

Qualität ist der Schlüssel zum Erfolg

Aktien, die gewisse Qualitätskriterien erfüllen, besitzen ein höheres Renditepotenzial

In den vergangenen 20 Jahren hat sich die Finanzwelt massgeblich verändert. Vor allem die Aktienmarktbaissen der Jahre 2001 bis 2003 und 2007 bis 2009 haben das Risikobewusstsein der Anleger geschärft. Noch heute sind die Konsequenzen der letzten Finanzmarktkrise spürbar. Vor allem die Eurokrise, die Verschuldung in den USA sowie Probleme in Japan sorgen immer wieder für Aufregung und hohe Kurschwankungen. In diesem Umfeld ist eine sorgfältige Bewirtschaftung der Anlagerisiken umso wichtiger. Neue Trends, die sich unter dem Deckmantel der „Smart Beta“ Strategien tummeln, sind in aller Herren Munde. Dabei lohnt es sich, auch das Altbewährte nicht aus den Augen zu verlieren.

Qualität als eigenständiges Kriterium für die Bewirtschaftung von Aktienportfolios

Bei der Auswahl von Aktien sollten Sie auf drei Kriterien achten: Bewertung, Qualität und Volatilität. Diese Kriterien können als eigenständige Risikoquellen angesehen werden. Mit der Überprüfung der Bewertung vermeiden Sie den Kauf von überteuerten Aktien. Erfahrungsgemäss bergen diese ein deutlich höheres Verlustpotenzial in sich. Gleiches trifft für die Qualitätsbemessung zu. Bis vor wenigen Jahren wurde die Qualitätsanalyse als integraler Bestandteil der Bewertungsrechnung verstanden. Sie galt als zentraler Ausgangspunkt für die Schätzung des fairen Wertes einer Aktie. Der faire Wert einer Aktie wurde dem aktuellen Marktkurs gegenübergestellt und eine Über-/Unterbewertung oder ein angemessener Preis konstatiert. Empirische Studien der jüngeren Zeit deuten allerdings darauf hin, dass die Qualität eines Unternehmens ein immer wichtigerer Erfolgsfaktor im Aktienmanagement ist, unabhängig der Bewertung.

Unsere Definition von Qualität

In unserem heutigen Beitrag wollen wir das Anlagekriterium „Qualität“ näher in Augenschein nehmen. Die Qualität eines Unternehmens wird in der Fachliteratur meist durch eine hohe und stabile Profitabilität definiert. Hinzu kommen Eigenschaften wie eine geringe Fremdfinanzierung und eine hohe betriebliche Effizienz.

In unserer Analyse verwenden wir neben konventionellen Messzahlen für die Profitabilität den Kriterienkatalog von Joseph Piotroski. Joseph Piotroski ist Professor für Rechnungswesen und Finanzwissenschaft an der renommierten Stanford Universität (USA). In seinem Kriterienkatalog nennt er 9 einfache Kriterien aus den Bereichen Profitabilität, Finanzierung und Liquidität sowie betriebliche Effizienz. Erfüllt ein Unternehmen ein Kriterium, erhält es einen Punkt. Erfüllt es gar alle 9 Kriterien, erhält es die Bestnote

von 9 Punkten. Eines dieser neun Kriterien ist die Bruttomarge eines Unternehmens. Steigt die Bruttomarge im Vergleich zum Vorjahr, erhält das Unternehmen 1 Punkt. Sinkt sie hingegen, 0 Punkte.

Wir identifizieren in diesem Sinne eine Aktie als qualitativ hochwertig, wenn ein Unternehmen mit hoher Rentabilität mindestens 7 Punkte erreicht.

Qualitätstitel haben die Nase vorn, sowohl im globalen als auch im Schweizer Aktienmarkt

Wir haben zwei Aktienuniversen dem Qualitätsfilter von Prof. Piotroski unterzogen: Die im MSCI World erfassten Titel der globalen Aktienmärkte sowie die im Swiss Performance Index (SPI) erfassten Schweizer Aktien. In unserem Screening ordnen wir die einzelnen Aktien zunächst nach ihrer Qualität und bilden anschliessend 4 gleich grosse Gruppen, sogenannte Quartile (Q1 bis Q4). Innerhalb dieser Gruppen gewichten wir alle Aktien gleich. In der nachfolgenden Grafik ist die Performance der vier Quartilportfolios für das MSCI-World-Universum zu sehen. Dabei bezeichnet Q1 das Portfolio mit der höchsten Qualität, Q4 jenes mit der schlechtesten.

Offensichtlich schneiden hochwertige Aktien wesentlich besser ab als Aktien mit tiefer Qualitätsnote. Im Betrachtungszeitraum erzielten globale Aktien des ersten Quartils eine annualisierte Rendite von 12.6%, bei einem Risiko von 17.3% (Volatilität). Das Portfolio mit niedrigerer Qualität (Q4) hingegen erwirtschaftete eine Rendite von 6.8% p. a. bei nahezu identischem Risiko. Im Q1 Portfolio für den globalen Aktienmarkt sind prominente Einzeltitel wie Boeing, Louis Vuitton (LVMH) und Novo Nordisk enthalten. Auch Technologieunternehmen der New Economy, wie Facebook, finden sich im Q1 Portfolio der jüngeren Zeit.

Ein vergleichbares Ergebnis zeigt die Analyse des Schweizer Aktienmarktes. Seit Dezember 1999 erzielten qualitativ hochwertige Aktien (Q1 Portfolio) eine annualisierte Rendite von 10.5%, gegenüber 4.7% des Q4 Portfolios (bei vergleichbar hoher Volatilität). Das Portfolio der qualitativ besten Schweizer Aktien beinhaltet Unternehmen wie Roche, Sika und Kühne & Nagel.

Aus Sicht der Verfechter der Theorie effizienter Finanzmärkte ist dieses Ergebnis erstaunlich. Ihrer Denkweise zufolge müssten die Anleger – gemäss dem Motto „Qualität hat ihren Preis“ – qualitativ hochstehende Aktien eigentlich derart hoch bewerten, dass ein Performancevorteil gegenüber den anderen Aktien ausgeschlossen ist.

Ein Erklärungsansatz für dieses Phänomen

Der aus unserer Sicht plausibelste Erklärungsansatz für dieses Phänomen ist, dass Qualitätsfirmen in der Beständigkeit ihrer Gewinnmargen häufig unterschätzt werden. Infolgedessen bewerten die Marktteilnehmer ihren Aktienkurs zu tief. Umgekehrt dürften auch die Gewinnprobleme schwächerer Unternehmen unter- und ihr Turnaround-Potenzial überschätzt werden. Eine Ursache für solche Fehleinschätzungen könnte darin liegen, dass Investoren in einem Modell perfekter Konkurrenz denken, in dem hohe Gewinne schnell durch Konkurrenzdruck weg erodieren. In der Realität operieren viele Firmen aber durch Produktdifferenzierung in einem Markt mit unvollkommener Konkurrenz. Daraus können für diese Unternehmen stabile Wettbewerbsvorteile und robuste Gewinnrends resultieren.

Qualität ist gefragt!

Das Risikomanagement von Aktienanlagen von Dreyfus Banquiers stützt sich neben Bewertungsrechnungen und Volatilitätsanalysen auch auf eine eingehende Evaluation der Qualität von Aktien. Welche Qualität haben die Aktien in Ihrem Depot? Fragen Sie Ihre Bank!

Literaturverzeichnis

- 1) Joyce, Chuck und Mayer, Kimball: Profits for the Long Run: Affirming the Case for Quality, GMO White Paper, Juni 2012.
- 2) Ogneva Maria, Accrual Quality, Realized Returns, and Expected Returns: The Importance of Con-trolling for Cash Flow Shocks.
- 3) Piotroski, Joseph D., Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers, Selected Paper 84, The University of Chicago Graduate School of Business, Januar 2002.
- 4) Plyakha, Yuliya, Uppal Raman und Vilkov, Grigory, Why does an Equal-Weighted Portfolio Out-perform Value- and Price-Weighted Portfolios, EDHEC Business School, March 2012.

Grafik 1:

Quelle: Bloomberg

Indexierte Wertentwicklung



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers