

# Mit System zur erfolgreichen Sektorengewichtung

Sowohl private Investoren als auch professionelle Banker neigen dazu, ihre Investmententscheidungen zu einem wesentlichen Teil aus dem Bauch heraus zu treffen – und genau darum erzielen sie auch so oft unzufriedenstellende Ergebnisse. Viele Börsenbeteiligte handeln unsystematisch. Ihr Analyse- und Investitionsverhalten muss der Tendenz nach als irrational bezeichnet werden. Dies gilt in besonderem Masse für die Bestimmung der Sektorengewichtung innerhalb eines Aktienportfolios.



**Von Till Chr. Budelmann**  
Leiter Fondsmanagement  
Berenberg Bank (Schweiz) AG

## Der typische Kreislauf...

Zu Beginn eines Börsenaufschwungs warten die Anleger und deren Berater erst einmal ab. Oftmals behält man zu lange die skeptische Einschätzung aus der Vor-Hausse-Zeit bei. Defensive Branchen werden übergewichtet, zyklische Branchen gemieden. Erst wenn der Trend bereits einige Zeit wieder stattliche Überrenditen für die offensiveren Branchen beschert hat, schalten die Marktteilnehmer um. In der Phase der weiter steigenden Kurse erhöhen die Investoren dann sukzessive den Anteil der High-Beta-Aktien; parallel dazu schrauben die Aktienanalysten die Kursziele für zyklische Werte in immer neue Höhen. Auf den unweigerlich folgenden Abschwung reagieren

die Banker oftmals zögerlich; gleichzeitig verharren die Investoren bei einer zu offensiven Sektorallokation. Zu lange noch regiert das Prinzip Hoffnung. Erst in der Nähe der Tiefststände verliert der Investor dann die Nerven und steigt mit spürbaren Verlusten aus den offensiven Branchen aus und wieder in die defensiven Branchen ein. Parallel dazu zieht auch der Bankberater die Notbremse und schwenkt auf breiter Front um. Danach stabilisiert sich der Markt in der Regel und das Spiel beginnt wieder von vorne. Das Ergebnis ist leider sehr oft eine signifikante Underperformance des jeweiligen Aktienportfolios infolge prozyklischen Verhaltens.

Die Beschreibung dieses Kreislaufs ist etwas überspitzt formuliert. Bei der Betrachtung der durchschnittlichen Beratungsergebnisse in der Finanzindustrie wird man allerdings zugeben

müssen, dass die obige Skizzierung nicht jeglicher Grundlage entbehrt. Und auch bezüglich des durchschnittlichen Privatinvestors scheint die angelegte Skizze nicht allzu weit von der Wirklichkeit entfernt zu sein.

## Problematische Emotionen

Die Marktteilnehmer sind zu oft Gefangene ihrer Emotionen und laufen somit immer wieder Gefahr, in die von der Verhaltensökonomik entlarvten Rationalitätsfallen zu tappen. Die Basis aller Entscheidungsprobleme ist dabei die Informationswahrnehmung. Es besteht stets die Gefahr der unbewussten selektiven Wahrnehmung: Der Anleger zieht aus den zahlreich vorhandenen Informationen nur diejenigen Quellen heran, die bezüglich der eigenen Vorstellungen und Empfindungen als wichtig erscheinen. Er neigt zudem dazu, eine psychologische Bindung zur getroffenen Investmententscheidung einzugehen. Zu oft hält er 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 wäre für den Marktteilnehmer gleichbedeutend mit dem Zeigen von Schwäche. Unter anderem auch aufgrund dieser Zusammenhänge hat sich die Berenberg Bank (Schweiz) AG für einen weniger emotionalen und mehr systematischen Weg bei der Sektorengewichtung entschieden.

## Eine Systematik als Lösungsmöglichkeit

So sehr wie man sich bei gewissen Themen wie der Mitarbeiterauswahl

oder der Pflege der Unternehmenskultur auch auf Bauch- und Fingerspitzengefühl verlassen sollte, so kompromisslos sollte man bei der Auswahl unter Anlagealternativen auf stringente Analyseprozesse setzen. Systematische Disziplin ist dabei der Dreh- und Angelpunkt. Diese Disziplin ist besonders dann von herausragender Bedeutung, wenn sie am schwersten fällt. Gerade in schwierigen Marktphasen zahlt es sich aus, wenn Anlageentscheidungen frei von Emotionen und Bankinteressen getroffen werden. Dieses Ziel wird in vielen Teilbereichen durch den Rückgriff auf systematische Modelle angestrebt. Eine schlüssige Systematik ist offensichtlich nicht in der Gefahr, eine psychologische Bindung zur getroffenen Investmententscheidung einzugehen, die so oft einer objektiven, rationalen Investmententscheidung im Wege steht.

Bei der Sektorallokation bietet sich eine langjährig erfolgreiche Strategie an, die auf einem stringenten Aktienbewertungsmodell, dem sog. Stockpicker-Modell, basiert. Durch EDV-Unterstützung werden grosse Datenmengen verglichen und analysiert, um systematische Zusammenhänge aufspüren zu können, welche stets der ökonomischen Vernunft folgen müssen. Strategische Stärke eines solchen Vorgehens ist neben dem hohen Grad an Informationsverarbeitung die dynamische Flexibilität im Zeitverlauf. Je nach Marktlage fließen gewisse Analyseaspekte auf unterschiedliche Art in das Gesamtergebnis ein.

Die Marktteilnehmer sind zu oft Gefangene ihrer Emotionen und laufen somit immer wieder Gefahr, in die von der Verhaltensökonomik entlarvten Rationalitätsfallen zu tappen.

Gerade in schwierigen Marktphasen zahlt es sich aus, wenn Anlageentscheidungen frei von Emotionen und Bankinteressen getroffen werden.

## Globale Sektorempfehlungen

Die globalen Sektorempfehlungen für das 4. Quartal 2011 (jeweils gegenüber dem MSCI World) stellen sich wie folgt dar:

### **Stark übergewichten**

Telekommunikationsdienste  
Informationstechnologie

### **Übergewichten**

Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe  
Nicht-Basiskonsumgüter

### **Neutral gewichten**

Versorgungsbetriebe  
Gesundheitswesen  
Basiskonsumgüter

### **Untergewichten**

Industrie  
Finanzwesen

### **Stark untergewichten**

Energie

Seit dem Herbst 2008 werden anhand dieses Modells auch globale Sektorempfehlungen auf vierteljährlicher Basis erstellt (vgl. Kasten oben für die neusten Prognosen). Dabei wird aus einem Aktienkorb von aktuell über 5'000 Titeln ein breiter Pool von Einzelaktien zusammengestellt, anhand systematischer Kriterien – sowohl fundamentaler (Fokus: Ertragskraft des einzelnen Unternehmens) als auch technischer Art (Fokus: technisches Risiko der Aktie als Handelsgegenstand) – analysiert

und zu einer Sektorgewichtung aggregiert. Dabei bringt das Modell keine punktgenauen Prognosen für die einzelnen Aktien einer Branche hervor; es geht vielmehr darum, unter den gegebenen Marktbedingungen die relative Qualität eines Sektors zu bestimmen. In den ersten beiden vollen Kalenderjahren konnte dieses Portfolio eine signifikante Überrendite zum MSCI World erzielen. Und auch nach den ersten 3 Quartalen des Jahres 2011 liegt das Sektorportfolio wieder besser als der Gesamtmarkt.

### **Fazit**

Die oben beschriebenen Rationalitätsfallen sind das Hauptproblem jedes Analyseprozesses im Allgemeinen und jeder Sektorallokationsbestimmung im Besonderen. Durch ein striktes Regelwerk entgeht das beschriebene systematische Modell diesen Fallen, es bindet sich vielmehr an die elementaren Wahrheiten der Zahlenwelt.

Erfreulicherweise konnte diese Vorgehensweise bisher weit überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen.

*till.budelmann@berenberg.ch*  
*www.berenberg.ch*