

Kontinuierliche Outperformance in unterschiedlichsten Börsenphasen durch systematische Aktienselektion



*Von Till Christian Budelmann
Fund Management
Berenberg Bank (Schweiz) AG, Zürich*

Fast jeder Anleger kennt das Problem: Man kauft die Aktie eines Unternehmens und kurz darauf überrascht das Unternehmen den Markt (und damit auch den frisch gebackenen Anteils-

eigner) mit einer negativen Meldung, worauf der Wert der besagten Aktie erheblich nachgibt. Nun steht der Investor vor einer schwierigen Frage: Soll er die Aktie verkaufen oder nicht? Um diese Frage zu beantworten, muss der Investor nun objektiv beurteilen können, ob der stattgefunden Kursrutsch in bezug auf die verminderte Ertrags-

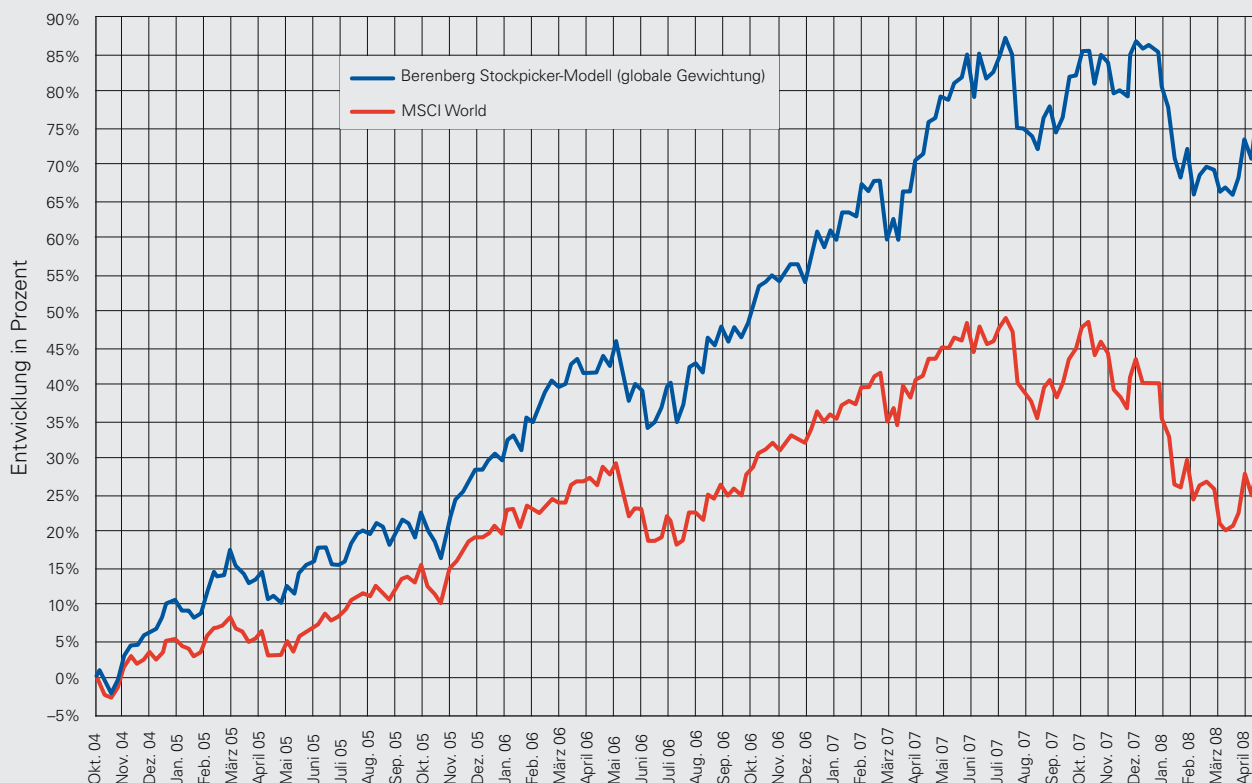
kraft des Unternehmens gerechtfertigt, übertrieben oder vielleicht sogar untertrieben war. Der Verfasser dieses Artikels ist der Auffassung, dass ein einzelner Mensch nur sehr bedingt in der Lage ist, eine solche Abwägung korrekt vornehmen zu können.

Die Basis aller Entscheidungsprobleme ist die Informationswahrnehmung. Es besteht stets die Gefahr, dass sich der Anleger aus den zahlreich vorhandenen Informationen nur diejenigen Quellen heranzieht, die bezüglich der eigenen Vorstellungen und Empfindungen als wichtig erscheinen (Problemfeld «unbewusste selektive Wahrnehmung»). Zu oft halten Investoren zudem trotz klarer Fehlindikation an getroffenen Entscheidungen fest. Negativmeldungen werden entkräftet, bevorzugt werden diejenigen Meldungen herangezogen, welche die ursprünglich getroffene Entscheidung stützen. Der Marktteilnehmer hält somit zu lange an seiner Entscheidung fest, da er durch das Eingestehen einer Fehlentscheidung Schwäche zeigen würde (Problemfeld «kognitive Dissonanz»). Es ist zu beobachten, dass Investoren sich oftmals sehr schwer tun, Verluste zu realisieren. Die nicht realisierten Verluste werden als Kosten der Entscheidung angesehen, wobei das Zurücknehmen der Entscheidung einer sinnlosen Ausgabe gleichkommt (Problemfeld «Dispositionseffekt»).

Noch brisanter wird der erwähnte Fall, wenn der Kundenberater in die Pflicht genommen wird, dem Investor die mögliche Verkaufsentscheidung abzunehmen («idealerweise» hat er dem Kunden auch kurz vorher zum Kauf der Aktie geraten). Folgende Fragen spuken im Kopf des Kundenberaters herum und erschweren einen stringenten Abwägungsprozess: Kann ich dem Kunden bereits nach wenigen Tagen schon wieder zum Verkauf der Aktie raten und ihn damit nötigen, den Verlust unwiderruflich zu realisieren?

Das Berenberg Stockpicker-Modell und der Vergleichsindex

Globale Gewichtung; Performance 4.10.2004 – 24.4.2008: absolut: 78,22% / relativ: 49,34%



Ist die Aktie nicht vielleicht doch mehr wert, als es das aktuelle Kursniveau widerspiegelt? Wie stehe ich als Berater vor dem Kunden da, wenn der Kurs der Aktie nach einem möglichen Verkauf wieder anzieht?

In einem kurzen Zwischenfazit können wir also festhalten, dass private Investoren und selbst professionelle Banker tendenziell dazu neigen, ihre Anlageentscheidungen zu einem wesentlichen Teil aus dem Bauch heraus zu treffen. Die meisten Börsenbeteiligten handeln somit unsystematisch; ihr Analyse- und Investitionsverhalten muss man der Tendenz nach als irrational bezeichnen – und genau darum erzielen sie auch so oft unzufriedenstellende Ergebnisse.

Diese Beschreibung der Anlagewelt ist natürlich etwas überspitzt formuliert. Und gerade bei der Berenberg Bank (Schweiz) AG («Berenberg») weiss man natürlich aus eigener Erfahrung um die theoretisch mögliche Qualität einer objektiven Kundenberatung (wurde doch die Kundenbetreuung sowohl des Hamburger Mutterhauses als auch der Berenberg Bank (Schweiz) AG mehrfach für ihre exzel-

lente Arbeit ausgezeichnet). Bei der Betrachtung der durchschnittlichen Qualität in der Finanzindustrie muss man allerdings feststellen, dass die obige Skizzierung nicht jeglicher Grundlage entbehrt. Und auch bezüglich des durchschnittlichen Privatinvestors scheint die angelegte Skizze nicht weit von der Wirklichkeit entfernt zu sein. Unter anderem auch aufgrund dieser Zusammenhänge hat sich Berenberg für einen weniger emotionalen und mehr systematischen Weg bei der Auswahl von Wertpapieren entschieden.

Fingerspitzengefühl auf der einen Seite, Emotionslosigkeit auf der anderen Seite

So sehr man sich bei Berenberg bei «weichen» Themen wie der Mitarbeiterauswahl oder der Pflege der Unternehmenskultur auch auf Bauch- und Fingerspitzengefühl verlässt, so kompromisslos setzt das Haus bei der Auswahl unter Anlagealternativen auf systematische Selektionsprozesse.

Automatisierte Disziplin steht dabei jeweils im Mittelpunkt. Anlageentscheidungen müssen stets frei von Emotionen, Personen und Bankinter-

sen sein. Dieses Ziel wird in jedem Teilbereich durch Rückgriff auf quantitative Modelle angestrebt. Das beste Beispiel für diese Vorgehensweise ist dabei die Aktienausswahl, welche auf dem hauseigenen Aktienselektionsinstrument, dem sogenannten «Stockpicker-Modell», basiert.

Der Ansatz des Stockpicker-Modells besteht darin, aus einer Gruppe von Aktien (z.B. aus einem Index) anhand rein quantitativer Kriterien eine kleinere Gruppe von Titeln (insgesamt zumeist ein gutes Fünftel des originären Aktienkorbs) herauszufiltern, die fundamental unterbewertet erscheinen, in der Vergangenheit eine gewisse Resistenz in fallenden Marktphasen bewiesen haben und sich in einem günstigen Trendumfeld bewegen. Der verfolgte Ansatz ist demnach also eine Art Symbiose von fundamentaler und technischer Aktienanalyse. Der Anlageprozess folgt dabei einem lupenreinen Automatismus. Das Modell wird seit Anfang Oktober 2004 in den Märkten Deutschland, Gesamteuropa, USA und Asien eingesetzt. Seit Jahresbeginn 2006 liefert das Modell auch Ergebnisse speziell für den Schweizer Markt.

Durch EDV-Unterstützung können grosse Datenmengen verglichen und analysiert werden, um systematische Zusammenhänge aufspüren zu können, welche natürlich stets der ökonomischen Vernunft folgen müssen. Dabei wagt das Modell keine punktgenauen Prognosen für einzelne Aktien; es geht vielmehr darum, unter den gegebenen Marktbedingungen die relative Qualität einer Aktie bzw. eines Aktienkorbs im Vergleich zu Alternativen zu bestimmen.

Wie inzwischen durch viele empirische Untersuchungen belegt wurde, schneidet die überwiegende Anzahl der Investmentansätze der unterschiedlichen Fonds und Vermögensverwaltungen regelmässig schlechter ab als ihre jeweiligen Vergleichsindizes. Berenberg hat bezüglich der Stockpicker-Auswahl allerdings den ambitionierten Anspruch formuliert, dass jedes Aktienportfolio eines Kunden (das Modell liegt auch als Fondslösung vor) mittelfristig eine bessere Performance erzielen sollte als der zugrundeliegende Index, ohne dabei ein grösseres Portfoliorisiko aufzuweisen.

Diesen relativen Charakter des Stockpicker-Ansatzes gilt es ausdrücklich zu betonen. Der Investitionsgrad beträgt stets 100%; solange das jeweilige Stockpicker-Portfolio also mittelfristig besser (in schlechten Börsenjahren kann das auch weniger schlecht heissen) abschneidet als der Referenzindex, wird der Auftrag ans Modell als erfüllt angesehen. Aufgrund des (per definitionem) stets voll ausgeschöpften Investitionsrahmens hat die grundsätzliche Allokationsentscheidung bezüglich der Assetklasse Aktien auf einer anderen Ebene (Investor, Berater, Vermögensverwaltung) zu erfolgen.

Fakten zählen – nicht Meinungen

Um den Ursachen für die Überlegenheit systematischer Anlageinstrumente im allgemeinen und dem Stockpicker-Modell im besonderen auf den Grund zu gehen, müssen zunächst die Begrifflichkeiten geklärt sein. Oftmals werden quantitative Aktienselektionsmodelle mit reiner Markttechnik assoziiert oder sogar mit strikter Trendfolge gleichgesetzt. Dies zumeist von Protagonisten der sogenannten «klassi-

schen, fundamentalen Aktienanalyse». Diese Gegenüberstellung von quantitativen Ansätzen auf der einen Seite und fundamentaler Aktienanalyse auf der anderen Seite wird zwar oft angestellt, macht aber keinen Sinn: Quantitative Systeme wie das Stockpicker-Modell befassen sich zumeist viel genauer mit der fundamentalen Unternehmenslage als die klassischen Fundamentalanalysen. Diese orientieren sich zwar auch an den Fundamentaldaten, nehmen sich dann aber doch viel Freiheit bei der Interpretation dieser Daten. Und einer der Hauptgründe für den Erfolg der guten quantitativen Ansätze liegt eben genau darin begründet, dass sich die Manager keinen diskretionären Spielraum geben, in die bekannten – von der Wissenschaft inzwischen entdeckten – Rationalitätsfallen zu treten.

Die eingangs umrissenen drei Problemfelder betreffen ein quantitatives System nicht. Ein schlüssiges Aktienmodell ist offensichtlich nicht in der Gefahr, eine psychologische Bindung zur getroffenen Investitionsentscheidung einzugehen, die einer objektiven rationalen Investmententscheidung im Wege stehen muss. Ferner ist zu beobachten, dass sich die Einzelaktien-ergebnisse des Modells in einem entscheidenden Punkt von den Resultaten eines bauchgetriebenen Investors unterscheiden: Wie oben bereits angedeutet, weisen Investoren tendenziell eine Entscheidungsanomalie auf, die als das zu schnelle Realisieren von Gewinnen und zu lange Halten von Verlusten definiert werden kann. Wie in den einleitenden Absätzen bereits angedeutet, tut sich der Investor oftmals schwer, Verluste zu realisieren. Auf der anderen Seite neigt der Marktteilnehmer dazu, einen Gewinn zu früh zu realisieren, da dessen Rückgang stärker gewichtet wird als ein möglicher weiterer Anstieg.

Diese asymmetrische Bewertung von Gewinn und Verlust führt zu einer verfrühten Realisierung von Gewinnen und einer zu späten Realisierung von Verlusten. Bezüglich der Stockpicker-Ergebnisse verhält es sich hingegen genau umgekehrt: Die Kursverluste werden in der Regel schnell begrenzt, Kursgewinne hingegen laufengelassen (solange die prognostizierten Unter-

nehmensgewinne mit den Kurssteigerungen mitwachsen).

Wie gestaltet sich die Aktienausswahl konkret?

Im Rahmen der Stockpicker-Analyse wird die Bedeutung der fundamentalen Daten für Angebot und Nachfrage an der Börse als ausserordentlich hoch erachtet. Zudem wird die strenge Informationseffizienz der internationalen Kapitalmärkte angezweifelt. Ein langfristig orientierter Anleger kann diese Ineffizienzen zu seinem Vorteil nutzen.

Deshalb wird der fundamentalen Modellkomponente, mit deren Hilfe versucht wird, den inneren Wert bestimmter Titel unter Verwendung allgemein verfügbarer branchen- und unternehmensbezogener Daten abzuschätzen, eine herausgehobene Stellung zugewiesen. Die Fundamentalanalyse innerhalb des Modells stellt letztlich auf die Ermittlung dieses «inneren Wertes» einer Aktie ab und orientiert sich dabei in erster Linie an der Entwicklung der Ertragskraft der Aktiengesellschaft als zentralem Entscheidungskriterium.

Wie die Vergangenheit lehrt, können Börsenkurse vorübergehend grosse Abweichungen vom jeweiligen inneren Wert einer Aktie aufweisen. Erinnerung sei an dieser Stelle nur an die durch den Internetboom getriebene Spekulationsblase, die letztendlich spektakulär im Jahre 2000 platzte und den Investoren schmerzhaft Verluste bescherte. Es wird allerdings unterstellt, dass der Börsenkurs einer Aktie auf längere Sicht um deren inneren Wert oszilliert. Da die fundamentale Bewertung im Stockpicker-Modell als sogenanntes Knockoutkriterium fungiert, besteht zudem nicht die Gefahr, dass die technischen Modell-Parameter die Überhand gewinnen und die Aktienausswahl eine allzu technisch-offensive Ausrichtung bekommt.

Das Modell berücksichtigt jedoch zusätzlich, dass die Kurse an den internationalen Kapitalmärkten nicht nur von rational handelnden Investoren bestimmt werden. Sie reflektieren vielmehr genauso mehr oder weniger irrationale Stimmungen und Vermutungen, also Einflüsse, die einer exakten fundamentalen Einzelanalyse unzu-

Berenberg Global Stockpicker-Portfolio und Vergleichsindex

Global Stockpicker-Portfolio

Annualisierte Performance	17.50%	Gesamtperformance	78.22%	bis 24.4.2008	-3.82%
Annualisiertes Risiko	11.54%	Downside Deviation	1.72%	2007	15.19%
Sharpe Ratio	1.34	Maximaler Verlust	- 8.73%	2006	24.30%
				2005	17.05%
				ab 4.10.2004	10.56%

MSCI World local

Annualisierte Performance	7.34%	Gesamtperformance	28.88%	bis 24.4.2008	-7,87%
Annualisiertes Risiko	9.29%	Downside Deviation	1.89%	2007	2.83%
Sharpe Ratio	0.57	Maximaler Verlust	- 15.15%	2006	13.52%
				2005	13.65%
				ab 4.10.2004	5.45%

gänglich sind. Dennoch sind diese Einflüsse von beträchtlicher Bedeutung und finden letztlich ihren konkreten quantitativen Ausdruck in den Börsenkursen und -umsätzen. Aufgrund eines oftmals nur noch marktpsychologisch begreifbaren gleichgeschalteten Verhaltens von Marktakteuren setzen sich Kursbewegungen leicht kumulativ-trendmässig fort. Daher werden technische Gesichtspunkte, die sich ausschliesslich auf die Auswertung von Kurs- und Umsatzdaten an der Börse beziehen, beim Selektionsprozess des Modells ebenfalls berücksichtigt. Unsere technische Analyse hat dabei nicht den Anspruch, zu prognostizieren, wie lange bestimmte Bewegungen anhalten werden, sie erstellt vielmehr lediglich eine Diagnose darüber, in welchem Trend sich eine einzelne Aktie befindet, ob sich der beobachtete Trend noch fortsetzt oder ob eine Umkehrphase vorliegt.

Stets bessere Ergebnisse als der Gesamtmarkt in den unterschiedlichsten Börsenphasen

Keine ökonomische Prognosetechnik kann das Unvorhersehbare prognostizierbar machen; wie oben bereits umrissen, besteht bezüglich des Stockpicker-Modells aber der Anspruch, dass der Mix aus fundamentaler und technischer Analyse mittelfristig für bessere Rendite/Risiko-Ergebnisse sorgt als der Gesamtmarkt.

In den ersten knapp vier Jahren seit Auflegung konnte das Modell diesem Anspruch gerecht werden. Die Outperformance wurde sowohl in steigenden als auch in seitwärts tendierenden bzw. fallenden Märkten aufgebaut und zieht

sich quer durch die unterschiedlichen Märkte und Sektoren. Dabei ist zu beobachten, dass die Outperformance mit steigender Kapitalisierung der Märkte zuzunehmen scheint; somit ist das beschriebene Modell primär als Large-Cap-Ansatz zu verstehen.

Die obenstehende Tabelle veranschaulicht die Modellergebnisse am Beispiel des globalen Stockpicker-Portfolios. Die regionalen Gewichtungen wurden gemäss der Anteile der Kontinente innerhalb des Referenzindex MSCI World vorgenommen. Die Performance versteht sich inklusive der Transaktionskosten und ohne Währungseinflüsse (es handelt sich hierbei ausschliesslich um Real-Money-Performancedaten).

Die Outperformance musste dabei nicht durch ein grösseres Portfoliorisiko erkauft werden. Die «Downside Deviation» (hierunter ist die negative Abweichung der Performance vom Mittelwert zu verstehen) der einzelnen Stockpicker-Portfolios liegt jeweils niedriger als die der jeweiligen Referenzindizes. Dieser Zusammenhang lässt sich anhand der Gegenüberstellung der detaillierten statistischen Auswertungen des globalen Stockpicker-Portfolios mit seinem offiziellen Benchmark (MSCI World local) am Beispiel der globalen Strategie ablesen; zudem wird deutlich, dass das Modell in den unterschiedlichsten Börsenphasen den Markt stets schlagen konnte.

Drei gute Gründe für die systematische Vorgehensweise

Abschliessend seien noch einmal kurz die Hauptgründe für das systematische

Vorgehen in Form des Stockpicker-Modells zusammengefasst.

1.) Oben wurde bereits die Objektivität des Entscheidungsprozesses im Rahmen des Modells skizziert. Die beschriebenen Rationalitätsfallen sind das Hauptproblem jedes Analyseprozesses. Durch ein striktes Regelwerk entgehen quantitative Ansätze wie das Stockpicker-Modell diesen Fallen, sie binden sich vielmehr an die fundamentalen Wahrheiten der Zahlenwelt.

2.) Erfreulicherweise konnte diese Vorgehensweise, wie gezeigt, weit überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen. Die nachweislich signifikante Outperformance des Modells gegenüber den Benchmarks in den unterschiedlichsten Marktphasen über die ersten knapp vier Jahre seit Auflegung macht Mut für die kommenden Jahre.

3.) Wenn Märkte gut laufen, spätestens, wenn sie sehr gut laufen, kommt es zu Übertreibungen bei Einzeltiteln, die der Disziplin eines quantitativen Modells nicht entgegen sollten. Auf dem Feld der Aktienselektion lohnt sich Disziplin stets dann am meisten, wenn sie am schwersten fällt. In einer solchen Marktphase ist auf ein System Verlass, auf einen Menschen bzw. ein Komitee sehr viel weniger. Deshalb scheint das Modell auch für die derzeitigen stürmischen Börsenzeiten verhältnismässig gut gerüstet zu sein. Auch für eine solche Marktphase bleibt die Erzielung einer relativen Stärke Ziel und Anspruch des Stockpicker-Ansatzes.

www.berenberg.ch •