

Nur auf die Dividenden zu achten erbringt keine Überrendite

Börsen-Zeitung, 5.11.2016
Im ersten Teil der Serie zum Faktor-Investing wurden einige Grundlagen beleuchtet (vgl. BZ vom 21. Oktober). In diesem Beitrag und den folgenden werden einzelne Faktoren –

FAKTOR-INVESTING

- Quality
- Carry
- Value
- Momentum
- Size
- Low Risk



Serie

also Attribute, die mit einer Überrendite in Zusammenhang gebracht werden – im Mittelpunkt der Betrachtung stehen.

Den Auftakt machen „Carry“ und „Value“ – zwei Faktorprämien, die oft in einem Atemzug genannt werden, da Dividenden-, Gewinn- und Cash-flow-Renditen von vielen Investoren als Maßstab für die Attraktivität von Aktien im Allgemeinen oder einzelnen Unternehmen im Speziellen verwendet werden. „Carry“ steht äquivalent für stabile, direkte und indirekte Rückflüsse in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an die Aktionäre. „Value“ wiederum ist synonym für Aktien, die unter ihrem „fairen“ Wert in Abhängigkeit bekannter Metriken wie Kurs-Gewinn-Verhältnis oder Kurs-Cash-flow-Verhältnis gehandelt werden.

Markt differenziert

Die Verbindung zwischen den einzelnen Faktoren scheint zunächst eng zu sein, weil Cash-flow, Gewinn und Dividende normalerweise in dieser Reihenfolge aufeinander aufbauen. Der Kapitalmarkt jedoch differenziert deutlich zwischen der Entstehungsseite der Mittel (zum Beispiel Cash-flow und Gewinn) und der Verwendungsseite (Dividende, Aktienrückkäufe, Mergers & Acquisitions

usw.). Dies gilt einerseits für den Return, erst recht aber für das Risiko.

Diese Erkenntnis ist im Zusammenhang mit Dividendenstrategien bedeutsam. Im Niedrig- und Negativzinsumfeld erfreuen sich solche auf die Ausschüttung abzielende Strategien seit einiger Zeit zunehmender Beliebtheit. Eins der oft gehörten Argumente dabei lautet, dass Dividenden langfristig 70% der gesamten Aktienrendite erklären. Wie oft am Kapitalmarkt haben solche Vereinfachungen bei genauer Betrachtung ihre Tücken.

Auch mit Blick auf die Dividenden ist dies nicht anders. Eine ausschließliche Orientierung an Dividendenrendite, wie von vielen Anlegern praktiziert, führt aus zwei Gründen auf Dauer zu ziemlich unbefriedigenden Ergebnissen: zum einen, weil Analysen auf Basis bereits gezahlter Dividenden das Risiko außer Acht lassen, dass künftige Zahlungen unsicher sind, weil die dafür notwendigen Mittel nicht erwirtschaftet werden können und damit die Aktienkurse der Unternehmen also vielleicht zu Recht niedrig im Vergleich zur zuletzt gezahlten Dividende sind.

Zum anderen können auch länder- und sektorspezifische Entwicklungen dafür verantwortlich sein, dass Dividendenrenditen attraktiv erscheinen, wie in den letzten Jahren während der Eurokrise oder bei Finanz- und Rohstoffwerten gesehen. Ein einfacher Faktortest für europäische Aktien, bei dem die Performance der jeweils 10% der Aktien mit der höchsten beziehungsweise der niedrigsten Dividendenrendite ihres Sektors verglichen wird, zeigt das recht eindrücklich: die vermeintlich unattraktiveren Aktien zeigen eine bessere Performance.

Selbst unter weitestgehender Berücksichtigung aller sonstigen systematischen Risiken, wie die genannten Länder- und Sektoreinflüsse ist gegenüber dem jeweiligen Benchmark-Index kein nachhaltig besseres Ergebnis zu erzielen, wenn ausschließlich die Dividendenrendite als Maßstab für die relative Attraktivität von Aktien gewählt wird. Einer der Gründe dafür ist, dass gezahlte

Dividenden zu den wenigen Unternehmensdaten gehören, die nicht mehr revidiert werden – im Gegensatz zu fast allen anderen Daten der Bilanz, Gewinn- und Verlust-Rechnung sowie der Kapitalflussrechnung. Wie makroökonomische Daten sind 80% aller Unternehmensdaten nach der Erstveröffentlichung im Zeitablauf noch nachträglichen Veränderungen unterworfen. Doch wo kein Faktorrisiko (jenseits vom allgemeinen Marktrisiko) besteht, sollte man als Investor auch keine Faktorprämie erwarten.

Außer einer Ausschüttung putzen viele Unternehmen auch Aktienrückkäufe als Instrument, um Aktionären Unternehmenserträge zukommen zu lassen. In den Vereinigten Staaten stellen diese rund ein Drittel der Ge-



Ulf Füllgraf

Geschäftsführer
Alpha Centauri
Management,
Hamburg

winnverwendung auf Gesamtmarktebene dar. Aktienrückkäufe in einen Analyseprozess zu integrieren – erst recht in einen vollständig regelbasierten für einen Index – ist aber keine triviale Aufgabe. Einerseits kündigen Unternehmen zwar Rückkaufprogramme an, führen sie aber oft nicht durch, zumindest nicht bis zum Ende.

Andererseits ist das Volumen der Programme relativ schwer zu bestimmen, weil die Zeitspanne für die Durchführung relativ lang sein kann und die Aktienkurse in der Zwischenzeit stark schwanken können. Analytisch gut in den Griff bekommen lässt sich das mit der Anzahl der umlaufenden Aktien.

Last, but not least ist die Stabilität dieser Zuflüsse ein wichtiges Kriterium für die mittel- bis langfristige Prä-

mie, die Investoren für die Übernahme dieses Risiko erzielen. Die Streubreite der Analystenschätzungen sowie interne Wachstumsraten können dabei helfen, die Nachhaltigkeit der Auszahlungen zu untermauern und die attraktiven von den unattraktiven Aktien zu separieren.

Neben der Dividende per se erscheint also eine Berücksichtigung von Rückkäufen bei zuflussorientierten Faktoren im Sinne eines „Shareholder Yield“ sinnvoller als eine Fokussierung ausschließlich auf Dividende. Als Begründung für die Entstehung von „Carry“-Prämien werden in der Literatur die Unsicherheit zukünftiger Zuflüsse, Revisionen von Analysten und die verzögerte Reaktion von Investoren auf neue Unternehmensnachrichten angeführt.

Neben Dividendenrendite werden Gewinnrendite (inverses Kurs-Gewinn-Verhältnis) und Cash-flow-Rendite (inverse Kurs-Cash-flow-Verhältnis) oft zur Bewertung von Aktien und zur Bestimmung der relativen Attraktivität herangezogen. An sich sollte man erwarten, dass alle diese „Renditen“, wenn nicht zu gleichen, aber zu ähnlichen Ergebnissen führen. Nicht umsonst dienen alle diese Kennzahlen gern als „Value“-Kriterien.

„Carry“ mit defensivem Profil

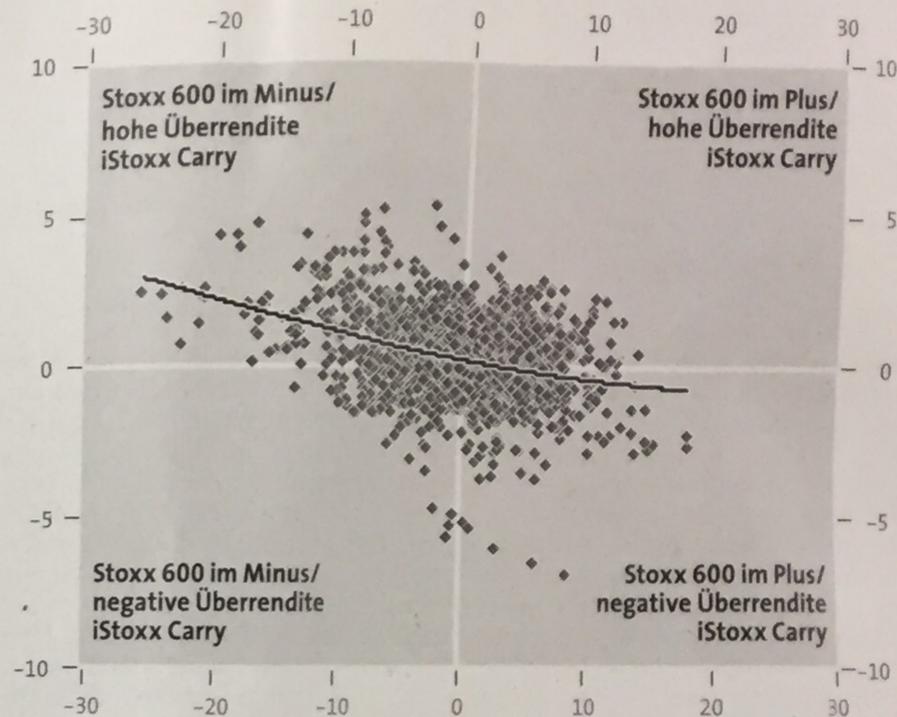
Bei näherer Betrachtung zeigt sich aber, dass der Kapitalmarkt zwischen der Entstehung – operativer Cash-flow oder Gewinn – und der Verwendung im Sinne von letztendlichen Zuflüssen an den Aktionär einen deutlichen Unterschied zu machen scheint.

Ein Blick auf die Auszahlungsprofile der Überschussrenditen – wenn also die Positionen aufgelöst werden – der jeweiligen Faktorprämien zeigt, dass „Carry“ ein eher defensives Profil hat, während „Value“ eher einer Kaufoption (Long Call) gleicht. Der Grund dafür liegt wahrscheinlich darin, dass Gewinn und Cash-flow ein höheres Risiko beinhalten als Ausschüttungen.

In der Praxis zeigt sich das auch, weil Unternehmen während Gewinn-

„Carry“ zeigt mit Anleihen vergleichbares Profil

Je schlechter sich der allgemeine Markt entwickelt, gemessen am Stoxx 600, desto höher ist die Überrendite von Aktien, die stabile, direkte und indirekte Rückflüsse an den Aktionär in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen liefern.



© Börsen-Zeitung

Quelle: Alpha Centauri

rezessionen versuchen, die Dividenden zu stabil zu halten, womit die Ausschüttungsquote in diesen Phasen deutlich ansteigt. Darüber hinaus sind die Überschussrenditen der beiden Faktoren, zumindest bei den neuen iStoxx Europe Indices, über die längere Frist nahezu unkorreliert – ein Indiz dafür, dass sich die fundamental begründbaren Unterschiede auch in den Profilen der Indizes wiederfinden.

In der empirischen Kapitalmarktforschung wird seit langem die Frage erörtert, ob „Value“ eine Prämie für „Distress“ darstellt, also für eine wirtschaftliche Schieflage. Befürworter und Gegner halten sich mit Argumenten und Analysen bis heute in etwa die Waage. Möglicherweise liegt dies auch daran, dass Standard-Datensets ohne Revisionshistorien benutzt werden – ein Problem der meisten Veröffentlichungen.

Der zweite Punkt ist, dass die linearen Zusammenhänge des Kapital-

gutpreismodells (CAPM) unterstellt und dessen analytische Werkzeuge (Beta und Alpha) zum Beweis genutzt werden. Das Auszahlungsprofil – oder der Zusammenhang mit dem Markt als solchem – ist aber ökonomisch begründbar asymmetrisch.

Der dritte Aspekt ist, dass lediglich die typischen vier Fama-, French- und Carhart-Faktoren (Markt, Value, Size, Momentum) als systematische Risiken berücksichtigt werden, der Markt aber noch weitere aufweist. Neben diesem fundamentalen Hintergrund finden sich in der Literatur auch verhaltenswissenschaftliche (Überreaktion) und institutionelle (unter anderem Forced Selling, Window Dressing und Indexmigration) Gründe für die Value-Prämie.

Dieser Artikel ist Teil einer Gastbeitragsreihe der Börsen-Zeitung, in der Experten Themen rund um Faktor-Investing und Risikoprämien kommentieren.