



## Amsterdamer Renditeperlen

Immobilienwerte bilden Spitzentrio

In schwierigen Wirtschafts- und Börsenzeiten wie diesen gewinnt für den Anleger die Dividendenrendite an Bedeutung. Es lohnt sich, die Ausschüttungspolitik und -fähigkeit der Unternehmen genau unter die Lupe zu nehmen. Wer in Aktiengesellschaften engagiert ist, denen es gelingt, auch in einer Abschwungphase Gewinn zu erwirtschaften und Dividende zu zahlen, kommt relativ gut durch die Krise.

An der Börse Amsterdam gibt es verschiedene Dividendenperlen. Im Durchschnitt rentieren die Aktien der im Leitindex AEX enthaltenen 25 Unternehmen auf Basis der aktuellen Ausschüttung 3,2%. Diese Benchmark wird teilweise weit übertroffen. Die höchste Dividendenrendite unter den AEX-Werten werfen die Immobilientitel Wereldhave mit 7,8% ab. Auch historisch betrachtet sind Wereldhave mit einer durchschnittlichen Dividendenrendite in den vergangenen zehn Jahren von 6,8% Spitzenreiter – das geht aus einer Studie der niederländischen Aktionärsvereinigung VEB (Vereniging van Effectenbezitters) hervor.

### Royal Dutch Shell im Wandel

Nummer zwei im Ranking der VEB ist eine weitere Immobiliengesellschaft, nämlich Corio, die vor kurzem in Deutschland zwei grosse Shoppingcenter kaufte (vgl. FuW Nr. 24 vom 27. März). Die Dividendenrendite beträgt derzeit 6,7% (Zehnjahresdurchschnitt: 6,8%). Die französisch-niederländische Immobiliengruppe Unibail-Rodamco rangiert mit einer aktuellen Rendite von 6,5% (4,4) auf Platz drei.

Top ist nach wie vor auch die Dividendenausschüttung des niederländisch-britischen Ölkonzerns Royal Dutch Shell, dessen Titel derzeit 5,9% (3,8) abwerfen. Allerdings wurde unter Federführung des Schweizer CEO Peter Voser die Ausschüttungspolitik grundlegend verändert. Das Unternehmen zahlt die Dividende nun in Dollar, wodurch sie anfällig für Währungskurschwankungen geworden ist.

Ausserdem rückte Voser von der früheren Dividendenpolitik ab, die vorsah, dass die Ausschüttung zumindest im Gleichschritt mit der Inflation in Europa steigt. Verändert hat sich auch das Prozedere für den Dividendenbezug in Aktien: Im Gegensatz zu früher kauft Royal Dutch Shell die dafür benötigten Titel nicht mehr über die Börse, sondern gibt neue aus, was zu einer entsprechenden Gewinnverwässerung führt.

### KPN vorne dabei

Weitere niederländische Dividendenperlen sind die Aktien des Telekomkonzerns KPN, die derzeit 6,5% (3,7) rentieren. Im Mediensektor sind Reed Elsevier mit 4,7% (3,1) und Wolters Kluwer mit 4,4% (3,1) attraktiv. Überdurchschnittlich rentieren auch die Aktien des Feinchemiekonzerns DSM mit aktuell 3,7% (4) und die des maritimen Bagger- und Dienstleistungsunternehmens Boskalis mit 3,8% (4,2) sowie die des Ölplattformbauers SBM Offshore mit 3,8% (3,5).

Unter den kleinen Amsterdamer Werten gehören die Aktien des Fahrradherstellers Accell mit 4,8% (5) zu den Renditeperlen. Wichtig zu wissen ist ferner: Der Elektronikkonzern Philips, dessen Aktien eine unterdurchschnittliche Dividendenrendite von 2,8% (2,1) abwerfen, schüttet die Dividende wahlweise in bar oder in Aktien aus. Wer sich für den Bezug in Aktien entscheidet, profitiert von einer rund 3% höheren Bruttodividende gegenüber der Barausschüttung. **HTZ**, Den Haag

# «Gute Aktien günstig kaufen»

JOEL GREENBLATT Der Value-Investor schlägt den Markt mit Durchhaltevermögen und einem vergleichsweise geringen Risiko

Geduld sei für langfristig orientierte Investoren unerlässlich, erklärt Joel Greenblatt, Gründer und Partner der Investmentgesellschaft Gotham Capital und Autor des Buches «The little Book that beats the Market». Er weilt auf Einladung der Royal Bank of Scotland (RBS) in Zürich. Diese lanciert Indizes und Anlagezertifikate, die auf Greenblatts Investmentkonzept basieren.

□ Herr Greenblatt, jeder Fondsverwalter erklärt, er kaufe Aktien guter Unternehmen zu einem günstigen Kurs. Wieso sollte das gerade Ihnen gelingen?

Die zentralen Auswahlkriterien sind Kapital- und Gewinnrendite. Zu dieser Erkenntnis haben mich Praxis und Lehre geführt – ich habe 1985 mein Unternehmen gegründet, das in Aktien investiert, und lehre seit vierzehn Jahren an der Columbia Business School. Der Investor Benjamin Graham erklärte, zwei Dinge seien essenziell: erstens einen grossen Sicherheitspuffer einbauen. Anleger sollen eruieren, was ein Titel wert ist, und deutlich weniger dafür bezahlen. Zweitens die Börse als emotionalen Geschäftspartner, genannt Mister Markt, betrachten. Ist er optimistisch, bezahlt er einen hohen Preis, ist er pessimistisch, bietet er Aktien günstig an.

□ Und wie erkennt der Investor die guten Unternehmen?

Benjamin Grahams Student Warren Buffett fügte hinzu, was ihn zu einem der reichsten Menschen gemacht hat: Günstig kaufen ist gut, doch ein erfolgreiches Unternehmen günstig erwerben ist noch besser.

□ Ihr Konzept soll eine höhere Rendite abwerfen und dennoch ein geringeres Risiko bergen als ein Referenzindex. Das widerspricht der Portfoliotheorie und klingt nach einem Free Lunch.

### Wissenschaftler messen das Risiko anhand der Volatilität. Das ist falsch.

Es handelt sich um Value Investing. Es gibt verschiedene Kriterien, die langfristig den Markt übertreffen, etwa der Aktienkurs im Verhältnis zum Gewinn, zum Cashflow, zum Buchwert oder zum Umsatz. Unser Konzept hat sich als das weitaus beste herausgestellt.

□ Wählt Ihre Methode nicht einfach riskantere Titel, die naturgemäss einen höheren Ertrag abwerfen?

Wissenschaftler messen das Risiko anhand der Volatilität, also der Schwankungsbreite der Aktienkurse. Das ist falsch. Investoren wollen Volatilität nach oben, denn das bedeutet Kursgewinne, aber nicht nach unten. Nur Verluste stellen ein Risiko dar. Ausserdem sind die meisten Value-Strategien weniger volatil als der Markt, das gilt auch für unsere. So gesehen ist die Portfoliotheorie fehlerhaft.

□ Ist Volatilität irrelevant?

Volatilität ist kein Risikomass für langfristig orientierte Investoren. Graham sagte, der Kauf von Aktien mit einem grossen Sicherheitspuffer berge weniger Risiko. Wie heftig der Titel kürzlich ausgeschlagen hat, ist nicht so wichtig. Relevant ist die Differenz zwischen Preis und Wert.

□ Wie haben Sie Ihren Ansatz geprüft?

Ich habe die beiden Auswahlkriterien viele Jahre lang erfolgreich verwendet. Vor acht Jahren habe ich ein Projekt gestartet, um das Konzept zu testen, mittlerweile recherchieren siebzehn Leute. Wir prüften die beiden Faktoren und verglichen sie mit anderen Konzepten. Die beiden haben durchweg am besten abgeschnitten.

□ Stützen Sie sich auf Unternehmenszahlen oder Prognosen?

In unserer Studie verwendeten wir stets Vorjahreszahlen. Wir prüften nicht nur die besten Kombinationen von gut und günstig, sondern die 2500 grössten Unternehmen in den USA über siebzehn Jahre. Die Rangliste teilten wir in Zehntelsegmente ein. Das erstrangierte Dezil schnitt besser ab als das zweite, das vor dem dritten stand, und so weiter. Das letztklassierte Dezil erbrachte die schlechteste Rendite. Unser Konzept schlägt also nicht nur die besten heraus, sondern die Rangierung anhand der Zahlen des Vorjahres erweist sich durchgehend als korrekt. Das trifft zwar nicht auf jedes einzelne Unternehmen zu, aber im Durchschnitt der Dezile stimmt die Reihenfolge. Das ist beeindruckend. Die Studie basiert auf der speziellen Datenbank Point in Time von Compustat, die die Angaben enthält, die damals den Anlegern zur Verfügung standen.

□ Ihre Formel ist einfach. Besteht nicht die Gefahr, dass sie oft kopiert wird und dann nicht mehr funktioniert?

Ein Konzept, das den Markt stets schlägt, würde von allen befolgt. Es gibt jedoch Quartale und Jahre, und manchmal auch zwei oder vereinzelt gar drei Jahre, in denen die Formel nicht funktioniert.

## Zur Person

Joel Greenblatt ist **Gründer und Partner des Hedge Funds Gotham Capital**, der seit 1985 eine durchschnittliche Jahresrendite von 40% erzielt hat. Kapitalgeber war der Junk-Bond-König Michael Milken. Greenblatt ist zudem **Professor** an der Columbia Business School in New York. Von 1994 bis 1995 war er Verwaltungsratspräsident des Rüstungskonzerns Alliant Techsystems. 2006 publizierte er **das Buch** «The Little Book that beats the Market» (Deutsch: «Die Börsen-Zauberformel»). Greenblatt ist 52 Jahre alt, verheiratet und Vater von fünf Kindern. **BEG**



Joel Greenblatt: «2008 schnitt unsere Anlagestrategie schlechter ab als der S&P 500.»

## «Das ist unsere Zauberformel»

□ Herr Greenblatt, Ihr Ansatz ist einfach: Kaufe Aktien guter Unternehmen zu einem günstigen Preis. Wie erkennen Investoren an der Börse gute Unternehmen?

Sie erwirtschaften eine hohe Kapitalrendite. Wir rangieren sie nach dem Return on Capital. Das eingesetzte Kapital, also das Anlage- und Umlaufvermögen, wird benötigt, um ein Geschäft zu betreiben. Je effizienter das vor sich geht, desto höher ist der Gewinn. Massstab ist der Betriebsgewinn vor Zinsen und Steuern, der Ebit.

□ Und die Eigenkapitalrendite?

Eigenkapital weist Verzerrungen auf. Es kann Goodwill aus früheren Akquisitionen enthalten, und die Schulden werden nicht berücksichtigt. Wir wollen heraus-

finden, wie gut ein Unternehmen sein Kapital einsetzt. Kann es den Ertrag in rentable neue Projekte reinvestieren? Wie viel Geld schaut heraus, wenn es eine weitere Fabrik, einen zusätzlichen Laden eröffnet und dafür Anlage- und Umlaufvermögen einsetzt? Unsere Betrachtung ist unabhängig davon, ob mit Eigen- oder Fremdmitteln finanziert wird. Uns interessiert das Geschäft.

□ Wann sind die guten Aktien günstig?

Als Massstab wird oft das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) verwendet. Unsere Gewinnrendite ist ähnlich. Anstelle des Reingewinns betrachten wir auch hier den Ebit, denn die Zinslast variiert je nach Verschuldung, und Steuersätze sind unter-

schiedlich. Der Ebit ist deshalb aussagekräftiger. Statt den Aktienkurs, respektive die Marktkapitalisierung, nehmen wir den gesamten Unternehmenswert, der auch die Schulden umfasst. Richtschnur ist also nicht das KGV, sondern der Unternehmenswert in Relation zum Ebit.

□ Was ist für Anleger wichtiger, ein gutes Unternehmen oder ein günstiger Preis?

Ein Unternehmen muss gut und günstig sein. Wir ordnen die Unternehmen anhand der beiden Kriterien in zwei Ranglisten. Wir kaufen weder die günstigsten noch die besten, sondern die vorteilhafteste Kombination. Das ist unsere Zauberformel. Aus den besten Aktien bilden wir ein gleichgewichtetes Portfolio. **BEG**

Langfristig schneidet sie weit besser ab als der Markt, denn sie kauft überdurchschnittliche Unternehmen zu unterdurchschnittlichen Preisen. Da aber Mister Markt in der kurzen Frist emotional ist, zieht er womöglich zuerst andere Gesellschaften vor.

□ Das Konzept geht also nur auf, weil die meisten Investoren nicht durchhalten?

In den Monaten nachdem ich mein Buch veröffentlicht hatte, erhielt ich viele E-Mails von Lesern, die sich beklagten, das Vorgehen funktioniere nicht. Ist das Resultat für einige Monate unbefriedigend, geben Anleger auf. Ausserdem wählt unsere Formel oft Unternehmen aus, die nicht populär sind, die Markterwartungen sind tief. Geht dann etwas schief, sinkt der Kurs in der Regel nicht mehr allzu sehr. Übertrifft eine Gesellschaft jedoch die Prognosen, ist die Aufwärtsbewegung oft deutlich. Dank der tiefen Erwartungen ergibt sich eine asymmetrische Rendite. Zwar schlagen lediglich 50 bis 60% der gekauften Unternehmen den Markt, doch das reicht aus.

□ Würden Sie die Formel nicht lieber für sich behalten, statt Nachahmer zu haben? Da muss ich mir keine Sorgen machen. Value Investing ist seit langem bekannt, es ist aber sehr schwierig durchzuhalten, gefragt ist viel Geduld. Die Erfahrung zeigt: 90% des investierten Geldes fliessen in Anlagen, die im Vorjahr gut gelaufen sind.

□ Ebenfalls auf Unternehmensdaten basieren die Rafi-Indizes von Robert Arnott. Sind sie vergleichbar mit Ihrer Formel?

*Der Referenzindex ist in den letzten zehn Jahren per saldo leicht gesunken. Unser Portfolio hat sich versechsfacht.*

Die meisten Referenzindizes sind nach Marktkapitalisierung gewichtet. Steigt der Aktienkurs, nimmt das Gewicht zu. Wer den Index kauft, erwirbt einen grösseren Anteil an teuren Aktien. Arnott gewichtet die Titel basierend auf den Fundamentaldaten Umsatz, Cashflow, Eigenkapital und Dividenden. Seine Indizes enthalten einen höheren Anteil an Unternehmen mit guten Leistungsgrössen. Das Konzept ist gut, doch auch damit kauft der Investor alle Aktien des Referenzindex. Wir treffen eine Auswahl. Im langfristigen Vergleich schneiden die Rafi-Indizes 2% pro Jahr besser ab als der Referenzindex. Unser Konzept schlägt den Index um 11% pro Jahr.

□ Investoren, die Aktien langfristig kaufen und halten, sind in den vergangenen zehn Jahren enttäuscht worden.

Der Referenzindex hat in diesem Zeitraum per saldo leicht verloren. Unser Portfolio hat sich versechsfacht. Es ist zu 100% in Aktien investiert und leidet in einer Baisse, 2008 schnitt unsere Strategie etwas schlechter ab als der S&P 500. Der Rückstand wurde 2009 mehr als nur aufgeholt.

□ Bislang beschränken Sie sich auf US-Unternehmen. Bleibt das so?

Nein. Wir beziehen Aktien aus 26 Ländern ein und berechnen einen globalen Index – zu je einem Drittel aus Asien, Europa und den USA. Er wird etwa in einem Monat lanciert. Ausserhalb der USA gibt es keine gute Datenbank, wir haben deshalb eine eigene erstellt. Wir schliessen beispielsweise Einkommen der Pensionskassen aus und bereinigen komplizierte Holdingstrukturen. Eine weltweite Rangliste aus bestehenden Datenbanken sähe ganz anders aus als unser Portfolio.

□ Schliessen Sie Unternehmen aus Griechenland wegen der Schuldenkrise aus?

Wir schauen die einzelnen Unternehmen an, ihre Anzahl pro Land ist jedoch limitiert. Sie werden in Betracht gezogen, solange wir das Vertrauen haben, dass die Zahlen korrekt sind. So gesehen ignorieren wir, was in Griechenland vor sich geht. Unsicherheit im Markt kann auch gute Einstiegsmöglichkeiten mit sich bringen.