

Beweglichkeit ist Trumpf

Auch systematische Aktienselektionsmodelle erfordern Anpassungsfähigkeit

von Till Chr. Budelmann, Berenberg Bank (Schweiz) AG

Der Nutzen der fundamentalen und der technischen Aktienanalyse hängt jeweils stark von den aktuellen Marktverhältnissen ab. Die Fachwelt ist geteilter Meinung, ob und wenn ja, wie die beiden Stile kombiniert werden sollten. Wer die Vorteile beider Ansätze nutzen will, muss dafür sorgen, dass zur gegebenen Zeit die jeweils passende Analyseart den Ton angibt. Selektionssysteme, welche über diese Anpassungsfähigkeit nicht verfügen, scheitern am Wandel der Umwelt.

Die zentrale Entscheidung, wann welche Analyseart bevorzugt werden sollte, kann aus verhaltensökonomischer Perspektive nicht einem Menschen überlassen werden. Der Mensch ist kein Homo Oeconomicus, welcher stets rational seinen Nutzen maximiert. Die Informationswahrnehmung ist die Basis aller Probleme. Es besteht stets die Gefahr, dass aus den vorhandenen Informationen nur diejenigen Quellen herangezogen werden, die bezüglich der eigenen Vorstellung als wichtig erscheinen. Zu oft hält der Mensch trotz klarer Fehlindikation an getroffenen Entscheidungen fest. Negativmeldungen werden entkräftet, bevorzugt werden diejenigen Meldungen herangezogen, welche die ursprünglich getroffene Entscheidung stützen. Das Eingestehen einer Fehlentscheidung würde in der menschlichen Wahrnehmung als Schwäche gewertet werden.

Um dieses Phänomen zu entkräften, nutzt die Berenberg Bank ein systematisches Aktienselektionsinstrument. Die Vorgehensweise besteht darin, aus einer Gruppe von Aktien (bzw. Sektoren) anhand quantitativer Kriterien ein Portfolio von Titeln (bzw. eine bestimmte Sektorgewichtung) zu

bestimmen. Der Ansatz wagt dabei keine punktgenauen Prognosen für Einzelpositionen; es geht vielmehr darum, unter den gegebenen Marktbedingungen die relative Qualität eines Portfolios bzw. eines Sektors im Vergleich zu Alternativen zu bestimmen. Diese Vorgehensweise findet seit dem Jahr 2004 für alle Märkte weltweit Einsatz.

Gewährleistung der Anpassungsfähigkeit durch Knockout-Kunstgriff

Keine ökonomische Prognosetechnik kann das Unvorhersehbare prognostizierbar machen. Die Unmöglichkeit, alle das weite Feld der Aktienselektion betreffenden Ungewissheiten in einer geschlossenen Modell-Architektur zu berücksichtigen, ist nicht zu leugnen. Ein Selektionssystem muss jedoch in der Lage sein, sich zumindest den ständig wechselnden Marktphasen grob anpassen zu können. Jede Börsenphase verlangt eine andere faktorbezogene Schwerpunktsetzung. Erweist sich ein System als zu starr, wird es unumgänglich am Wandel der Umwelt scheitern. Um die Anpassungsfähigkeit des vorgestellten Ansatzes zu gewährleisten, wurden zwei Kategorien des Modells mit einem sog. Knockout-Charakter ausgestattet: Die fundamentale Bewertung und die technische Risiko-Beurteilung. Durch diesen Kunstgriff gehen fundamentale und technische Aktienanalyse eine symbiotische Beziehung ein: Je nach Marktlage dominiert entweder die fundamentale oder die technische Modell-Seite.

Die fundamentale Bewertung: Langfristig wertvoll, in Krisenzeiten aber zu träge

Diejenigen Titel, welche das Modell als fundamental überbewertet identifiziert, werden

aus dem Portfolio gestrichen (bzw. haben keine Chance, in das Portfolio neu aufgenommen zu werden) - unabhängig davon, welche Ergebnisse diese Titel in den jeweils anderen Kategorien aufweisen. Im Rahmen des Modells wird die strenge Informationseffizienz der internationalen Kapitalmärkte angezweifelt. Ein langfristig orientierter Anleger kann dies zu seinem Vorteil nutzen. Die fundamentale Bewertung ist der Versuch, den inneren Wert bestimmter Titel unter Verwendung allgemein verfügbarer branchen- und unternehmensbezogener Daten zu berechnen. In den Bullenjahren 2004 bis Mitte 2007 bildete das fundamentale Gesamturteil das entscheidende Kriterium bei der Aktienauswahl bzw. Sektorgewichtung. Die wichtigste Frage in diesen Jahren war, ob die prognostizierten Unternehmensgewinne mit den Kurssteigerungen mitwachsen oder nicht. Blieb die ausgewählte Aktie trotz stetig steigender Kurse also billig, oder kippte irgendwann das fundamentale Urteil von unterbewertet auf überbewertet? Ein gutes Beispiel für Ersteres war die fulminante Wertentwicklung des ehemaligen Portfolio-Dauerbrenners Caterpillar in den Jahren 2005 bis 2007. Diese Art der Analyse erweist sich allerdings dann als ausgesprochen träge, wenn sich die Umwelt schlagartig ändert. Dieser potenziellen Gefahr sollte man sich stets bewusst sein. Wie die Vergangenheit lehrt, können Börsenkurse eben vorübergehend nicht nachvollziehbare Abweichungen zum jeweiligen inneren Wert einer Aktie aufweisen. Man muss also genau wissen, wann die Stunde der fundamentalen Aktienanalyse schlägt. Und wann eben nicht.

Die technische Bewertung: Ohne direkten Unternehmensbezug, aber reaktionsschnell

Der jüngste Bruch erfolgte mit dem Einsetzen der Finanzkrise im Sommer 2007. Das Marktumfeld änderte sich urplötzlich, die Volatilität an den Aktienmärkten explodierte und es kam quasi über Nacht zu einem Wechsel der Investmentstile. Die fundamentale Bewertung mit seiner naturgemäß begrenzten Reaktionsgeschwindigkeit büsste schnell an Bedeutung ein. Nun gewann schlagartig die technische Seite des Modells an Bedeutung. Seitdem steht das technische Knockout-Kriterium im Vordergrund und übersteuert die

restliche Analyse: Jeder Titel, welchen das Modell als mit einem zu hohen Risiko behaftet identifiziert, werden verkauft (bzw. werden nicht in das Portfolio neu aufgenommen). Bei der Auswahl wird somit berücksichtigt, dass die Kurse an den internationalen Aktienmärkten nicht nur von rational handelnden Investoren bestimmt werden, sondern ebenso irrationale Stimmungen reflektieren, die einer exakten fundamentalen Einzelanalyse unzugänglich sind. Diese finden letztlich ihren konkreten quantitativen Ausdruck in den Börsenkursen. Diese gilt es auszuwerten. Die technische Risiko-Analyse erstellt dabei eine Diagnose darüber, welcher Zusammenhang besteht, ob sich dieser fortsetzt oder ob sich eine Umkehr ankündigt. Besonderes Augenmerk liegt auf der Kursentwicklung der untersuchten Aktien in Abwärtsphasen und der Sensitivität, mit der ein Titel auf unternehmensspezifische schlechte Nachrichten reagiert. Diese Risiko-Regel zahlte sich bisher v.a. bezüglich des US-Finanzsektors aus: Seit Beginn der Bankenkrise wies das US-Portfolio des vorgestellten Ansatzes keinen einzigen Finanztitel auf. Im Gegenzug lag der Investment-Schwerpunkt in dieser Phase auf eher krisenresistenten Titeln wie Johnson & Johnson und McDonald's.

Kontinuierliche Outperformance durch die Umgehung von Rationalitätsfallen

Die eingangs dargestellten Problemfelder beeinträchtigen ein schlüssiges Aktienmodell nicht. Dieses ist daher nicht in der Gefahr, eine psychologische Bindung zur getroffenen Investitionsentscheidung einzugehen, welche einer objektiv-rationalen Investmententscheidung im Wege stehen würde. Durch ein striktes Regelwerk entgehen quantitative Ansätze somit den von der Verhaltensökonomik entdeckten Rationalitätsfallen; sie binden sich vielmehr an die fundamentalen Wahrheiten der Zahlenwelt. Bezüglich des vorgestellten Ansatzes besteht der Anspruch, dass der Mix aus fundamentaler und technischer Analyse mittelfristig für bessere Rendite-Risiko-Ergebnisse sorgt als der Gesamtmarkt. In den ersten knapp 5 Jahren seit Auflegung konnte der Ansatz diesem Anspruch stets gerecht werden.