

Zertifikate-Check: Style-Switching-Strategien

Gast: Matthias Steinhauer, CONCEPT Vermögensmanagement



"Siebenundneunzig Prozent der Rendite eines Aktiendepots bestimmen sich durch die Allokation nach Aktien-Segmenten."

Der Nobelpreisträger William F. Sharpe revolutionierte mit dieser Erkenntnis Management-Ansätze, wie einzelne Portfolios betrachtet und bewertet werden.

Es ist also die Auswahl der "richtigen" Branchen bzw. Industriesektoren, die wesentlich über den Erfolg Ihrer Anlage entscheidet – nicht dagegen die Auswahl einzelner Titel.

In jeder Marktphase gibt es Gewinner und Verlierer: So legten im so genannten Internet-Hype der Jahre 1998 bis Anfang 2000 Technologiewerte eine sehr beeindruckende Wertentwicklung hin, während substanzstarke Werte sich nur wenig von der Stelle bewegten, teilweise sogar an Wert verloren. Dagegen wurde der darauf folgende markante Börsenabschwung im wesentlichen durch die vorher so stark gestiegenen Technologietitel angeführt. Im Gegenstrom der fallenden Kurse gelang es nun einigen Werten aus dem Spektrum ausgereifter und etablierter Unternehmen mit gut abgesicherten Gewinnaussichten, sich stabil zu halten bzw. sogar im Wert noch zu steigen.

Ideal wäre also eine Strategie, die eine zuverlässige Identifikation jeweiliger Konjunktur- und Börsenphasen erlaubt. Eine Strategie, die – je nach aktueller Marktlage - eine Entscheidung darüber ermöglicht, ob eher ein Investment in Werte mit konstanten Ertragsströmen, hohen Dividendenrenditen und günstigen KGV-Bewertungen (Value-Titel) oder ein Investment in Werte mit sehr hohem Wachstumspotential in neuen Geschäftsfeldern (Growth-Aktien) profitabel sein wird.

Es bestehen verschiedene Ansätze, sich diesen Identifikationsmöglichkeiten zu nähern. Dabei kann unterschieden werden zwischen Modellen, die sich entweder an makroökonomischen Daten oder an rein quantitativen Kriterien orientieren. Die einzelnen Strategien werden im Folgenden beschrieben und die den entsprechenden Ansatz verkörpernden Zertifikate vorgestellt.

1. Makro-Ökonomischer Ansatz

Hier liegt eine aus volkswirtschaftlichen Beobachtungen entwickelte Theorie zugrunde, wonach sich in konjunkturellen Aufschwungphasen Value-Werte besser entwickeln, während in konjunkturellen Abschwüngen Growth-Aktien das relativ bessere Entwicklungspotential haben. Die Begründung für diese Beobachtung: In Phasen starker Konjunkturbelebung ist es für kein Unternehmen besonders schwer, gute Ergebnisse und steigende Gewinne vorzuweisen. Value-Aktien würden dann eine tendenziell bessere

Entwicklung im Vergleich zu Growth-Aktien aufweisen, weil Anleger von den guten Gewinnzuwächsen profitieren könnten, ohne in sehr hoch bewertete Aktien investieren zu müssen. Dem gegenüber seien Growth-Aktien in konjunkturell schwächeren Phasen bevorzugt, weil Anleger dann eher bereit seien, für die "knappen" Unternehmen mit hohem Wachstumspotential einen höheren Preis zu bezahlen.

Zusätzlich wird die Entwicklung des Zinsniveaus beobachtet, um rechtzeitig den Wechsel der Konjunkturphasen zwischen Wachstum und Wachstumsverlangsamung oder Rezession identifizieren zu können.

So schlüssig die Argumentation in dieser Richtung sein mag, so wenig ist sie doch von tatsächlichen Beobachtungen regelmäßig untermauert worden. Im Gegenteil ist bisweilen – ebenfalls aus rational einfach nachvollziehbaren Antrieben – ein dieser Argumentation vollständig widersprechendes Marktverhalten beobachtbar. Bis heute ist jedenfalls noch kein schlüssiger und überzeugender Beweis erbracht worden, dass die genannten Faktoren als Indikatoren tauglich sind, um zu erkennen, ob Märkte sich in Growth- oder Value-Zyklen befinden.

Dennoch; Merrill Lynch versucht sich seit 1 ½ Jahren in diesem Nachweis, bisher leider jedoch ohne überzeugenden Erfolg:

Europe Style-Switching Zertifikat, fällig 15.11.07, WKN 504.195

Das Analyseverfahren von Merrill Lynch untersucht drei Kriterien: Die Entwicklung der Zinskurve, die Gewinnentwicklung der Unternehmen und die Veränderungen in den Einschätzungen der I/B/E/S-Analysten. Sechs europäische Länder werden beobachtet, sechs Werte pro Land werden ausgewählt, wobei jeweils fünf der Werte aus dem identifizierten Sektor und ein Wert dagegen aus dem nicht als profitabel identifizierten Sektor stammen. Dieser offene Regelbruch soll die Sicherheit der Anlage erhöhen. Ob ein Wert eher dem Value- oder Growth-Sektor zuzuordnen ist, wird anhand des Price/Book-Ratios (Aktienkurs/Buchwert) ermittelt.

Anpassungen:	4x jährlich
Titelgewichtung:	36 Titel gleich gewichtet
Dividendenpartizipation:	Null
Performance seit Auflegung:	-28,6% (Stoxx50: -26,1%)

2. Fundamental-Analytischer Ansatz

Diesem Ansatz folgt das so genannte Price-Earning to Growth-Ratio, kurz PEG-Ratio. Folgende Theorie bildet die Ausgangsbasis für die Strategie:

Das Anlegerinteresse konzentriert sich in der Regel auf Unternehmen, die regelmäßige hohe Gewinne aufweisen, gleichzeitig aber nicht zu hoch bewertet (sprich: zu teuer) sind. Können solche Werte identifiziert werden, so sind sie aufgrund der stark ansteigenden Nachfrage relativ schnell eben doch überteuert. Das frühzeitige Erkennen des Potentials solcher Titel jedoch hätte eine profitable Umsetzung im eigenen Depot ermöglicht.

Die Suche nach solchen Titeln ermöglicht die Anwendung der sog. PEG-Ratio. Diese ergibt sich aus dem Kurs-Gewinn-Verhältnis einer Aktie (PE-Ratio / ermittelt aus geschätztem Gewinn pro Aktie geteilt durch den aktuellen Aktienkurs) und der Division durch das geschätzte Gewinnwachstum (Growth-Ratio). Je kleiner das Resultat, desto attraktiver ist die Aktie. So werden die Aktien identifiziert, welche – andere Rahmenbedingungen unbeachtet – die beste Relation zwischen Gewinnwachstum und Preiswürdigkeit aufweisen. So einfach ist das! – Ist es eben nicht:

Beide miteinander verwobenen Kennzahlen (der geschätzte Gewinn, sowie das geschätzte Wachstum der Gewinne) beruhen – wie auch im Modell von Merrill Lynch –

auf Annahmen, die Analysten machen. Und zwar diejenigen der ca. 800 Brokerhäuser, die mittels des I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System) zusammengefasst werden. Wer weiß, dass kaum einer dieser Damen und Herren das Platzen der Internet-Blase im Jahr 2000 vorausgesehen oder gar davor gewarnt hätte, kann das Risiko ermessen, welches in einer auf diesen Analysen beruhenden Strategie liegt.

EuroVision X-Zertifikat, fällig 22.05.07, WKN 709.376

Die Deutsche Bank wählt einmal jährlich aus dem EuroStoxx50 die 15 Werte mit dem niedrigsten positiven PEG-Ratio aus.

Anpassungen:	1x jährlich
Titelgewichtung:	gleich gewichtet
Dividendenpartizipation:	Ja
Performance seit Auflegung:	-23,5% (Stoxx50: -19,6%)

Europe PEG 20, fällig 04.04.06, WKN 631.942

UBS Warburg dagegen wählt viermal jährlich aus dem EuroStoxx50 die 20 Werte mit dem niedrigsten positiven PEG-Ratio aus.

Anpassungen:	4x jährlich
Titelgewichtung:	Gewichtung nach der Rangfolge der PEG-Ratios, maximal 15% pro Wert, höchstens 2 Werte aus dem gleichen der 18 DJ-Sektoren
Dividendenpartizipation:	Ja
Performance seit Auflegung:	-10,3% (Stoxx50: -9,6%)

3. Quantitativer Ansatz

Hier geht es darum, ambivalente volkswirtschaftliche Faktoren oder gar von subjektiven Empfindungen, Erfahrungen, Hoffnungen und Irrtümern geleitete Analystenmeinungen explizit aus der Identifikation der Phasen im Value-Growth-Zyklus auszuschließen. Vielmehr werden objektive Marktdaten zur Quantifizierung von Chance und Risiko herangezogen. In diesem Fall das so genannte Sharpe-Ratio.

Das Sharpe-Ratio ist eine Performance-Kennzahl, mittels derer der Zielkonflikt zwischen Risiko und Ertrag einer Anlage schlüssig in eine Zahl gegossen wird:

Es wird die Rendite je Risikoeinheit gemessen bzw. die Frage beantwortet, wie viel zusätzliche Rendite der Anleger pro Risikoeinheit (ausgedrückt durch die Volatilität) gegenüber einer risikolosen Anlage erhält. Die erzielte Rendite wird also ins Verhältnis zum damit verbundenen Risiko gesetzt. Diese Analyse lässt sich für einzelne Aktien, aber auch für ganze Branchen und Marktsegmente anstellen.

Um nun diese Analyse zum einen für das Segment Value-Aktien und zum anderen für das Segment Growth-Aktien anstellen zu können, bedarf es zunächst einer plausiblen und zumindest neutralen Darstellung eines entsprechenden Universums. Dieses Universum stellt Dow Jones mit seinen beiden Indices EURO STOXX Large Cap Value und EURO STOXX Large Cap Growth zur Verfügung.

Aus diesen Zutaten mischt die Deutsche Bank ein interessantes Zertifikat:

ValueGrowth Select, fällig 01.03.2010, WKN 747.697

Bei dem ValueGrowth Select Zertifikat der Deutschen Bank werden zunächst die 3-Monats-Sharpe-Ratios des Growth- und des Value-Segments des EURO STOXX ermittelt und verglichen. In das Segment mit der höheren Kennzahl wird investiert. Diese Identifikation des Zielmarktes ist der erste und bedeutendere Schritt in der gesamten Strategie.

Je nach identifizierter Phase wird im zweiten Schritt folgendermaßen verfahren.

Value Phasen:

Bei Value-Aktien ist ein sehr zuverlässiges Performance-Kriterium die Dividendenrendite, weshalb das Zertifikat in Value-Phasen eine reine Dividendenstrategie verfolgt. Der Aktienkorb besteht demzufolge aus den 15 Werten mit der höchsten Dividendenrendite.

Growth Phasen (In diesen Phasen erfolgt ein Abweichen von der bis dahin sehr kategorischen Orientierung an objektiv messbaren Kriterien):

Growth-Aktien zeichnen sich durch eine relativ hohe Ertragsdynamik aus. Darum werden diejenigen Unternehmen herausgefiltert, die gemäß der I/B/E/S-Schätzungen das höchste Gewinnpotential für die nächsten fünf Jahre haben. Ein zusätzliches Kriterium ist wiederum objektiver Natur – das Kursmomentum. In Growth-Phasen werden also diejenigen Aktien herausgefiltert, die die beste Kombination aus dem Kursmomentum der letzten 6 Monate und prognostiziertem Gewinnzuwachsen für die nächsten 5 Jahre haben.

Anpassungen:	4x jährlich
Titelgewichtung:	15 Titel gleich gewichtet
Dividendenpartizipation:	Ja
Performance seit Auflegung:	-4,4% (Stoxx50: -5,6%) (Erst seit 2 Monaten auf dem Markt)

4. Best-Of-"Strategie"

Eine beliebtes Angebot der nachträglichen Auswahl des besten Marktes, das jedoch nur auf den ersten Blick verlockend ist.

Best of FTSE Global Sectors, fällig 17.03.2008, WKN 610.299

Merrill Lynch bildet aus den FTSE-Global-Sector-Indices drei Gruppen:

Growth enthält:	Technologie, Medien, Telekommunikation
Defensiv enthält:	Versorger, Pharma, Finanzen und Banken
Zyklisch enthält:	Automobile, Energie, Rohstoffverarbeitung

Bei Fälligkeit des Zertifikates wird die beste Gruppe mit 42%, die zweitbeste mit 33% und die schlechteste Gruppe mit 25% gewichtet. Da Weizen und Spreu hier in einem Produkt vermischt bleiben, wird auch das Resultat letzten Endes durchschnittlich sein. Dies kann insbesondere dann eintreten, wenn die schlechteste Gruppe bei sehr negativem Abschneiden trotz der geringeren Gewichtung das Gesamtergebnis deutlich nach unten zieht.

Zudem leidet dieses Zertifikat unter dem Charakter der zugrunde liegenden (Rainbow-) Optionen. Während der Laufzeit kann eine Partizipation an der prozentual verteilten Performance nicht gewährleistet werden, da erst am Ende die jeweilige Gewichtung

festgestellt wird. Der Anleger sollte also davon ausgehen, dieses Zertifikat bis zum Ende der Laufzeit durchzuhalten.

Anpassungen:	nur am Ende der Laufzeit
Titelgewichtung:	-
Dividendenpartizipation:	Null
Performance seit Auflegung:	-18,0% (Stoxx50: -12,4%, MSCI in USD: -7,6%, Nasdaq - 13,7%)

Fazit:

Style-Switcher sind eine sehr spannende Alternative zu reinen Index-Partizipationen. Die theoretische und in den Verkaufsbroschüren hoch gepriesene Möglichkeit einer Outperformance hat jedoch noch kein Zertifikateemittent im wirklichen Leben unter Beweis gestellt. Insofern darf man gespannt sein auf den jüngsten Angriff der Deutschen Bank mit ihrer im wesentlichen an quantitativen Kriterien ausgerichteten Strategie.

Eines haben jedoch alle Switching-Strategien gemeinsam. Sofern erforderlich wird zu den Anpassungsterminen im Stellwerk ein riesiger Hebel mit sehr großer Wirkung umgelegt. Der Anlagestil wechselt völlig – vergleichbar mit einem überraschenden Konter beim Fußball, wo sich alle Spieler ins gegnerische Feld schlagen. Wie auch beim Fußball muß diese Strategie dann aufgehen, andernfalls kann es herbe Rückschläge geben.

Das Risiko, welches diesen Strategien innewohnt ist jedenfalls vergleichsweise hoch. So ist auch jedes der vorgestellten Zertifikate im Herbst letzten Jahres stärker abgestürzt, als die Märkte im Durchschnitt.

Alle Angaben erfolgten nach bestem Wissen. Der Autor haftet nicht für finanzielle Verluste, die durch die Umsetzung von Empfehlungen entstehen.

Die Zertifikate-Spezialisten:
Concept Vermögensmanagement - www.c-vm.com - 0521/925997-0
- Demnächst auch Vermögensverwaltung mit Sparplänen -