

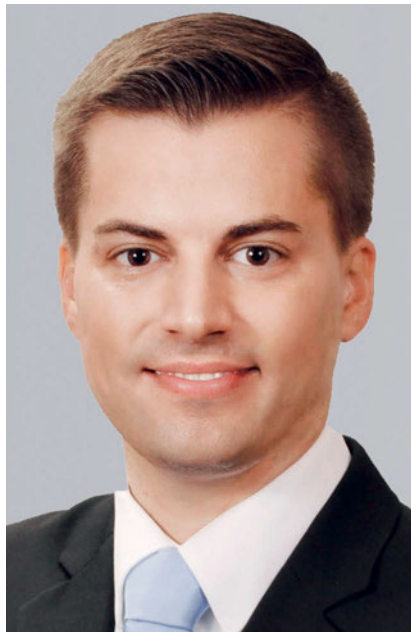
# Qualität ist der Schlüssel zum Erfolg

**Aktien, die gewisse Qualitätskriterien erfüllen, besitzen ein höheres Renditepotenzial.**



*Von Dr. Daniel R. Witschi, CFA  
Chief Investment Officer (CIO)  
Mitglied der Geschäftsleitung  
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

In den vergangenen 20 Jahren hat sich die Finanzwelt nachhaltig 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.



*und Dr. Uwe Heller, CFA  
Investmentstrategie und verantwortlich  
für Forschung und Entwicklung  
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

## **Qualität als eigenständiges Kriterium für die Bewirtschaftung von Aktienportfolios**

Bei der Auswahl von Aktien sollte man auf drei Kriterien achten: Bewertung, Qualität und Volatilität. Diese Kriterien können als eigenständige Risikoquellen angesehen werden. Mit der Überprüfung der Bewertung vermeidet man den Kauf von überbewerteten 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- bzw. 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 Aktien-Management ist, unabhängig von der Bewertung.

## **Unsere Definition von Qualität**

In unserem vorliegenden 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, 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 1 Kriterium, erhält es 1 Punkt. Erfüllt es alle 9 Kriterien, erhält es die Bestnote von 9 Punkten. Eines dieser 9 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 vier gleich grosse Gruppen, sogenannte Quartile (Q1 bis Q4). Innerhalb dieser Gruppen gewichten wir alle Aktien gleich. In der untenstehenden 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 1. Quartils eine annualisierte Rendite von 12,6% bei einem Risiko von 17,3% (Volatilität). Das Portfolio mit der niedrigsten Qualität (Q4) hingegen erwirtschaftete eine Rendite von 6,8% p.a. bei nahezu identischem Risiko. Im Q1-Portfolio für den globalen Aktienmarkt sind prominente Einzeltitle 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 vergleichbarer 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

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.

#### Literaturnachweise

Chuck Joyce and Kimball Mayer: Profits for the Long Run: Affirming the Case for Quality, GMO White Paper, June 2012.

Maria Ogneva: Accrual Quality, Realized Returns and Expected Returns: The Importance of Controlling for Cash Flow Shocks.

Joseph D. Piotroski: 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, January 2002.

Yuliya Plyakha, Raman Uppal and Grigory Vilkov: Why Does an Equal-Weighted Portfolio Outperform Value- and Price-Weighted Portfolios? EDHEC Business School, March 2012.

[daniel.witschi@dreyfusbank.ch](mailto:daniel.witschi@dreyfusbank.ch)

[uwe.heller@dreyfusbank.ch](mailto:uwe.heller@dreyfusbank.ch)

[www.dreyfusbank.ch](http://www.dreyfusbank.ch)

## Qualität zahlte sich in einem globalen Portfolio aus

in CHF; Q1 = höchste Qualität, Q4 = schlechteste Qualität

