

Aktienselektion

Auffällige Kursbewegungen müssen keine Übertreibung sein

Jeder Investor kennt das: Aktien steigen, obwohl es fundamental keine Rechtfertigung dafür zu geben scheint. Sollten Anleger auf den Zug aufspringen oder droht unweigerlich eine Korrektur? Carsten Klude, Chefsvolkswirt bei M.M. Warburg, hat sich mit dieser Frage beschäftigt und ist zu einem interessanten Ergebnis gekommen.



Carsten Klude © M.M. Warburg

Eine Aktie eilt von einem Höchststand zum anderen, obwohl sich bei den Gewinn- und Umsatzschätzungen kaum etwas geändert hat. Oder das Gegenteil ist der Fall: Ein Wert fällt und fällt, während Analysten keine ernsthafte Verschlechterung der fundamentalen Daten feststellen können. Wie sollen Investoren damit umgehen? Die klassische Antwort wäre die, bei scheinbaren Übertreibungen nach oben die Aktie eher zu verkaufen und bei scheinbaren Übertreibungen nach

unten Aktien eher zu kaufen.

Dahinter steckt die Vermutung, dass Aktien nach irrationalen Bewegungen dazu tendieren, zu ihrem fundamentalen Gleichgewicht zurückzukehren. Hier wird auch von einer Tendenz zur „mean reversion“ gesprochen. Doch ist das tatsächlich eine sinnvolle Vorgehensweise? Die Erwartung einer mean reversion unterstellt, dass der Markt sich „verlaufen“ hat, während doch eigentlich auf Basis der Fundamentaldaten relativ klar war, wie eine plausible Kursentwicklung hätte aussehen müssen. Diese Frage tangiert letztlich sogar den Kern des Asset Managements. Denn: Es geht darum, wie effizient Märkte sind und mit wie viel Demut eine Anlageentscheidung zu treffen ist, und zwar unabhängig von der Konfidenz, mit der die Entscheidung einhergeht.

Schließlich kommt es in gewisser Weise einer Anmaßung von Wissen gleich, eine Kauf- oder Verkaufsentscheidung auf Basis vermeintlich objektiver Daten gegen den Markt zu treffen. Denn jeder Investor hat sich (hoffentlich) etwas dabei gedacht, wenn er eine Transaktion tätigt und dafür riskiert, Geld zu verlieren. Genau dieser Mechanismus macht Märkte und die damit einhergehende Informationsverarbeitung so effizient.

Irrational oder doch rational?

Könnte es sein, dass sich eine zu einem gegebenen Zeitpunkt irrational erscheinende Entwicklung später vielleicht doch als rational herausstellt?

Wir haben versucht, diese Frage wie folgt zu beantworten. Für jede Aktie bestehen Analystenschätzungen für eine Vielzahl von Kennzahlen, die im Zeitverlauf immer wieder angepasst werden. Grundsätzlich können Anleger davon ausgehen, dass das gesamte öffentlich verfügbare Wissen über ein Unternehmen in diesen Kennzahlen und deren Verlauf zusammengefasst ist. Wir haben ab Ende 2010 in einem Abstand von jeweils sechs Monaten zunächst eine Liste der Aktien erstellt, die zu dem Zeitpunkt im europäischen Aktienindex STOXX 600 enthalten waren. Für diese Aktien haben wir jeweils den Verlauf der zuvor geschätzten Bilanzkennzahlen auf Niveauebene für die vorherigen fünf Jahre abgefragt. Dabei wurden nur Daten verwendet, die auch bei einer Echtzeitanwendung in der Datenbank vorhanden gewesen wären.

Zu den abgefragten Kennzahlen gehörten beispielsweise die Gewinne, der Cash-Flow, der Umsatz und der Buchwert pro Aktie. Diese Indikatoren entwickeln sich in groben Zügen ähnlich wie die Kurse – auch wenn durchaus temporäre Entkopplungen zu beobachten sind. Nun haben wir zu jedem Zeitpunkt für jedes einzelne Unternehmen ein Regressionsmodell erstellt, das bestmöglich den Kurs einer Aktie mit den jeweils verfügbaren Bilanzdaten erklären kann. Dabei wurde peinlichst genau darauf geachtet, dass jeweils nur Daten verwendet werden, die auch bei einer Echtzeitanwendung verfügbar gewesen wären. Jede Berechnung findet komplett out of sample statt

und bildet damit perfekt eine Anwendung in der Realität ohne jegliches Wissen über die Zukunft ab.

Kaufen, wenn andere verkaufen?

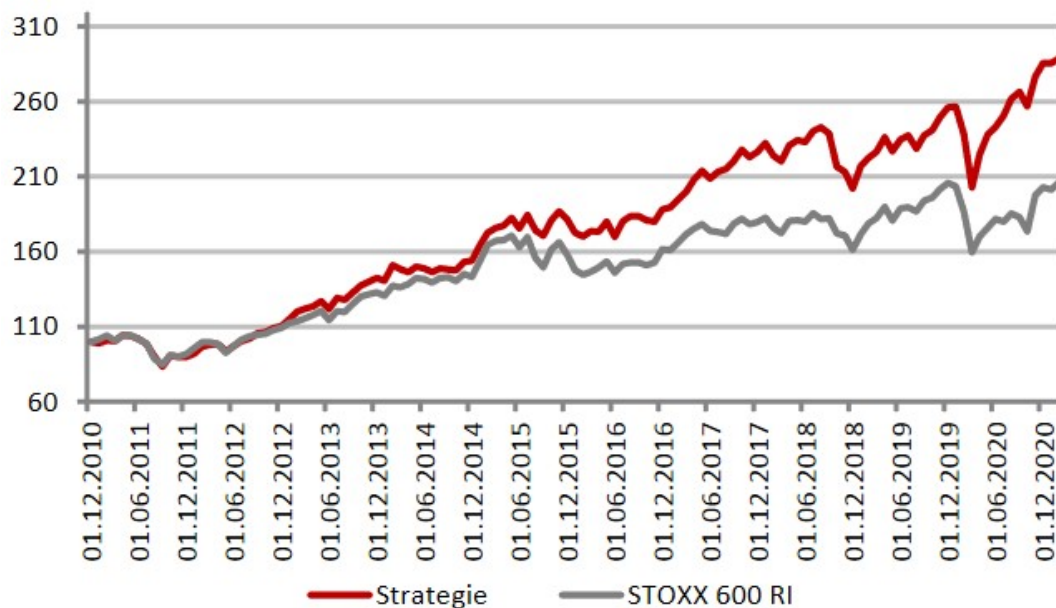
Man kann sich das Regressionsmodell dabei in etwa wie einen Investor vorstellen, der bestmöglich versteht, wie der Aktienkurs eines spezifischen Unternehmens auf Veränderungen in der Schätzung von Bilanzkennzahlen reagiert. Nun wäre zu vermuten, dass es Sinn ergeben könnte, anhand dieses Modells Übertreibungen an den Märkten zu erkennen und diese im Sinne einer erwarteten mean reversion zu nutzen.

Konkret würde das bedeuten, Aktien dann zu verkaufen, wenn sie im Kurs deutlich dem regressionsanalytisch „fairen“ Wert enteilt sind. Hingegen müssten Anleger dann Aktien kaufen, wenn sie signifikant unterhalb ihres „fairen“ Wertes notieren. Allerdings zeigen die Ergebnisse das genaue Gegenteil.

Unsere Berechnungen legen nahe, dass es dann zu einer Outperformance kommt, wenn Aktien gekauft werden, die bereits kostspielig erscheinen und Aktien verkauft werden, die sehr günstig erscheinen. Also exakt das Gegenteil von dem, was ökonomisch intuitiv und auf den ersten Blick sinnvoll wäre.

Eine Erklärung wäre die, dass bei Investoren selektiv Wissen vorliegt, das nicht allgemein verfügbar ist und daher auch nicht komplett in die Schätzungen der Analysten einfließt. Eine Abweichung des Kurses von dem vermeintlich rational nachvollziehbaren Kurs wäre dann eben nicht der Hinweis auf eine irrationale Bewegung, sondern ganz im Gegenteil ein Hinweis auf selektiv vorhandenes „smart money“, bei dem einige Investoren mehr wissen als andere. Anleger sind hier gut beraten, auf diesen Zug aufzuspringen statt die Gegenposition einzunehmen. Wie gut diese Strategie aufgegangen wäre, zeigen die folgenden Abbildungen:

Abbildung 1: Backtest der Strategie verglichen mit dem STOXX 600



Quelle: M.M. Warburg

Die Wertentwicklung dieser Strategie wäre vergleichsweise stetig besser verlaufen als die Wertentwicklung der Benchmark. Auch wenn die Outperformance nicht gewaltig ist, hätte es doch nur wenige Zeiträume gegeben, in denen über ein Jahr eine deutliche Underperformance zu Buche gestanden hätte.

Oberflächlich könnte vermutet werden, dass die beschriebene Strategie einer Momentumstrategie gleicht. Das ist jedoch nicht der Fall. Hier werden nicht Aktien gekauft, die eine absolut gute Wertentwicklung aufweisen, sondern nur Papiere, die relativ zum fairen Wert auf Basis von Bilanzkennzahlen eine auffallend gute Wertentwicklung aufweisen. Dazu können auch Aktien mit einer absolut schlechten Wertentwicklung gehören. Das Ergebnis mahnt zur Vorsicht, auffällige Bewegungen von Aktienkursen nicht zu vorschnell als irrationale Übertreibung abzustempeln. Manchmal waren einige Investoren einfach nur ein wenig smarter als andere.

Dieser Artikel erschien am **20.04.2021** unter folgendem Link:

<https://www.derfonds.com/auffaellige-kursbewegungen-nicht-vorschnell-als-uebertreibung-abstempeln/>