



DIE GRUNDGESETZE DES AKTIENMARKTES

MARCO KOTT

Gibt es zeitlos geltende Gesetzmässigkeiten am Aktienmarkt, die unabhängig von Anlegerpräferenzen und Wirtschaftszyklen funktionieren? Ein Schweizer Asset Manager zeigt, wie sich universelle Marktprinzipien erfolgreich nutzen lassen, um mit aktiv verwalteten Publikumsfonds einen überzeugenden Mehrwert zu erzielen.

Grundgesetze des Aktienmarktes sind logisch zwingende Gesetzmässigkeiten, die unabhängig vom Marktumfeld Bestand haben. Unter vielen professionellen Anlegern hält sich beispielsweise hartnäckig die Überzeugung aus dem ursprünglichen 3-Faktor-Modell von Fama/French, dass Nebenwerte (Small Caps) und güns-

tig bewertete Aktien (Value) langfristig eine höhere Rendite erzielen als Hauptwerte (Large Caps) und Wachstumstitel (Growth).

Die gegenläufige Wertentwicklung der jüngeren Vergangenheit lässt daran jedoch berechnete Zweifel aufkommen. Die Suche nach zeitlos gültigen Grundgesetzen des Aktienmarktes liefert eine einleuchtende Erklärung.

Aktienkurse folgen langfristig der Wertschöpfung

Das Fundamental-Return-Konzept (nachfolgend FR-Konzept) unterteilt den Aktienkurs in eine fundamentale Ertragskennzahl (z.B. den Gewinn je Aktie) und einen Be-

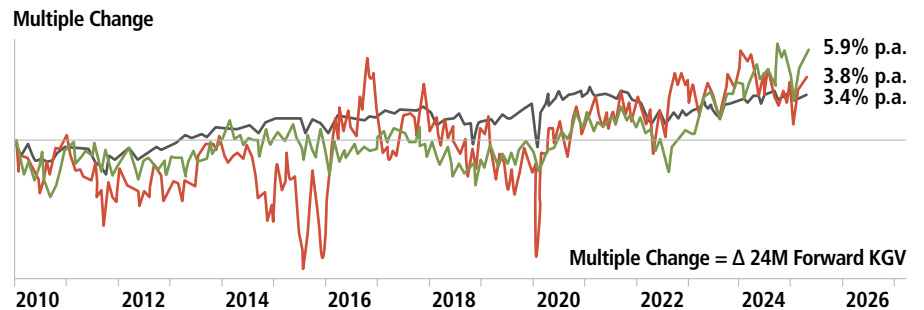
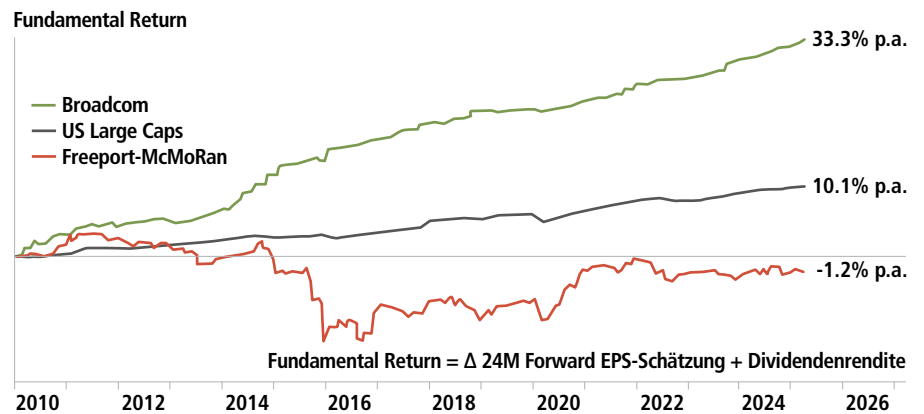
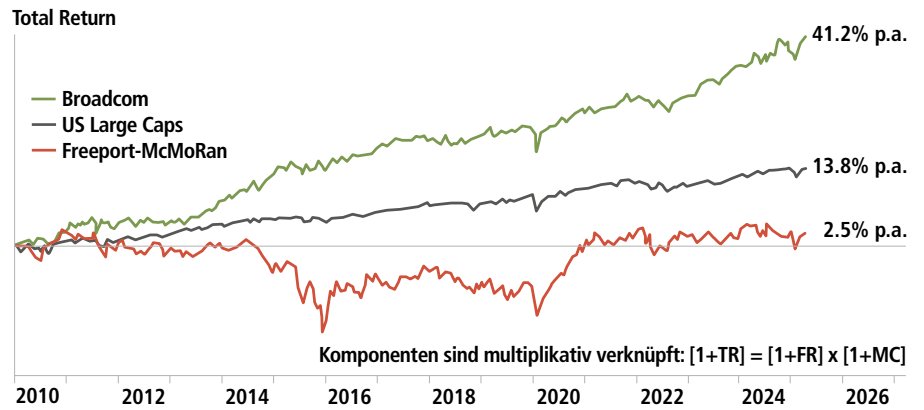
wertungs-Multiplikator (z.B. das Kurs/Gewinn-Verhältnis)¹. Zusammen mit den Dividendenausschüttungen ergibt sich daraus die Gesamrendite einer Aktie (Total Return), die sich in zwei fundamentale Komponenten (Veränderung der Ertragskennzahl und Dividendenrendite) sowie eine von den Marktteilnehmern bestimmte Komponente (Veränderung des Bewertungs-Multiplikators) zerlegen lässt. Da sich der Bewertungs-Multiplikator langfristig in einer Seitwärts-Ränge bewegt, nimmt seine Bedeutung im Zeitverlauf ab, während der Total Return gegen die fundamentalen Komponenten konvergiert. Diese werden auch als fundamentale Rendite (Fundamental Return) oder Wertschöpfung (Value Creation) bezeichnet.

Das FR-Konzept interpretiert den Bewertungsmultiplikator als Preis für die zukünftige Wertschöpfung. Insofern ist es einleuchtend, dass die Bedeutung dieses Preises nach einem unendlichen Zeithorizont bei Null liegt und nur noch die realisierte Wertschöpfung relevant ist. Das entspricht den mathematisch abgeleiteten Gesetzmässigkeiten, die als **langfristiges Grundgesetz des Aktienmarktes** bezeichnet werden können: Der Total Return konvergiert mit steigendem Zeithorizont gegen den Fundamental Return, die annualisierte Veränderung des Bewertungs-Multiplikators gegen Null.

Alternativ kann eine Aktie auch als Anleihe mit unendlicher Restlaufzeit und Verzinsung in Höhe des Fundamental Returns interpretiert werden. Während sich die Rendite einer Aktie kurzfristig fast ausschliesslich aus der Veränderung des Bewertungs-Multiplikators ergibt (sehr hohes Durationsrisiko aufgrund unendlicher Restlaufzeit), dominiert längerfristig der Fundamental Return aufgrund seines Compounding-Effekts, dessen exponentielles Wachstum vom menschlichen Gehirn oft massiv unterschätzt und daher auch gerne als «achtes Weltwunder» bezeichnet wird (als Zitat meist Albert Einstein zugeschrieben). Während Value-Investoren mit dem Problem konfrontiert sind, dass eine Unterbewertung einen dauerhaften Gleichgewichtszustand darstellen kann, ist eine langfristige Entkopplung zwischen Total Return und Fundamental Return ausgeschlossen, da der Fundamental Return exponentiell wächst.

Die zentrale Schlussfolgerung des FR-Konzepts für die Aktienselektion lautet daher: Der Fundamental Return ist für den langfristigen Anlageerfolg bedeutender als der Preis, den man für ein Unternehmen zahlt. Oder in Warren Buffett's Worten: «It's far better to buy a wonderful company at a fair price, than a fair company at a wonderful price». Die Unternehmensqualität und damit verbunden die Fähigkeit, attraktive fundamentale Renditen über lange Zeiträume zu «compounden», ist folglich wichtiger als der Preis zum Kaufzeitpunkt. Im Zentrum

Total-Return-Zerlegung für Broadcom, US Large Caps und Freeport-McMoRan
(Indexiert seit 01.01.2010)



der Unternehmensanalyse stehen gemäss FR-Konzept somit die Faktoren, die ursächlich dafür sind, dass manche Unternehmen dauerhaft höhere fundamentale Renditen erwirtschaften können als andere.

Die Abbildung oben veranschaulicht den langfristigen Erklärungsgehalt des Fundamental Return für den Total Return - am Beispiel von Broadcom, US Large Caps und Freeport-McMoRan. Bei der jahrzehnte-

langen Outperformance von Value-Aktien handelte es sich nicht um eine zeitlos geltende Gesetzmässigkeit mit zwingender Logik, sondern um ein temporäres Kapitalmarkt-Phänomen, zurückzuführen auf eine ähnliche Wertschöpfung von Growth- und Value-Aktien, aber einem geringeren Preis für diese Wertschöpfung bei Value-Titeln. In anderen Worten: Marktteilnehmer zahlten eine ungerechtfertigte Prämie für Growth-Titel, die sich nicht in einer

höheren Wertschöpfung reflektierte. Dies hat sich durch hochkapitalisierte Technologie-Aktien grundlegend geändert: Diese Unternehmen liefern nachhaltig eine deutlich höhere Wertschöpfung und haben das Kapitalmarkt-Phänomen der Value-Outperformance damit beendet.

Aktien mit ähnlichen Eigenschaften verhalten sich kurzfristig ähnlich

Gemäss der Logik des FR-Konzepts kann durch Titelselektion langfristig ein Mehrwert generiert werden, indem ein aktiv zusammengestelltes Aktien-Portfolio im Aggregat höhere fundamentale Renditen erwirtschaftet als ein passives Vergleichs-Portfolio. Allerdings kann eine zwischenzeitliche Kontraktion des Bewertungs-Multiplikators zu langen, schmerzhaften Verlustphasen führen, bis sich der Fundamental Return durchgesetzt hat.

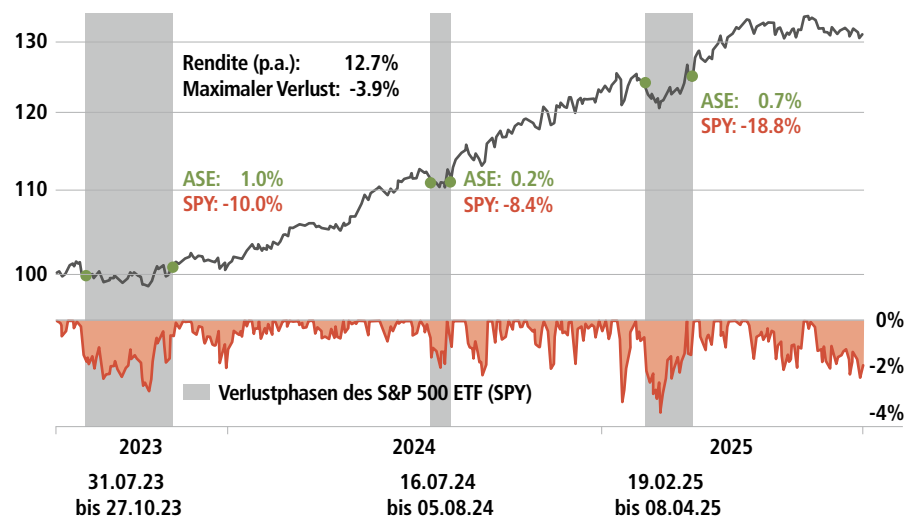
Während Kontraktionsphasen des Bewertungs-Multiplikators kaum zuverlässig vorhergesagt werden können (Market Timing), lassen sich für jede einzelne Aktie drei Gründe finden, warum das Multiple fällt: Der Gesamtmarkt fällt (Marktrisiko), Aktien mit ähnlichen Eigenschaften fallen (Faktorriskien) oder es liegen unternehmensspezifische Gründe vor (idiosynkratisches Risiko). Da unternehmensspezifische Risiken per Definition unkorreliert sind, können sie durch eine breite und ausgewogene Diversifikation wirkungsvoll reduziert werden, wodurch auf Portfolio-Ebene lediglich Markt- und Faktorriskien verbleiben.



Marco Kott
CEO, Abaris Investment Management AG, Bäch.

Indexierte Wertentwicklung des Abaris Stable Equity Fund (A in USD)

seit Lancierung am 30.06.2023



Diese Erkenntnis kann als **kurzfristiges Grundgesetz des Aktienmarktes** bezeichnet werden: Das kurzfristige Risiko jeder Aktie lässt sich in Marktrisiko, Faktorriskien und idiosynkratisches Risiko unterteilen. Für ein angemessen diversifiziertes Portfolio resultiert der Grossteil des kurzfristigen Risikos aus Markt- und Faktorriskien.

Umsetzung als Anlagestrategie

Durch die Berücksichtigung von Faktorriskien bei der Titelselektion und die Aufnahme von derivativen Absicherungspositionen können Markt- und Faktorriskien (nahezu) vollständig eliminiert werden². Dadurch verbleibt lediglich ein breit diversifiziertes Portfolio aus unkorrelierten idiosynkratischen Risikien, das die fundamentale Outperformance (Excess Fundamental Return) des Aktien-Portfolios relativ zu den Absicherungspositionen (z.B. Indizes auf den Gesamtmarkt oder einzelne Marktsegmente) bei vergleichsweise geringen kurzfristigen Schwankungen extrahiert.

Die Abbildung Seite 25 oben zeigt die Wertentwicklung des Abaris Stable Equity, der als defensiver Aktienfonds mit geringen Markt- und Faktorriskien konzipiert wurde und die beschriebenen Grundgesetze des Aktienmarktes ausnutzt, um eine möglichst stetige

Wertentwicklung zu erreichen und gleichzeitig den Diversifikationsnutzen in traditionellen Vermögensverwaltungs-Portfolios zu maximieren. Der Fonds wurde gemeinsam mit der Liechtensteinischen Landesbank (LLB) am 30. Juni 2023 als täglich handelbarer UCITS aufgelegt.

Aufgrund der positiven Erfahrungen mit LLB als Fondsleitung und Verwahrstelle hat der Fondsiniciator Abaris Investment Management am 19. April 2024 einen weiteren UCITS lanciert, der nach der gleichen Logik investiert, aber offensiver ausgerichtet ist. Der Fonds ist als Kern-Investment innerhalb der strategischen Aktienquote konzipiert und strebt eine möglichst hohe Rendite an – bei einem kontrollierten Risikoprofil, das im Bereich traditioneller Large Cap Equity Investments liegt (z.B. S&P 500 ETF).

¹ Wenn der Gewinn je Aktie ungeeignet ist, um die Wertschöpfung eines Unternehmens zu quantifizieren, wird eine andere fundamentale Grösse gewählt (z.B. Umsatz, EBITDA, etc.). Der Bewertungs-Multiplikator wird dann entsprechend angepasst (EV/Sales, EV/EBITDA, etc.).

² Es verbleibt lediglich ein Schätzfehler zwischen den «ex ante» geschätzten Markt- und Faktor-Sensitivitäten und den tatsächlich eingetretenen Werten. Der Schätzfehler unterscheidet sich je nach Güte des verwendeten Risikomanagement-Systems.