

Neue Selektionsstrategie für Anleger

Paradigmenwechsel bei der Aktienauswahl

Alexander Hartl

Bisher standen Anleger vor einem Dilemma: Reines Stock Picking ist oft mit hohen Risiken versehen, während die indexorientierte Aktienauswahl eine breite Streuung des Kapitals – mit entsprechenden Renditeeinbußen – aufweist. Die Selektionsstrategie der in Köln und München ansässigen Phoenix Trust AG verbindet die Vorteile beider Ansätze. (Red.)

Stock Picking hat immer einen gewissen Blackbox-Charakter. Generell selektieren Fondsmanager entweder nach dem Top-Down- oder Bottom-Up-Ansatz. Bei erstgenanntem wird ausgehend von der Gesamtentwicklung einer Volkswirtschaft sowie der jeweiligen Branche versucht, auf die Entwicklung eines einzelnen Unternehmens sowie seines Aktienkurses zu schließen.

Beim Bottom-Up-Ansatz wird durch die Analyse der wesentlichen Kennzahlen und Entwicklungen der einzelnen Unternehmen versucht, die Entwicklung des Aktienkurses zu antizipieren.

Value- oder Growth-Ansatz?

Eine entscheidende Rolle für die Wertentwicklung eines Portfolios spielt

Aktienauswahl nach dem Stock-Picking-Prinzip klingt viel versprechend: Investiert wird in spezielle Werte, die sich besser entwickeln als der Gesamtmarkt. Die Auswahl der Aktien erfolgt nach detaillierter Analyse der Unternehmen und ihrer Gewinnentwicklung. Das Kapital wird in einzelne Unternehmensaktien oder länderbeziehungsweise branchenspezifisch investiert und durch die Auswahl der Besten eine überdurchschnittliche Rendite angestrebt. Allerdings verzichtet der Investor durch diese Strategie auf die Risikoreduktion eines diversifizierten Portfolios.

außerdem bei Stock Pickern, ob sie hauptsächlich Substanz- oder Wachstumswerte selektieren, sprich einen Value- oder einen Growth-Ansatz verfolgen, das sind die beiden in Deutschland gängigsten Ansätze.

In den vergangenen zwanzig Jahren war der falsche Investmentstil einer der größten Renditekiller. So waren zum Beispiel Investoren, die im Jahr 2000 auf Wachstumswerte setzten, die großen Gewinner. Technologie- und Telekomtitel waren an den Börsen die Outperformer schlechthin.

Dann aber, mit dem Platzen der Börsenblase um die Jahrtausendwende, feierten Value-Werte ihr Comeback. Die Bewertung einer Aktie nach Kennzahlen wie beispielsweise dem Kurs-Gewinn-Verhältnis oder dem Kurs-Buchwert-Verhältnis führte nun wieder zu Renditepunkten. Das Wechselbad der Investmentstile glich in den vergangenen Jahren einer rasanten Berg- und Talfahrt.

Wachstumstitel sind vor allem dann gefragt, wenn die Wirtschaft floriert und das Gewinnpotenzial eines Unternehmens an der Börse hoch im Kurs steht, was dann meist zur Folge hat, dass Bewertungsverhältnisse scheinbar keine Rolle mehr spielen. Was wiederum für Value-Fans – wie dem bekannten amerikanischen Fondsmanager Warren Buffet, nach der Forbes-Liste der zweitreichste Mann der Welt –, die nach Papieren mit niedrigerem KGV suchen, völlig unakzeptabel wäre.

Faktor „Management-Qualität“ ...

Mit welchem Investmentstil Anleger auf Dauer besser fahren, lässt sich nicht eindeutig beantworten. Die Auswahl der Gewinn bringenden Aktien hängt maßgeblich von den Qualitäten des Managers, seines Teams und des Investmentprozesses ab – und auch ein ganzes Stück weit von Glück. Zwar ließen sich mit Growth- und Valuefonds



Alexander Hartl, COO der Phoenix Trust AG, Köln und München, Telefon 02 21/34 80 38 31

„Mehr Transparenz durch Offenlegung nach amerikanischem Vorbild.“

überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen, jedoch verfolgten viele Fondsmanager und Vermögensverwalter keine klare Strategie.

In den USA sind es rund 70 Prozent aller Investmentfonds, die keine eindeutig zuweisbare Strategie verfolgen, was auch als „Blend“ bezeichnet wird, in Europa liegt die Zahl sogar noch etwas höher. Auch auf die Redensart „Nomen est Omen“ ist kein Verlass, so ist der Templeton Growth Fund nicht etwa ein Produkt, das in Wachstumstitel investiert, sondern ein Value-Fonds.

Zudem selektieren Stock Picker oft zu spitz. Wie auch die im April dieses Jahres veröffentlichten Ergebnisse eines neu entwickelten Fondsrating des Berliner Analysehauses Scope zeigen, sind mehr als die Hälfte aller Fondsmanager nicht in der Lage, mit der Auswahl von Einzeltiteln einen Mehrwert gegenüber dem Branchendurchschnitt zu erzielen.

... keine durchgängige Garantie

37 Prozent der Portfoliokonstruktoren sind darüber hinaus überfordert, die Gewinn bringenden Zielmärkte oder Regionen auszuwählen. In den Sechzigerjahren formulierte in Anlehnung an Bachelier der Amerikaner Eugene Fama die „Efficient Market Hypothesis“, die provokante These, dass selbst hoch bezahlte Fondsmanager keine Chance haben, die durchschnittliche Wertentwicklung des Aktienmarktes dauerhaft zu schlagen. Bis heute heftig umstritten, legte die Aussage den Grundstein für Indexfonds, die die Aktienentwicklung lediglich nachbilden.

Indexorientierte und damit breiter gestreute Anlagestrategien, wie etwa die zunehmend beliebte Exchanged Traded Funds, haben den Nachteil, dass sich auch Aktien mit unterdurchschnittlicher Performance im Portfolio befinden.

Dadurch werden Chancen verschenkt. Denn dieser Investmentstil führt dazu, dass sich das Portfolio zwar parallel zum jeweiligen Vergleichsindex verhält, allerdings ist ein Absolut Return in Zeiten fallender Märkte unmöglich. Dennoch: Eine Überperformance des Marktes ist mit ihnen naturgemäß nicht möglich.

Den Grundstein für den Einsatz mathematischer Verfahren in der Finanzbranche lieferte bereits im Jahr 1900 der französische Mathematiker Bachelier mit seiner „Théorie de la spéculation“. Bachelier hatte einige Jahre an der Pariser Börse gearbeitet, an der es schon damals einen hoch entwickelten Markt für Anleihen und Optionen gab.

Finanzmathematische Verfahren

Der Clou: Bacheliers Modell arbeitet bereits mit den Größen, die für das heutige Finanzgeschäft zentral sind:

**100% Rabatt
auf den Ausgabeaufschlag**



**Investmentfonds
und geschlossene
Beteiligungen
günstig
erwerben!**

**www.fondsvermittlung24.de
Tel. (0 18 05) 0 10 56 01 (0,12 €/Min)**

Wahrscheinlichkeitsverteilung und Volatilität. Zudem entwickelte Bachelier eine mathematische Formel, wie sich ein solcher Zufallsprozess im Zeitablauf Schritt für Schritt fortpflanzt.

Tipps für den Aktienhandel lassen sich daraus jedoch nicht ableiten. Der praktische Nutzen liegt vielmehr darin, dass sich die Wahrscheinlichkeit bestimmen lässt, wann ein Wertpapier auf seinem „Random Walk“ ein bestimmtes Kursniveau erreichen wird.

Das Auswahlverfahren der Phoenix-Trust-Gruppe ist der goldene Mittelweg zwischen Stock Picking und indexorientiertem Investment (siehe Kasten). Es ist zudem transparent und gut nachvollziehbar, was in der Finanzbranche zunehmend an Bedeutung gewinnt. Vorreiter hierfür ist der amerikanische Markt.

Transparenz für Risikomanagement

Die Investmentgesellschaften legen ihre Strategien zunehmend offen – unter anderem, weil dies von institutionellen Kunden für ihr eigenes Risikomanagement mit Recht verstärkt eingefordert wird. Dieser Trend zu mehr Transparenz wird sich auch nach und nach im Privatkunden-Sektor niederschlagen – auch in Deutschland.

Eine ähnliche Entwicklung war letztendlich auch bei Hedgefonds zu beobachten, die lange Zeit den Institutionellen vorbehalten waren. In der Finanzbranche zeichnet sich gerade ein längst fälliger Paradigmenwechsel ab. Durch die Zusammenführung von Volatilitätsdaten aus der Vergangenheit mit Angaben über die zukünftige Werthaltigkeit, sprich Validität der Unternehmen, erhalten Investoren doppelte Sicherheit. **V&S**

Individuelle Vermögensverwaltung am Beispiel der Phoenix Trust E&L Asset Management AG

Die Phoenix Trust E&L Asset Management AG hat ihre Kernkompetenz in der individuellen Vermögensverwaltung für vermögende Privatkunden, institutionelle Investoren sowie der Wahrnehmung von Beratungsmandaten für Investmentfonds. Mit ihrem pro-aktiven „Phoenix Investment Prozess“ hat die Gesellschaft, die kürzlich beim Vermögensverwalter-Contest des Wirtschaftsmagazin Capital Platz Eins in der Halbzeitwertung belegte, den gesuchten goldenen Mittelweg zwischen reiner Indexorientierung und Stock Picking gefunden. In Kooperation mit dem Think Tank BraiNet GmbH wurde ein völlig neuartiges Auswahlverfahren entwickelt, das Portfoliomanagement – Erfahrung mit einer wissenschaftlich fundierten, systematischen Selektionsstrategie verbindet.

Phoenix Trust setzt das Modell als Berater des „PT European Innovation bb-invest Fonds“ ein, der in europäische Small und Mid Caps investiert. Bereits im VCH Value Opportunities, den Phoenix Trust seit Januar 2005 erfolgreich managt, wird wissenschaftliches Know-how angewandt. Der Fonds belegt seit Beginn des Jahres 2005 konstant Spitzenplätze in seiner Vergleichsgruppe „Nebenwerte Deutschland“. Neuartig ist nicht nur das Konzept, sondern auch die – in den USA häufiger verbreitete – Zusammenarbeit mit einem Think Tank.

Die Eigendaten über die Werthaltigkeit von Unternehmen werden von Brai-Net erhoben und zusammen mit dem Analyseverfahren von Prof. Dr. Mensch zu Aussagen über Risiken und Chancen verdichtet. Die Instabilitätsanalyse zeigt, welche Marktsegmente Kursverluste erleiden und welche Aktien von Markt-Umbrüchen besonders profitieren werden.

Die beiden Partner gehen davon aus, dass abnehmende Kursschwankungen an den Märkten eine Scheinstabilität beschreiben. Eine niedrige Volatilität wird als Vorboten für die Brüchigkeit der Märkte betrachtet und steht damit im Gegensatz zu Betrachtungen, die eine niedrige Volatilität mit hohen Sicherheiten für den Anleger gleichsetzen. Eine geringe Schwankungsbreite ist im Ansatz von Phoenix Trust vielmehr ein Indikator für ein mögliches Kippen der Märkte. Dieses Shake-out-Risiko verkennen sowohl indexorientierte Strategien als auch die Blackbox-Ansätze, zudem wurden bisher die Take-off-Chancen übersehen.

Prof. Dr. Gerhard Mensch von Brai-Net hat für seine Markt-Instabilitätsanalyse den Humboldt-Preis für Informatik erhalten. Die Erhebung der Validitätsdaten setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: der Instabilitätsanalyse, die Elemente wie Stärken-Schwächen-Analysen, Konkurrenz- und Marktgruppenanalysen beinhaltet, und einem Innovationsrating. Das Innovationsrating vergibt eine quantitative Maßzahl für die Innovationskraft von Unternehmen, in der diese mittels einer zehnstufigen Skala bewertet werden. Es besteht ein enger Zusammenhang zwischen der Innovationsfähigkeit eines Unternehmens und seinem Wert, der über den Gewinn gemessen wird. Das Rating gibt Aufschluss über die Qualität des Unternehmens und damit auch über die zukünftige Kursentwicklung seiner Aktie.