

## *Wendigkeit im Wandel*

# Anpassungsfähigkeit eines Ansatzes an die jeweilige Marktlage durch die Symbiose von fundamentaler und technischer Aktienanalyse

Sowohl die fundamentale als auch die technische Aktienanalyse umfassen heutzutage eine nahezu unübersehbare Palette unterschiedlicher, in der Regel aus der Praxis für die Praxis entwickelter Verfahren, wobei mittlerweile nahezu jeder professionell arbeitende Analyst oder Fondsmanager zusätzlich über selbstentwickelte bzw. weiterentwickelte Varianten verfügt. Beide Ansätze haben ihre Vor- und Nachteile. Der Nutzen der jeweiligen Analyseform hängt jeweils stark von den aktuellen Marktverhältnissen ab. Die Fachwelt ist geteilter Meinung, wie der richtige Mix der beiden Stile aussehen sollte. Wer die Vorteile beider Ansätze nutzen will, muss dafür sorgen, dass zur gegebenen Zeit die jeweils passende Analyseart die Hauptrolle spielt. Selektionssysteme, welche diese notwendige Anpassungsfähigkeit nicht aufweisen, scheitern am Wandel der Umwelt.

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

### **Behavioristische Begründung einer systematischen Entscheidungsarchitektur**

Die zentrale Entscheidung, wann welche Analyseart bevorzugt werden sollte, kann aus verhaltensökonomischer Perspektive nicht einem Menschen allein überlassen werden. Die Informationswahrnehmung des Menschen ist die Basis aller Entscheidungsprobleme. 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. Der Mensch hält somit oftmals zu lange an einer Entscheidung fest, da er durch das Eingestehen einer Fehlentscheidung Schwäche zeigen würde. In einem grösseren behavioristischen Zusammenhang sind dies nur zwei knappe Beispiele dafür, dass die angesprochene Entscheidungskompetenz einem systematischen Ansatz überlassen werden sollte. Systematisierte Disziplin sollte dabei im Mittelpunkt stehen. Dieses Ziel sollte durch Rückgriff auf ein quantitatives Modell angestrebt werden. Bei der Berenberg Bank trifft das sog. «Stockpicker-Modell» alle Entscheidungen rund um die Aktienselek-



tion. Die Vorgehensweise besteht darin, aus einer Gruppe von Aktien (bspw. einem Index) anhand rein quantitativer Kriterien ein Portfolio von Titeln (ein Fünftel des originären Aktienkorbs) herauszufiltern. Das Modell wagt dabei 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. Diesen relativen Charakter des Ansatzes gilt es ausdrücklich zu betonen. Der Ansatz wird seit dem Jahr 2004 auf alle wichtigen Aktienmärkte der Welt angewendet.

### **Kunstgriff der Knockouts gewährleistet Anpassungsfähigkeit des Stockpicker-Ansatzes**

Keine ökonomische Prognosetechnik kann das Unvorhersehbare prognostizierbar machen. Die Unmöglichkeit, alle das weite Feld der Aktienselektion betreffenden Unvorhersehbarkeiten in einer geschlossenen Modellarchitektur 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 am Wandel der Umwelt scheitern. Um die Anpassungsfähigkeit des Stockpicker-Ansatzes zu gewährleisten, wurden zwei Kategorien des Modells mit einem sog. Knockout-Charakter ausgestattet: die fundamentale Bewertung und die technische Risikobeurteilung. Durch diesen Kniff gehen fundamentale und technische Aktienanalyse eine symbiotische Beziehung ein; je nach Marktlage dominiert entweder die fundamentale oder die technische Modellseite.

#### **KO-Kriterium Nr. 1:**

##### **Die fundamentale Bewertung**

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); dies unabhängig davon, welche Ergebnisse diese Titel in den jeweils

anderen Kategorien aufweisen. Die fundamentale Bewertung basiert auf der Annahme, dass die fundamentalen Kennzahlen einer Aktiengesellschaft (wie zum Beispiel das PEG-Ratio, das Kurs/Gewinn-Verhältnis oder die Dividendenrendite) grundsätzlich eine hohe Bedeutung bezüglich der jeweiligen Aktienpreisbildung aufweisen.

In der Fachliteratur wird oftmals gegenüber der fundamentalen Analyse eingewendet, der Anleger unterliege einer Illusion, wenn er glaube, er selbst hätte bessere Informationsauswertungsmöglichkeiten als der Markt. Im Rahmen des Modells wird die strenge Informationseffizienz der internationalen Kapitalmärkte jedoch 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. Die Fundamentalanalyse orientiert sich dabei in erster Linie an der Entwicklung der Ertragskraft des Unternehmens als zentralem Entscheidungskriterium. Es wird unterstellt, dass der Börsenkurs einer Aktie auf längere Sicht um den inneren Wert oszilliert.

In den Bullenjahren 2004 bis Mitte 2007 bildete das fundamentale Gesamturteil das entscheidende Kriterium bei der Aktienausswahl (die technischen Gesichtspunkte hatten in diesem Zeitraum eher flankierende Funktion). Zu dieser Zeit wies der jeweilige Börsenkurs eines Unternehmens (der Tendenz nach) relativ kleine Abweichungen zum jeweiligen inneren Wert der Aktie auf. Die entscheidende 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 Stockpicker-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 potentiellen Gefahr soll-

te man sich stets bewusst sein. Wie die Vergangenheit (und vermutlich auch die Gegenwart) lehrt, können Börsenkurse eben vorübergehend grosse Abweichungen zum jeweiligen inneren Wert einer Aktie aufweisen. Man muss also genau wissen, wann die Stunde der fundamentalen Aktienanalyse schlägt. Und wann eben nicht.

#### **KO-Kriterium Nr. 2:**

##### **Die technische Risikobewertung**

Der jüngste Bruch erfolgte mit dem Einsetzen der aktuellen Krise 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 ihrer 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, wird verkauft (bzw. hat keine Chance, in das Portfolio neu aufgenommen zu werden); dies unabhängig davon, welche Ergebnisse diese Aktie in den jeweils anderen Kategorien erzielt.

Bei der Stockpicker-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. Dennoch sind diese Einflüsse von beträchtlicher Bedeutung und finden letztlich ihren konkreten quantitativen Ausdruck in den Börsenkursen. Diese gilt es auszuwerten.

Ob man mit alleiniger Hilfe der technischen Analyse tatsächlich Aussagen über den zukünftigen Kursverlauf eines Wertpapiers machen kann, ist wissenschaftlich umstritten. Ein Argument für den Einbezug gewisser technischer Elemente in die Gesamtanalyse ist allerdings die weite Verbreitung und Popularität von Chartanalysen. Allein dadurch, dass aus dem Glauben an diese Analyseform heraus

**Dow-Portfolio (in US\$) vs. Dow Jones Industrial Average**

2004:	15.05%	vs.	5.97%	(ab 4.10.2004)
2005:	5.92%	vs.	-0.76%	
2006:	28.56%	vs.	16.29%	
2007:	15.63%	vs.	6.44%	
2008:	-28.97%	vs.	-33.84%	
2009:	-2.85%	vs.	-7.42%	(bis 16.4.2009)

Kapital bewegt wird, entsteht das bekannte Phänomen der sich selbst erfüllenden Prophezeiung.

Nicht zu leugnen sind die schnelle Reaktionszeit der technischen Analyse und die Tatsache, dass Kursbewegungen oftmals nur marktpsychologisch begreifbar erscheinen (aufgrund des zuweilen gleichgeschalteten Verhaltens von Marktakteuren setzen sich Kursbewegungen zu bestimmten Zeiten kumulativ-trendmässig fort). Daher werden technische Gesichtspunkte, die sich ausschliesslich auf die Auswertung von Kursdaten beziehen, beim Selektionsprozess des Modells ebenfalls berücksichtigt. Die technische Risikoanalyse hat dabei nicht den Anspruch, zu prognostizieren, wie lange

bestimmte statistische Zusammenhänge anhalten werden, sie erstellt lediglich 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 Risikoregel zahlte sich bisher v.a. bezüglich des US-Finanzsektors aus. Seit Beginn der Krise steht das US-Portfolio des Stockpicker-Modells ohne eine einzige Bank da. Im Gegenzug liegt der Investitionsschwerpunkt in dieser Phase auf eher krisenresistenten Titeln wie Johnson & Johnson und McDonald's.

**Anpassungsfähigkeit als****Voraussetzung für Outperformance**

Berenberg hat bezüglich der Stockpicker-Auswahl den ambitionierten Anspruch formuliert, dass jedes (voll investierte) Aktienportfolio eines Kunden (das Modell liegt auch als Fondslösung vor) mittelfristig eine spürbar bessere Performance erzielen sollte als der zugrundeliegende Index, ohne dabei ein grösseres Portfoliorisiko aufzuweisen. In den fast 5 Jahren seit Auflegung konnte das Modell diesem Anspruch aufgrund der beschriebenen Anpassungsfähigkeit gerecht werden. Sowohl in steigenden als auch in seitwärts tendierenden bzw. fallenden Märkten konnte eine kontinuierliche Outperformance erzielt werden (Beispiel: US-Portfolio im Kasten).

Der Investitionsgrad jedes Stockpicker-Portfolios beträgt stets 100%; solange das jeweilige Portfolio mittelfristig besser (in schlechten Börsenjahren kann das auch weniger schlecht heissen) abschneidet als der Referenzindex, wird der Auftrag an das 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.

[www.berenberg.ch](http://www.berenberg.ch) ●