

DER INTERNATIONALE BESTSELLER

WHAT WORKS ON WALL STREET

DIE BESTEN INVESTMENTSTRATEGIEN ALLER ZEITEN

Überarbeitete
und aktualisierte
4. Auflage

Börsenbuchverlag

JAMES P. O'SHAUGHNESSY

What Works on Wall Street
James P. O'Shaughnessy

DER INTERNATIONALE BESTSELLER

WHAT WORKS ON WALL STREET

DIE BESTEN INVESTMENTSTRATEGIEN ALLER ZEITEN

JAMES P. O'SHAUGHNESSY

börsenbuch  verlag

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
What Works on Wall Street: The Classic Guide to the Best-Performing Investment Strategies of All Time – 4th ed.
ISBN 978-0-07-162576-0

Original edition copyright © 2012 by James P. O’Shaughnessy. All rights reserved.
German edition copyright © 2023 by Börsenmedien AG, Kulmbach. All rights reserved.

Copyright der Originalausgabe 2012:
Copyright © 2012 by James P. O’Shaughnessy. All rights reserved.
Published by McGraw Hill LLC, 1325 Avenue of the Americas, New York, New York
10019, U. S. A.

Copyright der deutschen Ausgabe 2023:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller
Gestaltung Cover: Daniela Freitag
Gestaltung und Satz: Rotkel. Die Textwerkstatt
Herstellung: Timo Boethelt
Lektorat: Rotkel. Die Textwerkstatt
Druck: AALEX Druck Produktion, Großburgwedel

ISBN 978-3-86470-860-2

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

BÖRSEN  MEDIEN
A K T I E N G E S E L L S C H A F T

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444
E-Mail: info@plassen-buchverlage.de
www.boersenbuchverlag.de
www.facebook.com/plassenverlag
www.instagram.com/plassen_buchverlage

Für Lael, Kathryn, Patrick und Melissa

Warte auf den weisesten aller Ratgeber – die Zeit.

– Perikles

I N H A L T

Einführung	13
Kapitel 1 Strategien der Aktienanlage: verschiedene Methoden, ähnliche Ziele	25
Kapitel 2 Unzuverlässige Experten: die Verhinderung außerordentlicher Performance	37
Kapitel 3 Die Beharrlichkeit der Irrationalität: wie gängige Fehler gewaltige Chancen erzeugen	53
Kapitel 4 Spielregeln	71
Kapitel 5 Sortierung von Aktien nach Marktkapitalisierung: Auf die Größe kommt es an	91
Kapitel 6 Kurs-Gewinn-Verhältnisse: die Gewinner von den Verlierern scheiden	113
Kapitel 7 Das Verhältnis EBITDA/Unternehmenswert	133
Kapitel 8 Das Kurs-Cashflow-Verhältnis: Wertermittlung anhand des Bargeldflusses	155
Kapitel 9 Das Kurs-Umsatz-Verhältnis	175

Kapitel 10 Das Kurs-Buchwert-Verhältnis: ein langfristiger Gewinner mit langen Perioden der Underperformance	193
Kapitel 11 Die Dividendenrendite: ein regelmäßiges Einkommen kaufen	217
Kapitel 12 Die Aktienrückkaufrendite	233
Kapitel 13 Die Aktionärsrendite	251
Kapitel 14 Buchhalterische Kennzahlen	267
Kapitel 15 Kombination von Wertfaktoren zu einem einzigen zusammengesetzten Faktor	321
Kapitel 16 Der Wert von Value-Faktoren	357
Kapitel 17 Prozentuale Veränderung des Gewinns pro Aktie über ein Jahr: Bedeutet hoher Gewinn eine hohe Performance?	373
Kapitel 18 Ertragsmargen: Profitieren Anleger von den Profiten der Unternehmen?	391
Kapitel 19 Die Eigenkapitalrendite	401
Kapitel 20 Die relative Kursstärke: Gewinner bleiben Gewinner	417
Kapitel 21 Verwendung von Multifaktor-Modellen zur Steigerung der Performance	451
Kapitel 22 Aufschlüsselung des Market-Leaders-Universums: Diese Kennzahlen bringen den größten Mehrwert	475

Kapitel 23 Aufschlüsselung des Small-Stocks-Universums: Diese Kennzahlen bringen den größten Mehrwert	487
Kapitel 24 Sektoranalyse	501
Kapitel 25 Auf der Suche nach der idealen Strategie für Growth-Investing	541
Kapitel 26 Auf der Suche nach der idealen Strategie für Value-Investing	561
Kapitel 27 Das Beste aus Growth und Value vereinen	571
Kapitel 28 Die Rangfolge der Strategien	583
Kapitel 29 Holen Sie möglichst viel aus Ihren Aktienanlagen heraus!	639
Bibliografie	649

E I N F Ü H R U N G

Die Chinesen schreiben „Krise“ mit zwei Pinselstrichen. Der eine steht für Gefahr, der andere für Chance. In einer Krise sei man sich der Gefahr bewusst, erkenne jedoch auch die Chance.

– John F. Kennedy

Der vorliegenden vierten Auflage von „What Works on Wall Street“ kommt die zweifelhafte Auszeichnung zu, unmittelbar nach dem *schlechtesten* Jahrzehnt für US-amerikanische Aktien seit 110 Jahren zu erscheinen! Das erste Jahrzehnt der 2000er-Jahre begann vielversprechend. Scharenweise strömten Erstkäufer von Aktien auf den Markt, nachdem sich der Nasdaq Composite in den 1990er-Jahren (sogar nach Berücksichtigung der Inflation) annähernd versiebenfacht und der S&P 500 fast vervierfacht hatte. Im weiteren Verlauf des ersten Jahrzehnts des 21. Jahrhunderts wurde jedoch schmerzlich klar, dass die zunächst optimistischen Erwartungen der Anleger an Aktienrenditen völlig ungerechtfertigt waren.

Das Jahrzehnt endete mit einem realen jährlichen Verlust des S&P 500 von 3,39 Prozent, sodass 10.000 US-Dollar, die man am 31. Dezember 1999 angelegt hätte, Ende 2009 unter Berücksichtigung der Inflation nur noch 7.083 Dollar wert gewesen wären. Noch schlimmer war es bei den hoch kapitalisierten Wachstumsaktien, die im Russell 1000 Growth Index zusammengefasst sind. Hier halbierten sich 10.000 US-Dollar, die man am 31. Dezember 1999 investiert hätte, bis zum 31. Dezember 2009 annähernd und fielen auf einen Wert von nur noch 5.190 Dollar. Dem Nasdaq Composite – in den 1990er-Jahren der Liebling der Anleger – erging es noch schlimmer: Er verlor im Schnitt jährlich 7,96 Prozent und verwandelte 10.000 Dollar, die am 31. Dezember 1999 investiert wurden, bis zum 31. Dezember 2009 in nur noch 4.364 Dollar. Dabei war er vom Hoch im Februar 2000 bis zum Tief im September 2002 um 76,59 Prozent gefallen und kam damit dem Absturz des S&P 500 im Zuge des Crashes von 1929 bis 1932 sehr nahe. Nur die Small-Cap-Aktien liefen in jenem Jahrzehnt gut. Der Russell 2000 Index erkämpfte sich einen Gewinn von 0,96 Prozent, und der Russell 2000 Value Index warf jährlich 5,60 Prozent ab – damit war er der einzige breit angelegte US-Aktienindex, der langfristige US-Anleihen übertraf, denn diese brachten eine Jahresrendite von 5,04 Prozent.

Beachten Sie bitte, dass ich in dieser Einführung die *realen*, also inflationsbereinigten Renditen betrachte. So kann ich die Renditen verwenden, die die Professoren Dimson, Marsh und Staunton für den Zeitraum von 1900 bis 1930 herausgearbeitet und in ihrem hervorragenden Buch „Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Returns“ veröffentlicht haben. Außerdem finde ich die reale Rendite viel informativer als die nominale, da sie den Kaufkraftverlust des Dollars berücksichtigt und zutreffender wiedergibt, wie sich ein Portfolio im Laufe der Zeit *wirklich* entwickelt hat. Deshalb werde ich zwar bei der Besprechung aller Faktor- und Multifaktorstrategien in diesem Buch die konventionelle Verwendung nominaler Renditen beibehalten, aber in Kapitel 28, in dem ich meine Erkenntnisse zusammenfasse, werde ich bei etlichen Strategien und bei anderen Assetklassen die inflationsbereinigte Rendite anführen.

Um all die oben genannten Zahlen ins Verhältnis zu setzen: Seit 1900 hat es nur zwei Jahrzehnte gegeben, in denen die Kurse US-amerikanischer Aktien einen realen Wertverlust erlitten – 1910 bis 1919 und 1970 bis 1979 mit einem Minus von 2,46 respektive 1,41 Prozent. Tabelle I.1 listet die durchschnittliche reale Jahresrendite hoch kapitalisierter US-Aktien ab dem Jahr 1900 auf, sortiert vom besten zum schlechtesten Jahrzehnt. Wenn man sich die *rollierenden* 10-Jahres-Zeiträume von 1900 bis 2009 anschaut, findet man als einzigen 10-Jahres-Zeitraum, der schlechter war als der im Februar 2009 endende, die zehn Jahre bis zum 31. Mai 1920. In Tabelle I.2 finden Sie alle anderen schrecklichen 10-Jahres-Perioden, die Anleger seit 1900 aushalten mussten. Besonders wichtig an den Informationen in Tabelle I.2 ist zweierlei: Erstens waren nach diesen grausamen zehnjährigen Rückgängen *alle* Renditen über drei bis zehn Jahre *positiv*, wobei der durchschnittliche reale Kursgewinn nach einem dieser furchtbaren 10-Jahres-Zeiträume 14,55 Prozent betrug. Zweitens belief sich die *kleinste* reale Rendite auf 6,39 Prozent in den zehn Jahren, die auf den Verlust von 3,48 Prozent in den zehn Jahren bis November 1974 folgten. Wichtig ist bei dieser geringsten Rendite von 6,39 Prozent, dass sie die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen im gleichen Zeitraum *übertraf*. Ein Anleger, der sich im November 1974 verschrecken ließ, aus dem Aktienmarkt ausstieg und sein Geld in lang laufenden Staatsanleihen anlegte, erlitt im gleichen Zeitraum einen realen Verlust von 0,27 Prozent pro Jahr.

TABELLE I.1

Real Returns for U.S. Large Stocks 1900–2009, Sorted by Best to Worst Return

Decade	Real average annual compound Return large stocks *
1950–1959	16.78%
1990–1999	14.84%
1920–1929	14.37%
1980–1989	11.85%
1900–1909	9.32%
1960–1969	5.15%
1940–1949	3.57%
1930–1939	2.04%
1970–1979	–1.41%
1910–1919	–2.46%
2000–2009	–3.39%

*For the period 1900–1930, we use the Dimson-Marsh-Staunton Global Returns Data.
For 1930–2009, we use the Ibbotson Large Stocks Data.

TABELLE 1.2

Worst 50 Real Average Annual Compound Returns for U.S. Stocks Since 1900

For the 10 years ending:	Real compound average annual returns over the next:				
	Real 10-year average annual compound return	1-year period	3-year period	5-year period	10-year period
May-1920	-6.09	16.04	17.63	17.40	20.64
Feb-2009	-5.86	50.40	N/A	N/A	N/A
Dec-1920	-5.72	24.33	18.06	21.33	16.05
Jun-1920	-5.72	13.26	16.81	17.46	18.77
Nov-1920	-5.55	21.17	16.94	20.18	16.68
Jan-1920	-5.49	21.75	16.79	19.92	16.11
Mar-2009	-5.43	46.38			
Dec-1919	-5.35	-18.84	9.67	11.13	16.23
Jun-1921	-5.33	40.34	17.00	18.81	15.43
Feb-1921	-5.31	26.87	15.84	18.52	17.33
Jul-1920	-5.28	14.69	14.67	17.37	19.23
Mar-1921	-5.27	33.34	16.38	17.18	16.55
Aug-1920	5.18	6.30	15.14	17.25	19.07
Apr-1920	-5.14	2.83	14.43	14.27	19.59
Jul-1921	-5.13	40.52	17.62	19.53	14.30
Jan-1920	-5.13	4.35	12.79	18.82	15.87
Feb-1920	-5.10	-4.92	14.33	14.25	18.25
Jan-2009	-5.06	29.74			
Apr-1921	-5.00	33.72	15.38	16.79	15.11
Sep-1920	-5.00	7.48	13.14	17.58	16.91
Aug-1921	-4.97	55.48	20.04	21.29	15.03
May-1921	-4.94	33.85	13.88	16.65	13.34
Apr-2009	-4.88	35.80			
Nov-1919	-4.79	-19.53	9.51	10.62	15.68
Jun-2009	-4.74	13.22			
Jan-1921	-4.74	48.84	19.39	20.30	11.81
Jan-1920	-4.70	-10.37	11.63	12.40	17.48
Nov-1921	-4.35	34.70	19.32	19.13	10.13
Sep-1921	-4.35	45.72	18.68	20.52	10.52
Dec-1921	-4.34	30.71	18.87	19.09	8.36
Sep-1974	-4.29	28.08	12.51	8.11	7.47
Mar-1920	-4.21	-12.04	10.30	10.97	18.28
May-2009	-4.16	18.58			
Jan-1922	-4.11	27.47	18.02	17.93	7.88
Aug-2010	-4.09				
Jun-2010	-3.87				
Nov-1978	-3.82	4.85	3.86	8.62	9.76
Dec-2008	-3.81	23.12			
Jul-1982	-3.80	55.63	22.98	25.79	14.94
Aug-1919	-3.80	-21.69	8.98	7.57	19.76
Dec-1974	-3.77	28.20	9.61	6.12	6.92
Sep-1919	-3.75	-19.87	7.86	7.56	19.00
Jan-1919	-3.71	-21.01	7.05	7.00	16.17
Jul-2009	-3.69	12.43			
Jan-1978	-3.56	2.71	3.17	8.59	10.15
Jun-1982	-3.54	56.97	22.03	23.95	14.20
Feb-1922	-3.49	23.89	17.30	17.83	7.94
Nov-1974	-3.48	26.79	8.67	5.41	6.39
May-1982	-3.48	47.27	20.32	22.13	14.06
Nov-2008	-3.46	23.13			
Average	-4.60	20.47	14.53	15.78	14.55
Minimum	-6.09	-21.69	3.17	5.41	6.39
Maximum	-3.46	56.97	22.98	25.79	20.64

Source: For 1900–1929, William N. Goetzmann, *The National Bureau of Economic Research*; for 1929–2010, Morningstar EnCorr Analyzer, a dataset of a variety of investment returns provided in this instance by the Ibbotson *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation* dataset.

Die Renditen der diversen Universen, die in „What Works on Wall Street“ behandelt werden, waren möglicherweise deshalb besser als die des S&P 500, weil wir unsere Universen gleichmäßig gewichten und auch American Depository Receipts einbeziehen,

während Indizes wie der S&P 500 nach Kapitalisierung gewichtet sind und ausschließlich Aktien aus den Vereinigten Staaten enthalten. Die verschiedenen Universen von „What Works on Wall Street“ brachten im vergangenen Jahrzehnt folgende Renditen: Das *All-Stocks-Universum* erzielte einen durchschnittlichen realen Jahresgewinn von 1,82 Prozent, das *Large-Stocks-Universum* einen leichten Verlust von 0,10 Prozent, die *Market Leaders* 3,30 Prozent Gewinn und die *Small Stocks* einen Zugewinn von 2,36 Prozent.

Der Verlust von 2000 bis 2009 war zwar seit 1900 der *schlimmste* in einem Jahrzehnt und der *zweitschlimmste* in rollierenden 10-Jahres-Zeiträumen, aber wenn man sich die Verluste vom Höhepunkt zum Tiefpunkt am US-Markt anschaut, sieht man, dass es schon größere Rückgänge gegeben hat. Tabelle I.3 führt alle Verluste vom Hoch zum Tief seit 1900 auf, die mehr als 20 Prozent betragen. Hier zeigt sich, dass der jüngste Crash eigentlich nur der zweitgrößte nach dem Crash von 1929 bis 1932 war, als der S&P 500 vom Hoch zum Tief 79 Prozent seines Wertes verlor. Man erkennt aber auch, dass er hinsichtlich der *Dauer* des Rückgangs der längste seit 110 Jahren war, denn er zog sich über 102 Monate hin (siehe Tabelle I.3).

TABELLE I.3

All Peak to Trough Losses Exceeding 20 Percent, 1900–2009*

Peak date	Peak index value	Trough date	Trough index value	Recovery date	Decline (%)	Decline duration	Recovery duration
Dec-1906	2.04	Dec-07	1.43	Dec-08	-30.04	12	12
Dec-1915	2.79	Dec-20	1.53	Dec-24	-45.35	60	48
Aug-1929	3.04	May-32	0.64	Nov-36	-79.00	33	54
Feb-1937	3.18	Mar-38	1.59	Feb-45	-49.93	13	83
May-1946	4.33	Feb-48	2.72	Oct-50	-37.18	21	32
Dec-1961	21.57	Jun-62	16.65	Apr-63	-22.80	6	10
Nov-1968	34.62	Jun-70	22.34	Nov-72	-35.46	19	29
Dec-1972	35.84	Sep-74	17.25	Dec-84	-51.86	21	123
Aug-1987	72.06	Nov-87	50.32	Jul-89	-30.16	3	20
Aug-2000	307.32	Feb-09	141.37		-54.00	102	NA

*For the period 1900–1930, we use the Dimson-Marsh-Staunton Global Returns Data, which are annual. For 1930–2009, we use the Ibbotson Large Stocks Data, which are monthly.

DER VERLUST DES GLAUBENS AN AKTIEN

Aufgrund dieser schlechten Performance haben viele Anleger den Glauben an Aktien verloren. Laut den „Supply/Demand-Flash“-Berichten der Leuthold Group, in denen die Nettomittelzuflüsse und -abflüsse US-amerikanischer Aktien- und Anleihe-Investmentfonds gemeldet werden, verzeichneten die US-amerikanischen Aktien-Investmentfonds von 2007 bis 2009 Nettomittelabflüsse von mehr als 234 Milliarden Dollar, während das in US-amerikanischen Anleihefonds verwaltete Vermögen um 504,6 Milliarden Dollar wuchs. Wie in späteren Kapiteln erläutert, glauben wir, dass dies exakt der *falsche* Zeitpunkt war, um Aktien zugunsten von Anleihen und anderen Anlageklassen aufzugeben.

Sehen Sie sich noch mal Tabelle I.2 an: In jedem Fall, in dem Daten für die Entwicklung *nach* den für Aktien schlechtesten 10-Jahres-Zeiträumen vorliegen, verzeichneten die Aktien in den 1-, 3-, 5- und 10-Jahres-Zeiträumen nach riesigen Rückgängen *positive* Renditen.

Dennoch wurde der Trommelwirbel immer lauter, wenn Aktien an Wert verloren – Ende 2008 brachte CNBC eine mehrteilige Reihe mit dem Titel „The Death of Buy and Hold“, und *Barron's* veröffentlichte auf „Electronic Investor“ am 19. Februar 2009 einen Artikel mit der Überschrift „Modern Portfolio Theory Ages Badly – The Death of Buy and Hold“, in dem es hieß: „Kaufen und Halten ist ein verlustbringendes Spiel. Wahrscheinlich sind die Märkte in Zukunft zu unberechenbar, als dass man sich darauf verlassen könnte, dass hübsch strukturierte Portfolios und langfristiges Wachstum Renditen generieren, die mit der Inflation und mit den Steuern Schritt halten können, erklärt Ken Stern, der Gründer der gleichnamigen Vermögensverwaltung mit Sitz in San Diego.“ Und ähnlich wie in dem am 13. August 1979 in *BusinessWeek* erschienenen Artikel „Death of Equities“ brachte *Institutional Investor* in der Januar-Ausgabe 2010 eine Story mit dem Titel: „R.I.P Equities 1982–2008: The Equity Culture Loses Its Bloom“. Dort hieß es: „Nach zwei brutalen Börsencrashes stellen Anleger die Binsenweisheit infrage, dass Aktien besser performen als Anleihen. Sie ziehen sich systematisch aus Aktien zurück, und die Wall Street wird nie wieder sein wie früher.“ Zudem erbrachte eine Google-Suche nach „the death of buy and hold investing“ am 13. Januar 2010 rund 750.000 Treffer. Die Durchschnittsanleger und eine nennenswerte Zahl von Profis waren eindeutig auf diesen Zug aufgesprungen.

Manche Anleger begannen die abgrundtief schlechten Renditen als „neue Normalität“ zu bezeichnen und behaupteten, künftig würden Aktienrenditen wesentlich niedriger ausfallen. Auch wenn Kommentatoren die späten 1990er-Jahre zur „neuen Ära“ für Aktien ernannt hatten, in der die Kurse für alle Zeiten steigen würden, und auch wenn sie Mantras wie „Diesmal ist es anders“ herunterbeteten – das Einzige, *was sich nicht ändert*, ist offenbar die Reaktion der Menschen auf kurzfristige Umstände und ihre axiomatische Fähigkeit, diese weit in die Zukunft fortzuschreiben.

DIE GESCHICHTE IST EINE BESSERE RICHTSCHNUR

Diese negative Einschätzung der langfristigen Aussichten von Aktien ist keine Überraschung. Unter einer so trostlosen Marktlage wie im letzten Jahrzehnt litten wir zuletzt in den 1970er-Jahren, als *BusinessWeek* am 13. August 1979 die berühmte Titelstory „The Death of Equities“ veröffentlichte. Wie in den Kapiteln 2 und 3 zu zeigen sein wird, scheinen die Anleger von Natur aus darauf programmiert zu sein, bei der Geldanlage zu scheitern, indem sie immer derjenigen Anlageklasse nachlaufen, die in letzter Zeit am besten performt hat, und mit Macht *alles* verwerfen, was sich vor mehr als drei bis fünf Jahren ereignet hat.

Der wesentliche Zweck von „What Works on Wall Street“ ist es, die Anleger von dieser Handlungsweise abzubringen. Nur die langfristige Betrachtung zeigt, welche Anlagestrategien über eine längere Strecke die beste Performance generieren, und nach der armseligen Performance im vergangenen Jahrzehnt gilt das doppelt. Nachdem wir die Ergebnisse der diversen Strategien überprüft haben, werden Sie erkennen, dass es Anlegern, die sich gewissenhaft an die besten langfristigen Strategien gehalten haben, besser ergangen ist als denjenigen, die aufs Geratewohl investiert haben. Tatsächlich scheint der Anlegertrend zu Bonds und anderen Anlageklassen in den zurückliegenden Jahren eine weitere Blase erzeugt zu haben. Wir werden die Behauptung aufstellen, dass Aktien – vor allem diejenigen, die man mithilfe der besten langfristigen Strategien

auswählt – in den kommenden 10 bis 20 Jahren weiterhin die Anlageklasse mit der besten Performance sein werden. Was Aktien angeht, stehen wir an einem historischen Scheideweg – die derzeit herrschenden Bedingungen bieten Anlegern eine ungewöhnliche Chance. Im März 2009 wurden Aktien über die vorangegangenen Perioden von 10, 20 und 40 Jahren durch Anleihen übertroffen. Zur Einordnung: Das war der für Aktien zweitschlechteste 40-Jahres-Zeitraum seit 1900 und das erste Mal seit dem 31. Dezember 1941, dass so etwas passierte. Dass Aktien über einen Zeitraum von 40 Jahren hinweg Jahresrenditen von unter vier Prozent abwerfen, ist derart selten, dass es seit 1900 nur viermal vorgekommen ist – in den 40 Jahren bis Dezember 1941, bis Dezember 1942, bis Februar 2009 und bis März 2009. Nachdem es bis Anfang der 1940er-Jahre zum letzten Mal passiert war, brachten Aktien in den 5, 10 und 20 Jahren danach hervorragende Renditen. Und wie aus Abbildung I.1 hervorgeht, erlebten wir auch die größte negative Aktienprämie über zehn Jahre seit 1926.

In der Geschichte konnten wir immer eine Rückkehr zum Mittelwert feststellen: Nachdem die Aktien herausragende zehn- oder zwanzigjährige Strähnen hatten, bringen sie normalerweise in den folgenden 10 oder 20 Jahren unterdurchschnittliche Ergebnisse, und nach schlechter zehn- bis zwanzigjähriger Entwicklung liegen die folgenden 10 bis 20 Jahre tendenziell über dem Durchschnitt. Das ergibt ökonomisch Sinn. Nach einem zehn- oder zwanzigjährigen Anstieg sind die Aktien durch hohe KGVs und niedrige Dividendenrenditen gekennzeichnet. Dagegen trifft nach schrecklichen 10- oder 20-Jahres-Renditen das Gegenteil zu und niedrige KGVs sowie höhere Dividendenrenditen sind typischerweise die Norm. Ich habe sogar ein ganzes Buch mit dem Titel „Predicting the Markets of Tomorrow“ geschrieben, in dem es um die Neigung von Aktienmärkten geht, zum Mittelwert zurückzukehren, und um die Frage, wie man das zum eigenen Vorteil nutzen kann.



GRAFIK I.1

Aktien-Risikoprämie in den Vereinigten Staaten, prozentuale Renditen rollierender 10-Jahres-Zeiträume

In der Vergangenheit haben die Vereinigten Staaten weit gefährvollere Zeiten durchgemacht als diejenigen, mit denen wir aktuell konfrontiert sind, und ich bin überzeugt, dass man niemals zu Geld kommt, indem man langfristig gegen die USA wettet. Wir haben weit größere Herausforderungen durchgestanden, aus denen wir stärker, dynamischer und für die Zukunft gerüstet hervorgegangen sind. Ich glaube, dass das diesmal nicht anders ist und dass sich Anleger, die sich die in diesem Buch vorgestellten überlegenen Strategien der Aktienausswahl zunutze machen, über die langfristigen Ergebnisse freuen werden.

AUSWEITUNG UNSERER FRÜHEREN STUDIEN

Auch die vierte Auflage von „What Works on Wall Street“ bietet den Lesern Zugang zu langfristigen Studien der wirkungsvollsten Anlagestrategien der Wall Street. Vor der Erstveröffentlichung im Jahr 1996 gab es keine allgemein verfügbaren, umfassenden Anleitungen zu der Frage, welche Strategien der Aktienausswahl langfristig Gewinne bringen und welche nicht. Hier zeige ich, wie gewissenhafte Leser früherer Auflagen des Buches viel von dem Massaker hätten umgehen können, das in den beiden Baissen der Nullerjahre an den Anlegern verübt wurde – einfach indem sie die Arten von Aktien *gemieden* hätten, die zwar während der Börsenblase der Neunzigerjahre populär waren, sich jedoch historisch als schreckliche Langfrist-Performer erwiesen hatten. Auch zeigen wir, wie es Lesern der ersten Auflage ergangen wäre, wenn sie einfach die Informationen genutzt hätten, die als Leitlinie dafür vorgestellt wurden, welche Aktien man kaufen und welche man meiden soll. Viele der aus dieser langfristigen Analyse abgeleiteten Ratschläge sind die gleichen wie bei Erscheinen der Erstauflage des Buches 1996, jedoch haben wir in dieser Auflage zusätzlich die Anzahl der Einzel- und Multifaktorstrategien erhöht.

WAS NEU IST

Wir haben die Art, wie wir die Daten analysieren, erheblich verändert, und wir haben mehrere Einzel- und Multifaktormodelle hinzugenommen. Hier einige der Änderungen:

- Zu allen Faktor- und Multifaktormodellen präsentieren wir jetzt die zusammengesetzten Renditen für alle Monate des Tests. In den drei ersten Auflagen von „What Works on Wall Street“ wurden die Ergebnisse dargestellt, die ein Anleger erzielt hätte, wenn er jeweils am 31. Dezember eines Jahres investiert hätte. Das war zwar nützlich, blendete jedoch etwaige Saisonalitäten aus, die bei einem Faktor oder bei einer Strategie auftreten können. Wir haben dieses Problem gelöst, indem wir die Investmentergebnisse für jeden Monat darstellen und dann alle Renditen zusammenfassen, um ein zutreffenderes Gesamtbild der Performance eines Faktors oder einer Strategie zu bieten – unabhängig davon, in welchem Monat das Investment getätigt wurde. So bringen die Zahlen mehr Nutzen, da kaum jemand ausschließlich am 31. Dezember jedes Jahres Geld anlegt. Auch liefert diese Methode einen zutreffen-

deren Eindruck davon, wie es den meisten Anlegern mit der Strategie ergeht, gleichgültig, in welchem Monat sie das Investment getätigt haben. Um die zusammengesetzten Renditen einer bestimmten Strategie zu konstruieren, beginnen wir mit einem Portfolio für jeden Monat, das ein Jahr lang gehalten wird, sodass es zu jeder Strategie stets zwölf unterschiedliche Portfolios gibt, die alle jährlich neu gewichtet werden. Die zusammengefassten Monatsrenditen, die wir für unsere Analyse eines bestimmten Monats verwenden, sind somit der Durchschnitt der Rendite dieser zwölf Portfolios. Aufgrund dieser Umstellung müssen wir uns auf die monatlichen Daten von Compustat beschränken, die im Jahr 1963 beginnen.

- Seit der letzten Auflage dieses Buches hat O’Shaughnessy Asset Management den Datenbestand des Center for Research in Security Prices (CRSP) erworben, dessen monatliche Daten bis in das Jahr 1926 zurückreichen. Nunmehr stellen wir Renditen aller Faktoren vor, für die uns Zahlen ab 1926 vorliegen. Zu diesen Faktoren zählen die Marktkapitalisierung, das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), die Dividendenrendite, die Rückkaufrendite (eine hohe Rückkaufrendite deutet darauf hin, dass ein Unternehmen seine Aktien an der Börse aggressiv zurückkauft, ein Anzeichen dafür, dass die Unternehmensleitung die Aktie für unterbewertet hält), die Aktionärsrendite (eine Kombination aus Rückkauf- und Dividendenrendite) und das Kursmomentum. Anhand dieser langfristigen Zahlen haben wir mehrere erwägenswerte neue Multifaktormodelle erstellt. Bei allen anderen Faktor- und Multifaktormodellen fangen wir mit den monatlichen Zahlen von Compustat ab 1963 an. Dieser zusätzliche Datenzeitraum von 37 Jahren stellt eine ausgezeichnete Holdout-Periode dar. Wir prüfen zudem, ob das, was für die Daten von 1963 bis 2009 galt, auch für den Zeitraum von 1926 bis 1963 zutrifft.
- In der vorliegenden Auflage präsentieren wir die Ergebnisse jedes einzelnen Faktors, indem wir das oberste und das unterste Dezil (zehn Prozent) der Aktien zu jedem Faktor betrachten. An den früheren Auflagen des Buches wurde häufig kritisiert, dass wir uns ausschließlich auf die Extreme jedes Faktors konzentrierten, indem wir jeweils die Ergebnisse der 50 besten und schlechtesten Aktien darstellten. Um eine zutreffendere Darstellung der Renditen jedes Faktors und seines etwaigen Beitrags zu einem Portfolio zu bieten, betrachten wir bei vielen Multifaktortests weiterhin Portfolios aus 25 beziehungsweise 50 Aktien.
- Einige neue Einzelfaktortests: Rückkaufrendite, Aktionärsrendite, EBITDA-Unternehmenswert-Verhältnis, Cashflow-Unternehmenswert-Verhältnis, Umsatz-Unternehmenswert-Verhältnis, Accrual Ratio, Cashflow-Schulden-Verhältnis, jährliches Umsatzwachstum und die Prüfung der Effizienz vieler buchhalterischer Variablen.
- Außerdem stellen wir einen neuen zusammengesetzten Wertfaktor vor, der traditionelle Wertfaktoren zu einem einheitlichen Ranking-System kombiniert, um den Allgemeinzustand einer Aktie zu ermitteln und die Aktien von der billigsten zur teuersten zu sortieren. Die Performance dieser zusammengesetzten Wertfaktoren übertrifft die aller einzelnen Wertfaktoren und ist

überdies beständiger. Hinzu kommt, dass die Spannen zwischen dem schlechtesten und dem besten Dezil konsistent und groß sind; zum Beispiel brachten die schlechtesten Dezile der diversen zusammengesetzten Wertfaktoren im Small-Stocks-Universum in den letzten 46 Jahren allesamt *Verluste*.

- Zu den neuen Multifaktormodellen gehören zusammengesetzte Faktoren, die als Einzelfaktoren vorgestellt werden, um Aktien anhand ihrer kombinierten Punktzahlen aus mehreren Faktoren zu beurteilen; Strategien, die den Kurszuwachs und die Aktionärsrendite verwenden; Strategien mit dem Fokus auf investierbaren Micro-Cap-Aktien, die billig sind und eine hervorragende Kursdynamik aufweisen; Strategien, um marktführende Aktien mit hohen Dividendenrenditen zu kaufen, die eine Konkurrenz zu Anleihen darstellen, denn sie bieten Renditen, die größer oder gleich der Rendite der zehnjährigen US-Schatzanweisung sind, und liefern gleichzeitig Kapitalerträge; sowie etliche weitere Strategien.
- Nunmehr berücksichtigen wir auch auf Sektoren bezogene Faktorergebnisse: Sie werden erfahren, welche Gruppe von Faktoren auf dem Niveau der einzelnen Sektoren am besten funktioniert.

DIE ANFÄNGE

Erst durch die Kombination von schnellen Rechnern mit riesigen Datenbanken wie Compustat und CRSP wird der Nachweis möglich, dass die Rendite eines Portfolios im Wesentlichen von den Faktoren bestimmt wird, die es definieren. Bevor es Computer gab, war es so gut wie unmöglich, die Strategie zu ermitteln, die für ein bestimmtes Portfolio ausschlaggebend war. Die Anzahl der zugrunde liegenden Faktoren (Eigenschaften, die ein Portfolio definieren, zum Beispiel KGV, Dividendenrendite und so weiter), die man als Anleger betrachten konnte, schien unendlich zu sein. Bestenfalls konnte man Portfolios auf sehr allgemeine Weise betrachten. Manchmal wussten auch *professionelle Vermögensverwalter* nicht, welche konkreten Faktoren die Aktien in ihren Portfolios am besten charakterisierten, und häufig griffen sie auf allgemeine Beschreibungen und andere qualitative Merkmale zurück.

Der Computer hat das geändert. Heute können wir ein Portfolio analysieren und sehen, welche Faktoren – falls es sie gibt – die Strategien mit der besten Performance von den mittelmäßigen scheidet. Mit dem Computer können wir auch Kombinationen aus Faktoren über lange Zeiträume hinweg testen, und er zeigt uns, was wir von einer beliebigen Anlagestrategie in der Zukunft erwarten können.

DIE MEISTEN STRATEGIEN SIND MITTELMÄSSIG

„What Works on Wall Street“ zeigt auf, dass die meisten Anlagestrategien mittelmäßig sind und die Mehrzahl von ihnen – *vor allem diejenigen, die für Anleger kurzfristig am verlockendsten sind* – nicht einmal die einfache Strategie übertreffen, in den S&P 500 Index zu investieren. Auch liefert das Buch Belege, die der wissenschaftlichen Theorie widersprechen, Aktienkurse würden einem „Random Walk“ folgen.

Der Aktienmarkt bewegt sich nicht ohne Sinn und Verstand, sondern belohnt systematisch bestimmte Anlagestrategien, während er andere abstrafte. Die Langzeitrenditen von „What Works on Wall Street“ belegen, dass langfristige Börsenrenditen nichts Zufälliges an sich haben. Anleger können *viel bessere* Ergebnisse als der Markt erzielen, wenn sie konsequent bewährte Strategien einsetzen, die auf vernünftigen, rationalen Methoden der Aktienausswahl basieren.

ENTSCHEIDEND IST DIE DISZIPLIN

„What Works on Wall Street“ zeigt auf, dass die einzige Möglichkeit, den Markt auf lange Sicht zu schlagen, darin besteht, vernünftige Anlagestrategien konsequent umzusetzen. 70 Prozent der Investmentfonds, über die Morningstar berichtet, gelingt es in fast allen 10-Jahres-Zeiträumen nicht, den S&P 500 zu übertreffen, weil es ihren Managern an der Disziplin fehlt, sich durch dick und dünn an eine bestimmte Strategie zu halten. Diese mangelnde Disziplin macht die langfristige Performance zunichte.

HIGHLIGHTS

Nachdem Anleger „What Works on Wall Street“ gelesen haben, werden sie Folgendes wissen:

- Die meisten Small-Cap-Strategien verdanken ihre überlegenen Renditen Micro-Cap-Aktien mit Marktkapitalisierungen unter 25 Millionen Dollar. Diese Aktien sind für fast alle Anleger zu klein, um sie *tatsächlich zu kaufen*; ihre auf dem Papier stehenden Renditen sind also illusionär. Deshalb behandeln wir nur Aktien, die so viel Liquidität und Kapitalisierung aufweisen, dass man sie kaufen kann, ohne den Markt stark zu beeinflussen.
- Die Aktien mit der schlechtesten Kursdynamik haben eine schreckliche langfristige Performance; solche Aktien laufen nur im ersten Jahr nach einer schweren Baisse (minus 40 Prozent oder mehr) gut, in dem bislang immer „Junk“-Rallys stattgefunden haben.
- Einzelne Value-Faktoren bringen sehr viel höhere Renditen und übertreffen die Indizes weit besser als reine Growth-Faktoren. Die einzige Ausnahme davon ist das Kursmomentum, und selbst das sollte man stets in Verbindung mit einer Value-Einschränkung einsetzen.
- Wenn man mehrere Value-Faktoren zu einem zusammengesetzten Value-Faktor kombiniert, bringt er höhere und beständigere Renditen als einzelne Value-Faktoren für sich genommen.
- Buchhalterische Kennzahlen wie Kurszuwächse, Kapitalumschlag, externe Finanzierung und die prozentuale Veränderung der Verschuldung liefern entscheidende Erkenntnisse darüber, welche Aktien Gewinne von höherer Qualität erzielen. Das schlägt sich unmittelbar in der besseren Performance von Aktien mit Gewinnen höherer Qualität und in viel geringeren Renditen von Aktien mit Gewinnen minderer Qualität nieder. Tatsächlich haben wir

festgestellt, dass die gemeinsame Verwendung mehrerer buchhalterischer Kennzahlen – Gesamtwachstums der Bilanzsumme, prozentuale Veränderung des Netto-Umlaufvermögens, Gesamtwachstums des durchschnittlichen Vermögens und Abschreibungsquote des Kapitalaufwands – die Qualität der Aktien, auf die man sich konzentriert, ebenso dramatisch verbessert wie die Rendite.

- Die beiden am wenigsten riskanten Sektoren – Hersteller von Basiskonsumgütern und Versorgungsunternehmen – können gleichwohl ausgezeichnete Renditen bei geringem Risiko bieten, wenn man sich auf zusammengesetzte Value-Faktoren und auf die Aktionärsrendite konzentriert. In Kapitel 24 finden Sie ein Portfolio mit 50 Aktien aus diesen beiden konservativen Sektoren, dessen Rendite trotzdem den Markt schlägt, und das bei viel geringerem Risiko als der Gesamtmarkt.
- Der Sektor mit der schlechtesten Performance – über den gesamten Zeitraum unserer Untersuchung im Schnitt 7,29 Prozent kumulierte Jahresrendite – gehört gleichzeitig zu den beliebtesten: Informationstechnologie.
- Es gibt mehrere Strategien mit Large-Cap-Aktien, die bei geringerem Risiko durchgängig den Markt übertreffen.
- Die aktuellen Lieblinge der Wall Street mit den höchsten Bewertungen zu kaufen gehört zu den schlechtesten Entscheidungen, die man treffen kann.
- Eine einfache Strategie zum Kauf der 25 Aktien mit der besten Performance gemäß dem 6-Monats-Momentum aus den oberen zehn Prozent eines unserer zusammengesetzten Value-Faktors brachte seit 1963 mehr als 20 Prozent jährlich bei geringerem Risiko als das All-Stocks-Universum ein.
- Ein sicherer Weg zum Erfolg für langfristige Anleger besteht darin, einen praktikablen Investmentplan zu finden und ungeachtet der aktuellen Marktbedingungen umzusetzen.