

---

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

---

### Ein neuer Ansatz für das Risikocontrolling bei Aktien: Die residuelle Wertentwicklung

In jedem Portfolio finden sich Aktien, die rückblickend betrachtet überdurchschnittlich große Verluste oder zumindest unterdurchschnittlich hohe Gewinne aufweisen. Diese (relativen) Verluste durch Verkäufe zu begrenzen, mag zwar auf den ersten Blick einleuchtend erscheinen, stößt jedoch in der Praxis auf Hürden. So sind ja gerade Aktien mit einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung nicht selten attraktiver bewertet als vergleichbare Aktien, und es stellt sich für den Investor in einer solchen Situation immer die Frage, ob nicht die Gefahr besteht, ein „Schnäppchen“ bei Tiefstkursen zu verkaufen. Zudem muss die unterdurchschnittliche Wertentwicklung einer Aktie nicht immer auf unternehmensspezifische Faktoren zurückzuführen sein. Beispielsweise entwickeln sich nicht selten fast alle Aktien eines Sektors deutlich schlechter als der Gesamtmarkt; Aktien werden somit in „Sippenhaft“ genommen, obwohl keine unternehmensspezifisch schlechten Nachrichten vorliegen. Es sind nicht selten „Modeerscheinungen“ an den Märkten, die solche Trends verursachen; da solche „Modeerscheinungen“ aber auch schnell wieder in das Gegenteil umschlagen können, ist der Verkauf nur auf dieser Basis nicht immer ratsam. Derartige Trends gelten auch für fundamentale oder technische Eigenschaften von Aktien. Beispielsweise wiesen Aktien zum Höhepunkt der Eurokrise im Jahr 2012 eine extrem unterdurchschnittliche Wertentwicklung auf, wenn sie sich durch eine unterdurchschnittliche Bilanzqualität auszeichneten. Mit dem Tag der schon fast legendären Rede von Draghi in London („whatever it takes“) kehrte sich dieses Bild aber um 180 Grad um: Nun zeigten die Aktien eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung, die über eine hohe Bilanzqualität verfügten.

Ein Risikomanagement, das nur auf die Wertentwicklung von Aktien abstellt, ohne verstehen zu wollen, warum die Wertentwicklung so ist wie sie ist, erscheint uns daher wenig zielgerichtet. Vor allem aber ist sie nicht geeignet, unternehmensspezifische Risiken von allgemeinen Trends zu trennen. Ein leistungsfähiges Risikocontrolling auf der Ebene von Einzelaktien sollte aber genau das tun, da es sonst nur unreflektiert wechselnden und un stetigen Trends hinterherläuft, statt selektiv Schief lagen auf der Ebene von Einzelwerten erkennen zu können.

Wir haben zu diesem Zweck eine ökonomische Vorgehensweise entwickelt, mit der zumindest konzeptionell allgemeine Trends von unternehmensspezifischen Entwicklungen getrennt werden können. Die Grundüberlegung ist dabei die, dass es verschiedene Werttreiber geben sollte, mit denen über einen bestimmten Zeitraum die Wertentwicklung von Aktien erklärt werden kann. Im einfachsten anzunehmenden Fall ist ein wichtiger Werttreiber das Beta der Aktie; wenn das Beta über eins liegt und der Aktienmarkt fällt, ist auch bei der Aktie mit einem überdurchschnittlichen Kursrückgang zu rechnen. Tritt dieser Fall ein, ist zunächst nichts passiert, was auf ein unternehmensspezifisches Problem hinweist. Erst ein Kursrückgang, der vor dem Hintergrund des Betas deutlich über das zu erwar-

tende Maß hinausgeht, könnte als Hinweis auf ein unternehmensspezifisches Problem gewertet werden. Allerdings sollte schon intuitiv erkennbar sein, dass das Beta einer Aktie nicht ausreicht, um die tatsächliche Wertentwicklung hinreichend gut erklären zu können. Nicht erst seit der vielzitierten Veröffentlichung von Eugene Fama und Kenneth French ist klar, dass weitere Faktoren die Wertentwicklung von Aktien bestimmen.<sup>1</sup> Zu diesen Faktoren gehört primär die Bewertung von Aktien, ebenso wie die Größe von Unternehmen. Allerdings lassen sich diese Faktoren um weitere Faktoren ergänzen, die ebenfalls signifikant dazu beitragen, die Wertentwicklung von Aktien besser zu verstehen und erklären zu können. Dazu gehört die Profitabilität, die Bilanzqualität, die Volatilität und beispielsweise auch das Gewinnwachstum. Zudem darf die Sektorzugehörigkeit von Aktien als Werttreiber über einen bestimmten Zeitraum nicht unterschätzt werden.

Wir haben ein Modell entwickelt, das die oben genannten Faktoren nutzt, um im Querschnitt die Wertentwicklung der Aktien im STOXX 600 zu erklären. Da nicht a priori eindeutig herzuleiten wäre, welcher Betrachtungszeitraum hier der richtige ist, führen wir die Berechnung für verschiedene Zeiträume durch, wobei der kürzeste Zeitraum eine Woche beträgt und der längste bei 16 Wochen liegt. Unsere Überlegung ist nun wie folgt: Wenn eine Aktie innerhalb eines bestimmten Zeitraumes z.B. 20% verliert, während der Gesamtmarkt nur einen Rückgang von 15% aufweist, dann ist das aus einer unternehmensspezifischen Sicht nicht kritisch, wenn unser Modell auf Basis der Sektorzugehörigkeit und der Faktorausstattung des Unternehmens einen Rückgang von 25% erwartet hätte. Kritisch wird es erst, wenn bei sonst gleichen Annahmen die Aktie einen Rückgang von z.B. 30% aufweisen würde.

Ähnliches gilt für den Fall, in dem eine Aktie um 15% steigt, obwohl der Gesamtmarkt nur um 10% nach oben tendiert. Wenn nun unser Modell aufgrund der Faktorausstattung und der Sektorzugehörigkeit des Unternehmens einen Wertzuwachs von 20% erwartet hätte, ist vermutlich Gefahr in Verzug, obwohl oberflächlich keine Auffälligkeiten vorliegen. Wir stellen also letztlich auf die Differenz zwischen der tatsächlichen und der erwarteten Wertentwicklung ab und legen unser Augenmerk auf die Unternehmen, die hier relativ schlecht abschneiden, auch wenn sie absolut gesehen vollkommen unauffällig sind.

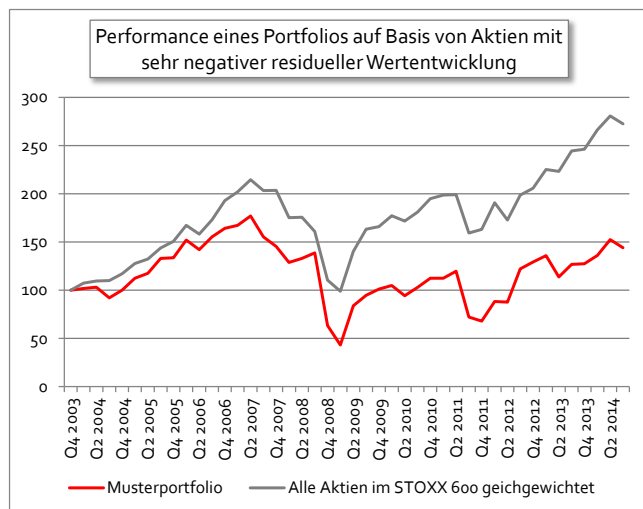
Auf diese Weise gelingt uns ein Blick „hinter die Kulissen“, der deutlich differenzierter und aussagekräftiger ist als eine Analyse der reinen Kursbewegung. Wir bezeichnen diese Differenz zwischen tatsächlicher und erwarteter Wertentwicklung als residuelle Wertentwicklung, da es sich hier letztlich um den „Fehler“ handelt, der nicht von dem Modell erklärt werden kann. Wenn das Modell aber prinzipiell in der Lage ist, die Wertentwicklung der Aktien im

---

<sup>1</sup> vgl. Eugene F. Fama, Kenneth R. French: *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. In: *Journal of Finance*. 47, Nr. 2, 1992, S. 427–465 oder Eugene F. Fama, Kenneth R. French: *Size, value, and momentum in international stock returns*. In: *Journal of Financial Economics*. 105, Nr. 3, 2012

Durchschnitt sehr gut zu erklären (und das ist definitiv der Fall), dann ist ein solcher „Fehler“ ein sehr ernstzunehmender Hinweis auf eine unternehmensspezifische Fehlentwicklung.

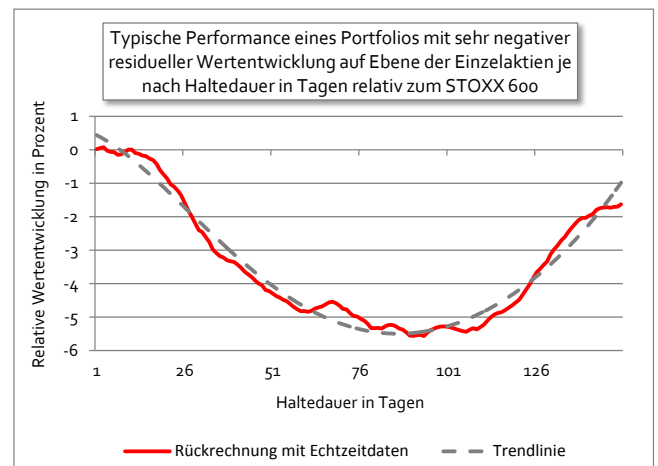
Doch lässt sich bei all der Theorie auch in der Praxis ein Mehrwert mit dieser Vorgehensweise erzielen? Um diese Frage zumindest in der Tendenz beantworten zu können, haben wir einen Backtest aufgebaut, in dem wir auf Basis des oben skizzierten Ansatzes jedes Quartal die Aktien identifizieren können, die eine besonders negative residuale Wertentwicklung aufweisen. Wir sind uns dessen bewusst, dass damit eine perfekte Abbildung einer Echtzeitanwendung nicht möglich ist. Dies würde voraussetzen, dass die von uns verwendeten fundamentalen Daten in der Vergangenheit zu den jeweiligen Zeitpunkten exakt so vorlagen, wie dies unsere Datenbank aus heutiger Sicht angibt. Ob dies tatsächlich auf den Tag genau bei allen Aktien immer der Fall war können wir aus heutiger Sicht nicht garantieren, jedoch sprechen unsere Erfahrungen generell für eine hinreichend hohe Qualität der historischen Daten. In der von uns durchgeführten Rückrechnung haben wir pro Quartal jeweils die 25 Aktien mit der schlechtesten residualen Wertentwicklung gekauft, um zu überprüfen, wie sich diese Gruppe von Aktien gegenüber dem Gesamtmarkt verhält. Als Vergleichsmaßstab haben wir den STOXX 600 mit gleichgewichteten Aktien gewählt, da auch die 25 Aktien in unserem Modellportfolio gleichgewichtet sind und ein marktkapitalisierungsgewichteter Index in diesem Kontext kein guter Vergleichsmaßstab ist. Unsere Erwartung wäre dabei die, dass das Portfolio der 25 Aktien mit einer besonders negativen residualen Wertentwicklung langfristig eine schlechtere Wertentwicklung aufweist als der Gesamtmarkt, da hier Aktien mit unternehmensspezifischen „Problemen“ identifiziert wurden.



Wenn dem tatsächlich so wäre, wäre dieser Indikator für das Risikocontrolling gut geeignet und müsste derart umgesetzt werden, dass Aktien mit einer besonders negativen residualen Wertentwicklung auf jeden Fall verkauft werden müssen, selbst wenn die absolute Performance unauffällig ist. Der Backtest bestätigt unsere Vermutung voll und ganz. Wie sich zeigt, ist die Wertentwicklung der jeweils schlechtesten 25 Aktien hinsichtlich der residualen Wert-

entwicklung signifikant schlechter als die des Gesamtmarktes.

Da wir seit längerer Zeit dieses Modell auch in Echtzeit anwenden und eine Datenbank mit den Ergebnissen aufgebaut haben, können wir nun inzwischen auch analysieren, wie lange nach dem Erkennen unternehmensspezifischer „Probleme“ die Underperformance anhält. Nach unseren Berechnungen auf Basis der Echtzeitdaten (also keine Rückrechnung!) setzt sich der negative Trend im Durchschnitt etwa 100 Tage fort, bevor es zu einer sog. mean reversion kommt. Der Trend in den ersten 100 Tagen nach dem erstmaligen Erkennen einer sehr negativen residualen Wertentwicklung ist dabei so stark, dass es uns selbst überrascht hat. In der Konsequenz bedeutet dies aber auch, dass diese Information auf jeden Fall im Kontext des Risikocontrollings genutzt werden sollte. Wenn darauf verzichtet wird, ist bei Aktien mit einer sehr negativen residualen Wertentwicklung ansonsten zu erwarten, dass diese Werte im Schnitt nach 100 Tagen eine etwa 5,5% schlechtere Wertentwicklung aufweisen als der Gesamtmarkt.



Als aufmerksamer Leser wird man spätestens an dieser Stelle fragen, ob diese Erkenntnis nicht auch genutzt werden könnte, um im positiven Sinne die Aktien zu identifizieren, die eine besonders gute residuale Wertentwicklung aufweisen. Unsere Ergebnisse sowohl im Backtest als auch in der Echtzeitanwendung sind dazu sehr interessant. Auf der einen Seite kann festgestellt werden, dass eine positive residuale Wertentwicklung zu einem Zeitpunkt auf eine marginal bessere Wertentwicklung in der Zukunft schließen lässt, so dass es sicher nicht falsch ist, dieses Kriterium grundsätzlich zu berücksichtigen. Allerdings funktioniert dieser Zusammenhang nicht, wenn man die Aktien mit der allerbesten residualen Wertentwicklung kauft, denn offensichtlich setzt hier – ganz im Gegenteil zur anderen Seite des Spektrums – sehr früh eine mean reversion und damit eine Korrektur in die andere Richtung ein.

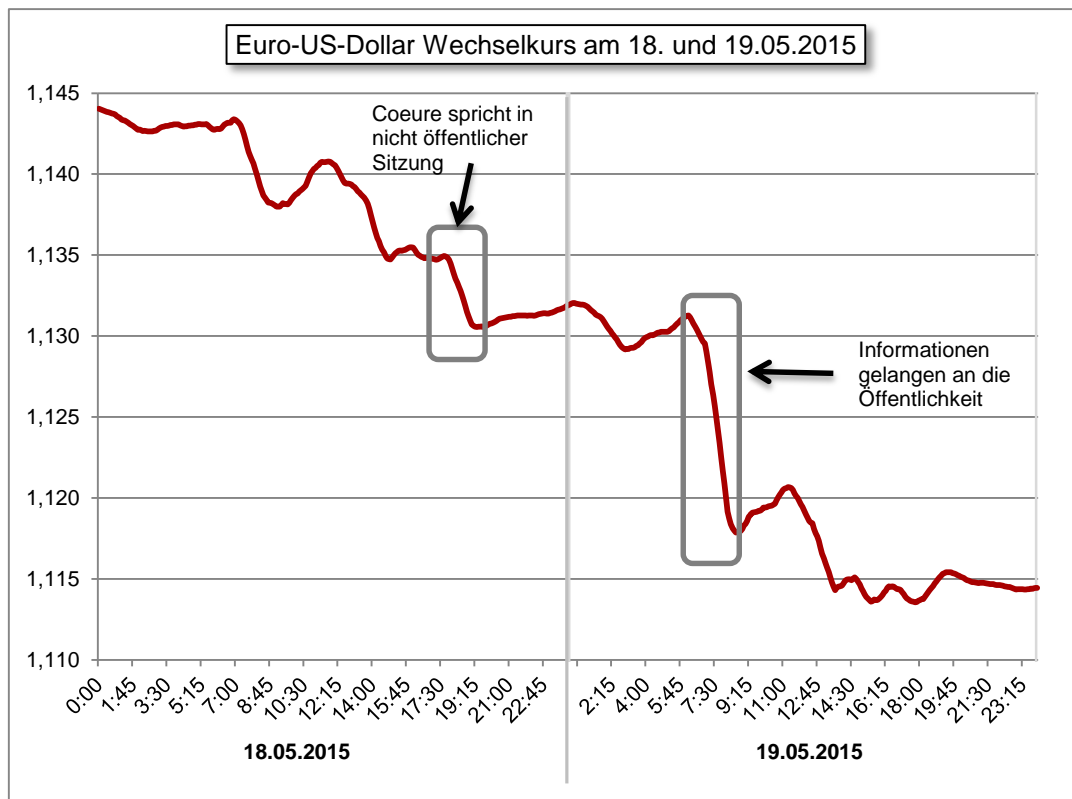
Warum diese Asymmetrie besteht, können wir an dieser Stelle nicht beantworten. Unsere Untersuchung bestätigt jedoch die alte Börsenregel, nicht in ein fallendes Messer zu greifen, denn das Messer fällt oft schneller und länger als man denkt. Die Stärke des hier vorgestellten Ansatzes besteht darin, unter den vielen fallenden Messern diejenigen zu identifizieren, die perspektivisch besonders gefährlich werden können.

Wochenausblick für die Zeit vom 25. bis 29. Mai 2015

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	-0,8%	1,4%	1,0%	0,5%			ab 26. Mai
D: Importpreise, y/y	-4,4%	-3,0%	-1,4%	-0,7%			ab 26. Mai
D: GfK Konsumklima	9	9,3	9,7	10	10,1	10,2	27. Mai
E-19: Industrier Vertrauen	-4,5	-4,6	-2,9	-3,2	-2,8		28. Mai
E-19: Konsumentenvertrauen	-8,5	-6,7	-3,7	-4,6	-5,5		28. Mai
E-19: Geldmenge M3, y/y	3,7%	4,0%	4,6%	5,1%			29. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Europäische Zentralbank mit bedenklicher Kommunikationsspanne



Die Europäische Zentralbank leistete sich jüngst eine veritable Kommunikationspanne. So gab Direktoriumsmitglied Benoît Cœuré in einer nichtöffentlichen Veranstaltung in London bekannt, die Notenbank werde ihre Anleihekäufe der Liquiditätssituation entsprechend anpassen. Bis zum Sommer und im Herbst werde die EZB mehr Anleihen kaufen, in den traditionell weniger liquiden Sommermonaten würden die Käufe dagegen reduziert. Diese Information war neu und marktrelevant, schließlich hieß es vorher, die EZB werde im Rahmen ihrer Geldpolitik jeden Monat Anleihen im Volumen von konstant 60 Milliarden Euro aufkaufen. Unser Chart der Woche zeigt, dass es um den Zeitpunkt des Treffens zu einer sichtbaren Reaktion im Euro-US-Dollar-Wechselkurs gekommen ist; es wäre durchaus möglich, dass die von Cœuré verbreiteten Informationen den Ausschlag zu dieser Bewegung gegeben haben. Der breiten Öffentlichkeit wurden die neuen Pläne der Notenbank jedoch erst am Morgen des Folge-

tages bekannt. Dies löste weitere Euro-Verkäufe aus, und die Gemeinschaftswährung verlor binnen kurzer Zeit rund 1,2% an Wert. Auch wenn dies absolut nur wenig erscheint, für den Devisenmarkt handelt es sich um eine sehr starke Bewegung, mit der, sofern sie sich mit hoher Wahrscheinlichkeit antizipieren lässt, Gewinne in einem erheblichen Ausmaß erzielt werden können. Insofern halten wir es für bedenklich, dass die Notenbank in diesem Fall die Informationen nicht zeitgleich mit dem Treffen in London auch der breiten Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt hat. Seitens der EZB hieß es, die späte Veröffentlichung sei auf einen internen Fehler zurückzuführen. Unserer Ansicht nach gilt es, derartige Fehler in Zukunft in jedem Falle und mit aller Entschlossenheit zu vermeiden. Nichts wäre schädlicher für die Reputation einer Zentralbank und Finanzaufsicht, als wenn der Eindruck entstehen sollte, diese Organisation selbst ermögliche Insiderhandel.

	<b>Stand</b>	<b>Veränderung zum</b>			
	21.05.2015	14.05.2015	20.04.2015	20.02.2015	31.12.2014
<b>Aktienmärkte</b>	16:36	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	18285	0,2%	1,4%	0,8%	2,6%
S&P 500	2126	0,2%	1,2%	0,7%	3,3%
Nasdaq	5072	0,4%	1,5%	2,3%	7,1%
DAX	11848	2,5%	-0,4%	7,2%	20,8%
MDAX	20983	2,0%	-0,7%	6,7%	23,9%
TecDAX	1736	4,0%	5,3%	11,9%	26,6%
EuroStoxx 50	3683	2,3%	-0,9%	5,5%	17,1%
Stoxx 50	3501	1,9%	-1,0%	5,6%	16,6%
SMI (Swiss Market Index)	9320	3,0%	0,8%	4,8%	3,7%
Nikkei 225	20197	3,2%	2,9%	10,2%	15,7%
Brasilien BOVESPA	54901	-3,1%	2,1%	7,1%	9,8%
Russland RTS	1032	-2,2%	3,6%	13,4%	30,5%
Indien BSE 30	27837	2,3%	-0,2%	-4,8%	1,2%
China Shanghai Composite	4446	1,6%	5,4%	36,9%	37,5%
MSCI Welt (in €)	1804	2,7%	-2,2%	3,7%	15,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1036	2,7%	-3,3%	7,0%	18,3%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	153,67	97	-669	-515	-220
Bobl-Future	128,52	29	-114	-260	-176
Schatz-Future	111,19	6	-7	-12	10
3 Monats \$ Libor	0,28	1	1	2	3
10-jährige US Treasuries	2,25	0	35	11	7
10-jährige Bunds	0,63	-7	55	26	9
10-jährige JGB	0,40	-5	8	1	7
US Treas 10Y Performance	557,91	0,0%	-3,0%	-0,6%	0,0%
Bund 10Y Performance	575,04	0,7%	-5,1%	-2,3%	-0,4%
REX Performance Index	469,17	0,5%	-1,7%	-1,0%	-0,6%
Hypothekenzinsen USA	3,85	0	18	9	2
IBOXX AA, €	1,06	-5	34	32	17
IBOXX BBB, €	1,72	-6	34	27	-7
ML US High Yield	6,45	0	7	-5	-50
JPM EMBI+, Index	712	0,2%	-0,3%	2,3%	2,9%
Wandelanleihen Exane 25	6986	0,0%	0,0%	3,0%	8,1%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	432,12	-1,6%	2,8%	-0,6%	-3,4%
MG Base Metal Index	295,21	-4,0%	0,9%	3,8%	-2,8%
Rohöl Brent	64,73	-3,6%	2,3%	9,7%	12,9%
Gold	1211,15	-0,8%	1,5%	0,4%	2,1%
Silber	17,14	-1,7%	7,6%	4,6%	8,8%
Aluminium	1744,25	-4,9%	-4,6%	-1,7%	-4,4%
Kupfer	6214,00	-3,0%	3,8%	8,9%	-2,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	606	-4,9%	1,3%	18,1%	-22,5%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,11	-2,6%	3,7%	-1,6%	-8,4%
EUR/ GBP	0,71	-1,2%	-1,0%	-3,5%	-8,0%
EUR/ JPY	134,43	-1,2%	5,3%	0,4%	-7,4%
EUR/ CHF	1,04	0,4%	1,4%	-2,7%	-13,3%
USD/ JPY	121,36	1,8%	1,8%	2,0%	1,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	<a href="mailto:cklude@mmwarburg.com">cklude@mmwarburg.com</a>
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	<a href="mailto:cjasperneite@mmwarburg.com">cjasperneite@mmwarburg.com</a>
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	<a href="mailto:mthiel@mmwarburg.com">mthiel@mmwarburg.com</a>
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	<a href="mailto:mhasse@mmwarburg.com">mhasse@mmwarburg.com</a>
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	<a href="mailto:rhaller@mmwarburg.com">rhaller@mmwarburg.com</a>

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.