

„Wir kaufen keine FAANG-Aktien“

Der S4A US Long (WKN: A1H6HH), einer der besten US-Value-Fonds, feierte im Mai sein zehnjähriges Jubiläum. Wir sprachen mit Fondsmanager Christian Funke über empirische Kapitalmarktforschung und welche Rolle der Mensch bei seinem systematischen Anlageprozess spielt

TFR: Herr Funke, gibt es ein Erfolgsgeheimnis für die gute Entwicklung Ihres Fonds S4A US Long, oder war auch eine Portion Glück dabei?

Christian Funke: Das Erfolgsgeheimnis unseres S4A US Long ist, dass er auf klaren Anlageregeln basiert, die wir konsequent aus der empirischen Kapitalmarktforschung ableiten. Der S4A US Long ist ein Value-Fonds, das heißt wir wählen insbesondere Firmen aus, die eine niedrige Bewertung aufweisen und somit günstiger sind als der Gesamtmarkt.

Aber günstige Aktien sind ja nicht automatisch gute Aktien.

Das stimmt. Es existiert ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Bewertungsniveau einerseits und der historischen Kursentwicklung sowie dem Risiko andererseits: Niedrig bewertete Value-Titel sind häufig „Loser-Aktien“ und weisen daher oft deutlich höhere Risiken auf als die jeweilige Benchmark. Die Kapitalmarktforschung zeigt, dass sowohl Loser-Aktien als auch riskante Aktien nur unter bestimmten Umständen gehalten werden sollten – nämlich nur dann, wenn das Marktsentiment sehr negativ ist, das heißt die Angst der Investoren sehr hoch ist. Nur dann bekommen Anleger laut der Kapitalmarktforschung eine signifikante Prämie für diese Aktien. In „normalen“ Zeiten weisen diese Werte dagegen eher eine Underperformance auf. Daher eliminieren wir sehr riskante Value-Titel beziehungsweise Loser-Aktien systematisch aus dem Portfolio. Nur wenn die Angst der Investoren sehr hoch ist, gewichten wir riskante beziehungsweise Loser-Aktien über, um von dem späteren Rebound bei der Normalisierung des Marktsentiments maximal zu profitieren.

Spielen für Sie bei der Auswahl der Titel die Gewinne der Unternehmen eine Rolle?

Da unser Fonds einen Value-Ansatz verfolgt, wählen wir nur langfristig profitable Firmen aus. Bei Growth-Firmen sind die Cashflows zu Beginn der Wachstumszyklen häufig negativ, daher kaufen wir sie nicht.

Ihr Investmentprozess ist vor allem quantitativ. Spielt der Mensch noch eine Rolle?

Unsere Investmentstrategie basiert auf klaren Anlageregeln, die wir aus der empirischen Kapitalmarktforschung ableiten. Hierbei nutzen wir Computer, um Anlageregeln aus der Wissenschaft zu bestätigen. Das finale



Dr. Christian Funke

ist Vorstand und Fondsmanager bei Source For Alpha. Er ist dort für Marketing und Vertrieb, Personal und Finanzen sowie Risikocontrolling, Compliance und Geldwäscheprävention verantwortlich.

Portfolio wird jedoch nicht einfach vom Computer vorgegeben und umgesetzt. Wir haben hier innerhalb des Portfoliomanagement-Teams durchaus diskretionären Spielraum. Dieser ist insbesondere im Bereich des Risikomanagements nötig, um ungewünschte Klumpenrisiken zu vermeiden, beispielsweise auf Branchenebene.

Wie stark ist der Fonds über Einzeltitel gestreut?

Bei den Einzelpositionen streben wir ein möglichst diversifiziertes Portfolio an. Dies zeigt sich auch daran, dass das derzeit höchste Einzelgewicht einer Aktie etwa 2,5 Prozent des Fonds beträgt.

Warum sind keine FAANG-Aktien oder Tesla unter den Top-Positionen?

Die FAANG-Aktien befinden sich nicht in unserem Portfolio. Dies bedeutet nicht, dass wir diese Firmen nicht gut finden. Sie sind unserer Meinung nach jedoch derzeit sehr hoch bewertet. Firmen wie Apple, Microsoft oder Amazon haben eine Marktkapitalisierung, die größer ist als die des gesamten deutschen Kapitalmarkts. Dies halten wir für übertrieben, auch wenn wir die Qualität der Firmen als sehr hoch einstufen würden. Wie so oft gilt: Ein gutes Unternehmen ist am Aktienmarkt lange noch kein gutes Investment. Ähnlich wie bei den FAANG-Aktien halten wir auch Tesla für zu hoch bewertet. Als zusätzli-

chen Malus bei Tesla sehen wir das sehr hohe Risiko. Die Volatilität der Aktie ist insbesondere vor dem Hintergrund der sehr hohen Marktkapitalisierung extrem hoch.

Welchen Vorteil bietet ihr systematischer Ansatz noch gegenüber klassischen diskretionären Managern?

Die Bedeutung unseres systematischen Prozesses für die Portfolioentwicklung lässt sich exemplarisch sehr gut an der Performance der vergangenen zwei Jahre darstellen. Der Hauptgrund für die Top-Performance des S4A US Long liegt darin, dass wir unser Portfolio insgesamt immer anhand klarer Anlageregeln strukturieren. Dies verhindert insbesondere, dass wir in die klassischen psychologischen Fallen wie Gier und Angst hineintappen. Im Gegenteil: Unsere Value-basierte Anlagestrategie profitiert sogar von diesen psychologischen Fallen.

Woran liegt das?

Der Grund dafür liegt darin, dass die Risikoausrichtung des Fonds dem Marktsentiment automatisch entgegengesetzt ist: Wenn die Gier sehr hoch ist, sind Value-Titel die eher langweiligen, risikoarmen Aktien. Mit zunehmender Gier erfolgt somit eine zunehmende Umschichtung in sehr langweilige, risikoarme Aktien. Ist die Angst sehr hoch, sind Value-Aktien die risikoreichen Titel, da Investoren dann insbesondere in defensive Blue-chips wie die großen Konsumgütergiganten flüchten. Das Risiko der riskanteren Aktien ist Investoren in Zeiten großer Angst schlicht zu hoch, sodass diese Werte dann zu niedrig bewerteten Value-Titeln werden. Mit zunehmender Angst erfolgt somit in unserer Anlagestrategie eine zunehmende Umschichtung in riskantere Aktien.

Galt dies auch während der Corona-Krise?

Ja, und genauso auch während der Krise rund um den amerikanisch-chinesischen Handelskrieg Ende 2018. Die dem Marktsentiment entgegengesetzte Risikoausrichtung führte dazu, dass wir uns in beiden Krisen der Angst der Investoren entgegenstellten und riskantere Titel konsequent übergewichteten. Wir konnten dann jeweils stark von der Normalisierung des Marktsentiments nach der Krise profitieren, da die riskanten Aktien jeweils eine deutliche Erholungsrally erlebten. Das führte dazu, dass wir sowohl 2019 als auch 2020 zu den besten US-Value-Aktienfonds gehörten. *JK*