen Verbindlichkeiten, Vorzugsaktien und nicht fondsfinanzierten Pensionsverpflichtungen bzw. pensionsbezogenen Rückstellungen 40 USD je Aktie beträgt, dann beläuft sich das Nettoumlaufvermögen auf 60 USD je Aktie, und laut Graham zahlt man vernünftigerweise nicht mehr als 66 % davon, d. h. nicht mehr als 40 USD, für diese Aktie. Graham setzte die Kennzahl Nettoumlaufvermögen bis 1956 umfassend bei der Führung seines Anlageverwaltungsunternehmens Graham-Newman Corporation ein. Graham hält fest, dass die durchschnittliche Rendite aus diversifizierten, auf der Grundlage des Nettoumlaufvermögens zusammengestellten Aktienportfolios über einen Zeitraum von 30 Jahren etwa 20 % pro Jahr betrug.

In der Ausgabe seines Buches ***The Intelligent Investor (deutsch: Intelligent investieren*)**, **zuletzt aktualisiert** 1973, kommentiert Benjamin Graham seine Methode:

> «Es schien immer lächerlich – und das gilt auch jetzt –, einfach Folgendes zu sagen: Wenn man eine diversifizierte Gruppe von Stammaktien zu einem Kurs kaufen kann, der unterhalb des Nettoumlaufvermögens je Aktie liegt – abzüglich aller vorrangiger Forderungen und wenn man das Anlagevermögen sowie andere Vermögenswerte mit 0 ansetzt –, dann sollten die Ergebnisse recht zufriedenstellend sein. [Benjamin Graham, Intelligent investieren, München: FinanzBuch Verlag, 2005, S. 412]»

In einem Artikel in der Ausgabe des ***Financial Analysts Journal*** vom November/Dezember 1986 untersuchte Henry Oppenheimer, ein Associate Professor für Finanzwirtschaft an der State University of New York in Binghamton, unter dem Titel «Ben Graham's Net Current Asset Values. A Performance Update» (Ben Grahams Nettoumlaufvermögen. Ein aktueller Überblick über das Leistungsvermögen der Kennzahl) die Anlageergebnisse der mit höchstens 66 % des Nettoumlaufvermögens erworbenen Aktien über einen Zeitraum von 13 Jahren, vom 31. Dezember 1970 bis zum 31. Dezember 1983.

Die Studie ging davon aus, dass alle das Anlagekriterium erfüllenden Aktien am 31. Dezember des jeweiligen Jahres gekauft, ein Jahr lang gehalten und am 31. Dezember des Folgejahres durch an dem Tag das gleiche Kriterium erfüllende Aktien ersetzt worden waren. Um die jährlichen Portfolios gemäss dem Nettoumlaufvermögen anzulegen, überprüfte Oppenheimer den gesamten ***Security Owners Guide*** (Führer für Wertpapiereigentümer) von Standard & Poor's. Die Stichprobe für den gesamten Dreizehnjahreszeitraum umfasste 645 nach dem Auswahlkriterium des Nettoumlaufvermögens ausgewählte Aktien von der New York Stock Exchange (NYSE), der American Stock Exchange (AMEX) und dem ausserbörslichen Wertpapiermarkt. Der Mindestumfang der Stichprobe an jedem 31. Dezember betrug 18 Unternehmen, der Höchstumfang 89 Unternehmen.

Die mittlere Rendite aus den nach dem Auswahlkriterium des Nettoumlaufvermögens ausgewählten Aktien belief sich im Dreizehnjahreszeitraum auf 29,4 % pro Jahr gegenüber 11,5 % pro Jahr aus allen Aktien des NYSE-AMEX-Index. Eine Million USD, am 31. Dezember 1970 im Portfolio der nach dem Auswahlkriterium des Nettoumlaufvermögens ausgewählten Aktien investiert, waren damit am 31. Dezember 1983 25 497 300 USD wert. Im Vergleich dazu stieg der Wert von im gleichen Zeitraum in den NYSE-AMEX-Index investierten 1 000 000 USD am 31. Dezember 1983 nur auf 3 729 600 USD. Der Wert des nach dem Auswahlkriterium des Nettoumlaufvermögens zusammengestellten Aktienportfolios entwickelte sich jedoch nicht stetig so aussergewöhnlich, denn kleinere Zeitabschnitte im Rahmen des Gesamtzeitraums von 13 Jahren zeigten Abweichungen. In den drei Jahren vom 31. Dezember 1970 bis zum 31. Dezember 1973, d. h. während 23 % des Studienzeitraums, betrug die mittlere Jahresrendite aus dem Portfolio der nach dem Auswahlkriterium des Nettoumlaufvermögen ausgewählten Aktien z. B. nur 0,6 %, während der NYSE-AMEX-Index um 4,6 % anstieg.

Die Studie verglich auch die Ergebnisse der Anlage in nach dem Auswahlkriterium des Nettoumlaufvermögens ausgewählten Verluste einfahrenden Unternehmen (etwa ein Drittel der Stichprobe) mit den Anlageergebnissen der Gewinne erzielenden Unternehmen der übrigen Stichprobe. Die Aktien der verlustbringenden Unternehmen erzielten etwas höhere Anlageergebnisse als die Aktien von Unternehmen mit Gewinn: 31,3 % pro Jahr gegenüber 28,9 % pro Jahr.

Weitere Studien von Tweedy, Browne selbst weisen nach, dass Unternehmen, die dem Auswahlkriterium des Nettoumlaufvermögens genügen, nicht nur eine gute Wertentwicklung ihrer Stammaktien zu verzeichnen haben, sondern häufig auch mit erheblichen Abschlägen gegenüber «realistischen» Schätzungen des jeweiligen Werts notieren, den Aktionäre bei einem tatsächlichen Verkauf bzw. einer tatsächlichen Liquidation des gesamten Unternehmens wohl erhalten. Die Kennzahl «Nettoumlaufvermögen» setzt keinen Betrag für die Immobilien sowie den Maschinen- und Fuhrpark eines Unternehmens an, und es wird auch kein Wert für die mögliche Ertragskraft der Absatzbasis bei Fortführung des Unternehmens angesetzt. Bei Schätzungen des Liquidationswerts besteht häufig das Problem, dass geschätzte Wertminderungen von Forderungen und Vorräten durch den geschätzten Wert der Immobilien sowie des Maschinen- und Fuhrparks eines Unternehmens aufgefangen oder sogar übertroffen werden. Es ist nicht ungewöhnlich, dass sachkundige Anleger, zum Beispiel die Vorstands- und Verwaltungsrats- bzw. Aufsichtsratsmitglieder oder andere Gesellschaften, ihren Bestand an Anteilen ihres eigenen Unternehmens aufstocken, wenn deren Kurs unter 66 % des Nettoumlaufvermögens liegt. Das Unternehmen selbst kauft häufig seine eigenen Aktien zurück.

Aktien mit einem Kurs von unter 66 % des Werts des Nettoumlaufvermögens haben gewisse Eigenschaften gemeinsam: niedriges KGV, niedriges Kurs-Umsatz-Verhältnis und niedriger Kurs im Verhältnis zum «normalen» Gewinn, d. h. zu dem Gewinn, den das Unternehmen erzielen würde, erzielte es eine durchschnittliche Eigenkapitalrendite für eine bestimmte Branche oder eine für diese Branche durchschnittliche Nettogewinnspanne auf den Umsatz. Aktuelle Gewinne sind im Verhältnis zu früheren Gewinnen häufig niedriger. Der Aktienkurs ist häufig gegenüber den Vergangenheitswerten eingebrochen, und die Marktkapitalisierung des Unternehmens dementsprechend geschrumpft.

Anmerkung: Ben Grahams Kriterium «66 % des Nettoumlaufvermögens», das an mehreren Stellen der vorliegenden Broschüre angesprochen wird, ist eine ziemlich extreme, quantitative, wertbasierte Kennzahl, die nicht mit dem aktuellen Anlagekriterium von Tweedy, Browne verwechselt werden darf, Anlagen in Unternehmen zu tätigen, die am Aktienmarkt höchstens zu zwei Dritteln des geschätzten inneren Werts notieren. In der Regel ist das «Nettoumlaufvermögen» eine schnelle Annäherung an den Wert des Betriebsvermögens eines Unternehmens in der Liquidation, wobei die Sachanlagen und die Absatzbasis des Unternehmens nicht angerechnet werden. Bei den meisten Unternehmen liegt die Schätzung von deren innerem Wert erheblich über der von deren Nettoumlaufvermögen. Wertanleger wie wir konnten Ben Grahams berühmte Formel «66 % des Nettoumlaufvermögens» in den letzten Jahren nur noch begrenzt einsetzen. Aktien, die zu höchstens 66 % des Nettoumlaufvermögens notieren, sind am Aktienmarkt selten geworden, und wenn wir welche entdecken, handelt es sich häufig um mikrokapitalisierte Unternehmen, an denen man sich nur in geringem Umfang beteiligen kann. Dennoch kommen sie gelegentlich vor, und in einem solchen Fall überprüfen wir ihre Tauglichkeit für eine Investition.

Im Verhältnis zum Buchwert niedriger Kurs

Roger Ibbotson, Professor für angewandte Finanzwissenschaften an der Yale School of Management und Präsident von Ibbotson Associates, Inc., einer auf Wirtschafts-, Anlage- und Finanzfragen spezialisierten Beratungsfirma, untersuchte in «Decile Portfolios of the New York Stock Exchange, 1967 – 1984» (Zehntel-Portfolios der New Yorker Wertpapierbörse von 1967 bis 1984), Working Paper, Yale School of Management, 1986, die Beziehung zwischen dem Aktienkurs als Anteil am Buchwert und der Anlagerendite. Um diese Beziehung zu testen, ordnete er alle an der NYSE notierten Aktien am 31. Dezember jedes Jahres nach deren Aktienkurs als Anteil am Buchwert und unterteilte sie in Zehntel. (Ein Zehntel heisst 10 % der an der NYSE notierten Aktien.) Der Gesamtdurchschnitt der Jahresrenditen jedes Zehntels wurde dann über den Achtzehnjahreszeitraum vom 31. Dezember 1966 bis zum 31. Dezember 1984 gemessen.

Wie Tabelle 1 zeigt, erzielten Aktien mit einem niedrigen KBV erheblich bessere Anlagerenditen im Achtzehnjahreszeitraum als Aktien, deren Kurs als Anteil am Buchwert höher lag.

Tabelle 1. Aktienkurs als Anteil am Buchwert 1967 bis 1984

Zehntel	Jahresgesamt-rendite	Wert von 1.00 USD angelegt am 31. 12. 66 beträgt am 31. 12. 84
1 (Niedrigster Kurs % am Buchwert)	14,36%	12,80 USD
2	14,40	12,88
3	14,39	12,87
4	12,43	9,26
5	8,82	4,98
6	8,36	4,60
7	7,69	4,09
8	5,63	2,83
9	5,26	2,65
10 (Höchster Kurs als % am Buchwert)	6,06	3,06

Während des in Tabelle 1 gezeigten Zeitraums vom 31. Dezember 1966 bis zum 31. Dezember 1984 betrug die Jahresgesamtrendite [*compound annual return*] für den nach Marktkapitalisierung gewichteten NYSE-Index 8,6 %. Werner F.M. DeBondt, Professor für Finanzwirtschaft an der University of Wisconsin, und Richard H. Thaler, Professor für Finanzwirtschaft an der Cornell University, untersuchten den Aktienkurs im Verhältnis zum Buchwert in ihrem Artikel «Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality» (Weitere Belege für die Überreaktion der Anleger und die Konjunkturabhängigkeit des Marktes), in: ***The Journal of Finance***, Juli 1987. Alle an der NYSE und AMEX notierten Unternehmen ausser Unternehmen, die Teil des S&P 40 Financial Index waren, wurden gemäss ihrem Aktienkurs im Verhältnis zum Buchwert angeordnet und in Fünftel – fünf zahlenmässig gleich grosse Gruppen – eingeteilt, deren jeweiliger Stichtag der 31. Dezember 1969, 1971, 1973, 1975, 1977 bzw. 1979 war. Die Gesamtzahl der Unternehmen in der Stichprobe schwankte an jedem der sechs Portfolioauflegungstage zwischen 1 015 und 1 339.

Die über (bzw. unter) dem gleich gewichteten NYSE-Index liegende Anlagerendite wurde über die folgenden vier Jahre für alle Titel in jedem Auswahlzeitraum berechnet. Von den über (bzw. unter) dem Börsenindex liegenden Vierjahresrenditen wurde jeweils der Durchschnitt ermittelt. Tabelle 2 zeigt die Ergebnisse der Studie und weitere beschreibende Informationen.

Tabelle 2: Kurs im Verhältnis zum Buchwert für die an der New York und American Stock Exchange notierten Unternehmen

Rang	Kumulative Durchschnittsrendite über (bzw. unter) dem Börsenindex 4 Jahre nach der Portfolioauflegung	Kumulative Durchschnittsrendite über (bzw. unter) dem Börsenindex 4 Jahre vor der Portfolioauflegung	Durchschnittliches KBV am Portfolioauflegungstag	Durchschnittliche Gewinnrendite am Portfolioauflegungstag	Marktkapitalisierung am Portfolioauflegungstag (in Millionen)
1 (Niedrigstes KBV)	40,7%	-25,8%	0,36	0,100	106 USD
2	22,6	-3,0	0,76	0,149	330
3	9,5	16,3	1,02	0,169	424
4	5,0	37,6	1,43	0,180	594
5 (Höchstes KBV)	-1,3	76,2	3,42	0,147	1 030

Die ***über dem*** Börsenindex liegende Jahresgesamtrendite der untersten 20 % der Aktien lag bei einem KBV von 8,91 %. Pro investierte 1 000 000 USD erzielten die Aktien mit einem niedrigen Kurs im Verhältnis zum Buchwert in jedem Vierjahreszeitraum durchschnittlich eine um 407 000 USD höhere Rendite als der Börsenindex.

Die Verfasser wiesen auf die Umkehr der Anlagerendite während des in ihrer Studie untersuchten Zeitraums hin. Die kumulative Durchschnittsrendite für die Aktien mit dem niedrigsten Kurs im Verhältnis zum Buchwert lag in den vier Jahren vor der Portfolioauflegung 25,8 Prozentpunkte unter dem Börsenindex. Die Rendite dieser Gruppe von Unternehmen wies nach ihrem schlechten Abschneiden am Aktienmarkt in den vier Jahren nach der Portfolioauflegung im Vergleich zum Börsenindex einen um 40,7 Prozentpunkte höheren Anstieg aus. Die Aktien mit dem höchsten Kurs im Verhältnis zum Buchwert, die in den vier Jahren vor der Portfolioauflegung ausgezeichnete Anlageergebnisse erzielt hatten (76,2 Prozentpunkte über dem Börsenindex), erwirtschafteten in den vier Jahren nach der Portfolioauflegung eine um 1,3 Prozentpunkte geringere Rendite als der Börsenindex.

Ein weiterer interessanter Aspekt der Studie ist der Gegensatz zwischen dem Gewinnmuster der Unternehmen im untersten Fünftel der nach dem Verhältnis von Kurs zu Buchwert angeordneten Unternehmen (deren durchschnittliches KBV sich auf 0,36 belief) und dem obersten Fünftel der nach dem Verhältnis von Kurs zu Buchwert angeordneten Unternehmen (deren durchschnittliches KBV sich auf 3,42 belief). (Ein Fünftel entspricht 20% der an NYSE und AMEX notierten Aktien.) Tabelle 3 zeigt den durchschnittlichen Gewinn je Aktie für Unternehmen im untersten und obersten Fünftel nach KBV in den drei Jahren vor der Auswahl und in den vier Jahren danach.

Tabelle 3: Durchschnittlicher Gewinn je Aktie bei Unternehmen im untersten und obersten Fünftel nach KBV

	3 Jahre vor der Auswahl	2 Jahre vor der Auswahl	1 Jahr vor der Auswahl	Auswahltag	1 Jahr nach der Auswahl	2 Jahre nach der Auswahl	3 Jahre nach der Auswahl	4 Jahre nach der Auswahl
Unternehmen mit dem niedrigsten Kurs im Verhältnis zum Buchwert	142,1	128,0	104,2	100	104,4	119,2	112,8	124,4
Unternehmen mit dem höchsten Kurs im Verhältnis zum Buchwert	69,8	83,5	89,3	100	110,1	111,4	111,4	108,2

In den drei Jahren vor dem Auswahltag ging bei den Unternehmen im nach KBV untersten Fünftel der Gewinn erheblich zurück, während die Unternehmen im nach KBV obersten Fünftel einen erheblichen Gewinnanstieg erzielten. Im vierten Jahr nach dem Auswahltag stieg bei den Unternehmen mit dem niedrigsten Kurs im Verhältnis zum Buchwert der Gewinn mit 24,4 % höher an als bei den Unternehmen mit dem höchsten Kurs im Verhältnis zum Buchwert, deren Gewinn um 8,2 % zunahm. Die Verfasser gingen davon aus, dass die Gewinne, abgesehen von diesen Ausreissern, «zu einem Vergangenheitswert zurückkehren», d. h. dass auf erhebliche Gewinneinbrüche erhebliche Gewinnanstiege folgten und dass auf erhebliche Gewinnanstiege langsamere Anstiege bzw. Rückgänge folgten.

Tweedy, Browne untersuchte die historischen Renditen von Aktien, die im Verhältnis zum Buchwert einen niedrigen Kurs aufwiesen, und von Aktien, die zu höchstens 66 % des Nettoumlaufvermögens gehandelt wurden. Die Stichprobe wählte aus den in der Datenbank Compustat verzeichneten 7 000 Aktiengesellschaften jene aus, die jeweils am 30. April jedes Jahres von 1970 bis einschliesslich 1981 eine Marktkapitalisierung von mindestens einer Million USD und einen Aktienkurs von höchstens 140 % des Buchwerts aufwiesen. In die Auswahl einbezogen wurde auch das «Research File» (die Studiendatei), in dem Unternehmen erfasst waren, die nach einem angenommenen historischen Auswahltag übernommen, verschmolzen oder für zahlungsunfähig erklärt wurden. An jedem der zwölf Portfolioauflegungstage wurde die jeweilige Anlagerendite der Aktien in der Stichprobe auf sechs Monate, 1 Jahr, 2 Jahre und 3 Jahre nach dem jeweiligen Auswahltag berechnet. Diese Aktien wurden gemäss ihrem Kurs im Verhältnis zum Buchwert angeordnet und in neun KBV-Gruppen sowie eine Gruppe untergliedert, deren Aktien jeweils bei unter 66 % des Nettoumlaufvermögens notierten. Das durchschnittliche Ergebnis aller Aktien in jeder der zehn Gruppen wurde dann mit dem Ergebnis des Standard & Poor's 500 Stock Index (S&P 500) über die jeweilige Haltedauer verglichen. Die Stichprobe aus der Datenbank Compustat umfasste insgesamt 1 820 Unternehmen. Tabelle 4 zeigt das Ergebnis dieser Studie über das Verhältnis von KBV und Nettoumlaufvermögen.

Tabelle 4: KBV und Aktien, die mit einem Kurs von höchstens 66 % des Nettoumlaufvermögens gehandelt werden (April 1970 bis April 1981)

	Haltedauer							
	6 Monate		1 Jahr		2 Jahre		3 Jahre	
Aktienauswahl-kriterien	Durchschnitts-rendite	S&P 500	Durchschnitts-rendite	S&P 500	Durchschnitts-rendite	S&P 500	Durchschnitts-rendite	S&P 500
140% – 120% des Buchwerts	0,6%	1,1%	15,7%	8,5%	34,1%	18,2%	48,9%	27,7%
120% – 100% des Buchwerts	-0,3	1,1	14,9	8,5	31,0	18,2	45,3	27,7
100% – 80% des Buchwerts	-0,3	1,1	15,3	8,5	34,5	18,2	51,5	27,7
80% – 70% des Buchwerts	0,1	1,1	18,5	8,5	39,6	18,2	57,9	27,7
70% – 60% des Buchwerts	-0,8	1,1	18,9	8,5	41,1	18,2	62,1	27,7
60% – 50% des Buchwerts	-0,2	1,1	19,6	8,5	45,9	18,2	72,6	27,7
50% – 40% des Buchwerts	-0,4	1,1	20,9	8,5	53,8	18,2	77,9	27,7
40% – 30% des Buchwerts	1,3	1,1	25,7	8,5	50,1	18,2	73,5	27,7
30% – 0% des Buchwerts	2,3	1,1	30,0	8,5	53,5	18,2	88,0	27,7
66 % des Nettoumlauf-vermögens	3,4	0,7	28,8	9,1	53,5	20,8	87,6	31,5

Der Wert der am 30. April 1970 investierten 1 000 000 USD, die an jedem 30. April der Folgejahre wieder in Aktien investiert wird, beträgt, wenn die Aktien immer für unter 30 % des Buchwerts gekauft werden, am 30. April 1982 23 298 000 USD. Ein am Donnerstag, 30. April 1970, in den S&P 500 investierter Betrag von einer Million USD ist am Freitag, 30. April 1982, 2 662 000 USD wert.

Tweedy, Browne untersuchte mit der gleichen Methode im gleichen Zeitraum die historischen Renditen von Aktien (i) nicht verschuldeter Unternehmen, die im Verhältnis zum Buchwert einen niedrigen Kurs aufwiesen, und von Aktien (ii) nicht verschuldeter Unternehmen, die zu höchstens 66 % des Nettoumlaufvermögens an der Börse gehandelt wurden. Die Stichprobe umfasste nur die Unternehmen, die mit höchstens 140 % des Buchwerts oder mit höchstens 66 % des Nettoumlaufvermögens notierten und deren Verschuldungsgrad bei höchstens 20 % lag. Tabelle 5 zeigt die Ergebnisse dieser Betrachtung nicht verschuldeter Unternehmen, die im Verhältnis zum Buchwert und zum Nettoumlaufvermögen einen niedrigen Kurs aufwiesen.

Tabelle 5: Nicht verschuldete Gesellschaften: Kurs im Verhältnis zum Buchwert und mit höchstens 66 % des Nettoumlaufvermögens gehandelte Aktien (April 1970 bis April 1981)

	Haltedauer							
	6 Monate		1 Jahr		2 Jahre		3 Jahre	
Aktienauswahlkriterien	Durchschnitts-rendite	S&P 500	Durchschnitts-rendite	S&P 500	Durchschnitts-rendite	S&P 500	Durchschnitts-rendite	S&P 500
140% – 120% des Buchwerts	1,6%	1,1%	15,8%	8,5%	36,5%	18,2%	53,8%	27,7%
120% – 100% des Buchwerts	0,2	1,1	18,0	8,5	36,7	18,2	56,4	27,7
100% – 80% des Buchwerts	0,8	1,1	19,4	8,5	39,4	18,2	56,8	27,7
80% – 70% des Buchwerts	2,0	1,1	24,3	8,5	45,5	18,2	63,1	27,7
70% – 60% des Buchwerts	1,0	1,1	19,8	8,5	42,1	18,2	68,4	27,7
60% – 50% des Buchwerts	1,0	1,1	19,8	8,5	49,7	18,2	73,8	27,7
50% – 40% des Buchwerts	1,4	1,1	23,7	8,5	53,7	18,2	83,0	27,7
40% – 30% des Buchwerts	6,7	1,1	18,2	8,5	52,1	18,2	70,1	27,7
30% – 0% des Buchwerts	8,6	0,7	32,8	6,8	60,2	20,8	113,7	31,5
66 % des Nettoumlaufvermögens	7,5	0,7	34,9	9,1	63,5	20,8	98,8	31,5

Die Ergebnisse bei den nicht verschuldeten Unternehmen waren etwas besser als die Anlagerenditen bei Unternehmen, deren Verschuldungsgrad 20 % überstieg.

Ähnlich wie bei den aufgrund des Nettoumlaufvermögens gekauften Aktien hatten zu einem niedrigen KBV gehandelte Aktien häufig folgende Eigenschaften: (i) niedriges KGV, (ii) niedriges Kurs-Umsatz-Verhältnis und (iii) niedriger Kurs im Verhältnis zum «normalen» Gewinn, wenn man annahm, dass das Unternehmen eine durchschnittliche Eigenkapitalrendite für eine bestimmte Branche oder eine für diese Branche durchschnittliche Nettogewinnspanne auf den Umsatz erzielte. Aktuelle Gewinne gingen im Verhältnis zum Vergangenheitswert häufig zurück. Der Aktienkurs sank häufig erheblich gegenüber dem jeweiligen Vergangenheitswert. Die Unternehmen mit dem niedrigsten KBV waren in der Regel Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung. Vorstands- und Verwaltungsrats- bzw. Aufsichtsratsmitglieder kauften diese Aktien häufig, weil sie sie für im Verhältnis zum wirklichen Wert unterbewertet hielten. Die Unternehmen kauften auch häufig ihre eigenen Aktien zurück.

Nach der Erfahrung von Tweedy, Browne werden Aktien, die zu niedrigen KBV notieren, häufig mit erheblichen Abschlägen gegenüber «realistischen» Schätzungen des Werts gehandelt, den zu erhalten Aktionäre bei einem Verkauf des Gesamtunternehmens erwarten können. Eine «realistische» Schätzung bedeutet hier eine Schätzung von Personen, die mit der Unternehmensbewertung in der Branche des Unternehmens vertraut sind.

Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung und niedrigem KBV im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung und niedrigem KBV

Eugene L. Fama und Kenneth R. French untersuchten in «The Cross-Section of Expected Stock Returns» (Ein Querschnitt voraussichtlicher Aktienrenditen), Working Paper 333, Graduate School of Business, University of Chicago, Januar 1992, wie sich das Verhältnis von Marktkapitalisierung und Aktienkurs als Anteil am Buchwert auf die Anlagerenditen auswirkt. Die Autoren ordneten dazu alle in der Datei des Center for Research in Security Prices erfassten, auch in der Datenbank Compustat abrufbaren nicht im Finanzdienstleistungssektor tätigen NYSE-, AMEX- und NASDAQ-Unternehmen anhand ihres Anteils am Buchwert ein und unterteilten sie in Zehntel. Jedes Zehntel ordneten sie dann in der Reihenfolge der Marktkapitalisierung und unterteilten es wiederum in Zehntel bzw. Portfolios. Die Studie untersuchte Anlagerenditen vom Juli 1963 bis zum Dezember 1990. Tabelle 6 zeigt die durchschnittlichen gleichgewichteten jährlichen Anlagerenditen für jedes der zehn nach der Marktkapitalisierung angeordneten Portfolios, die im Rahmen jeweils eines der nach KBV angeordneten Zehntel bestanden.

Tabelle 6: Jährliche Anlagerenditen vom Juli 1963 bis zum Dezember 1990 für Aktien mit niedrigem gegenüber Aktien mit hohem KBV in der Reihenfolge der Marktkapitalisierung der Unternehmen innerhalb der jeweiligen KBV-Kategorie, und zwar für New York Stock Exchange-, American Stock Exchange- und NASDAQ-notierte Aktien

	KBV-Zehntel									
	(Höchstes KBV)									(Niedrigstes KBV)
Marktkapitalisierungsportfolio	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**
1 (Geringste Markt-kapitalisierung)	8,4%	13,7%	14,4%	17,2%	18,7%	18,1%	20,4%	20,5%	21,8%	23,0%
2	5,2	12,6	11,5	14,3	16,0	14,3	19,0	15,4	17,2	21,5
3	6,7	10,6	14,8	11,4	16,3	15,6	15,6	16,8	18,5	19,2
4	4,7	8,6	12,7	16,3	13,6	14,5	16,1	19,1	18,1	17,6
5	10,6	7,8	13,0	17,6	13,6	17,2	17,3	15,1	18,2	17,9
6	8,4	11,8	13,7	14,8	11,3	15,2	14,3	14,3	14,9	18,0
7	11,4	12,0	11,9	10,0	11,9	13,6	11,9	13,9	13,2	17,6
8	7,9	13,6	10,9	11,4	11,9	12,1	13,8	12,6	15,5	18,6
9	5,3	10,7	11,0	12,0	12,6	11,2	9,8	13,3	12,5	14,6
10 (Höchste Markt-kapitalisierung)	11,2	10,6	10,1	8,5	9,5	10,0	9,7	11,5	11,6	14,2
Alle Unternehmen in jedem KBV-Zehntel	7,7	11,8	12,7	14,0	14,9	15,1	16,7	16,8	18,0	19,6

Wie Tabelle 6 zeigt, erzielte man mit Unternehmen geringerer Marktkapitalisierung, deren Aktienkurse im Verhältnis zum Buchwert am niedrigsten waren, die besten Renditen. Auch belegt Tabelle 6, dass innerhalb jeder Marktkapitalisierungskategorie das Gleiche galt: die besten Renditen stammten von Aktien, deren Kurse im Verhältnis zum Buchwert besonders niedrig waren.

Zudem untersuchten die Autoren mittels einer Regressionsanalyse die Aussagekraft folgender Eigenschaften, um zukünftige Anlagerenditen vorauszusagen: Markt-Beta, Marktkapitalisierung, KGV, Verschuldung und KBV. Sie kamen zu dem Schluss, dass das KBV «einheitlich die höchste Leistungsfähigkeit für die Erklärung eines Querschnitts aus durchschnittlichen Aktienrenditen beweist».

Anlagerenditen pro Jahr bei fünfjähriger Haltedauer von Unternehmen mit niedrigem KBV verglichen mit Unternehmen mit hohem KBV

Josef Lakonishok, Robert W. Vishny und Andrei Shleifer untersuchten in «Contrarian Investment. Extrapolation and Risk» (Gegenläufiges Anlegen. Hochrechnung und Risiko), Working Paper Nr. 4360, National Bureau of Economic Research, Mai 1993, die Auswirkung des KBV auf Anlagerenditen. Die Wissenschaftler ordneten sämtliche an der NYSE und AMEX notierten Unternehmen anhand ihres KBV ein und fassten die Unternehmen jeweils zu Zehnteln zusammen. Erstmalig wurden die Portfolios am 30. April 1968 gebildet, und an jedem nachfolgenden 30. April wurden neue Portfolios gebildet. Der Studienzeitraum endete am 30. April 1990. Die Zehntel-Portfolios wurden über fünf Jahre gehalten, und ihre durchschnittlichen Anlagerenditen pro Jahr, ihre Durchschnittsrenditen im Fünfjahreszeitraum sowie ihre durchschnittlichen kumulativen Gesamtrenditen im Fünfjahreszeitraum wurden berechnet. Die Anlagerenditen waren gleichgewichtet. Die nachfolgende Tabelle 7 zeigt die Ergebnisse der Studie.

Tabelle 7: Anlagerenditen im Verhältnis zum KBV für alle an New York Stock Exchange und American Stock Exchange notierten Unternehmen vom April 1968 bis zum April 1990

	Nach dem Kurs als Anteil am Buchwert unterteilte Zehntel									
	(Höchstes KBV)									(Niedrigstes KBV)
Haltedauer nach der Portfolioauflegung	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**
1. Jahr	11,0%	11,7%	13,5%	12,3%	13,1%	15,4%	15,4%	17,0%	18,3%	17,3%
2. Jahr	7,9	10,7	14,0	14,5	15,3	15,6	16,9	16,4	18,2	18,8
3. Jahr	10,7	13,2	15,5	16,7	16,5	17,2	19,1	20,7	19,6	20,4
4. Jahr	8,1	13,3	13,6	16,0	17,0	16,9	18,8	20,4	21,3	20,7
5. Jahr	8,8	13,7	16,3	17,5	17,1	17,6	21,6	20,1	20,6	21,5
Durchschnittsrendite im Fünfjahreszeitraum	9,3	12,5	14,6	15,4	15,8	16,6	18,4	18,9	19,6	19,8
Kumulative Gesamtrendite im Fünfjahreszeitraum	56,0	80,2	97,3	104,5	108,2	115,2	132,0	137,5	144,9	146,2

Die Einheitlichkeit der Renditen von Unternehmen mit niedrigem KBV verglichen mit Unternehmen mit hohem KBV

Die im vorherigen Kapitel beschriebene Studie «Contrarian Investment, Extrapolation and Risk» (Gegenläufiges Anlegen. Hochrechnung und Risiko) verglich auch über einen Zeitraum vom 30. April 1968 bis zum 30. April 1990 die Einheitlichkeit von Anlagerenditen aus Unternehmen mit niedrigem KBV mit Unternehmen mit hohem KBV über eine Haltedauer von einem, drei und fünf Jahren hinweg. Dazu wurden die Anlagerenditen aus Aktien von Unternehmen mit hohem KBV (d.h. die Renditen der Unternehmen in den obersten zwei Zehnteln der nach KBV angeordneten Unternehmen) abgezogen von den Anlagerenditen der Unternehmen mit niedrigem KBV (d.h. den Renditen der Unternehmen in den untersten zwei Zehnteln der nach KBV angeordneten Unternehmen). Die nachfolgende Tabelle 8 zeigt die Studienergebnisse.

Tabelle 8: Einheitlichkeit der Anlagerenditen von Unternehmen mit niedrigem KBV verglichen mit Unternehmen mit hohem KBV während einer Haltedauer von einem Jahr, drei Jahren und fünf Jahren (April 1968 bis April 1990)

	Haltedauer		
Jahr der Portfolioauflegung	1 Jahr Besser (schlechter) in %	3 Jahre Besser (schlechter) in %	5 Jahre Besser (schlechter) in %
1968	9,8%	20,1%	34,4%
1969	7,4	7,0	30,3
1970	2,3	3,2	27,9
1971	-10,8	15,6	46,3
1972	9,8	32,8	78,4
1973	4,2	45,0	92,5
1974	5,0	64,2	172,6
1975	41,8	103,4	118,2
1976	13,2	72,7	99,3
1977	19,5	18,1	61,4
1978	3,7	-26,4	28,6
1979	-20,7	-12,3	56,9
1980	-3,4	106,6	167,6
1981	18,5	81,0	195,5
1982	24,0	58,9	147,7
1983	22,1	25,6	64,8
1984	4,3	32,4	64,0
1985	-0,7	23,7	29,9
1986	5,1	14,9	
1987	7,8	1,5	
1988	-3,7		
1989	-20,7		

Wie Tabelle 8 zeigt, lag die Wertentwicklung der Aktien von Unternehmen mit niedrigem KBV in 16 von 22 Jahren bzw. 73 % der Zeit über derjenigen der Aktien von Unternehmen mit hohem KBV. Bei einer Haltedauer von drei Jahren erwiesen sich die Aktien von Unternehmen mit niedrigem KBV in 18 von 20 der Dreijahres-Haltezeiträumen als überlegen. Bei einer Haltedauer von fünf Jahren waren die Aktien von Unternehmen mit niedrigem KBV jedes Mal eine bessere Wahl als die Aktien von Unternehmen mit hohem KBV.

Sind die höheren Renditen der Aktien von Unternehmen mit niedrigem KBV im Vergleich zu Aktien von Unternehmen mit hohem KBV auf ein höheres Risiko zurückzuführen?

Bei ihrer Untersuchung, ob höhere Renditen von Aktien von Unternehmen mit niedrigerem KBV auf ein höheres Risiko zurückzuführen sind, massen die Autoren Lakonishok, Vishny und Shleifer – über einen Zeitraum vom 30. April 1968 bis zum 30. April 1990 – die monatlichen Anlagerenditen im Verhältnis zum Kurs als Anteil am Buchwert in den 25 schlechtesten Monaten an der Börse und in den übrigen 88 Monaten, in denen die Börsenkurse jeweils nachgaben. Zudem errechneten sie die Monatsrenditen für die 25 besten Monate und für die 122 Monate, in denen die Börsenkurse anstiegen. Tabelle 9 nachstehend zeigt die Ergebnisse dieser Studie.

Tabelle 9: Durchschnittliche Anlagerenditen pro Monat im Verhältnis zum Kurs als Anteil am Buchwert in den schlechtesten und besten Monaten an der Wertpapierbörse von April 1968 bis April 1990

	Nach dem Kurs als Anteil am Buchwert unterteilte Zehntel									
	(Höchster Kurs als Anteil am Buchwert)					(Niedrigster Kurs als Anteil am Buchwert)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Die schlechtesten 25 Monate an der Börse	-11,2%	-11,0%	-10,4%	-10,0%	-9,7%	-9,1%	-9,3%	-9,2%	-9,8%	-10,2%
Die nächstschlechtesten 88 Monate an der Börse, in denen die Kurse nachgaben	-2,9	-2,8	-2,6	-2,5	-2,3	-2,0	-2,1	-2,0	-1,8	-2,2
Die besten 25 Monate an der Börse	11,4	11,4	11,9	11,3	11,2	11,3	11,8	12,6	13,3	14,8
Die nächstbesten 122 Monate an der Börse, in denen die Kurse anstiegen	3,8	4,0	3,9	3,7	3,6	3,7	3,8	3,7	3,8	3,9

Wie Tabelle 9 zeigt, lag die Wertentwicklung der Aktien von Unternehmen mit niedrigem KBV in den 25 schlechtesten und in den übrigen 88 Monaten, in denen die Kurse nachgaben, über derjenigen der Aktien von Unternehmen mit hohem KBV. In den besten 25 Monaten der Börse lagen die Aktien von Unternehmen mit niedrigem KBV ebenfalls vor den Aktien von Unternehmen mit hohem KBV. In den übrigen 122 Monaten, in denen die Börsenkurse anstiegen, verhielten sich Aktien von Unternehmen mit hohem und niedrigem KBV ähnlich.

Die Wissenschaftler kamen zu dem Schluss, dass

die Wertstrategie [niedriges KBV] in allen Situationen etwas besser und in einigen Situationen signifikant besser zu funktionieren schien als die Glanzstrategie [hohes KBV]. Tendenziell war die überlegene Leistung der Wertstrategie noch etwas ausgeprägter in Baisse-Monaten als in Monaten der Hausse. Die Belege [in Tabelle 9] zeigen insofern, dass die Wertstrategie die Anleger keinem grösseren Abwärtsrisiko aussetzte.

Aktien von Unternehmen mit niedrigem KBV erwirtschaften bei Abzug der Transaktionskosten erhebliche Überschussrenditen

In der von Zsuzsanna Fluck (New York University), Burton G. Malkiel (Princeton) und Richard E. Quandt (Princeton) im ***Journal of Economics and Statistics*** (Mai 1997) veröffentlichten Studie «The Predictability of Stock Returns. A Cross-Sectional Simulation» (Die Vorhersagbarkeit von Aktienrenditen. Simulation eines Querschnitts) wurde die Wertentwicklung der Aktien von 1 000 nach KGV und KBV angeordneten Grossunternehmen von 1979 bis 1995 untersucht und das Ergebnis der älteren Studie von Lakonishok, Shleifer und Vishny, «Contrarian Investment. Extrapolation and Risk» (Gegenläufiges Anlegen. Hochrechnung und Risiko), bestätigt, nämlich, dass Wertstrategien, die mit niedrigem KGV und KBV arbeiten, abzgl. der Transaktionskosten und nach der Risikobereinigung umfangreiche Überschussrenditen erwirtschaften.

Tabelle 10 zeigt eine von Fluck, Malkiel und Quandt zusammengestellte Datenstichprobe aus Compustat für den Zeitraum von Januar 1989 bis Mitte 1995, die aus den im Jahr 1988 1 000 grössten Unternehmen der USA besteht, die nach ihrem jeweiligen KBV in Zehntel eingeteilt wurden. Laut dem Ergebnis der Studie erzielten die Unternehmen im Zehntel mit dem niedrigsten KBV, das vierteljährlich neu gewichtet wurde, eine Überschussrendite von 1,89 % vierteljährlich bzw. annualisiert 7,56 % über der von der gesamten Stichprobe erzielten Durchschnittsrendite. Insgesamt ergab sich eine durchschnittliche Jahresrendite im Zehntel der Unternehmen mit niedrigem KBV von 23,96 % gegenüber einer durchschnittlichen Jahresrendite von 16,40 % für die gesamte Compustat-Stichprobe. Zudem kam die Studie zu dem Ergebnis, dass die Überschussrendite auch in Portfoliosimulationen erzielt wurde, die Transaktionskosten für Kauf und Verkauf der Anlagen berücksichtigten. Das Zehntel mit dem niedrigen KBV erwirtschaftete Jahresergebnisse abzgl. der Transaktionskosten, die um 5,2 % über denen der Stichprobe und um 8,0 % über denen des S&P 500 lagen.

Tabelle 10*a*: Mittlere Rendite nach anhand von KBV angeordneten Zehnteln (Januar 1989 bis Juni 1995)

			← Zehntel →								
	(Niedriges KBV)									(Hohes KBV)	
Verzerrungsfreie Stichprobe	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**Stichprobe Durchschnitt**
Vierteljährliche Durchschnittsrendite	5,99%	6,29%	5,45%	4,25%	3,95%	3,01%	2,77%	2,98%	3,65%	1,88%	4,1%
*Q**	14	18	13	14	10	6	5	6	9	8	

* *Q* entspricht der Anzahl von Quartalen, in denen die Rendite des jeweiligen Zehntels den Durchschnitt der Stichprobe übertraf.

Tabelle 10*b*: Rendite abzgl. 0.25 USD Transaktionskosten (Januar 1989 bis Juni 1995)

	Vierteljährliche Durchschnittsrendite	S&P 500	Stichprobe von 1 000 Unternehmen
(Niedriges KBV)	5,4%	3,4%	4,1%

Unternehmen in aller Welt: Im Verhältnis zum Buchwert niedriger Kurs

In «Ben Graham Would be Proud» (Benjamin Graham wäre jetzt stolz), einer Forschungsstudie von Morgan Stanley & Co. Inc. vom 8. April 1991, beschrieb Barton M. Biggs, zu dem Zeitpunkt geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied von Morgan Stanley, eine Studie, die die Renditen aus der Anlage in Aktien sowohl von nicht in den USA ansässigen als auch von in den USA ansässigen Unternehmen erfasste, die alle an der Börse im Verhältnis zu ihrem Buchwert mit niedrigen Kursen notierten. In der Studie waren sämtliche in der Datenbank Morgan Stanley Capital International vertretenen Unternehmen gemäss dem Kurs ihrer Aktien im Verhältnis zum Buchwert angeordnet und von 1981 bis und mit 1990 – zehn Jahre lang – jedes Jahr in Zehntel untergliedert. Etwa 80 % der Unternehmen in der Datenbank Morgan Stanley Capital International waren nicht in den USA ansässig. Im Verlauf der Studie stieg die Anzahl der in die Analyse einbezogenen Unternehmen von 1 178 auf 2 349. Die durchschnittliche Anlagerendite der in jedem Zehntel nach KBV eingeordneten Unternehmen wurde jeweils mit der Rendite im globalen Aktienindex Morgan Stanley Capital International verglichen. Die Anlagerenditen wurden gleich gewichtet und in USD angegeben. Tabelle 11 zeigt die Renditen pro Jahr.

Tabelle 11: Anlagerenditen im Verhältnis zum KBV in aller Welt

Kategorie Kurs-Buchwert-Verhältnis	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Kumulative Gesamtjahresrendite	Rendite über dem Börsenindex
1 (Niedrigstes KBV)	3,4%	11,2%	50,4%	14,8%	68,9%	39,9%	15,9%	37,1%	27,2%	-16,1%	23,0%	5,1%
2	2,9	12,2	37,4	7,3	58,1	26,7	15,4	28,6	27,6	-13,2	18,8	0,9
3	3,4	15,9	30,1	6,1	53,6	37,5	15,4	21,0	27,8	-11,4	18,6	0,7
4	5,6	10,1	32,0	0,6	50,3	44,0	15,0	16,5	33,5	-9,5	18,4	0,5
5	-5,1	10,8	28,6	-0,4	48,9	40,0	12,7	19,7	28,2	-7,9	16,2	-1,8
6	1,8	7,9	22,1	12,0	55,0	53,1	19,9	21,7	28,3	-12,3	19,3	1,4
7	2,3	6,4	22,5	2,3	60,0	58,7	12,7	21,6	29,0	-13,1	18,2	0,3
8	1,1	6,1	20,8	3,3	54,2	54,0	18,3	15,8	25,7	-17,2	16,3	-1,6
9	-4,9	3,7	20,7	3,5	57,6	59,3	22,5	19,4	27,7	-25,5	15,7	-2,2
10 (Höchstes KBV)	-8,5	-3,0	21,6	-4,2	53,5	66,0	24,0	19,8	21,7	-23,3	13,8	-4,1

Eine Million USD, 1981 in die Kategorie Niedrigstes KBV investiert, war Ende 1990 7 953 000 USD wert. Eine Million USD, im gleichen Zeitraum in Unternehmen der Kategorie Höchstes KBV investiert, war hingegen USD 3 651 000 USD wert.

Im Verhältnis zum Buchwert zu niedrigen Kursen notierende Unternehmen im Vereinigten Königreich, Frankreich, Deutschland und Japan

John R. Chisholm untersuchte in «Quantitative Applications for Research Analysts» (Quantitative Anwendungen für Research-Analysten), in: ***Investing Worldwide II***, Association for Investment Management and Research, 1991, das Verhältnis des KBV zur Anlagerendite anhand von Unternehmen im Vereinigten Königreich sowie in Frankreich, Deutschland und Japan. Unternehmen aus diesen Ländern waren gemäss ihrem KBV am Jahresende eingeordnet und in fünf zahlenmässig gleich grosse Gruppen eingeteilt (Fünftel). Der Studienzeitraum dauerte vom 31. Dezember 1974 bis zum 31. Dezember 1989 (15 Jahre). Die Studie ging davon aus, dass die Anlagen in jede Aktie jeweils gleich waren und die Aktien nach einem Jahr verkauft wurden. Die Anlagerendite wurde in USD angegeben. Die nachstehende Tabelle 12 zeigt die Jahresgesamtrenditen für das oberste und das unterste Fünftel.

Tabelle 12: Anlagerenditen im Verhältnis zum KBV im Vereinigten Königreich sowie in Frankreich, Deutschland und Japan von Dezember 1974 bis Dezember 1989

	Jahresgesamtrenditen			
Gruppe nach KBV	Vereinigtes Königreich	Frankreich	Deutschland	Japan
Unterstes Fünftel nach KBV	32,7%	28,2%	22,5%	30,9%
Oberstes Fünftel nach KBV	24,4	17,0	20,1	19,4

Aktien von Unternehmen mit einem niedrigen KBV verglichen mit Aktien von Unternehmen mit hohem KBV in Frankreich, Deutschland, der Schweiz, dem Vereinigten Königreich und den USA

William F. Sharpe, ein Wirtschaftsnobelpreisträger, sowie Carlo Capaul und Ian Rowley von der UBS sind die Verfasser einer vergleichenden Untersuchung über Aktien mit einem niedrigen KBV («Wertaktien») und Aktien mit einem hohen KBV («Wachstumsaktien») in Frankreich, Deutschland, der Schweiz, dem Vereinigten Königreich, Japan und den USA («International Value and Growth Stock Returns» (Internationale Renditen von Wert- und Wachstumsaktien)), in: ***Financial Analysts Journal***, Januar/Februar 1993. Die Aktien wurden alle sechs Monate nach dem jeweiligen KBV ihrer Unternehmen neu geordnet. Sie alle gehörten in ihrem Land einem wichtigen Index an. Die US-Aktien waren Teil des S&P 500, die Aktien aus anderen Ländern Teil des jeweiligen Landesindex des Morgan Stanley Capital International. In jedem Land wurden die Aktien mit dem höchsten KBV, deren Gesamtmarktkapitalisierung 50 % der gesamten Marktkapitalisierung des jeweiligen Landesindex ausmachte, als Wachstumsaktienportfolio definiert. Die Aktien mit einem niedrigeren KBV, deren Gesamtmarktkapitalisierung insgesamt die verbleibenden 50 % der gesamten Marktkapitalisierung des jeweiligen Landesindex ausmachte, wurden als Wertaktienportfolio definiert. Die monatliche Rendite für das jeweilige Portfolio bestand aus dem um die Marktkapitalisierung gewichteten Durchschnitt der Gesamtrendite [*total return*] der Basiswerte. Die kumulative Differenz zwischen der Anlagerendite der Wertaktien und der Anlagerendite der Wachstumsaktien in den einzelnen Ländern über den Zeitraum von 11½ Jahren (Januar 1981 bis einschliesslich Juni 1992) wird in Tabelle 13 dargestellt.

Tabelle 13: Extra-Anlagerenditen aus Wertaktien im Vergleich mit Wachstumsaktien in Frankreich, Deutschland, der Schweiz, dem Vereinigten Königreich, Japan und den USA von Januar 1981 bis Juni 1992

Land	Kumulative Extra-Anlagerendite aus Wert- im Vgl. zu Wachstumsaktien über den Zeitraum von 11½ Jahren Januar 1981 bis Juni 1992
Frankreich	73,7%
Deutschland	17,7
Schweiz	42,7
Vereinigtes Königreich	31,5
Japan	69,5
USA	15,6
Global (d. h. in allen obigen Ländern)	39,5
Europa	31,9

Die Verfasser der Studie kamen zu folgendem Schluss: «Wertaktien erzielten während des Studienzeitraums im Durchschnitt in jedem Land sowohl absolut als auch risikobereinigt höhere Renditen als Wachstumsaktien.»

PREISGÜNSTIG ERZIELTE GEWINNE

Im Verhältnis zum Gewinn niedriger Kurs

Sanjoy Basu, Professor für Finanzwissenschaften an der McMaster University (Kanada), untersuchte in «Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price/Earnings Ratios. A Test of the Efficient Market Hypothesis» (Anlageentwicklung von Stammaktien im Verhältnis zum KGV des jeweiligen Unternehmens. Ein Test der Effizienzmarkthypothese), in: ***Journal of Finance***, Juni 1977, das KGV im Verhältnis zur Anlagerendite. Seine Studie bezog sich auf an der NYSE notierte Unternehmen, über 500 Aktien pro Jahr, die er über einen Zeitraum von 14 Jahren (1957 bis 1971) beobachtete. Die KGV der Unternehmen wurden zu jedem Jahresende berechnet und die Unternehmen dann in der Reihenfolge vom höchsten bis zum niedrigsten KGV angeordnet sowie in Fünftel unterteilt. Die Studie ging davon aus, dass die Anlagen in jede Aktie jeweils gleich waren und die Aktien nach einem Jahr verkauft wurden. Tabelle 14 nachstehend zeigt die Ergebnisse. Portfolio 1, die Gruppe mit dem höchsten KGV, schloss alle Verluste einfahrenden Unternehmen mit ein. Portfolio 2 umfasste die gleiche Gruppe wie Portfolio 1, aber unter Ausschluss der verlustbringenden Unternehmen.

Tabelle 14: Anlageergebnisse von an der New York Stock Exchange notierten Industrieunternehmen gemäss ihrem KGV von April 1957 bis März 1971

Portfolio	1 (Höchstes KGV)	2 (Höchstes KGV ohne Verlust machende Unternehmen)	3	4	5	6 (Niedrigstes KGV)
Mittleres KGV	35,8	30,5	19,1	15,0	12,8	9,8
Jahresdurchschnittsrendite	9,3%	9,5%	9,3%	11,7%	13,6%	16,3%
Marktrisiko (Beta)	1,11	1,06	1,04	0,97	0,94	0,99

Eine Million USD, im Studienzeitraum von vierzehn Jahren in die niedrigste KGV-Gruppe investiert, war am Ende 8 282 000 USD wert. Eine Million USD, im gleichen Zeitraum in Unternehmen der Gruppe mit dem höchsten KGV investiert, war hingegen 3 473 000 USD wert.

In seinem Aufsatz «Decile Portfolios of the NYSE, 1967 – 1984» (Zehntel-Portfolios der NYSE von 1967 bis 1984) Working Paper, Yale School of Management, 1986, ordnete Roger Ibbotson sämtliche an der NYSE notierten Aktien gemäss dem KGV ihrer Unternehmen am 31. Dezember jedes Jahres, von 1966 bis 1983 gemessen, an und untergliederte die Aktien in Zehntel. Die Anlagerenditen wurden für jedes Jahr vom 31. Dezember 1966 bis einschliesslich zum 31. Dezember 1983, d.h. über einen Zeitraum von 18 Jahren, gemessen. Tabelle 15 nachstehend zeigt die Ergebnisse.

Tabelle 15: Anlageergebnisse von an der New York Stock Exchange notierten Unternehmen gemäss ihrem KGV von 1966 bis 1984

Zehntel	Jahres-gesamtrendite	Endwert am 31. 12. 1984 von 1.00 USD, angelegt am 31. 12. 1966
1 (Niedrigstes KGV)	14,08%	12,22 USD
2	13,81	11,67
3	10,95	7,21
4	10,29	6,43
5	9,20	5,32
6	6,43	3,27
7	7,00	3,62
8	5,57	2,80
9	5,50	2,77
10 (Höchstes KGV)	5,58	2,81

Während des in der Tabelle 15 gezeigten Zeitraums von 18 Jahren betrug die Jahresgesamtrendite für den nach Marktkapitalisierung gewichteten NYSE 7,68 % und für den gleichgewichteten NYSE 12,12 %.

Nach der Erfahrung von Tweedy, Browne aus Bewertungen ähnlicher Unternehmen bei Kapitalgeschäften sind Aktien, die im Verhältnis zum Gewinn zu niedrigen Kursen gehandelt werden, auch im Verhältnis zu bestimmten Bewertungen, die Aktionäre beim Verkauf des Gesamtunternehmens erhalten, erheblich unterbewertet. Unternehmen mit niedrigem KGV werden im Verhältnis zu anderen Unternehmen der gleichen Branche auch häufig mit niedrigem KBV angesetzt.

Aktien von Unternehmen mit niedrigem KGV erbringen häufig überdurchschnittliche Bardividendenrenditen. Zudem wird der nach der Ausschüttung von Bardividenden verbleibende Teil des Gewinns, d. h. die Gewinnrücklage, zugunsten der Aktionäre wieder in das Unternehmen investiert. Die Gewinnrücklage steigert das Nettovermögen bzw. das Eigenkapital eines Unternehmens. Der Anstieg des Eigenkapitals aus der Gewinnrücklage entspricht häufig einem Anstieg des wirklichen Unternehmenswerts, insbesondere wenn die Gewinnrücklage einen ähnlichen Anstieg der vorhandenen Zahlungsmittel des Unternehmens bzw. einen Rückgang von dessen Verschuldung bewirkt. Die Wiederanlage der Gewinnrücklage in Betriebsvermögen bzw. in Investitionsprojekten, die hohe Renditen erbringen, kann den wirklichen Unternehmenswert um einen höheren Betrag ansteigen lassen als die Summe der Gewinnrücklage allein. Ein Unternehmen mit niedrigem KGV muss den Anlegern per definitionem entweder eine überdurchschnittliche Bardividendenrendite oder eine überdurchschnittliche Gewinnrücklagerendite oder beides bieten. Ähnlich wie bei den zu niedrigen Kursen im Verhältnis zu Nettoumlaufvermögen und Buchwert notierenden Aktien stocken bei einem niedrigen KGV Vorstandsmitglieder und Verwaltungsrats- bzw. Aufsichtsratsmitglieder oder das Unternehmen selbst gerne ihren Bestand an Aktien des eigenen Unternehmens auf. Der Aktienkurs des Unternehmens ist davor häufig erheblich zurückgegangen.

Benjamin Grahams Kennzahl des niedrigen KGV

In seinem Aufsatz «A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria» (Ein Test der Auswahlkriterien von Benjamin Graham), in: ***Financial Analysts Journal***, September/Oktober 1984, untersuchte Henry Oppenheimer die Wertentwicklung von Aktienanlagen anhand der von Benjamin Graham entwickelten Kennzahl «niedriges KGV». Die Auswahlkriterien von Benjamin Graham verlangen den Kauf von Aktien von Unternehmen, deren Gewinnrendite (d. h. die Umkehrfunktion des KGV) mindestens das Doppelte der AAA-Anleihenrendite beträgt und deren Gesamtverschuldung (d. h. die Summe der kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten) unter ihrem Buchwert liegt. Graham rät auch, jedes Wertpapier, das seinen Auswahlkriterien entspricht, entweder zwei Jahre lang oder bis zum Eintreten von 50 % Kurszuwachs zu halten, je nachdem, was zuerst kommt.

Henry Oppenheimer überprüfte die an der NYSE und AMEX notierten Wertpapiere und wählte diejenigen Emissionen aus, die an jedem 31. März von 1974 bis einschliesslich 1980 Grahams Kriterien entsprachen. Oppenheimer kam zu dem Ergebnis, dass ein Anleger, der Grahams Kriterien in diesem Zeitraum anwendete, im Vergleich zu 14 % pro Jahr (einschliesslich Dividenden) bei einer Anlage nach Börsenindex eine mittlere Jahresrendite von 38 % erzielte (Center for Research in Securities Prices (CRSP) Index der NYSE-AMEX-Wertpapiere). Tabelle 16 zeigt die Ergebnisse der Studie je Haltezeitraum.

Tabelle 16: Benjamin Grahams Kennzahl KGV

Haltedauer	Annualisierte Rendite bei niedrigem KGV nach Benjamin Graham	Annualisierte Rendite laut Index NYSE und AMEX	Mittelwert Unternehmenskapitalisierung (in Millionen)	Median Unternehmenskapitalisierung (in Millionen)
April 1974 bis März 1976	26,16%	11,28%	178,8 USD	27,8 USD
April 1975 bis März 1977	38,40	14,76	368,9	40,4
April 1976 bis März 1978	25,56	0,60	175,0	38,8
April 1977 bis März 1979	29,64	9,96	62,3	33,1
April 1978 bis März 1980	29,16	14,88	460,6	46,5
April 1979 bis März 1981	32,28	23,04	183,9	61,5
April 1980 bis Dez. 1981	46,68	18,00	573,1	131,0

Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung und niedrigem KGV im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung und niedrigem KGV

Sanjoy Basu untersuchte in «The Relationship Between Earnings Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks» (Die Beziehung zwischen Gewinnrendite, Kurs und Rendite bei NYSE-Stammaktien), in: ***Journal of Financial Economics***, Dezember 1983, die Auswirkungen von Marktkapitalisierung und KGV auf die Investmentrendite. Basu ordnete sämtliche an der NYSE notierten Unternehmen gemäss ihrem KGV an und untergliederte sie in Fünftel. Innerhalb jedes der nach KGV angeordneten Fünftel wurden die Unternehmen nach Marktkapitalisierung angeordnet und wiederum in Fünftel unterteilt. Stichtag für diese Aufteilung und nochmalige Aufteilung war jeweils von 1963 bis 1980 (in einem Zeitraum von 17 Jahren, der am 30. April 1980 endete) der 30. April, an dem auch die jährliche Anlagerendite errechnet wurde. Tabelle 17 nachstehend zeigt das Ergebnis dieser Studie.

Tabelle 17: Jährliche Anlagerenditen von 1963 bis 1980 für an der NYSE notierte Aktien von Unternehmen mit niedrigem KGV im Vergleich zu Aktien von Unternehmen mit hohem KGV gemäss ihrer Marktkapitalisierung innerhalb der jeweiligen KGV-Gruppe

Markt-kapitalisierung Gruppe	KGV-Gruppe (Niedrigstes KGV) 1	2	3	4	(Höchstes KGV) 5
1 (Geringste)	19,1%	16,3%	14,8%	11,6%	14,4%
2	18,1	14,5	9,5	8,2	9,8
3	17,2	13,2	9,6	7,6	6,1
4	15,5	13,3	10,3	7,8	6,6
5 (Höchste)	13,1	10,8	7,9	6,6	6,4

Eine Investition von einer Million USD in das unterste Fünftel der an der NYSE notierten

Unternehmen (mit der geringsten Marktkapitalisierung), die nach KGV im untersten Fünftel angesiedelt waren, war nach diesen 17 Jahren 19 500 000 USD wert. Zum Vergleich: Eine Million USD, die in Aktien von Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung, aber dem geringsten KGV investiert wurde, wurde im gleichen Zeitraum 8 107 000 USD wert. Während des Zeitraums betrug die Jahresrendite für die nach Marktkapitalisierung gewichteten und gleich gewichteten NYSE-Indexe 7,68 % bzw. 12,12 %. Eine Investition von einer Million USD in die nach Marktkapitalisierung gewichteten und gleich gewichteten NYSE-Indexe brachte insgesamt 3 518 000 bzw. 6 992 000 USD ein.

Dreman Value Management, L.P., untersuchte in Zusammenarbeit mit Michael Berry von der James Madison University die Beziehung zwischen Marktkapitalisierung, KGV und jährlicher Anlagerendite in einem Zeitraum von 20½ Jahren bis zum 31. Oktober 1989. Jedes Jahr wurden sämtliche Unternehmen in der Datenbank Compustat neu geordnet und in Fünftel (etwa 6 000 Unternehmen in diesem Zeitraum) untergliedert. Dann wurden die Aktien in jedem nach Marktkapitalisierung geordneten Fünftel nach ihrem KGV in weitere Fünftel unterteilt. Die Anlagerendite wurde für jede Aktie über das jeweils folgende Jahr errechnet. Tabelle 18 zeigt nachstehend die durchschnittlichen jährlichen Anlagerenditen.

Tabelle 18: Klein ist besser. Jährliche Anlagerendite im Verhältnis zum KGV in Gruppen unterschiedlicher Marktkapitalisierung innerhalb von 20½ Jahren bis zum 31. Oktober 1989

Markt-kapitalisierung Gruppe	Durchschnittliche Marktkapitalisierung 31. Oktober 1989 (in Millionen)	KGV-Gruppe (Niedrigstes KGV) 1	2	3	4	(Höchstes KGV) 5
1 (Geringstes)	46 USD	18,0%	15,3%	10,2%	7,0%	4,1%
2	127	15,7	13,7	10,0	6,5	7,4
3	360	17,0	15,1	10,6	7,4	8,2
4	1.031	13,8	12,9	10,3	8,5	7,1
5 (Höchstes)	5.974	13,0	12,4	9,1	10,5	8,7

Eine Investition von einer Million USD in ein Unternehmen der Untergruppe mit dem niedrigsten KGV aus der Gruppe mit der niedrigsten Marktkapitalisierung im Jahr 1969 war am 31. Oktober 1989 29 756 000 USD wert. Zum Vergleich: Eine Investition von einer Million USD in ein Unternehmen der Untergruppe mit dem höchsten KGV aus der Gruppe mit der niedrigsten Marktkapitalisierung im Jahr 1969 wurde in diesem Zeitraum von 20½ Jahren nur 2 279 000 USD wert. Eine Investition von einer Million USD in ein Unternehmen der Untergruppe mit dem niedrigsten KGV aus der Gruppe mit der höchsten Marktkapitalisierung stieg in diesem Zeitraum auf den Wert von 12 272 000 USD an.

Jährliche Anlagerenditen bei fünfjähriger Haltedauer für Unternehmen mit niedrigem KGV im Vergleich zu Unternehmen mit hohem KGV

Josef Lakonishok, Robert W. Vishny und Andrei Shleifer untersuchten in «Contrarian Investment. Extrapolation and Risk» (Gegenläufiges Anlegen. Hochrechnung und Risiko), Working Paper Nr. 4360, National Bureau of Economic Research, Mai 1993, die Auswirkung des KGV auf Anlagerenditen.
Die Wissenschaftler ordneten sämtliche an der NYSE und AMEX notierten Unternehmen anhand ihres KGV ein und fassten die Unternehmen jeweils in Zehntel zusammen. Erstmalig wurden die Portfolios am 30. April 1968 gebildet, und an jedem nachfolgenden 30. April wurden neue Portfolios gebildet. Der Studienzeitraum endete am 30. April 1990. Die Portfolios in den Zehnteln wurden jeweils über fünf Jahre gehalten, und es wurde ihre durchschnittlichen Anlagerendite pro Jahr, ihre Durchschnittsrenditen im Fünfjahreszeitraum sowie ihre durchschnittlichen kumulativen Gesamtrenditen im Fünfjahreszeitraum berechnet. Die Anlagerenditen waren gleich gewichtet. Tabelle 19 zeigt nachstehend das Ergebnis dieser Studie.

Tabelle 19: Anlagerenditen im Verhältnis zum KGV für sämtliche der an NYSE und AMEX notierten Unternehmen vom April 1968 bis zum April 1990

	Zehntel nach KGV									
	(Höchstes KGV)									(Niedrigstes KGV)
Haltedauer nach der Portfolioauflegung	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. Jahr	12,3%	12,5%	14,0%	13,0%	13,5%	15,6%	17,0%	18,0%	19,3%	16,2%
2. Jahr	10,1	11,3	12,4	14,3	16,7	16,4	18,0	18,5	18, 3	17,4
3. Jahr	11,8	13,8	15,7	17,1	17,1	19,1	19,8	18,8	18,8	19,5
4. Jahr	11,1	12,4	14,5	15,1	15,7	15,9	19,8	19,9	20,5	21,4
5. Jahr	11,9	12,9	15,1	16,7	17,1	16,8	19,6	20,1	21,1	20,7
Durchschnittsrendite im Fünfjahreszeitraum	11,4	12,6	14,3	15,2	16,0	16,7	18,8	19,1	19,6	19,0
Kumulative Gesamtrendite im Fünfjahreszeitraum	71,7	80,8	95,3	103,1	110,2	116,8	137,0	139,3	144,6	138,8

Aktien von Unternehmen mit niedrigem KGV erwirtschaften abzgl. der Transaktionskosten erhebliche Überschussrenditen

In der von Zsuzsanna Fluck (New York University), Burton G. Malkiel (Princeton) und Richard E. Quandt (Princeton) im ***The Journal of Economics and Statistics*** (Mai 1997) veröffentlichten Studie «The Predictability of Stock Returns. A Cross-Sectional Simulation» (Die Vorhersagbarkeit von Aktienrenditen. Simulation eines Querschnitts) wurde die Wertentwicklung der Aktien von 1 000 Grossunternehmen von 1979 bis und mit 1995 untersucht, die nach KGV und KBV angeordnet wurden. Die Studie bestätigte die Ergebnisse der älteren Studie von Lakonishok, Shleifer und Vishny, «Contrarian Investment. Extrapolation and Risk», wonach Wertstrategien, die mit niedrigem KGV und KBV arbeiten, abzgl. der Transaktionskosten und nach der Risikoanpassung umfangreiche Überschussrenditen erwirtschaften.

Tabelle 20 zeigt eine von Fluck, Malkiel und Quandt zusammengestellte Datenstichprobe aus Compustat für den Zeitraum von Mitte 1979 bis und mit 1988 und den Zeitraum 1989 bis und mit Mitte 1995, die aus den 1 000 grössten Unternehmen der USA besteht, die je nach ihrem KGV in Zehntel eingeteilt wurden. Laut den Ergebnissen der Studie erzielten die Unternehmen im Zeitraum von Mitte 1979 bis und

mit 1988 im Zehntel mit dem niedrigsten KBV, das vierteljährlich neu gewichtet wurde, eine Überschussrendite von 1,82% vierteljährlich bzw. annualisiert 7,28% über der von der gesamten Stichprobe erzielten Durchschnittsrendite. Insgesamt ergab sich eine Jahresrendite im Zehntel der Unternehmen mit niedrigem KBV von 25,28% gegenüber einer Jahresrendite von 18,00% für die gesamte Compustat-Stichprobe. Wurde die gleiche Studie für den Zeitraum 1989 einschliesslich Mitte 1995 durchgeführt, erbrachte sie ähnliche Ergebnisse, wobei die Rendite der Unternehmen im Zehntel mit niedrigem KGV um 1 % pro Quartal besser war als das Ergebnis der gesamten Stichprobe (aufs Jahr berechnet 4 % besser), d. h. die Jahresrendite betrug im Zehntel der Unternehmen mit niedrigem KBV 20,4 % gegenüber einer Jahresrendite von 16,4% für die gesamte Compustat-Stichprobe. Zudem kam die Studie zu dem Ergebnis, dass die Überschussrendite auch weiterhin in Portfoliosimulationen erzielt wurde, die Transaktionskosten für Kauf und Verkauf der Anlagen berücksichtigten. Das Zehntel mit dem niedrigen KGV erwirtschaftete im Zeitraum von Juni 1979 bis Dezember 1988 und von Januar 1989 bis Juni 1995 Jahresergebnisse, die abzgl. des Transaktionsaufwands um 5,6 % bzw. 1,6 % über der Stichprobe insgesamt und um 8,4 % bzw. 4,4 % über dem Index S&P 500 lagen.

Tabelle 20*a*: Mittlere Rendite nach anhand von KGV angeordneten Zehnteln (Juni 1979 bis Juni 1995)

	(Niedriges KGV) ← Zehntel → (Hohes KGV)										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Stichprobe Durchschnitt
Juni 1979 bis Dez. 1988											
Vierteljährliche Durchschnittsrendite	6,32%	6,05%	5,24%	4,88%	4,75%	3,89%	3,99%	3,06%	3,29%	3,11%	4,5%
*Q**	26	28	25	24	23	13	16	10	12	15	
Jan. 1989 bis Juni 1995†											
Vierteljährliche Durchschnittsrendite	5,1%	6,48%	5,52%	5,04%	3,33%	3,1%	3,89%	4,07%	2,12%	1,9%	4,1%
*Q**	14	17	18	13	8	9	11	12	6	5	

* *Q* entspricht der Anzahl von Quartalen, in denen die Rendite des jeweiligen Zehntels den Durchschnitt der Stichprobe übertraf.
† Von Verzerrungen wegen Unternehmensfortführung («Survivorship Bias») freie Stichprobe

Tabelle 20*b*: Rendite, abzgl. 0.25 USD Transaktionskosten (Juni 1979 bis Juni 1995)

(Niedriges KGV)	Vierteljährliche Durchschnittsrendite	S&P 500	Stichprobe von 1 000 Unternehmen
Niedriges KGV **Juni 1979 bis Dez. 1988**	5,9%	3,8%	4,5%
Niedriges KGV **Jan. 1989 bis Juni 1995**	4,5	3,4	4,1

Im Verhältnis zum Gewinn zu niedrigen Kursen notierende Unternehmen im Vereinigten Königreich, Frankreich, Deutschland und Japan

John R. Chisholm untersuchte in «Quantitative Applications for Research Analysts» (Quantitative Anwendungen für Research-Analysten), in: ***Investing Worldwide II***, Association for Investment Management and Research, 1991, das Verhältnis des Kurses zu Gewinn und Anlagerendite anhand von Unternehmen im Vereinigten Königreich sowie in Frankreich, Deutschland und Japan. Ein Datensatz, den die Studie als aus recht liquiden, für die Übernahme in Frage kommenden Unternehmen

bestehend beschreibt, wurde an jedem Jahresende gemäss KGV angeordnet und in Fünftel unterteilt. Der Studienzeitraum dauerte vom 31. Dezember 1974 bis zum 31. Dezember 1989 (15 Jahre). Die Studie nimmt an, dass in jede Aktie im gleichen Umfang investiert wird und die Aktien jeweils nach einem Jahr verkauft werden. Die Anlagerendite wird in USD angegeben. Tabelle 21 zeigt nachstehend die jeweilige Jahresgesamtrendite für das oberste und das unterste Fünftel.

Tabelle 21: Anlagerenditen im Verhältnis zum KGV im Vereinigten Königreich sowie in Frankreich, Deutschland und Japan vom Dezember 1974 bis zum Dezember 1989

	Jahresgesamtrenditen			
KGV-Gruppe	Vereinigtes Königreich	Frankreich	Deutschland	Japan
Niedrigstes Fünftel nach KGV	33,0%	29,6%	22,0%	27,8%
Höchstes Fünftel nach KGV	24,5	23,1	18,9	21,8

Im Verhältnis zum Gewinn zu niedrigen Kursen notierende Unternehmen im Vereinigten Königreich

Mario Levis, Professor an der School of Management, University of Bath, Vereinigtes Königreich, untersuchte in «Market Size, PE Ratios, Dividend Yield and Share Prices: The UK Evidence» (Marktumfang, KGV, Dividendenrendite und Aktienkurse. Die britische Situation) die Verbindung zwischen KGV und Anlagerendite vom April 1961 bis zum März 1985. Die Unternehmen der London Share Price Database, für die Gewinndaten zur Verfügung standen, wurden nach ihrem KGV jeweils am 1. April von 1961 bis einschliesslich 1985 angeordnet und in Fünftel untergliedert. Die jährliche Anlagerendite und der kumulative Wert der in jedem dieser Fünftel investierten eine Million GBP während dieses Zeitraums von vierundzwanzig Jahren sind in Tabelle 22 dargestellt.

Tabelle 22: Anlageergebnisse britischer Unternehmen gemäss ihrem KGV vom April 1961 bis zum März 1985

Gruppe nach KGV	jährliche Anlage-rendite	Kumulativer Wert der investierten eine Million GBP vom April 1961 bis zum April 1985 (in Millionen)
1 (Niedrigstes KGV)	17,76%	50,60 GBP
2	14,28	24,6
3	12,60	17,3
4	11,40	13,3
5 (Höchstes KGV)	10,80	11,7
Marktindex Financial Times – Actuaries Der gesamte Aktienindex – wertgewichtet	12,48%	16,80 GBP

David A. Goodman und John W. Peavy III, Professoren für Finanzwissenschaften an der Southern Methodist University (Dallas, TX), beschrieben ihre Analyse der Anlagerendite der Aktien von im Rahmen ihrer Branchen nach KGV angeordneten Unternehmen in ihrem Buch ***Hyper-Profits*** (Hypergewinne), New York: Doubleday & Company, 1985. Nach der Anordnung der Aktien der

Unternehmen von über einhundert Branchen innerhalb der Branche gemäss KGV unterteilten sie diese Unternehmen innerhalb der einzelnen Branchen wiederum in Fünftel, auch nach deren KGV. Am Ende jedes Jahres wiederholte sich diese Teilung und Unterteilung. Der Studienzeitraum dauerte von 1962 bis einschliesslich 1980, und für jedes dieser Jahre wurden 2 600 Unternehmen untersucht. Tabelle 23 nachstehend zeigt die jährlichen Anlagerenditen für die fünf Gruppen und die kumulative Rendite aus dieser Methode.

Tabelle 23: Jährliche Anlagerendite von Unternehmen mit niedrigem KGV im Verhältnis zur Anlagerendite anderer Unternehmen der gleichen Branche von 1962 bis1980

Bewertungsgesellschaft	Jährliche Anlage-rendite	Kumulativer Wert der investierten eine Million GBP von 1962 bis 1980 (in Millionen)
1 (Niedrigstes KGV im Verhältnis zu anderen Unternehmen in der Branche)	23,61%	45,30 GBP
2	18,26	20,5
3	15,34	13,1
4	11,87	7,5
5 (Höchstes KGV im Verhältnis zu anderen Unternehmen in der Branche)	5,42	2,6

Die Anlage von einer Million USD in Unternehmen mit dem im Verhältnis zum KGV anderer Unternehmen der gleichen Branche niedrigsten KGV erfuhr in einem Zeitraum von 18 Jahren – von 1962 bis 1980 – eine Wertsteigerung auf 45 390 000 USD. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich der Wert einer Anlage von einer Million USD in Unternehmen mit dem im Verhältnis zum KGV anderer Unternehmen der gleichen Branche höchsten KGV auf 2 600 000 USD.

Unternehmen in aller Welt. Niedriger Kurs im Verhältnis zum Cashflow

A. Michael Keppler untersuchte in «Further Evidence on the Predictability of International Equity Returns. The Importance of Cash Flow in Country Selection» (Weitere Belege für die Vorhersagbarkeit internationaler Kapitalerträge. Die Bedeutung des Cashflow bei der Landeswahl), in: ***Journal of Portfolio Management***, Herbst 1991, die Beziehung zwischen dem KCV und der Anlagerendite für Unternehmen in aller Welt. Kepplers Studie ging davon aus, dass im Studienzeitraum von 19 Jahren und 11 Monaten – vom 31. Januar 1970 bis zum 31. Dezember 1989 – in jedem Quartal eine gleich gewichtete Anlage in die folgenden 18 Landesindizes von Morgan Stanley Capital International getätigt wurde: Australien, Österreich, Belgien, Kanada, Dänemark, Frankreich, Deutschland, Hongkong, Italien, Japan, die Niederlande, Norwegen, Singapur/Malaysia, Spanien, Schweden, die Schweiz, das Vereinigte Königreich und die USA. In jedem Quartal wurden die Landesindizes gemäss dem KCV angeordnet und in Viertel unterteilt (ein Viertel entsprach 25 % der Landesindizes). Für jedes der Viertel wurde in den nachfolgenden drei Monaten die Gesamtanlagerendite gemessen. Cashflow wurde definiert als Nettogewinn nach Steuern, Minderheitsbeteiligungen, Dividenden auf Vorzugsaktien und Gewinnbeteiligung von Mitarbeitern zzgl. der Abschreibung auf Sachanlagen im zuletzt verfügbaren Geschäftsjahr.

Die Studie kommt zum Schluss, dass die ertragreichste Strategie in der Anlage im Viertel mit dem

niedrigsten KCV bestand. Diese Strategie erbrachte vom 31. Januar 1970 bis zum 31. Dezember 1989 eine Jahresgesamtrendite in der Landeswährung von 19,7 % (und 20,32 % in USD). Die am wenigsten ertragreiche Strategie war die Anlage im Viertel mit dem höchsten KCV, die eine Jahresgesamtrendite in der Landeswährung von 4,37 % (und 5,63 % in USD) erbrachte. Die vergleichbare Rendite im Studienzeitraum vom 31. Januar 1970 bis zum 31. Dezember 1989 für den Morgan Stanley Capital International World Index (MSCI World Index) betrug 12,45 % in Landeswährung (und 13,58 % in USD).

Nach der Erfahrung von Tweedy, Browne besitzen Aktien von Unternehmen, die mit einem niedrigen KCV notieren, ein niedriges KBV bzw. KGV sowie eine hohe Dividendenrendite. Die Unternehmer in bestimmten Branchen wie Zeitungen, Kabelfernsehen, Funk und Fernsehen sowie Buch- und Zeitschriftenverlagswesen beschreiben die Bewertung von schuldenfreien Unternehmen in diesen Branchen als Kennzahl des operativen Cashflow vor Steuern (Ertrag vor Steuern aus dem Unternehmen vor Abzug der Abschreibung). Im Verhältnis zum Cashflow– insbesondere im Verhältnis zu anderen Unternehmen der gleichen Branche – zu niedrigen Kursen notierende Aktien werden im Verhältnis zum Preis, den die Aktionäre beim Verkauf des gesamten Unternehmens erhalten, häufig unterbewertet.

Bei Unternehmen mit Steuersitz ausserhalb der USA hat Tweedy, Browne häufig Abschreibungsverfahren beobachtet, die in höheren Abschreibungskosten und niedrigeren Gewinnen resultierten, als es der Fall gewesen wäre, hätte das gleiche Unternehmen seinen Abschluss gemäss den in den USA allgemein anerkannten Grundsätzen der Rechnungslegung («US-GAAP») erstellt. Zum Beispiel erfasst das Schweizer Unternehmen Nestlé die geschätzten aktuellen Kosten für die Wiederbeschaffung seiner Sachanlagen als Vermögenswert in seiner Bilanz. Die Zahl ist erheblich höher, als sie gemäss dem nach US-GAAP anzuwendenden Anschaffungskostenprinzip wäre, und führt im Vergleich zum US-GAAP zu höheren Abschreibungskosten.

Die Cashflow-Analyse und der Vergleich mit Unternehmen in der gleichen Branche weisen häufig hin auf «versteckte Werte» in Form von zu niedrig ausgewiesenen Gewinnen bzw. Vermögenswerten, die zu Beträgen abgeschrieben werden, die erheblich unter den tatsächlich realisierbaren Werten liegen.

Anlagerenditen pro Jahr bei fünfjähriger Haltedauer von Unternehmen mit niedrigem KCV verglichen mit Unternehmen mit hohem KCV

Josef Lakonishok, Robert W. Vishny und Andrei Shleifer untersuchten in «Contrarian Investment. Extrapolation and Risk» (Gegenläufiges Anlegen. Hochrechnung und Risiko), Working Paper Nr. 4360, National Bureau of Economic Research, Mai 1993, die Auswirkung des KCV auf Anlagerenditen. Die Wissenschaftler ordneten sämtliche an der NYSE und der AMEX notierten Unternehmen gemäss ihrem KGV an und untergliederten sie in Zehntel. Erstmalig wurden die Portfolios am 30. April 1968 gebildet, und an jedem nachfolgenden 30. April wurden neue Portfolios gebildet. Der Studienzeitraum endete am 30. April 1990. Die Portfolios in den Zehnteln wurden über fünf Jahre gehalten, und es wurden ihre durchschnittlichen Anlagerenditen pro Jahr, ihre Durchschnittsrenditen im Fünfjahreszeitraum sowie ihre durchschnittlichen kumulativen Gesamtrenditen im Fünfjahreszeitraum berechnet. Die Anlagerenditen waren gleich gewichtet. Tabelle 24 nachstehend zeigt das Ergebnis dieser Studie.

Tabelle 24: Anlagerenditen im Verhältnis zum KCV für alle an der New York Stock Exchange und American Stock Exchange notierten Unternehmen vom April 1968 bis zum April 1990

Haltedauer nach der Portfolioauflegung	Nach KCV angeordnete Zehntel									
	(Hohes KCV)									(Niedriges KCV)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. Jahr	8,4%	12,4%	14,0%	14,0%	15,3%	14,8%	15,7%	17,8%	18,3%	18,3%
2. Jahr	6,7	10,8	12,6	15,3	15,6	17,0	17,7	18,0	18,3	19,0
3. Jahr	9,6	13,3	15,3	17,2	17,0	19,1	19,1	20,2	19,3	20,4
4. Jahr	9,8	11,1	14,6	15,9	16,6	17,2	18,2	19,2	22,3	21,8
5. Jahr	10,8	13,4	16,1	16,2	18,7	17,7	19,1	20,9	21,2	20,8
Durchschnittsrendite im Fünfjahreszeitraum	9,1	12,2	14,5	15,7	16,6	17,1	18,0	19,2	19,9	20,1
Kumulative Gesamtrendite im Fünfjahreszeitraum	54,3	77,9	96,9	107,4	115,8	120,6	128,3	140,6	147,6	149,4

Einheitlichkeit der Renditen von Unternehmen mit niedrigem KCV verglichen mit Unternehmen mit hohem KCV

Die im vorherigen Kapitel beschriebene Studie «Contrarian Investment, Extrapolation and Risk» (Gegenläufiges Anlegen. Hochrechnung und Risiko) verglich – über einen Zeitraum vom 30. April 1968 bis zum 30. April 1990 – auch die Kontinuierlichkeit von Anlagerenditen aus Unternehmen mit niedrigem KCV mit Unternehmen mit hohem KCV über eine Haltedauer von einem, drei und fünf Jahren hinweg. Dazu wurden die Anlagerenditen aus Aktien von Unternehmen mit hohem KCV (d.h. die Renditen der Unternehmen in den obersten zwei Zehnteln der nach KCV angeordneten Unternehmen) abgezogen von den Anlagerenditen der Unternehmen mit niedrigem KCV (d.h. von den Renditen der Unternehmen in den untersten zwei Zehnteln der nach KCV angeordneten Unternehmen). Die nachfolgende Tabelle 25 zeigt die Ergebnisse dieser Studie.

Tabelle 25: Einheitlichkeit der Renditen von Unternehmen mit niedrigem KCV verglichen mit Unternehmen mit hohem KCV während einer Haltedauer von einem Jahr, drei Jahren und fünf Jahren (April 1968 bis April 1990)

	Haltedauer		
Jahr der Portfolioauflegung	1 Jahr Besser (schlechter) um (in %)	3 Jahre Besser (schlechter) um (in %)	5 Jahre Besser (schlechter) um (in %)
1968	2,2%	28,7%	47,4%
1969	12,3	19,5	41,0
1970	13,5	24,6	42,8
1971	-7,8	23,1	47,8
1972	15,5	31,9	69,3
1973	2,1	38,2	84,6
1974	-0,7	49,6	134,3
1975	26,2	81,6	131,0
1976	17,4	67,3	146,8
1977	19,3	24,7	76,4
1978	4,8	-10,6	27,2
1979	-16,8	-10,2	27,4
1980	3,9	74,6	122,5
1981	20,3	65,0	158,4
1982	-3,2	33,8	125,3
1983	20,4	33,2	85,1
1984	19,2	55,2	88,8
1985	1,4	32,2	57,6
1986	10,8	33,9	
1987	9,3	17,0	
1988	9,2		
1989	-6,3		

Wie Tabelle 25 zeigt, lag die Wertentwicklung der Aktien von Unternehmen mit niedrigem KCV in 17 von 22 Jahren bzw. während 77 % der Zeit über derjenigen der Aktien von Unternehmen mit hohem Kurs im Verhältnis zum Cashflow. Bei einer Haltedauer von drei Jahren erwiesen sich die Aktien von Unternehmen mit niedrigem Kurs im Verhältnis zum Cashflow in 18 von 20 Haltezeiträumen als überlegen. Bei einer Haltedauer von fünf Jahren waren die Aktien von Unternehmen mit niedrigem Kurs im Verhältnis zum Cashflow jedes Mal eine bessere Wahl als die Aktien von Unternehmen mit hohem Kurs im Verhältnis zum Cashflow.

Sind die höheren Renditen der Aktien von Unternehmen mit niedrigem Kurs-Cashflow-Verhältnis im Vergleich zu Aktien von Unternehmen mit hohem Kurs-Cashflow-Verhältnis auf ein höheres Risiko zurückzuführen?

Bei ihrer Untersuchung, ob höhere Renditen von Aktien von Unternehmen mit niedrigerem KCV auf ein höheres Risiko zurückzuführen sind, massen die Autoren Lakonishok, Vishny und Shleifer– über einen Zeitraum vom 30. April 1968 bis zum 30. April 1990 – die monatlichen Anlagerenditen im

Verhältnis zum Kurs als Anteil am Cashflow in den 25 schlechtesten Monaten an der Börse und in den übrigen 88 Monaten, in denen die Börsenkurse jeweils nachgaben. Zudem errechneten sie die Monatsrenditen für die 25 besten Monate und für die 122 Monate, in denen die Börsenkurse anstiegen. Tabelle 26 nachstehend zeigt die Ergebnisse dieser Studie.

Tabelle 26: Durchschnittliche Anlagerenditen pro Monat im Verhältnis zum KCV in den schlechtesten und besten Monaten an der Wertpapierbörse von April 1968 bis zum April 1990

	Nach KCV angeordnete Zehntel									
	(Höchstes KCV)									(Niedrigstes KCV)
Haltedauer nach der Portfolioauflegung	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**
Die schlechtesten 25 Monate am Aktienmarkt	-11,8%	- 11,1%	- 10,6%	- 10,3%	- 9,7%	- 9,5%	- 9,0%	- 8,7%	- 8,8%	- 9,8%
Die nächstschlechtesten 88 Monate am Aktienmarkt in einer Zeit des allgemeinen Kursverfalls	-3,0	-2,8	-2,7	-2,4	-2,3	-2,1	-2,0	-1,9	-1,6	-2,0
Die besten 25 Monate am Aktienmarkt	12,1	12,5	12,2	11,9	11,6	10,9	11,2	11,5	11,9	13,6
Die nächstbesten 122 Monate am Aktienmarkt in einer Zeit des allgemeinen Kursverfalls	3,7	3,9	4,0	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8	3,7	3,8

Wie Tabelle 26 zeigt, lag die Wertentwicklung der Aktien von Unternehmen mit niedrigem KCV in den 25 schlechtesten und in den übrigen 88 Monaten, in denen die Kurse nachgaben, über derjenigen der Aktien von Unternehmen mit hohem KCV. In den besten 25 Monaten der Börse lagen die Aktien von Unternehmen mit niedrigem KCV ebenfalls vor den Aktien von Unternehmen mit hohem KCV. In den übrigen 122 Monaten, in denen die Börsenkurse anstiegen, verhielten sich Aktien von Unternehmen mit hohem und niedrigem KCV ähnlich.

Die Wissenschaftler kamen zu dem Schluss, dass

> die Wertstrategie [niedriges KCV] in allen Situationen etwas besser und in einigen Situationen signifikant besser zu funktionieren schien als die Glanzstrategie [hohes KCV]. Tendenziell war die überlegene Leistung der Wertstrategie noch etwas ausgeprägter in Baisse-Monaten als in Monaten der Hausse. Die Belege [in Tabelle 26] zeigen insofern, dass die Wertstrategie die Anleger keinem grösseren Abwärtsrisiko aussetzte.

Wertentwicklung von Wertportfolios gegenüber Wachstumsportfolios bis einschliesslich 2001

In ihrem Artikel «Value and Growth Investing. Review and Update» (Wert- und Wachstumsanlagen. Überprüfung und Aktualisierung), in: ***Financial Analysts Journal***, Bd. 60, Nr. 1, S. 71–86, Januar/Februar 2004, überprüften und aktualisierten Louis K. C. Chan und Josef Lakonishok die bis einschliesslich 2001 erschienene Literatur zur Wertentwicklung beim Einsatz von Wertstrategien im Vergleich mit dem Einsatz von Wachstumsstrategien und kamen aufgrund einer aktualisierten und erweiterten Stichprobe zu einigen neuen Ergebnissen. Ihrer Studie zufolge erwirtschafteten Wertaktien höhere Renditen, selbst wenn man die Erfahrung mit den von den Technologie-Aktien

beflügelten Börsen Ende der 1990er Jahre («Technologieblase») berücksichtigte. Sie kamen ferner zu dem Schluss, dass allgemeine Vorkehrungen gegen das Risiko das Argument nicht unterstützten, dass die Renditedifferenz das Ergebnis des höheren Risikos bei Wertaktien war, sondern dass diese eher auf Verhaltensunterschiede und die Kosten der Anlageverwaltung zurückzuführen war.

In ihrer Studie legten Chan und Lakonishok auf der Grundlage von NYSE-Terminen jeweils zu jedem Kalenderjahrende von 1969 bis 2001 Portfolios aus Unternehmen mit geringer und hoher Marktkapitalisierung an, die anhand einer Gesamtwert-Kennzahl unterteilt und jeweils in Zehnteln platziert wurden. Die Gesamtwert-Kennzahl bündelte Daten aus verschiedenen Bewertungsmessungen, einschliesslich KBV, KCV, KGV und KUV, um leichter Aktien zu erkennen, die im Vergleich zu ihren Eckwerten unterbewertet waren. Wie Tabelle 27 zeigt, wurden für die beiden obersten Zehntel (d. h. die Glanz- bzw. Wachstumsportfolios) und die beiden untersten Zehntel (d. h. die Wertportfolios) Kauf- und Halterenditen für das Jahr nach der Portfolioauflegung angegeben.

Tabelle 27: Jährlicher und zeitgewichteter Renditemittelwert für Wert- und Wachstumsstrategien mit vertieften Definitionen von 1969 bis 2001

A. Aktien mit hoher Kapitalisierung

	Portfolio						
Jahr	**1 Jahr (Glanz)**	**2**	**9**	**10 (Wert)**	**Russell 1000 Wertrendite**	**S&P 500 Rendite**	**(9., 10. Zehntel) - (1., 2. Zehntel)**
1969-2001	4,5%	6,7%	15,6%	16,4%	Nicht zutr.	11,4%	10,4 PPS
1979-2001	7,9	10,4	18,6	20,4	15,4%	15,1	10,4
1990-2001	3,8	6,0	16,1	18,0	12,9	12,9	12,2

B. Aktien mit geringer Kapitalisierung

	Portfolio						
Jahr	**1 Jahr (Glanz)**	**2**	**9**	**10 (Wert)**	**Russell 2000 Wertrendite**	**Russell 2000 Rendite**	**(9.,10. Zehntel) - (1., 2. Zehntel)**
1969-2001	-2,8%	4,8%	16,6%	18,3%	Nicht zutr.	Nicht zutr.	16,5 BPS
1979-2001	-1,8	7,8	20,8	22,8	16,0	13,8	18,8
1990-2001	-6,2	3,6	18,4	17,7	13,4	11,0	19,4

Von 1979 bis einschliesslich 2001 übertraf der zeitgewichtete Renditemittelwert für das aus Unternehmen mit hoher Kapitalisierung bestehende Wertportfolio (10. Zehntel) den Russell 1000 Value Index für den gleichen Zeitraum aufs Jahr berechnet um 500 Basispunkte. In der entsprechenden Studie mit Unternehmen mit geringer Kapitalisierung lag das tiefe Wertportfolio aufs Jahr berechnet um 680 Basispunkte über dem Russell 2000 Value Index.

Bezüglich hoch kapitalisierter Unternehmen betrug die Renditedifferenz zwischen der durchschnittlichen Rendite für die beiden obersten Zehntel (Wachstum) und die beiden untersten Zehntel (Wert) laut Studie 1004 Basispunkte zugunsten des Wertportfolios. Bezüglich gering kapitalisierter Unternehmen stach die Differenz laut Studie sogar noch stärker hervor: Die Wert-Zehntel lagen im Zeitraum von 22 Jahren aufs Jahr berechnet um 1 880 Basispunkte über den Wachstums-Zehnteln.

In ihrer Vorlage für die folgende Tabelle 28 setzten Chan und Lakonishok unter Verwendung einer Stichprobe aus Aktien von Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung im Morgan Stanley Country Index – Europe, Australasia, Far East- (MSCI EAFE) der Industrieländer ohne USA die gleiche Gesamtwert-Kennzahl ein, um herauszufinden, ob das Ergebnis für die Industrieländer ausserhalb der USA im Zeitraum 1989 bis einschliesslich 2001 Bestand hatte. Parallel zur US-Erfahrung lagen auch hier die Wert-Zehntel erheblich über dem MSCI EAFE-Index und über den Wachstums-Zehnteln.

Tabelle 28: Jährlicher und zeitgewichteter Renditemittelwert für Wert- und Wachstumsstrategien mit vertieften Definitionen in Märkten ausserhalb der USA von 1989 bis 2001

	Portfolio					
Jahr	1 Jahr (Glanz)	2	9	10 (Wert)	EAFE Freie Rendite	(9., 10., Zehntel) - (1., 2. Zehntel)
1989	35,6%	33,5%	48,9%	53,2%	21,5%	16,5 BPS
1990	-35,4	-33,6	-24,8	-23,6	-29,9	10,3
1991	-5,5	0,6	8,2	15,8	8,6	14,5
1992	-18,4	-15,5	-4,6	2,0	-6,3	15,7
1993	13,7	17,5	41,5	49,3	29,3	29,8
1994	-4,8	-1,7	0,3	3,2	-2,1	5,0
1995	1,5	1,1	1,4	5,8	9,6	2,3
1996	0,9	10,2	10,3	12,4	11,4	5,8
1997	-3,3	-4,5	3,5	3,2	13,2	7,3
1998	12,9	8,9	6,3	-5,9	12,4	-4,8
1999	84,7	46,7	26,9	26,5	33,2	-39,0
2000	-27,8	-21,3	8,1	15,8	-7,3	36,5
2001	-49,5	-34,2	0,7	11,5	-16,3	47,9
Mittelwert des Zeitraums	-4,5	-2,0	8,2	12,3	4,5	13,5

AKTIEN MIT HOHEN DIVIDENDENRENDITEN

Hohe Dividendenrenditen im Vereinigten Königreich

Mario Levis, Professor an der 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, die Verbindung zwischen Dividendenrendite und Anlagerendite von Januar 1955 bis einschliesslich Dezember 1985. Unter Verwendung einer Stichprobe von 4 413 Unternehmen, die von Januar 1955 bis einschliesslich Dezember 1988 an der London Stock Exchange notiert waren, ordnete Levis sämtliche Unternehmen pro Jahr nach der Dividendenrendite an und unterteilte sie in Zehntel. Die jährliche Anlagerendite und der kumulative Wert der investierten eine Million GBP während dieses Zeitraums von 34 Jahren in jeder der zehn Gruppen sind zusammen mit beschreibenden Daten über die durchschnittliche Dividendenrendite und Marktkapitalisierung jeder Gruppe in Tabelle 29 dargestellt.

Tabelle 29: Anlageergebnisse britischer Unternehmen nach Dividendenrenditen Januar 1955 – Dezember 1988

Dividendenrenditegruppe	Rendite	Jahres-anlage-rendite	Kumulativer Wert von 1 Million GBP, investiert im Januar 1955, im Dezember 1988	Durchschnittl. Marktkapitalisierung (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

Ein Bericht über die Studie von Levis über die Dividendenrendite von Michael Lenhoff vom 19. Januar 1990 («Market Anomalies: Are They a Mirage Or a Bona Fide Way to Enhance Portfolio Returns?» (Marktanomalien. Fata Morgana oder wirklich eine Methode zur Erhöhung der Rendite?)) merkte an, dass

> am britischen Aktienmarkt das Verhältnis zwischen Kurs und Substanzwert [d. h. Buchwert] im umgekehrt proportionalen Verhältnis zur Rendite stand. Wenn der Kurs einen wesentlichen Abschlag [bzw. Aufschlag] gegenüber dem Substanzwert aufwies, lag die Rendite aus der «Firma Vereinigtes 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.

Der Erfahrung von Tweedy, Browne zufolge notieren die Aktien von Unternehmen mit hoher Dividendenrendite im Vereinigten Königreich wie auch weltweit häufig mit einem niedrigen KGV, KBV und Verhältnis von Kurs zu besonderen Schätzungen des Werts, die Aktionäre beim Verkauf des Gesamtunternehmens auf der Grundlage von Bewertungen ähnlicher Unternehmen bei entsprechenden Kapitalgeschäften erhalten.

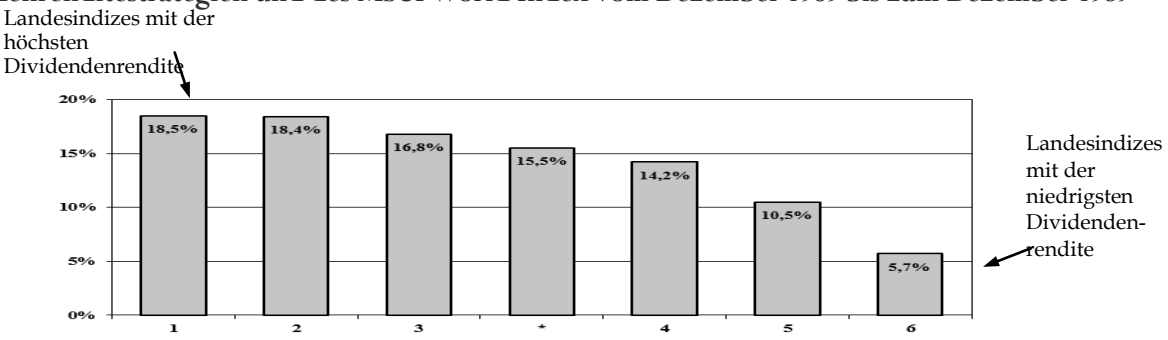
Unternehmen in aller Welt: Hohe Dividendenrenditen

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 Dividendenrendite und 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 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 MSCI 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 Importanc 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 %.

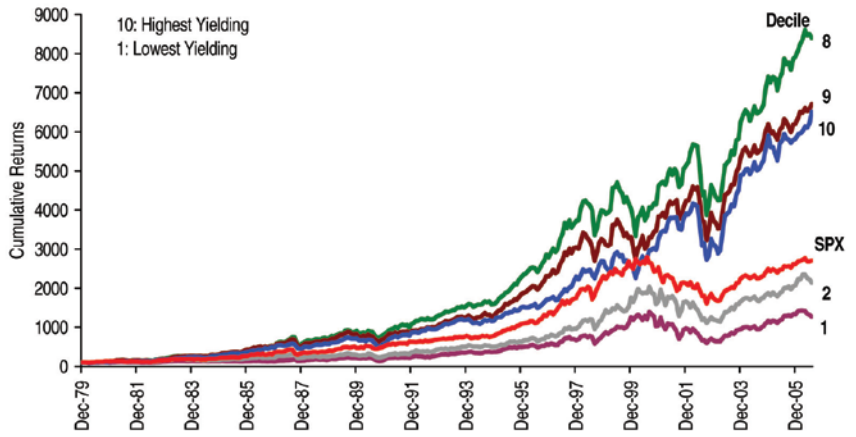
• Strategien auf der Grundlage der Dividendenrendite:
(1) Nur in Unternehmen investieren, deren Dividendenrendite im obersten Viertel des Landesindex liegt
(2) In Unternehmen investieren, deren Dividendenrendite in den zwei obersten Vierteln liegt
(3) In Unternehmen investieren, deren Dividendenrendite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

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***, 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 simulierten eine vom Januar 1980 bis zum Juni 2006 verlaufende Dividendenstrategie, 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 dem Zehntel 10, dem Zehntel mit der höchsten Dividendenrendite.

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

Exhibit 7: **Dividend Yield Strategy**
Equal-weighted decile performance from January 1980 to July 2006 (universe: S&P 500)



Source: Credit Suisse Quantitative Equity Research.

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).

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

Exhibit 2: **Dividend Yield and Payout Ratio**

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

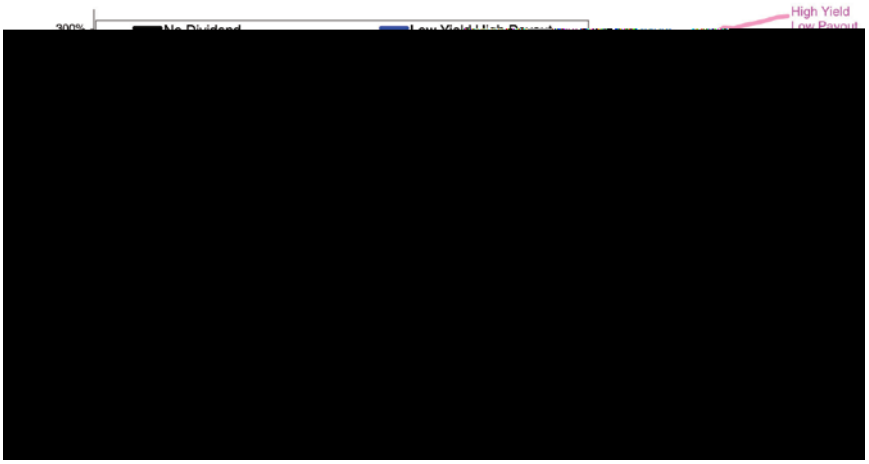


Exhibit 3: **Portfolio Buckets**

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

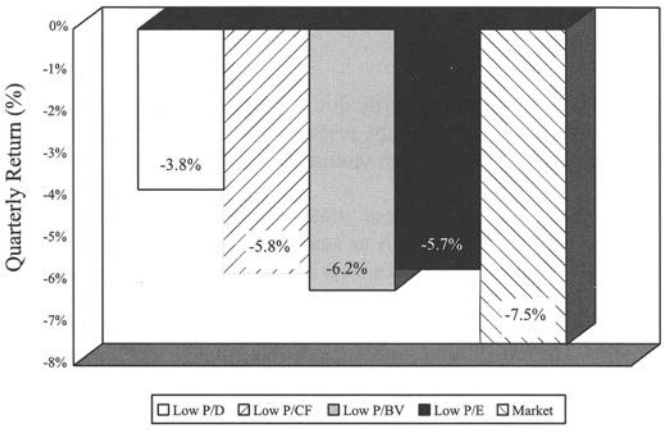
Source: Credit Suisse Quantitative Equity Research.

Hohe Dividendenrenditen wirken bei Markteinbrüchen defensiv: 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, der am 31. Dezember 1996 endete. Unter Verwendung der Datenbank Compustat 1500 (die 1500 grössten börsengehandelten

Unternehmen) 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.

ANLEGEN WIE DIE EINGEWEIHTEN. AKTIEN KAUFEN, WENN INSIDER (VORSTANDS- UND VERWALTUNGS- BZW. AUFSICHTSRATSMITGLIEDER UND DAS UNTERNEHMEN SELBST) KAUFEN

Der Einfluss der Aufstockungen durch Insider

Mit Käufen von Aktien durch Unternehmensinsider (Vorstands- und Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitglieder und Grossaktionäre) verbundene Anlagerenditen wurden in mehreren Studien wissenschaftlich untersucht. Die Studien gingen alle davon aus, dass die Anlagen in den Aktien von Unternehmen erfolgten, die (i) von mehr als einem Insider aufgekauft wurden, und dass (ii) die Anzahl der Insiderkäufe erheblich über denen des Verkaufs im gleichen Zeitraum lag. Die Studien gingen auch davon aus, dass Anlagen in den Aktien erfolgten, kurz nachdem die Insidertransaktionen veröffentlicht worden waren. Tabelle 30 zeigt Ergebnisse bezüglich der Anlagerenditen von Aktien von Unternehmen, die kurz nach Insider-Käufen erworben wurden, aus folgenden Studien:

(1) Donald T. Rogoff, «The Forecasting Properties of Insider Transactions», Diss., Michigan State University, 1964

(2) Gary S. Glass, «Extensive Insider Accumulation as an Indicator of Near Term Stock Price Performance», Diss., Ohio State University, 1966

(3) Charles W. Devere, Jr., «Relationship Between Insider Trading and Future Performance of NYSE Common Stocks 1960 – 1965», Diss., Portland State College, 1968

(4) Jeffrey F. Jaffe, «Special Information and Insider Trading», ***Journal of Business***, Juli 1974

(5) Martin E. Zweig, «Canny Insiders. Their Transactions Give a Clue to Market Performance», ***Barron's***, 21. Juli 1976

Tabelle 30: Anlagerenditen von Aktien, die nach Insider-Käufen gekauft wurden

		Annualisierte Anlagerendite	
Studienverfasser	**Studienzeitraum**	**Insider-Aktien**	**Börsenindex**
Rogoff	1958	49,6%	29,7%
Glass	1961–1965	21,2	9,5
Devere	1960–1965	24,3	6,1
Jaffe	1962–1965	14,7	7,3
Zweig	1974–1976	45,8	15,3

Nach der Erfahrung von Tweedy, Browne kaufen Vorstands- und Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitglieder und Grossaktionäre häufig die Aktien ihres eigenen Unternehmens, wenn der Kurs zurückgeht im Verhältnis zum aktuellen Wert, der sich aus dem Betriebsvermögen, dem fortgeführten Unternehmen bei einer Unternehmensübernahme oder dem wahrscheinlichen Wert des Unternehmens in naher oder mittelfristiger Zukunft errechnet. Insider besitzen häufig sogenanntes «Insiderwissen», z. B. über neue Marketingprogramme, Produktpreiserhöhungen, Kosteneinsparungen, ansteigende Auftragsquoten, Änderungen der Branchenbedingungen, aufgrund dessen sie annehmen, dass sich der tatsächliche Basiswert des Unternehmens ändern wird. Zu diesen sogenannten Insiderwissen gehört unter anderem auch der wahre Wert «versteckter Vermögenswerte», z. B. der Wert eines Verluste einfahrenden Tochterunternehmens, dessen Übernahme ein Wettbewerber angeboten hat, oder der Wert überschüssiger, nicht betriebsnotwendiger Immobilien und die voraussichtliche Ertragskraft eines Unternehmens, wenn hohe einmalige Produktentwicklungskosten erst einmal abgeschrieben sind. Es ist nicht ungewöhnlich, dass wichtige Insider erhebliche Aktienkäufe tätigen, wenn die betreffenden Unternehmen an der Börse zu einem niedrigen KGV bzw. KBV gehandelt werden.

Vereinigtes Königreich: Einfluss der Aufstockungen durch Insider

Mervyn King und Aisla Roell von der London School of Economics untersuchten die Beziehung zwischen Marktrenditen insgesamt und Renditen britischer Aktien, die von Vorstands- und Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitgliedern als Aktien des eigenen Unternehmens gekauft wurden. Die Stichprobe der Studie bestand aus vom Januar 1986 bis einschliesslich zum August 1987 in der wöchentlichen Beilage «Shares Stakes» der ***Financial Times*** als Ziel von Insiderkäufen an der Börse erwähnten Unternehmen. Die Studie geht von der Annahme aus, dass parallel zum Kaufabschluss des Insiders ein «Kauf»-Portfolio die gleiche Anzahl von Aktien erwirbt, und zwar zum Aktienkurs am Tag

der Veröffentlichung. Die Differenz zwischen der Rendite des Financial Times-Actuaries All Share Index und der Anlagerendite des Insiderportfolios wurde jeweils über einen Zeitraum von einem Monat, drei Monaten und einem Jahr nach dem Veröffentlichungstag berechnet. Tabelle 31 zeigt die Ergebnisse.

Tabelle 31: Über dem Börsenindex liegende Anlagerendite der von Insidern gekauften britischen Aktien vom Januar 1986 bis zum August 1987

Unternehmen in der Kaufgruppe	Stichprobenzeitraum nach Wochen	Zeitspanne vom Veröffentlichungstag	Rendite, soweit sie über dem Börsenindex liegt
109	46	1 Monat	2,47%
103	43	3 Jahre	6,10
52	22	1 Jahr	53,05

Kanada: Einfluss der Aufstockungen durch Insider

Jerome Baesel von der University of California in Irvine und Garry Stein von der kanadischen Bank of Commerce untersuchten in «The Value of Information. Inferences from the Profitability of Insider Trading» (Der Wert von Informationen. Schlussfolgerungen aus dem Ertragsreichtum von Insiderhandel), in: ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, September 1979, die Beziehung zwischen an der Toronto Stock Exchange notierten und von Insidern gekauften kanadischen Aktien einerseits und Anlagerenditen andererseits. Die Verfasser überprüften Insidergeschäfte im Zusammenhang mit 111 an der Toronto Stock Exchange notierten Grossunternehmen des Industriesektors vom Januar 1968 bis zum Dezember 1972. Die Stichprobe bestand aus von Vorstands- und Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitgliedern getätigten Abschlüssen, von denen 403 gleichzeitig Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitglieder einer kanadischen Bank waren und 580 keinem Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat einer kanadischen Bank angehörten. Die Studie untersuchte aber nicht in einer eigenen Kategorie Insiderkäufe, die besonders umfangreich waren, bzw. Unternehmen, deren Aktien von sehr vielen Insidern aufgekauft wurden (z. B. Unternehmen, deren Aktien von mindestens drei Insidern gekauft wurden, oder Unternehmen, bei denen die Insiderkäufe die Bestände der Insider deutlich erhöhten, und in die dafür hohe Geldsummen flossen).

Die Verfasser kamen zum Ergebnis, dass Insider, die gleichzeitig im Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat einer kanadischen Bank sassen, im Durchschnitt eine Überschussrendite über dem risikobereinigten Börsenindex von 7,8 % pro Jahr erzielten. Die Überschussrendite bei Vorstands- sowie Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitgliedern, die nicht im Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat einer kanadischen Bank sassen, betrug 3,8 % pro Jahr.

Unternehmen, die ihre eigenen Aktien kaufen

Im ***Fortune Magazine*** untersuchte Carol Loomis in ihrem Artikel «Beating the Market by Buying Back Stock» (Durch Aktienrückkauf über dem Marktdurchschnitt liegende Renditen erzielen) vom 29. April 1985 die Anlagerendite, die sich mit dem Kauf der Aktien von Unternehmen erzielen liess, die in erheblichem Umfang ihre eigenen Stammaktien zurückkauften. ***Loomis*** überprüfte die 1 660 Aktien im Value Line Investment Survey und wählte sämtliche Unternehmen aus, die im Zehnjahreszeitraum von 1974 bis 1983 ihre eigenen Aktien in erheblichem Umfang zurückkauften. (Unternehmen, deren Rückkauf ihrer Aktien nur zum Ziel hatte, einen Aktionär auszubooten, der eine feindliche Übernahme androhte, waren von der Stichprobe ausgeschlossen.) Die Studie ging davon aus, dass die Anlagen jeweils am ungefähren Tag eines Aktienrückkaufs getätigt wurden. Die Gesamtanlagerendite

wurde ab dem jeweiligen Datum bis Ende 1984 gemessen und ergab eine durchschnittliche Gesamtrendite von 22,6 %. Im gleichen Zeitraum erzielten entsprechende Anlagen im S&P 500-Index eine Rendite von 14,1 %.

Nach der Erfahrung von Tweedy, Browne kauft ein Unternehmen seine Aktien häufig zurück, wenn die Geschäftsführung der Ansicht ist, dass die Aktien erheblich mehr wert sind, als es der Kurs aussagt. Aktienrückkäufe zu Abschlägen auf den Basiswert erhöhen den Wert des Unternehmens je Aktie für die übrigen Aktionäre. Wenn Vorstands- sowie Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitglieder bedeutende Aktionäre sind, dann ist das Geld, mit dem das Unternehmen seine eigenen Aktien zurückkauft, in erheblichem Masse das Geld der Vorstands- und Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitglieder. Unter diesen Umständen ähnelt der Rückkauf von Aktien seitens eines Unternehmens einem Insiderkauf.

Unternehmen, die an der Börse zu einem niedrigen KGV oder einem niedrigen KBV gehandelt werden, kaufen häufig ihre eigenen Aktien zurück. Aktienrückkäufe mit einer Gewinnrendite vor Steuern, die die Verzinsung der Zahlungsmittel des Unternehmens übertrifft bzw. höher ist als die Zinsen, die das Unternehmen auf die Schulden zahlt, die es eingegangen ist, um den Aktienrückkauf zu finanzieren, führen zu einem Anstieg des Gewinns je Aktie. Unter dem Buchwert getätigte Aktienrückkäufe erhöhen den Buchwert je Aktie für die verbleibenden Aktien.

IM KURS GEFALLENE AKTIEN

Aktien mit den schlechtesten Ergebnissen aus früheren Anlagen

Werner F.M. DeBondt von der University of Wisconsin und Richard Thaler von der Cornell University untersuchten in «Does the Stock Market Overreact?» (Überreagiert die Börse?), in: ***The Journal of Finance***, Juli 1985, die Wertentwicklung von Anlagen in Aktien mit den schlechtesten und besten vorherigen Ergebnissen.

DeBondt und Thaler wählten für den 31. Dezember 1932 und jeden 31. Dezember danach bis 1977 aus den an der NYSE notierten Aktien insgesamt 46 getrennte Fälle aus und sahen sich die jeweils 35 in den vorhergehenden fünf Jahren am schlechtesten und am besten abschneidenden Aktien an. Der durchschnittliche Kursrückgang bei den am schlechtesten abschneidenden Aktien lag bei 45 %. Die Anlagerenditen der am schlechtesten und am besten abschneidenden Aktien wurden mit der jeweiligen Rendite des Börsenindex, der gleich gewichteten Anlagerendite aller an der NYSE notierten Aktien, verglichen. Die in den vorhergehenden fünf Jahren am schlechtesten abschneidenden Aktien erzielten 17 Monate nach der Auflegung des Portfolios eine kumulative Durchschnittsrendite von 18 % über dem Börsenindex und insgesamt eine Jahresgesamtrendite über dem Börsenindex von 12,2 %. Die in den vorhergehenden fünf Jahren am besten abschneidenden Aktien erzielten 17 Monate nach der Auflegung des Portfolios eine durchschnittliche kumulative Rendite von etwa 6 % unter dem Börsenindex und insgesamt eine negative Jahresgesamtrendite von -4,3 % gegenüber dem Börsenindex.

DeBondt und Thaler überprüften auch Portfolios der auf der Grundlage der Anlagerenditen der vorhergehenden drei Jahre am schlechtesten bzw. am besten abschneidenden Aktien und kamen auf ähnlich erhebliche positive Überschussrenditen für die am schlechtesten und ähnliche unter Börsenniveau liegende Ergebnisse für die am besten abschneidenden Aktien.

Aktien mit den schlechtesten Ergebnissen in vorhergehenden Jahren in aller Welt

James M. Poterba vom Massachusetts Institute of Technology und Lawrence H. Summers von der Harvard University untersuchten in ihrer Studie «Mean Reversion in Stock Prices. Evidence and Implications» (Rückkehr zum Mittelwert bei Aktienkursen. Belege und Schlussfolgerungen), März 1988, ob Anlagerenditen in aller Welt sich tendenziell einer Durchschnittsrendite annähern, indem hohen Kurs- und Renditeanstiegen niedrigere oder negative Renditen folgen, während starke Kurs- und Renditeeinbrüche solide Anlagerenditen nach sich ziehen. Die Verfasser analysierten NYSE-Monatsrenditen von 1926 bis 1985, NYSE-Jahresrenditen von 1981 bis 1985 und Monatsrenditen für 17 Börsen ausserhalb der USA von 1957 bis 1986. In folgenden Ländern ausserhalb der USA wurden Börsen untersucht:

Österreich	Frankreich	Niederlande	Spanien
Belgien	Deutschland	Norwegen	Schweden
Kanada	Indien	Philippinen	Schweiz
Kolumbien	Japan	Pakistan	Vereinigtes Königreich
Finnland			

Die kanadischen Daten bestanden hauptsächlich aus den monatlichen Kapitalgewinnen an der Toronto Stock Exchange. Monatsrenditen, einschliesslich Dividenden, des Financial Times-Actuaries Share Price Index wurden für das Vereinigte Königreich verwendet. Für die fünfzehn übrigen Börsen wendete die Studie Monatsrenditen laut der internationalen Statistik des Weltwährungsfonds an.

Die Autoren kamen zu dem Schluss, dass Aktienrenditen in aller Welt längerfristig, d. h. nach mehr als einem Jahr, zur Rückkehr zu einem durchschnittlichen Mittelwert tendierten. Aktuell hohe Anlagerenditen waren tendenziell mit niedrigeren Anlagerenditen in der Zukunft verbunden. Aktuell niedrige Anlagerenditen waren tendenziell mit höheren Anlagerenditen in der Zukunft verbunden. Die Verfasser deuteten damit an, dass es erstrebenswert ist, weltweit Anlagestrategien zu verfolgen, bei denen man Aktien kauft, deren Kurs erheblich gefallen ist.

Aktien mit den schlechtesten Ergebnissen in den vorhergehenden Jahren im Vereinigten Königreich

In der Studie ***The Over-Reaction Effect — Some U.K. Evidence (Der Überreaktionseffekt . Einige britische Belege)*** verglichen D. M. Power und A. A. Lonie von der University of Dundee und R. Lonie von der Grove Academy, Dundee, die Fünfjahresergebnisse (1982 bis 1987) von 30 Aktien mit der schlechtesten Anlagerendite ab 1973 bis einschliesslich 1982 (insgesamt etwa 10 Jahre) mit den 30 Aktien mit den jeweils besten Anlagerenditen im gleichen Zeitraum sowie mit der Börse insgesamt. Die 30 sich am besten und am schlechtesten entwickelnden Aktien stammten aus einer Liste der 200 grössten Unternehmen im Vereinigten Königreich in der Fachzeitschrift ***Management Today*** vom Juni 1982. Hier die Ergebnisse:

	Durchschnittsrendite pro Jahr 1973 bis 1977	1978 bis 1982	1983 bis 1987
30 schlechtestabschneidende Aktien 1973–1982	-9,96 %	7,92%	30,84%
30 bestabschneidende Aktien 1973–1982	12,72	15,96	13,32
Börsenindex	5,64	17,40	20,76

AKTIEN VON UNTERNEHMEN MIT GERINGERER MARKTKAPITALISIERUNG

Höhere Renditen aus Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung

Rolf Banz ordnete in jedem Jahr – von 1926 bis einschliesslich 1980 – alle an der NYSE notierten Unternehmen gemäss Marktkapitalisierung, unterteilte sie in Fünftel und errechnete marktkapitalisierungsgewichtet die jährliche Anlagerendite jedes Fünftels. Die Ergebnisse sind nachstehend in Tabelle 32 aufgeführt.

Tabelle 32: Jahresrenditen insgesamt für NYSE-Aktien, unterteilt in Fünftel nach Marktkapitalisierung von 1926 bis 1980

	Fünftel				
	1 (Höchste)	2	3	4	5 (Geringste)
Jahresgesamtrendite	8,9%	10,1%	11,1%	11,7%	12,1%
Wert eines USD, investiert am 31. 12. 1925, Ende 1980	108,67 USD	200,22 USD	333,76 USD	443,69 USD	524,00 USD

Marc Reinganum untersuchte in «Portfolio Strategies Based on Market Capitalization» (Portfoliostrategien auf Basis der Marktkapitalisierung), in: ***Journal of Portfolio Management***, Winter 1983, die Anlagerenditen aller von 1963 bis 1980 an NYSE und AMEX notierten Aktien. Die an den beiden Börsen notierten Unternehmen wurden anhand ihrer Marktkapitalisierung angeordnet und zu Beginn eines jeden Jahres von 1963 bis einschliesslich 1980 in Zehntel unterteilt. Tabelle 33 nachstehend zeigt den Mittelwert der durchschnittlichen Jahresrenditen, nicht der Gesamtrenditen, für jede der zehn nach Marktkapitalisierung angeordneten Gruppen sowie den kumulativen Wert eines in jeder der Gruppen investierten USD von 1963 bis einschliesslich 1980; sie enthält auch beschreibende Daten zu jedem Zehntel.

Tabelle 33: Anlagerenditen nach Marktkapitalisierungszehntel für alle an der New York und American Stock Exchange notierten Aktien von 1963 bis 1980

Zehntel	Durchschnittliche Jahresrendite	Kumulativer Wert eines 1963 investierten USD im Jahr 1980	Durchschnittliche Marktkapitalisierung jedes Zehntels (in Millionen)	Aktienkurs Median	Durchschnittlicher Prozentsatz der an AMEX notierten Aktien in jedem Zehntel
1 (Unternehmen mit der geringsten Marktkapitalisierung)	32,8%	46,28 USD	4,6 USD	5,24 USD	92%
2	23,5	19,50	10,8	9,52	77
3	23,0	21,16	19,3	12,89	52
4	20,2	14,95	30,7	16,19	34
5	19,1	12,79	47,2	19,22	21
6	18,3	12,68	74,2	22,59	13
7	15,6	8,82	119,1	26,44	8
8	14,2	7,50	209,7	30,83	5
9	13,0	6,70	434,6	34,43	3
10 (Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung)	9,5	4,12	1102,6	44,92	2

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung im Vereinigten Königreich, in Frankreich, Deutschland und Japan vom Dezember 1974 bis zum Dezember 1989

John R. Chisholm untersuchte in «Quantitative Applications for Research Analysts» (Quantitative Anwendungen für Research-Analysten), in: ***Investing Worldwide II***, Association for Investment Management and Research, 1991, die Beziehung zwischen Marktkapitalisierung und Anlagerendite anhand von Unternehmen im Vereinigten Königreich sowie in Frankreich, Deutschland und Japan. Unternehmen aus diesen Ländern wurden gemäss ihrer Marktkapitalisierung am Jahresende eingeordnet und in fünf zahlenmässig gleiche Gruppen untergliedert (Fünftel). Der Studienzeitraum betrug 15 Jahre, vom 31. Dezember 1974 bis zum 31. Dezember 1989. Es wurde davon ausgegangen, dass die Anlagen in jede Aktie jeweils gleich waren und die Aktien nach einem Jahr verkauft wurden. Die Anlagerendite wurde in USD angegeben. Die nachstehende Tabelle 34 zeigt die Jahresgesamtrenditen für das oberste und unterste Fünftel.

Tabelle 34: Anlagerenditen im Verhältnis zur Marktkapitalisierung im Vereinigten Königreich, in Frankreich, Deutschland und Japan vom Dezember 1974 bis zum Dezember 1989

Gruppe nach Marktkapitalisierung	Vereinigtes Königreich	Frankreich	Deutschland	Japan
Fünftel mit der geringsten Marktkapitalisierung	33,7%	29,5%	21,6%	32,1%
Fünftel mit der grössten Marktkapitalisierung	24,3	21,4	20,2	23,6

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung im Vereinigten Königreich

Mario Levis von der School of Management an der University of Bath und John Moxon untersuchten die Verbindung zwischen Marktkapitalisierung und Anlagerendite im Vereinigten Königreich für den Zeitraum von 1956 bis einschliesslich 1987. Jedes Jahr wurden sämtliche an der London Stock Exchange notierten Unternehmen anhand ihrer Marktkapitalisierung neu angeordnet und in Zehntel untergliedert. Die durchschnittlichen jährlichen Anlagerenditen sind aus Tabelle 35 zu ersehen.

Tabelle 35: Anlagerenditen nach Marktkapitalisierungszehntel für alle an der London Stock Exchange notierten Aktien von 1956 bis 1987

Zehntel	Durchschnittl. Jahres-rendite	Höchste Markt-kapitalisierung eines Unternehmens in jeder Gruppe (in Mio. GBP)
1 (Unternehmen mit der geringsten Marktkapitalisierung)	21,58%	3,8 GBP
2	17,75	7,1
3	16,97	11,1
4	15,62	16,9
5	14,71	25,8
6	13,69	42,6
7	13,07	67,1
8	13,19	136,9
9	13,31	370,5
10 (Unternehmen mit der grössten Marktkapitalisierung)	11,40	13.282,5

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung in Kanada

Angel Berges von der Universidad de Madrid und John J. McConnell sowie Gary G. Schlarbaum von der Purdue University untersuchten in «The Turn-of-the-Year in Canada» (Die Jahreswende in Kanada), in: ***Journal of Finance***, März 1984, die Beziehung zwischen Marktkapitalisierung und Anlagerendite in Kanada. Über den Zeitraum von 1951 bis einschliesslich 1980 wurden 391 Unternehmen an der Toronto Stock Exchange bzw. der Montreal Stock Exchange jedes Jahr anhand ihrer Marktkapitalisierung angeordnet und in fünf gleich grosse Gruppen (Fünftel) sortiert, wie in nachfolgender Tabelle 36 ersichtlich.

Tabelle 36: Anlagerenditen nach Marktkapitalisierungsfünftel für kanadische Aktien von 1951 bis 1980

	Jahresrendite		Durchschnittl. Marktwert (Millionen in CAD)	
Fünftel	1951 bis 1972	1973 bis 1980	1951 bis 1972	1973 bis 1980
1 (Unternehmen mit der geringsten Marktkapitalisierung)	24,24%	20,04%	4,9 CAD	9,8 CAD
2	17,76	19,92	17,2	60,2
3	13,68	16,92	37,8	60,2
4	11,88	16,68	86,0	141,7
5 (Unternehmen mit der grössten Marktkapitalisierung)	10,80	14,76	365,1	672,3

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung in Australien

In «Stock Return Seasonalities and the Tax-Loss Selling Hypothesis» (Konjunkturabhängigkeit bei der Aktienrendite und Hypothese des Verkaufs unter Angabe eines steuerlichen Verlusts), in: ***Journal of Financial Economics***, 1983, untersuchten Philip Brown, University of Western Australia, Donald B. Klein, University of Pennsylvania, Allan W. Kleidon, Stanford University, und Terry A. Marsh, Massachusetts Institute of Technology, die Beziehung zwischen Marktkapitalisierung und Anlagerendite für australische Aktien. Jedes Jahr wurden die Aktien der in Australien ansässigen Unternehmen aus den Sektoren Industrie, Bergbau und Öl anhand ihrer Marktkapitalisierung neu angeordnet und in Zehntel unterteilt. Der Studienzeitraum dauerte von 1958 bis einschliesslich 1981. Tabelle 37 stellt die durchschnittlichen Jahresrenditen für jede nach Marktkapitalisierung angeordnete Gruppe von Aktien vor.

Tabelle 37: Anlagerenditen nach Marktkapitalisierungszehntel für australische Aktien von 1958 bis 1981

Zehntel	Jahres-rendite
1 (Unternehmen mit der geringsten Marktkapitalisierung)	81,05%
2	26,77
3	20,92
4	15,82
5	17,71
6	15,20
7	13,80
8	14,65
9	14,17
10 (Unternehmen mit der grössten Marktkapitalisierung)	12,88
Index	12,28

Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung in Japan

T. Nakamura und N. Terada untersuchten in «The Size Effect and Seasonality in Japanese Stock Returns» (Der Grösseneffekt und die Konjunkturabhängigkeit japanischer Aktienrenditen), Nomura Research Institute, 1984, die Beziehung zwischen Marktkapitalisierung und Anlagerendite. Japanische Aktien wurden nach Marktkapitalisierung angeordnet und in Fünftel unterteilt. Der Studienzeitraum dauerte von 1966 bis einschliesslich1983. Tabelle 38 zeigt die Ergebnisse.

Tabelle 38: Anlagerenditen nach Marktkapitalisierungsfünftel für japanische Aktien von 1966 bis 1983

Fünftel	Jahresrendite
1 (Unternehmen mit der geringsten Marktkapitalisierung)	24,36%
2	18,00
3	16,56
4	14,04
5 (Unternehmen mit der grössten Marktkapitalisierung)	13,68

ZUSAMMENHÄNGENDE ANLAGEEIGENSCHAFTEN

Donald Keim, Professor der Finanzwirtschaft an der Wharton School, University of Pennsylvania, untersuchte in einem Artikel in ***Stock Market Anomalies*** (Aktienmarktanomalien), hrsg. von Elroy Dimson, Cambridge: Cambridge University Press, 1988, die innere Abhängigkeit von KBV, Marktkapitalisierung, KGV und durchschnittlichem Aktienkurs für alle an der NYSE notierten Unternehmen von 1964 bis einschliesslich 1982. Ab dem 31. März 1964 bis zum 31. März 1982 wurden an jedem 31. März die an der NYSE notierten Unternehmen nach ihrem Aktienkurs im Verhältnis zum Buchwert angeordnet und in Zehntel unterteilt. Für jede der zehn gleich grossen Gruppen von Unternehmen wurden das durchschnittliche KBV, die durchschnittliche Marktkapitalisierung, das durchschnittliche KGV und der durchschnittliche Kurs je Aktie errechnet. Tabelle 39 zeigt diese Daten.

Tabelle 39: Durchschnittswerte von KBV, KGV und Aktienkurs für zehn gleich grosse Gruppen von an der New York Stock Exchange notierten Unternehmen, erstellt auf Basis eines steigenden KBV, von 1964 bis 1982

KBV-Gruppe	Durchschnittliches KBV	Durchschnittliches KGV	Marktkapitalisierung (in Millionen)	Durchschnittlicher Aktienkurs
1 (Niedrigstes)	0,52	16,7	217,1 USD	20,09 USD
2	0,83	9,1	402,5	22,97
3	1,00	9,1	498,6	25,08
4	1,14	9,1	604,7	27,79
5	1,29	10,0	680,2	28,97
6	1,47	10,0	695,6	31,55
7	1,71	11,1	888,9	36,07
8	2,07	11,1	872,6	37,84
9	2,80	14,3	1099,2	44,80
10 (Höchstes)	7,01	20,0	1964,3	60,09

Wie aus Tabelle 39 ersichtlich, war ein niedrigeres KBV jeweils mit einem niedrigeren KGV, einer geringeren Marktkapitalisierung und einem niedrigeren Aktienkurs verbunden.

Donald Keim untersuchte in «Earnings Yield and Size Effects. Unconditional and Conditional Estimates» (Gewinnrendite und Grösseneffekte. Unbedingte und bedingte Schätzungen) das KGV und die Marktkapitalisierung für den Zeitraum vom 31. März 1951 bis zum 31. Dezember 1986 für sämtliche an der New York and American Stock Exchange notierten Unternehmen mit einem Geschäftsjahr zum 31. Dezember, darunter auch sämtliche Unternehmen, die während des Zeitraums verkauft, verschmolzen oder für insolvent erklärt wurden. An jedem 31. März wurden die Aktien der entsprechend herausgesuchten Unternehmen nach KGV angeordnet und in Zehntel unterteilt. Tabelle 40 zeigt die jährliche Anlagerendite, das durchschnittliche KGV und die durchschnittliche Marktkapitalisierung für jede der zehn Gruppen.

Tabelle 40: Anlagerenditen und Eigenschaften für zehn KGV-Gruppen aus an NYSE und AMEX gehandelten Aktien, März 1951 bis Dezember 1986

KGV-Gruppen	Jährliche Anlage-rendite	Durchschnittl. Kurs-Gewinn-Verhältnis	Durchschnittl. Marktkapitalisierung (in Millionen)
1 (Niedrigste)	19,08%	5,6	365,6 USD
2	19,08	7,6	428,0
3	18,00	8,6	557,0
4	16,32	9,6	474,5
5	14,04	10,6	582,0
6	13,68	11,7	705,4
7	12,60	13,1	679,7
8	13,20	15,2	669,6
9	13,32	18,8	792,2
10 (Höchste)	14,28	31,5	874,8

Wie Tabelle 40 zeigt, war in diesem Zeitraum von 35 Jahren und neun Monaten ein niedrigeres KGV mit einer geringeren Marktkapitalisierung verbunden.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die meisten Studien, die das Verhältnis von Anlagerendite und Anlageeigenschaften wie KBV, KGV, KCV, Dividendenrendite, Marktkapitalisierung, Insiderkäufe und Rückkauf eigener Aktien in Unternehmen untersuchten, verglichen jeweils nur *eine* Anlageeigenschaft mit der sich ergebenden Rendite. Gelegentlich wurden zwei Anlageeigenschaften, zum Beispiel KBV und Marktkapitalisierung oder KGV und Marktkapitalisierung, zur Rendite in Bezug gesetzt.

In mehr als einer Studie haben wir festgestellt, dass auf eine Anlageeigenschaft hin ausgewählte Anlagen auch mehrere der anderen besassen, was sich mit der Anlageerfahrung von Tweedy, Browne deckt. Unternehmen, deren Aktien im Verhältnis zu Nettoumlaufvermögen, Buchwert und/oder Gewinn zu niedrigen Kursen gehandelt wurden, besassen häufig viele der anderen Eigenschaften, die mit Überschussrenditen assoziiert werden. Aktuelle Gewinne gingen im Verhältnis zu Vergangenheitswerten häufig zurück, insbesondere bei Unternehmen, deren Gesamtpreis an der Börse unter ihrem Buchwert lag. Der Aktienkurs war häufig niedrig im Verhältnis zum Cashflow, und die Dividendenrendite war oft hoch. Nicht selten war der Aktienkurs erheblich gegenüber seinen Vergangenheitswerten abgefallen. Die Marktkapitalisierung des Unternehmens konnte relativ gering sein. Vorstands- und Verwaltungsrats- bzw. Aufsichtsratsmitglieder stockten oft ihren Bestand an Aktien des Unternehmens auf. Häufig kaufte das Unternehmen selbst seine eigenen Aktien an der Börse zurück. Darüber hinaus wurden diese Unternehmen an der Börse häufig mit einem Abschlag auf die realistischen Schätzungen des Werts gehandelt, den Aktionäre bei einem Verkauf bzw. bei der Liquidation des Gesamtunternehmens erhalten würden. Jede Eigenschaft ähnelte in gewisser Weise einem Mosaiksteinchen. Wenn mehrere Steinchen zusammengelegt wurden, entstand ein klar erkennbares Bild – das eines unterbewerteten Unternehmens.

In allen obigen Studien besteht ein Zusammenhang zwischen dem Anlagekriterium und der Überschussrendite. In den meisten Studien bestehen die vorgelegten Renditedaten aus einer einzigen Zahl – der durchschnittlichen Jahresrendite in Prozent, die das Anlageergebnis über einen sehr langen Studienzeitraum zusammenfasst (54 Jahre im Falle der Studie von Rolf Banz über Aktien von Unternehmen mit geringer Kapitalisierung). Diese überblicksartig funktionierende Zahl – die durchschnittliche Jahresrendite – umfasst und wird mathematisch bestimmt durch die einzelnen Anlagerenditen der kleineren Zeiträume, die die Gesamtdauer der einzelnen Studien ausmachen. Mit einer Ausnahme präsentieren die Studien keine Daten oder ziehen Schlüsse zum Muster, zur Reihenfolge oder zur Einheitlichkeit der Anlagerenditen über die kürzeren Zeiträume, in die der gesamte Studienzeitraum unterteilt ist. Fragen wie die, ob die Überschussrendite in 50 % der Zeit oder 30 % der Zeit entstand oder in einem «Lauf» von sieben fetten Jahren mit überdurchschnittlich guten Renditen, gefolgt von sieben mageren Jahren mit überdurchschnittlich schlechten, oder ob die Überschussrendite in erster Linie in einem Hausse- oder Baisseklima entstand, wird nur in einer Studie angesprochen, in «Contrarian Investment. Extrapolation and Risk» (Contrarian Investment. Hochrechnung und Risiko) der Wissenschaftler Lakonishok, Vishny und Shleifer. Ihre Studie zeigte im Zeitraum von 1968 bis 1990 für Aktien mit niedrigem KBV und KCV recht einheitliche Ergebnisse bei einer Haltedauer von einem Jahr und zunehmend einheitliche Ergebnisse bei einer Haltedauer von drei und fünf Jahren, da mit der Vergrösserung des Zeitfaktors sozusagen ein im Verhältnis zur Zeit immer grösserer Leistungsvorteil entstand. Dieser Leistungsvorteil ergab sich aus einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung in den Monaten, in denen die Börse einen Kursrückgang erlebte, was in 43 % des Zeitraums von 22 Jahren der Fall war, und in den Monaten, in denen die Wertpapierbörse in Prozent ihren höchsten Vorteil genoss, was in 10 % des Zeitraums auftrat.

Tweedy, Browne hat im Gegensatz zu einigen Vertretern der Effizienzmarkttheorie die Erfahrung gemacht, dass es möglich ist, in Aktiengesellschaften bei einem Kursstand zu investieren, der erheblich unter dem Basiswert je Aktie des Vermögens bzw. Betriebs des Unternehmens liegt. Zwei sehr einfache Beispiele für die Unterbewertung sind: ein geschlossener Investmentfonds, dessen Anteilspreis erheblich unter dem Basiswert seines Anlageportfolios liegt, oder ein Unternehmen, dessen Aktien zu einem Kurs gehandelt werden, der nach dem Abzug aller Verbindlichkeiten einen Abschlag auf den Unternehmenswert darstellt. Diese Arten leicht verständlicher «Schnäppchen» findet man an der Börse immer wieder vor. Man kann jedoch nicht mit Sicherheit sagen, dass eine Anlage in einem eindeutigen Schnäppchen eine überschüssige Anlagerendite erbringt, und es ist nicht möglich, das Muster, die Reihenfolge oder die Einheitlichkeit der Anlagerendite einer bestimmten Anlagegelegenheit vorherzusagen. Man kann nur mit Sicherheit darauf hinweisen, dass viele Studien wiederholt zeigen, dass Anlagen in zahlreichen Gruppen von Schnäppchen-Wertpapieren über viele Jahre hinweg gesehen *tatsächlich* Überschussrenditen erbracht haben.

Die Geschäftsführer von Tweedy, Browne waren immer schon fasziniert von Studien über die Beziehung von Wertpapieren mit einer gemeinsamen Eigenschaft bzw. einer Kombination gemeinsamer Eigenschaften zu deren Anlagerendite. Im Gegensatz zur Naturwissenschaft, wo zwei Teile Wasserstoff und ein Teil Sauerstoff immer Wasser ergeben, existiert nach Ansicht der Geschäftsführer keine Anlageformel, mit der man ***immer*** über jeden Zeitraum hinweg aussergewöhnliche Renditen erzielen kann. Anlagerenditen und wahrscheinlich auch die günstige oder ungünstige Wahrnehmung von Fortschritt bei den Anlegern haben teilweise stark geschwankt über Zeiträume, die für den einzelnen Menschen durchaus lang sind, aber wohl auch wieder zu kurz, um statistisch gültige Schlüsse zu ermöglichen. Die vorliegende Broschüre jedoch zeigt, dass es ***über sehr lange Zeiträume*** hinweg sehr wohl sich wiederholende und häufig miteinander verbundene Muster für den Anlageerfolg gibt, und wir sind der Meinung, dass die Kenntnis dieser Muster Perspektiven eröffnen und gelegentlich Geduld und Ausdauer das Wort reden kann.

Tweedy, Browne ist der Auffassung, dass viele der Anlagen, die in Zukunft über lange Studienzeiträume aussergewöhnliche Renditen erbringen werden, wahrscheinlich mindestens eine der Anlageeigenschaften besitzen, die auch früher schon mit aussergewöhnlichen Renditen verbunden waren. Tweedy, Browne wird sich weiterhin nach besten Kräften bemühen, die Portfolios seiner Kunden und die eigenen Portfolios der Geschäftsführer «gut gefüllt» mit Anlagen zu halten, die sich durch diese Eigenschaften auszeichnen.

Tweedy, Browne Company, LLC
One Station Place
Stamford, CT 06902