

Aktienveranlagung

Intelligente Ertrags- und Risikooptimierung mit Value und Sentiment

Die Konzentration auf Aktien mit einer starken Value-Komponente (Value = wertorientierte Veranlagung) stellt im Aktienmanagement seit Jahrzehnten eine häufig umgesetzte Portfoliostrategie dar. Value-Aktien sind allerdings auch mit einem höheren Risiko verbunden. Spängler IQAM Invest setzt daher zur Portfoliosteuerung zusätzlich zu den Value-Indikatoren den Spängler IQAM Sentiment Index ein, der die Marktstimmung misst und so eine intelligente Ertrags- und Risikooptimierung ermöglicht.

Von Univ. Prof. DDR. Thomas Dangl und Univ. Prof. Dr. Engelbert J. Dockner (Mitglieder der wissenschaftlichen Leitung bei Spängler Iquam Invest)

Die in der Anlagepraxis gebräuchlichste Value-Kennzahl ist mit Sicherheit das Kurs-zu-Buchwert-Verhältnis, welches den Marktwert eines Unternehmens in Relation zu dessen Buchwert setzt. Im Fokus von Value-Strategien stehen Aktien mit niedrigem Bewertungsniveau, also jene, deren Kurs-zu-Buchwert-Verhältnis vergleichsweise gering ist. Folglich Aktien, deren fundamentaler Wert in Relation zu ihrem Preis hoch ist — eben Value-Werte. Während die Logik der Value-Strategie im ersten Moment einleuchtend er-

scheint — kaufe hohen Fundamentalwert zu niedrigem Preis — kommen bei näherer Überlegung Zweifel auf. Wenn Märkte einigermaßen effizient sind, dann gibt es wahrscheinlich einen tieferen Grund dafür, dass ein Value-Wert zu sehr niedrigen Preisen gehandelt wird.

Ist der Bewertungsabschlag möglicherweise durch die Fundamentalkennzahl (z.B. Kurs zu Buchwert) nicht vollständig erfasst und die Value-Aktie daher kein Schnäppchen, sondern einfach fair gepreist?

Eine Antwort auf diese Frage geben Eugene Fama und Kenneth French 1992 mit ihrer Analyse von Value-Stocks. Darin zeigen sie, dass im langjährigen Durchschnitt die Renditen von Aktien mit einem niedrigen Kurs-zu-Buchwert um 0,99 % pro Monat (bzw. 12 % p.a.) über den Renditen von Aktien mit einem hohen Kurs-zu-Buchwert liegen. Value-Stocks verdienen somit tatsächlich eine signifikante Value-Prämie, also eine höhere Rendite.

© Spängler Iquam Invest



Univ. Prof. DDR. Thomas Dangl

Sind die Finanzmärkte ineffizient und Value ein Indikator für eine manifeste Unterbewertung eines Titels? Oder kommen Value-Stocks mit einem für sie charakteristischen Risiko und die Value-Prämie ist nur die faire Kompensation für den Value-Investor?

10

Diese Frage ist bis heute nicht eindeutig entschieden. Unbestritten ist jedenfalls die langfristige Prämie, die Value-Portfolios verdienen und, dass deren Returns (Renditen) spezielle Charakteristika zeigen, über die der Portfoliomanager genau Bescheid wissen muss, um sie richtig aussteuern zu können. Eine spezielle Eigenschaft von Value-Portfolios ist, dass die gute Performance dieser Portfolios immer

wieder durch Perioden unterbrochen wird, in denen sich Value nicht in Rendite umsetzt. In diesen Zeitabschnitten machen einfache Value-Strategien (solche, die Aktien nur eindimensional nach niedrigem Kurs-zu-Buchwert auswählen) mit sehr schlechter Performance auf sich aufmerksam. In vielen Untersuchungen zeigt sich, dass oftmals dann, wenn die Märkte generell negative Performance zeigen, einfache Value-Portfolios herbe

Rückschläge verzeichnen. Dieser Effekt wird häufig auch als spezielles Faktor-Risiko bezeichnet.

Warum zeigen gerade Aktien mit niedrigem Marktwert relativ zu ihrem Buchwert während eines wirtschaftlichen Abschwungs besonders schlechte Performance?

Das kann einerseits damit begründet werden, dass Value-Unternehmen ein vergleichsweise höheres Risiko haben, in eine ökonomische Schieflage zu geraten (daher auch ihr niedriges Bewertungsniveau). Die Aktien dieser Unternehmen leiden dann unter einem Wirtschaftsabschwung übermäßig stark. Als weiterer Grund kann angeführt werden, dass Unternehmen, deren Wert sich zu einem großen Teil aus dem bestehenden Anlagevermögen erklärt, besonders unter den Überkapazitäten leiden, die sich in Rezessionen aufbauen.

Value ist mehr als bloß niedriger Kurs-zu-Buchwert

Eine Möglichkeit, als Value-Investor die herben Rückschläge in negativen Marktphasen abzufedern, besteht darin, die Definition von Value über das Kurs-zu-Buchwert-Verhältnis hinaus zu verbreitern und weitere Value-Maße in die Portfolioselektion einzubeziehen. Ein zusätzlicher Value-Indikator ist z.B. eine hohe Di-

videndenrendite, aber auch weniger traditionelle Corporate-Finance-Faktoren bieten sich als Value-Indikatoren an: Anstieg der Dividendenrendite, erstmalige Zahlung einer Dividende, Aktienrückkaufprogramme, Rentabilität der Aktiva eines Unternehmens in Relation zu den Investitionsausgaben. All diese Kennzahlen liefern Information über die fundamentale Werthaltigkeit einer Unternehmung und verbessern im Aggregat die Beurteilung des Bewertungsniveaus. Diese Verbreiterung der Indikatoren verringert die Rückschläge der Value-Portfolios ohne das Renditepotential deutlich zu schmälern.

Sentiment als zusätzliche Komponente zur Portfoliosteuerung

Eine weitere bestimmende Komponente für die Performance eines Aktienportfolios ist die aktuelle Marktstimmung (Sentiment). Ist das Sentiment für ein Unternehmen positiv, bleibt diese Stimmung tendenziell über einige Zeit erhalten und man kann daher die Ertragsersparungen für dieses Unternehmen nach oben revidieren. Das Gegenteil ist für Unternehmen der Fall, für die das Marktsentiment negativ ist. Sie tendieren über längere Zeit zu schwacher Performance. In der Portfoliomanagement-Praxis wird oft vereinfachend das Momentum eines Wertpapiers als Faktor für dessen Sentiment verwendet. Für den Faktor Momentum gilt jedoch analog wie für den Faktor Value: Langfristig bieten Momentum-Strategien eine Prämie, aber auch diese Strategien kennen Zeiten mit schlechter Performance. Und auch hier ist der richtige Schritt zur Beruhigung der Performance, vom reinen Faktor hin zu einer breiteren Definition zu gehen.

Der Spängler IQAM Sentiment Index

Demgegenüber stellt der Spängler IQAM Sentiment Index die Messung des Marktsentiments auf eine sehr umfassende Basis. Die Sensitivität einzelner Titel gegenüber Änderungen im Sentiment des Gesamtmarktes sind ebenso Bestandteil eines Sentiment-Faktors wie weitere Indikatoren, die auf die Stimmung gegenüber einem bestimmten Wert schließen lassen (z.B. überraschende Gewinnmeldungen). Die Konstruktion dieses Stimmungsmaßes basiert auf drei Schritten:

- (1) Die Bestimmung von Indikatoren aus denen Sentiment geschätzt werden kann.
- (2) Die Extraktion des Sentiments aus den Indikatoren mittels Hauptkomponentenanalyse.
- (3) Die Berechnung des Spängler IQAM Sentiment Index als gewichteter Durchschnitt der normierten Indikatoren und deren Faktorladungen.



Univ. Prof. Dr. Engelbert J. Dockner

© Spängler IQAM Invest

Der Spängler IQAM Sentiment Index ist nicht nur durch seinen zyklischen Verlauf geprägt, sondern er steht auch mit dem Auf- und Abbau von Value in einer engen Beziehung, die systematisch für eine bessere Portfoliosteuerung verwendet werden kann. Der Spängler IQAM Sentiment Index wird derart berechnet, dass er sich bei neutraler Marktstimmung in einem Wertebereich zwischen -1 und +1 bewegt. Durchstößt er die obere Schranke von +1, befindet sich der Markt in einer Phase sehr positiver Stimmung, mit der Erwartung, dass sich diese Stimmung drehen und Sentiment zukünftig abgebaut wird (negative Änderung der Marktstimmung). Befindet er sich in einem Bereich unterhalb von -1 liegt negatives Sentiment vor, wobei zu erwarten ist, dass sich Marktstimmung aufbaut. Je nachdem in welchem Wertebereich sich der Sentiment Index befindet, muss unter Anwendung der vorher bereits diskutierten Eigenschaften von Value-Strategien eine Anpassung stattfinden. Bewegt sich das Marktsentiment im neutralen Bereich zwischen -1 und +1 wird das Aktienportfolio ausgewogen nach Value-Sentiment gewichtet. Das heißt, man setzt auf Value-Prämien als wesentliche Renditekomponen-

te. Liegt dagegen der Sentiment-Index deutlich über +1 ist ein Drehen der Marktstimmung zu erwarten, was im Lichte der oben geführten Diskussion bei Value-Portfolios zu Crashes führen kann, die durch eine systematische Untergewichtung von Value-Werten reduziert werden können.

Da im Regelfall Aktien mit einer niedrigen Börsekaptalisierung stärker von negativen Marktstimmungen betroffen sind, kann in der Phase hohen Sentiments zusätzlich auch stärker auf Werte mit hoher Kapitalisierung gesetzt werden. Liegt negatives Sentiment mit einem Indexwert kleiner als -1 vor und die Marktteilnehmer erwarten eine Trendumkehr mit positivem Marktaufschwung, dann kann sich der Asset Manager auf Value-Prämien als verlässliche Renditekomponenten verlassen. In einer derartigen Marktphase macht auch eine Übergewichtung von Aktien mit einer geringen Börsekaptalisierung Sinn (moderater Small-Cap-Tilt). Die aktive Steuerung eines Aktienportfolios unter Einsatz des Spängler IQAM Sentiment Index ist eine innovative Strategie, mit der die negative Performance von Value-Portfolios in wirtschaftlichen Abschwüngen abgefedert werden kann. ◀