

Ein quantitativer Ansatz für fundamentale Anlagen



Von Michael Petersen
Head of Private Banking
Jyske Bank (Schweiz) AG

Vor fünf Jahren stand die Jyske Bank vor einer Entscheidung hinsichtlich der Frage, wie sie ihren institutionellen und Privatkunden die beste Anlageberatung bieten könnte. Damals arbeitete die Jyske Bank mit einer auf den Inlandsmarkt orientierten Recherche-Plattform und wollte ihre Serviceleistungen für Kunden mit globalem Anlagefokus verbessern. Die Frage war, ob die geografische Reichweite der traditionellen Recherche-Plattform erweitert werden sollte, um so mit Global Players im Research in Konkurrenz zu treten, oder ob es vorteilhafter wäre, mit einem gänzlich anderen Ansatz Mehrwert für die Kunden zu schaffen. Die Entscheidung war nicht besonders schwierig, und bald begann die Arbeit an der quantitativen Analyse.

Vorteile der quantitativen Analyse

Die Kehrseite unserer Informationsgesellschaft ist der Überfluss an Informationen. Dies trifft auch Portfolio Manager und individuelle Anleger. Global orientierte Anleger sind einer ständig wachsenden Menge an Daten,

Nachrichten und Firmenmeldungen ausgesetzt, ganz zu schweigen von Tips und Meinungen von Sell-Side-Analysten und Brokern. Dies erschwert die Aufgabe, sich nur mit den attraktivsten Anlageideen zu befassen, erheblich.

Der Sirengesang der Geschichten

Die Sirenen in der griechischen Mythologie waren schöne, doch gefährliche Wesen, die vorbeikommende Seefahrer mit ihrer verführerischen Musik an die Felsenküste und damit ins Unglück lockten. Für Anleger ist vielleicht nichts verführerischer als eine gute Geschichte. Geschichten beherrschen unser Denken und verleiten uns, Fakten ausser Acht zu lassen. In seinem Buch *Der Schwarze Schwan* bezeichnet Nassim Taleb dieses Phänomen als «narrative Verzerrung» (narrative fallacy). Er schreibt: «Die Verzerrung hängt mit unserer Anfälligkeit für Überinterpretation und/oder unserer Vorliebe für kompakte Geschichten anstelle rauer Wirklichkeit zusammen. Dies verzerrt unsere mentale Vorstellung der Welt erheblich.» Für dieses Phänomen und seine Auswirkungen gibt es im Anlagebereich zahlreiche Belege. In ihrer Studie von 1999 zeigten Scott et al.¹⁾ auf, dass sich «Star-Aktien» (Aktien mit gutem historischem und prognostizier-

tem Wachstum – im Grunde eben gute Geschichten) um ca. 6% p.a. schwächer entwickelten als «Dogs» (Aktien mit schlechtem historischem und prognostiziertem Wachstum), da Anleger für das Wachstumsversprechen systematisch überbezahlt.

Gute grundlegende Kriterien wie Bewertung, Bilanzstärke usw. sind offenbar weniger verlockend als eine gute Geschichte. Ein rigoroses quantitatives Analyseverfahren kann Anlegern daher helfen, Fallgruben zu vermeiden und nicht dem Sirengesang guter Geschichten zu erliegen.

Jyske Quant

Das Jyske Quant-Analysewerkzeug nutzt eine Datenbank von mehr als 20'000 globalen Unternehmen, von denen rund 1/3 durch strenge Datenqualitätsanforderungen von vornherein herausgefiltert werden. Die verbleibenden Unternehmen werden anhand von 58 Variablen – von Gewinn und Cashflow-Multiplikator bis zu Kapitalrendite und Momentum – evaluiert und bewertet. Die Parameter des Analysewerkzeugs spiegeln den Ansatz der Jyske Bank für die Aktienselektion. Anders als bei zahlreichen quantitativen Modellen, die lediglich auf Analysen historischer Treiber der Aktienkursrendite beruhen, liegt das Schwergewicht bei der Identi-

Chart 1: Quintil-Ergebnisse nach Jyske Quant-Analyse

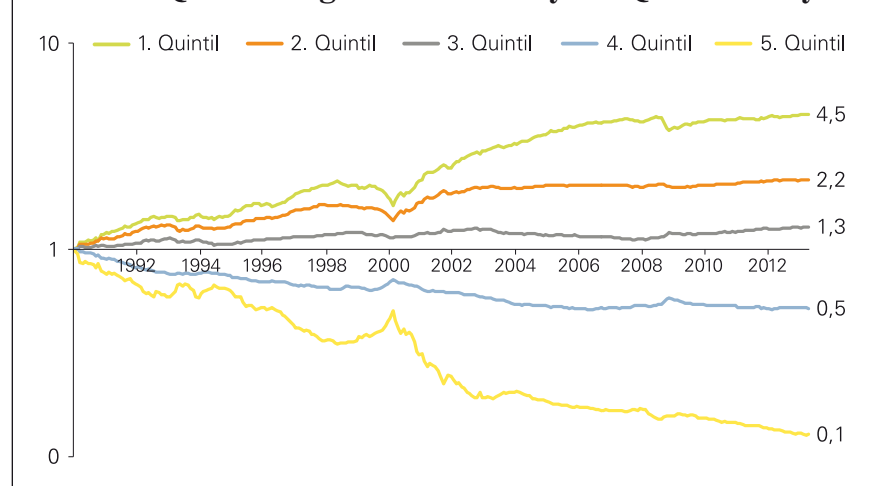
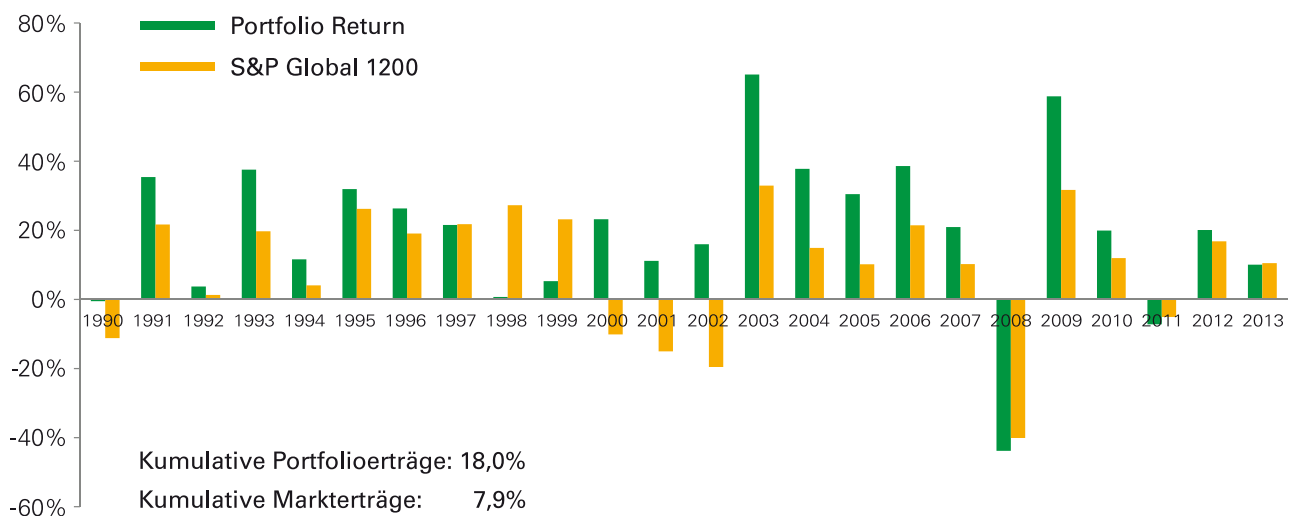


Chart 2: Portfolio-Ergebnisse (100 Aktien Januar 1990 bis April 2013)

fizierung attraktiver Unternehmen bei der Jyske Quant-Analyse auf Bewertung *und* Momentum. Die Analyseergebnisse werden in einem einzigen, quantitativen Gesamtergebnis gebündelt. So erschliessen sich Anlegern und Beratern zahlreiche Anlagemöglichkeiten, die bis hinunter auf die Stufe der am besten passenden Aktien gefiltert werden können.

Die Resultate der Jyske Quant-Analyse sind überzeugend: In Chart 1 wurden 30% der grössten Unternehmen im Jyske Quant-Kosmos per Quant-Score in 5 Quintile unterteilt, deren Ergebnisse von Januar 1990 bis April 2013 verfolgt wurden. Das beste Quintil übertraf den Markt um einen Faktor von 4,5; das schlechteste Quintil hingegen schnitt 10 Mal schlechter ab als der Markt. Ähnliche Backtests wurden für andere Regionen, Sektoren und Marktkapitalisierungssegmente durchgeführt – mit ähnlichen Ergebnissen.

Gleicher Ansatz – andere Assetklassen

Die Jyske Bank führt derzeit einen ähnlichen quantitativen Analyseansatz im Bereich der Unternehmensanleihen ein. Die Variablen unterscheiden sich, doch die zugrundeliegende Philosophie ist dieselbe – ebenso wie die Vorteile für die Anleger. Die ersten Ergebnisse sind vielversprechend: Das Analysemodell übertrifft den Markt um 7,7% im High-Yield-Bereich und um 3,6% im Investment-Grade-Bereich.

Die Diskrepanz zwischen den Ergebnissen von Unternehmen mit attraktiven quantitativen Merkmalen und dem Rest ist offensichtlich. Es ist folglich sinnvoll, attraktive «Kapital-Geschichten» in einer relativ grossen Gruppe gut bewerteter Unternehmen zu suchen und sich von schlecht bewerteten Unternehmen fernzuhalten.

Jyske Quant wurde auch in einem operativen Rahmen geprüft. Chart 2 zeigt die Ergebnisse eines Portfolios, das aus den 100 am besten bewerteten Unternehmen besteht. Das Portfolio beschränkt sich auf eine benchmarkartige Exposure hinsichtlich Sektoren und geografischen Regionen. Die Ergebnisse belegen die Fähigkeit von Jyske Quant, die richtigen Aktien innerhalb jedes Sektors und jeder geografischen Region zu selektieren. Die Ergebnisse sind zwar exklusiv Transaktionskosten; die Outperformance von 10% p.a. gegenüber dem S&P Global Index ist jedoch beeindruckend.

Viel Flexibilität, keine Black Box

Die Jyske Bank bietet ihren Kunden Einblick in alle Modellvariablen und ermöglicht ihnen damit eine kundenspezifische, massgeschneiderte Ausgestaltung des Analysemodells, um

dieses optimal auf ihre persönlichen Investmentphilosophien und -stile auszurichten. Zudem bietet die Jyske Bank Supportleistungen wie beispielsweise das Backtesting spezifischer quantitativer Strategien sowie kompetentes Sparring bei der Umsetzung alternativer Analysestrategien.

«Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich...»

Dieses Zitat von Mark Twain findet in der Investment-Community Resonanz. Vergangene Ergebnisse sind bekanntermassen keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Dasselbe gilt für Backtests. Die Tatsache, dass Jyske Quant ausschliesslich auf Parametern basiert, welche den internen Ansatz der Jyske Bank für die Aktienausswahl widerspiegeln, bestärkt die These, dass klassische Faktoren wie Bewertung, Qualität und Momentum auch in Zukunft die führenden Treiber für Kapitalrendite sein werden.

1) Scott, Stumpp and Xu: Behavioral Bias, Valuation and Active Management; Financial Analysts Journal; July/August 1999

petersen@jyskebank.ch
www.jyskebank.ch

Weitere Informationen zum Jyske Quant: www.jyskequant.dk