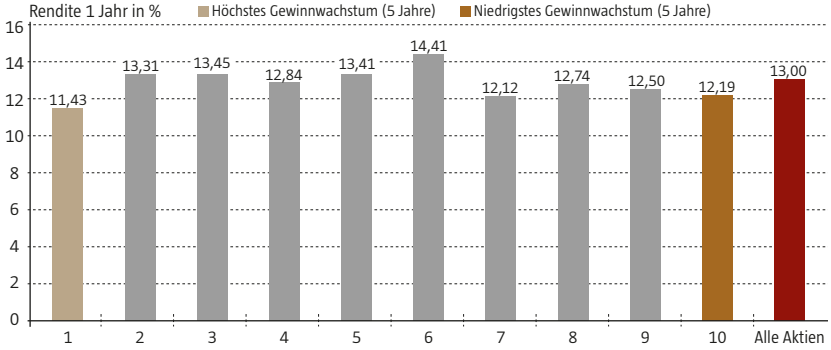
Die Königin der Kennzahlen

Weder am Gewinnwachstum noch an der Eigenkapitalrendite lässt sich ablesen, ob eine Aktie steigen wird. Der zuverlässigste Indikator ist das **Kurs-Umsatz-Verhältnis**

Momentumstrategien kommen in der Welt der Value-Investoren eigentlich nicht vor. Der Grund ist einleuchtend: Lässt das Momentum nach, lassen Investoren ihre einstigen Favoriten fallen wie heiße Kartoffeln. So stiegen Ende der 90er-Jahre viele Aktien am Neuen Markt teilweise um mehrere Hundert Prozent, obwohl die zugehörigen Unternehmen keine Gewinne erwirtschafteten und fundamental offensichtlich überbewertet waren. Es hat lange gedauert, bis diese Überbewertung korrigiert wurde. Dies geschah dafür im Crash zwischen 2000 und 2003 umso heftiger.

Auch beim Stichwort Wachstum wenden sich Value-Anhänger meist ab. Zu Recht, wenn man der Fachliteratur Glauben schenken darf. Richard Tortoriello, Autor des Buchs „Quantitative Strategies for Achieving Alpha“, untersuchte 2000 US-Aktien ab einem Börsenwert von 500 Millionen US-Dollar im Zeitraum von 1987 bis 2006 daraufhin, was ihre Kurse in den vorangegangenen zwölf Monaten am meisten bewegt hatte. Das Ergebnis klingt zunächst nicht überraschend: Firmen, deren Gewinne in den zurückliegenden zwölf Monaten stark gestiegen waren, schnitten in diesem Zeitraum auch an der Börse am besten ab. Die Aktien mit dem höchsten Gewinnwachstum haben im Schnitt jedes Jahr etwa 20 Prozent mehr als der Marktdurchschnitt erzielt.



Überschätztes Gewinnwachstum: Obwohl das Gewinnwachstum der letzten fünf Jahre einer der größten Antriebe für Kursgewinne ist, hat dies wenig Aussagekraft für die Zukunft. Aktien mit hohem Gewinnwachstum (links das 1. Dezil) schneiden im nächsten Jahr nicht besser ab als Aktien mit niedrigem Gewinnwachstum (rechts letztes Dezil). Roter Balken ganz rechts: alle Aktien im Durchschnitt.

QUELLE: URBAN-STOCKS.COM MIT FREUNDLICHER GENEHMIGUNG VON J. P. O'SHAUGHNESSY

Unnützes Wissen

Die Frage ist nur: Welchen Nutzen kann man als Investor aus diesem Wissen ziehen? Laut Tortoriello keinen. Im zweiten Schritt untersuchte er die Aussagekraft des Gewinnwachstums für die Zukunft. Was passiert, wenn wir die Aktien mit dem höchsten Gewinnwachstum der zurückliegenden fünf Jahre kaufen und sie anschließend ein Jahr halten?

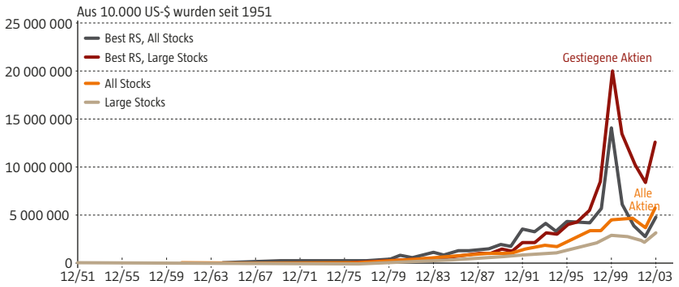
Das Ergebnis ist ernüchternd: Aktien, die in der Vergangenheit ein hohes Gewinnwachstum hatten, schneiden in den nächsten zwölf Monaten sogar leicht schwächer ab als der Marktdurchschnitt! Tortoriellos Erklärung: Von Aktien, bei denen man sich an Gewinnwachstum gewöhnt hat, wird für die Zukunft viel erwartet. Das meiste davon ist im Kurs schon eingepreist.

Diejenigen Aktien, die wegen hoher Gewinnsteigerungen besonders gut abschneiden, tun dies offenbar wegen des nicht prognostizierbaren Effekts der positiven Überraschungen. Mit anderen Worten: Der Markt hat nicht erwartet, dass das Unternehmen den Gewinn so stark würde steigern können. Umgekehrt kommt es bei Unternehmen, die in der Vergangenheit durch hohe Ergebnissteigerungen auffielen, oft zu Enttäuschungen und Kursverlusten, wenn sie das hohe Wachstumstempo nicht halten können.

Wenn es also das Gewinnwachstum nicht ist – welche vorab messbaren Faktoren haben dann die größte Vorhersagekraft für die Zukunft der Aktie? Neben Tortoriello gibt es einen Autor, der noch mehr Daten über einen deutlich längeren Zeitraum ausgewertet hat. James Patrick O'Shaughnessy hat für seinen Klassiker „Die besten Anlagestrategien aller Zeiten“ („What works on Wall Street“) mehr als 10 000 US-Aktien seit Anfang der 50er-Jahre untersucht.

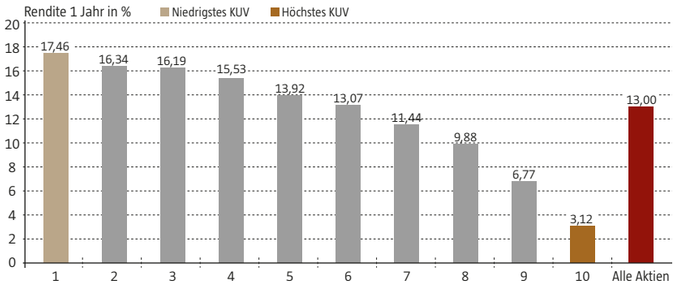
Die Backtesting-Falle

Die Besonderheit: O'Shaughnessy betrachtet in seinem Buch immer alle Aktien seines Universums. Insbesondere berücksichtigt er in seinen Tests auch diejenigen, die aufgrund von Pleiten, Übernahmen oder ähnlichem vom Kurszettel verschwunden sind. Solche Aktien einzubeziehen, ist für die Aussagekraft von Backtests entscheidend, da man ansonsten geschönte Ergebnisse erhält.
Das erklärt sich durch das Stichwort „Survivorship Bias“. Testet man →



Momentum nicht verteufeln: Gestiegene Aktien (Best RS = Best Relative Strength) klettern oft weiter. Die Gewinner der zurückliegenden zwölf Monate schlagen den Marktdurchschnitt in den nächsten zwölf Monaten um Längen, neigen aber auch zu starken Rückgängen (etwa in der Baisse der Jahre 2000 bis 2003) – mit klarem Vorteil bei Large Stocks.

QUELLE: URBAN-STOCKS.COM MIT FREUNDLICHER GENEHMIGUNG VON J.P. O'SHAUGHNESSY



Zahl der Könige: Aktien mit niedrigem Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV; ganz links das 1. Dezil) liefern in den nächsten zwölf Monaten mehr Rendite als der Marktdurchschnitt (roter Balken ganz rechts) und extrem viel mehr als Aktien mit hohen KUVs (rechts das letzte Dezil). Roter Balken: alle Aktien im Durchschnitt.

QUELLE: URBAN-STOCKS.COM MIT FREUNDLICHER GENEHMIGUNG VON J.P. O'SHAUGHNESSY

eine Handelsregel etwa nur mit dem Universum der jetzigen 30 DAX-Werte, wird immer ein unrealistisch gutes Ergebnis herauskommen. Die 30 Aktien, die es in den DAX geschafft haben, waren meistens in der Vergangenheit erfolgreicher als der Marktdurchschnitt – sonst wäre der Aufstieg nicht geglückt – oder sie wären irgendwann aus dem Index ausgeschieden. Ein noch drastischeres Beispiel liefert der US-amerikanische Technologie-Index Nasdaq 100: Von den 100 Aktien werden jedes Jahr etwa 15 durch neue ersetzt. Von den 100 Aktien, die 1995 den Index bildeten, sind heute nur noch zehn dabei. Wenn man also einen Backtest mit dem Nasdaq 100 durchführt, sollte man nicht nur die 100 Aktien nehmen, die jetzt gerade im Index sind. Das Ignorieren der Fluktuation in den Indizes ist im Übrigen ein Grund, warum viele neue Finanzprodukte trotz beeindruckender Backtestings nicht die versprochene Rendite liefern.
O'Shaughnessy machte sich also die Mühe, alle Aktien seines Universums auf die wichtigsten technischen und fundamentalen Kennzahlen hin abzuklopfen, auch die vergessenen. Dabei wertete er immer einen Zeitraum von zwölf vergangenen Monaten aus und betrachtete dann, wie sich die dadurch ausgewählten Aktien in den zwölf Monaten danach entwickelten.
Teil 1 seines Gesamtfazits wird Value-Investoren nicht zu Begeisterungsstürmen hinreißen: Gewinner bleiben Gewinner und Verlierer bleiben Verlierer. Aktien, die im zurückliegenden Jahr gestiegen sind, haben eine höhere Wahrscheinlichkeit als der Marktdurchschnitt, auch im nächsten Jahr weiter zu steigen. Demnach ist das Momentum (in diesem Fall die Preisstärke im zurückliegenden Jahr) einer der besten Indikatoren für die Preisstärke des kommenden Jahres.
Leitet man daraus eine Strategie ab, stößt man allerdings schnell an die Grenzen dieser Methode: Eine Schwierigkeit bei dieser rein kurstechnischen Betrachtung sind die hohen Schwankungen der Erträge. O'Shaughnessy hat in seinem Buch insbesondere die Phase dokumentiert, als die zuvor favorisierten Aktien in der Baisse der Jahre 2000 bis 2003 besonders stark einbrachen. Auch die Kurse der Gewinneraktien der Vorjahre wurden damals teilweise pulverisiert. Seine Folgerung lautet deshalb: Momentum funktioniert, aber es ist, falls es alleine angewandt wird, sehr riskant.

Charmante Begleitung

Teil 2 seiner Erkenntnis wird Value-Anhänger wieder versöhnen: Das Momentum braucht eine fundamentale Kennzahl als Begleiter, um das Chance-Risiko-Verhältnis zu verbessern und stärkere Rückgänge abzubremsen. Nur: Welcher Begleiter ist der richtige? O'Shaughnessy fand heraus, dass das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) bessere Ergebnisse liefert als die häufiger verwendeten und daher gebräuchlicheren Kennzahlen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCV), Dividendenrendite und Eigenkapitalrendite. Er bezeichnet das Kurs-Umsatz-Verhältnis daher als die „Königin aller fundamentalen Kennzahlen".

Die Aktien mit den niedrigsten KUVs lieferten in den darauf folgenden zwölf Monaten durchschnittlich 17 Prozent Rendite. Das sind etwa vier Prozentpunkte pro Jahr mehr als der Marktdurchschnitt. Nur drei Prozent Rendite – und damit zehn Prozentpunkte weniger als der Marktdurchschnitt – liefern hingegen Aktien mit hohen KUVs. Es gilt also als Faustregel: je niedriger das KUV, desto preiswerter die Aktie und desto höher langfristig die Rendite.
O'Shaughnessy schreibt, dass das KUV über viele Jahrzehnte am konstantesten von allen getesteten Kennzahlen funktioniert und im Schnitt die höchsten Erträge liefert.
Jede noch so erfolgreiche Regel hat aber an der Börse auch Ausnahmen. O'Shaughnessy nennt eine längere Phase in den 60er-Jahren, in denen die Mehrheit der Fondsmanager vom Wunsch nach extrem hoher Performance besessen war und dabei die Risiken der hohen KUV jahrelang außer Acht ließ (ähnlich wie 1999). In dieser Phase haben Aktien mit niedrigen KUVs schwächer abgeschnitten als der Gesamtmarkt. Solche Übertreibungsphasen gibt es an der Börse immer wieder – es soll aber die Bedeutung der fundamentalen Kennzahlen nicht schmälern. Langfristig wirke der Markt wie eine Waage, die Ungleichgewichte ausgleiche, lehrte bereits Benjamin Graham, der Erfinder der Fundamentalanalyse.

Schwierig zu manipulieren

Warum aber ist das Kurs-Umsatz-Verhältnis eine so gute Kennzahl? Die Antwort ist ebenso simpel wie einleuchtend. Der Umsatz ist einfach messbar und daher transparenter als viele andere fundamentale Kennzahlen. Er wird in der Regel in jedem Quartalsbericht angegeben. Insbesondere kann bei den Umsätzen mittels kreativer Buchführung nicht so leicht getrickst werden wie bei den Gewinnen!
Die Quintessenz aus O'Shaughnessys Methode also lautet: Eine Aktie, die gleichzeitig auf Sicht von zwölf Monaten stark gestiegen und dabei noch mit einem niedrigen Kurs-Umsatz-Verhältnis bewertet ist, hat gute Aussichten auf Kursgewinne in den kommenden zwölf Monaten.
Man muss nicht unbedingt Value-Investor sein, um das suspekt zu finden. Die Aussage widerspricht insgesamt der menschlichen Intuition. In der Einkaufswelt suchen wir nach Qualität zu reduzierten Preisen. An der Börse kann das aber der falsche Weg sein. Wer nur auf Verliererlisten nach Kaufgelegenheiten sucht, muss sehr tief graben und großes Vertrauen in die eigenen analytischen Fähigkeiten haben. Denn O'Shaughnessy zeigt: Aktien, die im zurückliegenden Jahr billiger wurden, werden meist noch billiger, teilweise gehen die Unternehmen sogar irgendwann pleite.

„Auf kurze Sicht ist der Markt eine Wählmaschine, getrieben durch Trends und Emotionen – auf lange Sicht ist er eine Abwiegemaschine, die Ungleichgewichte ausgleicht."

Benjamin Graham,
„The Intelligent Investor"

Wer ohne Scheuklappen an die Sache herangeht und eine einfache Strategie sucht, die mit nur zwei Kennzahlen auskommt, findet in der Methode von O'Shaughnessy eine praktikable Alternative zur „Magic Formula" von Joel Greenblatt (er verwendete mit der Gewinnrendite und der Gesamtkapitalrendite zwei fundamentale Kennzahlen). Den Reiz der O'Shaughnessy-Methode macht die Tatsache aus, dass eine Aktie, die ein Jahr lang gestiegen ist, meist kein niedriges KUV mehr hat. Doch die Suche nach den wenigen Ausnahmen lohnt.
Was den Momentumwert angeht, bezieht sich O'Shaughnessy aus Praktikabilitätsgründen auf ein Jahr; die Literatur lässt auch Werte in einer Spanne von drei bis sechs Monaten zu. Unter den gefundenen Kandidaten sollten diejenigen Aktien ausgefiltert werden, die hohe (und am besten zugleich stetige) Kursanstiege hatten. Dabei empfiehlt es sich, nur Aktien mit einem Börsenwert ab 300 Millionen Euro oder 350 Millionen Dollar zu berücksichtigen, denn größere Unternehmen weisen in der Regel stabilere Trends auf. Gehört ein so ausgefilterter Kandidat auch noch zu den zehn Prozent der Aktien mit dem niedrigsten Kurs-Umsatz-Verhältnis, lohnt eine tiefer gehende Analyse.
Bei zu wenigen Treffern – was am deutschen Markt wahrscheinlich ist – kann das letztgenannte Kriterium eventuell auf ein Kurs-Umsatz-Verhältnis unter eins ausgedehnt werden – auch bei dieser Interpretation werden nicht allzu viele Werte übrig bleiben.
Aus dem kompletten deutschen Markt würde – je nachdem, wie streng die angelegten Kriterien sind – ein Portfolio von zehn bis 20 Aktien übrig bleiben, die trotz eines bereits erheblichen Kursanstiegs noch günstig bewertet sind. In aller Regel handelt es sich dabei um Unternehmen, die im Wert gestiegen sind, weil sich ihre Umsätze unerwartet stark vermehrt haben. Sprich: Das Geschäft läuft gut.

Urban Jäkle