

Jahresrückblick 2018 für Privatanleger von GF Dr. Robert Velten:

Extreme Kursstürze bei deutschen Aktien bieten Gelegenheiten

Kleinere Deutsche Aktien (gemessen am Scale All Share Index) sind seit Jahresende 2017 um 23% eingebrochen. Der CDax hat sich noch relativ gut gehalten und fiel in der gleichen Zeit um 18,1%. Kleinere Aktien, auch solche, die nicht in einem Index wie MDax oder SDax sind, haben also besonders schlecht performt. Gewichtet man alle liquiden deutschen Aktien gleich und bildet daraus einen Index, erkennt man das ganze Ausmaß des Einbruchs.

Dieser Crash hat viele Anleger überrascht. Ein solches Ereignis ist zudem historisch selten. Dennoch muss man immer damit rechnen, dass so etwas eintritt. Nun ist dieser Fall da.

Im Folgenden wird dargestellt:

- 1) Warum die Risiken des Velten Strategie Deutschland Fonds jetzt offen zu Tage getreten sind**
- 2) Warum wesentliche Leistungen des Fondsmanagements im Jahr 2018 nicht erkennbar waren**

Das Dilemma, vor dem Fondsmanager stehen

Als Aktienfondsmanager steht man vor einem Dilemma: **Einerseits** will man seine Investoren vor so einem Einbruch bewahren. Man möchte Dinge tun, die viele Fondsmanager inzwischen auch schon gemacht haben: Absichern, Aktien verkaufen, die Cash- oder Anleihenquote erhöhen. Das Problem dabei ist, dass

solche Maßnahmen meistens *ex post*, also im Nachhinein erst ergriffen werden - dann, wenn die Aktien bereits gefallen sind. Und von denjenigen Fonds, die so etwas schon vorher getan haben, machen das die meisten nahezu permanent, also häufig zu früh und zu oft. Die Rendite leidet darunter und damit vernachlässigt man das, was man als Fondsmanager **andererseits** will: Investoren davor bewahren, Chancen zu verpassen und langfristig trotz den Risiken, die jeder Fonds ausgesetzt ist, *zu wenig* Rendite zu erwirtschaften. Denn immer, wenn dieses letztere geschieht, ein Hinterherhinken hinter den Renditemöglichkeiten, ein Zurückbleiben auf einem niedrigen Niveau, fragt sich der Investor, wozu er den Fondsmanager braucht, beziehungsweise fragt sich der Kunde, wofür er den Vermögensverwalter braucht. Es entsteht dann ein Sog zu unpersönlichen Produkten wie Festgeld oder ETFs - weg von den professionellen Diensten eines Beraters, der bezahlt werden will.

Dieser Sog nimmt in der Zeit zu. Das einzige Gegenmittel, die einzige Rechtfertigung für die Arbeit des Fondsmanagers (oder Vermögensverwalters - genau so aber auch für die eigene arbeitsintensive Auswahl des Privatanlegers) ist letztendlich seine Leistung, die in der erhöhten Performance seiner Portfolien besteht, also entweder darin, eine niedrige Rendite mit *höherer* Sicherheit als Standardprodukte zu liefern, oder darin, eine höhere Rendite als herkömmlich, mit vergleichbarem Risiko zu erwirtschaften.

Das Dilemma besteht also für Anleger und Fondsmanager darin, sich unangenehmen Risiken aussetzen zu müssen - entweder in der einen oder in der anderen Form.

Herkömmlich angebotene Lösungen für das Dilemma

Das Versprechen vieler Produkte ist also: Renditechance, aber geminderte Risiken. Manches davon funktioniert, aber die meisten dieser Versprechen erweisen sich über die Zeit hinweg als Luftschlösser. Nicht, weil ein einzelnes Jahr schlecht gelaufen wäre, sondern weil es keinen ausreichenden Grund dafür gibt, anzunehmen, dass es auch künftig funktionieren wird.

Die Produkte wurden nicht zu Ende gedacht und führen langfristig im besten Fall zu frapierend rückständigen Renditen oder in eine Katastrophe. Es gibt Fonds, die stellen stabile Renditen auch in Krisenzeiten in Aussicht und haben diese auch tatsächlich 2008 und 2018 geliefert. Das ist in einigen Fällen Leistung, in anderen ist es reiner Zufall. Manche der Fonds, die tatsächlich etwas leisten, beruhen jedoch auf der Verschiebung des Haupt-Risikos dahin, wo man es nicht sieht. Zum Beispiel werden mit Optionsscheinen finanzielle Wetten gemacht, die nur eine geringe Verlustwahrscheinlichkeit aufweisen. Das hört sich gut an und sieht auch gut aus. Der Kursverlauf hat dann kaum Rückschläge. Die Volatilität ist gering. Dennoch gibt es bei solchen Anlagen ein hohes Verlustrisiko durch Wetten mit seltener aber verheerender Verlustmöglichkeit: Der Totalausfall des Wette, hinter der dann plötzlich kein Wert mehr steht. Es ergibt sich also ein risikoarmer Kursverlauf - der plötzlich im Totalverlust endet. Selbst der Diversifikationseffekt kann bei solchen Risiken versagen. Der 1998 völlig zusammengebrochene LTCM-Fonds, ehemals ein Publikumsliebbling, der von sehr klugen Personen geführt wurde, ist ein Beispiel dafür.

Im Velten Strategie Deutschland Fonds sind keine Optionsscheine enthalten. Die Struktur ist durch das reine Investment in Aktien eine ganz andere und somit werden die oben beschriebenen Risiken möglichst vermieden.

Ansonsten sind es eben klassisch die Beimischung von Anleihen oder Timing-Methoden zu Aktien, mit denen Anleger und Fondsmanager das Beste aus den zwei Welten zugleich erreichen wollen.

Für Timing aber gibt es keine oder nur sehr schwache Evidenz. Velten Asset Management hat einen Timing-Indikator, der Anfang 2018 auf "Verkaufen" gestanden hat. Obwohl er sich aus vernünftigen Inputs speist und in der Vergangenheit sehr gut funktioniert hätte, kommt er im Fonds nicht zum Einsatz. Warum nicht? Weil seine Erzeugung zwangsläufig erkenntnistheoretisch grenzwertig ist. Heißt: Wenn man es sehr genau nimmt, genügt dieser Indikator nicht den höchsten wissenschaftlichen Ansprüchen. Auch wenn er im Jahr 2018 eine Bestätigung geliefert hat, müssten noch viele weitere Bestätigungen kommen, damit man darauf setzen könnte. Es würde Jahrhunderte künftigen Datenmaterials brauchen, um denselben Evidenzgrad wie bei den Aktienausswahlssystemen zu erhalten. Timing-Möglichkeiten stehen wissenschaftlich gesehen auf so schwachen Grundlagen, dass sie in vielen Fällen eher zusätzliche Risiken bedeuten.

Was Anleihen anlangt, so haben diese ihre Berechtigung, sind jedoch historisch teuer und renditeschwach. Außerdem kann für sie mit Einschränkung das gelten, was oben dargelegt wurde: In Volatilität und vergangenen Kursrückschlägen von Anleihekursen lässt sich nicht das ganze Risiko ablesen. Es besteht ein bisweilen unterschätztes Ausfallrisiko, wie es beispielsweise im Falle Griechenlands und anderer Länder Südeuropas deutlich wurde.

Zwischenfazit: **Timing, Anleihen und Derivate sind also alles Lösungen, die große Nachteile bergen.**

Eine ebenfalls riskante, aber vernünftige Lösung:

Angesichts dieser Tatsachen ist die bewusste Entscheidung für eine Strategie, die permanent in aussichtsreiche Aktien investiert, trotz der völlig offensichtlichen Risiken vorübergehender Kursrückgänge nicht unvernünftig.

Der Velten Strategie Deutschland Fonds hat keine versteckten Risiken. Sie verzichtet auf Timing, jegliche Derivate und auf alles, was keine oder kaum eine wissenschaftliche Grundlage hat. Dafür treten die übrigen Risiken offen zu Tage - wie im vergangenen Jahr.

Genau diese extremen Schwankungen sind der wahre Preis den Anleger für die langfristig hohen Renditen zahlen. Es sind nicht die Gebühren. Sämtliche monetären Kosten sind bereits vom Anteilswert abgezogen. Der Kursverlauf zeigt nämlich die *Nettowertentwicklung* nach Kosten. Daher gibt es die Anteilswertentwicklung monetär gesehen immer umsonst (den Ausgabeaufschlag, den manche erheben, ausgenommen).

Der eigentliche Preis sind die Risiken. Das ist die entscheidende Frage: Mit welchem Risiko bekomme ich die künftig wahrscheinliche Anteilswertentwicklung eines Fonds. Und: Das vollständige Risiko lässt sich nicht allein mit der Volatilität oder mit den bisherigen Ergebnissen messen. Wie oben dargelegt, gibt es meist weitere Risiken, die ganz plötzlich erst klar werden können, wenn es zu spät ist, und die der Kursverlauf bisher eben nicht gezeigt hat.

Bei der Velten Strategie Deutschland hingegen werden alle diese versteckten Rest-Risiken möglichst vermieden. Es müsste schon die halbe Welt zusammenbrechen, damit 30 - in der Regel sehr ertragsstarke - Unternehmen ihren Wert ganz verlieren. In einem solchen Szenario wären sehr wahrscheinlich auch Anleihen und andere Assets wertlos. Derivate würden sich

- in einigen Fällen mit Sicherheit - als erstes in Luft auflösen. **Aktien als Assetklasse hingegen behalten selbst in extremen Szenarien einen Wert, von dem aus sie sich erholen können.**

Übrig bleibt - als wahrer Preis für die Rendite - das Risiko kurz und mittelfristiger Kursschwankungen. Dieses Risiko hat 2018 zugeschlagen. Aber daraus und aus einer Reihe anderer zahlenbasierter Betrachtungen heraus lässt sich ableiten, **dass Aktien inzwischen ein historisch niedriges Niveau erreicht haben** und dass dieses wahre und klar erkennbare Risiko jetzt nicht etwa größer geworden ist als zuvor, sondern geringer. **Die Wahrscheinlichkeit eines Kurseinbruchs allgemeiner Aktien ist nach einem starken Kurseinbruch natürlich kleiner, als zu einer Zeit, in der lange kein solcher Einbruch mehr stattgefunden hat.**

In der Psyche des Menschen läuft aber das Gegenteil ab: Man schätzt die Wahrscheinlichkeit - beeinflusst von den jüngsten Ereignissen - höher ein. *Association Bias* ist einer der Namen für diesen kognitiven Fehler. Das eigentliche Risiko ist gerade zu Tage getreten und wird daher gegenüber anderen Risiken überschätzt (*Verfügbarkeitsheuristik*), während die Chancen nun unterschätzt werden dürften (*Recency-Effekt*). Als Hochschullehrer für Behavioral Finance bin ich in der günstigen Lage, mit Studenten Experimente machen zu können - leider haben meine Untersuchungen im laufenden Semester (die Ergebnisse meiner früheren Untersuchungen, die ich publiziert habe, gingen in dieselbe Richtung) jene Entdeckungen von Wissenschaftlern wie Tversky, Kahneman und Thaler bestätigt und teilweise noch vertieft: Wir Menschen sind dramatisch unfähig am Finanzmarkt kluge Entscheidungen zu treffen.

Das sieht man auch an den Reaktionen auf die gefallen Kurse: Anstatt das günstigere Chance Risiko-Verhältnis für Nachkäufe zu nutzen, haben sich zum Jahresende viele Marktteilnehmer für *Verkäufe* entschieden.

Die Motive dafür können unterschiedlich sein, letztlich dürften aber kognitive Fehler und die generell fehlende Disposition für kluges Handeln am Finanzmarkt die Haupt-Ursache dafür sein.

Allgemein denken Menschen sehr kurzfristig. Das Problem dabei ist, dass dadurch nicht nur langfristig ungünstige Konsequenzen entstehen, sondern auch kurzfristig.

Es ist nicht klug, Anfang 2018 einen Aktienfonds zu kaufen und denselben Fonds Ende 2018 zu verkaufen.

Die Performance des Velten Strategie Deutschland Fonds

Aber was ist mit der vergleichswisen Performance des Velten Strategie Deutschland Fonds? War diese im vergangenen Jahr nicht besonders schlecht? Erfreulicherweise nicht. Die Performance eines Fonds, der permanent auf Aktien setzt, misst man sinnvollerweise im Vergleich zu seinem Anlageuniversum. Das Anlageuniversum des Velten Strategie Deutschland Fonds sind alle liquiden Deutschen Aktien, unabhängig davon, wie groß die Unternehmen sind (solange sie groß genug sind, um überhaupt als Investitionsobjekt dienen zu können). Die Rendite dieser Aktien konnte die Velten Strategie Deutschland in drei von vier Quartalen und auch im gesamten Zeitraum 2018 erneut übertreffen. Damit setzt sie die Leistung der Vergangenheit fort.

Allerdings kann der offizielle Benchmark nicht ein solches Anlageuniversum sein. Stattdessen orientiert man sich an einem Index, der sich möglichst ähnlich wie ein solches Universum verhält. Im Falle der Velten Strategie Deutschland ist dies der CDax-Performance Index. Dieser Index enthält fast die gleichen Aktien wie das Anlageuniversum. Allerdings gewichtet er nach Marktkapitalisierung. Damit ist er zur kurzfristigen Messung der Performance einer Strategie die auf Aktien unabhängig von ihrer Größe setzt, nicht perfekt. Langfristig ist er dennoch beste Index zur Annäherung an das eigentliche Anlageuniversum. Relativ zu diesem Benchmark hat der Velten Strategie Deutschland Fonds im Jahr 2018 schlecht abgeschnitten.

Der Grund dafür ist (neben kleinen regulatorischen Effekten und einer vorübergehenden Underperformance im Spätwinter 2018) die viel schlechtere Entwicklung kleinerer Werte gegenüber Dax-Werten. Der SDax ist im 3 Monats-Zeitraum Oktober bis Dezember 2018 mit -19,8 % viel stärker eingebrochen als der Dax (-13,7%). Der Index für Werte unterhalb des SDax, der Scale 30 hat vom bisherigen Hoch im Februar 2018 bis Dezember 2018 31,4% verloren. Selbst SDax und Scale 30 bilden jedoch nur einen kleinen Teil aller liquiden deutschen Aktien ab. Die übrigen haben zum Teil noch mehr verloren. Der Großteil der deutschen Aktien haben sich im Jahr 2018 also viel schlechter entwickelt als der Dax.

Dementsprechend hatte die Velten Strategie Deutschland - als All-Cap-Fonds - sehr starken Gegenwind. Die Überrendite zum Anlageuniversum konnte nur einen sehr kleinen Teil dieser allgemeinen Bewegung kompensieren.

Tatsächlich ist die Überrendite so gar nicht erkennbar - was einerseits daran liegt, dass sie im Gegensatz zu 2017 nicht besonders hoch war, andererseits daran, dass Anleger mit dem Dax oder CDax vergleichen. Dieser Vergleich ist auch völlig unproblematisch, da Anlageuniversum und CDax eben langfristig

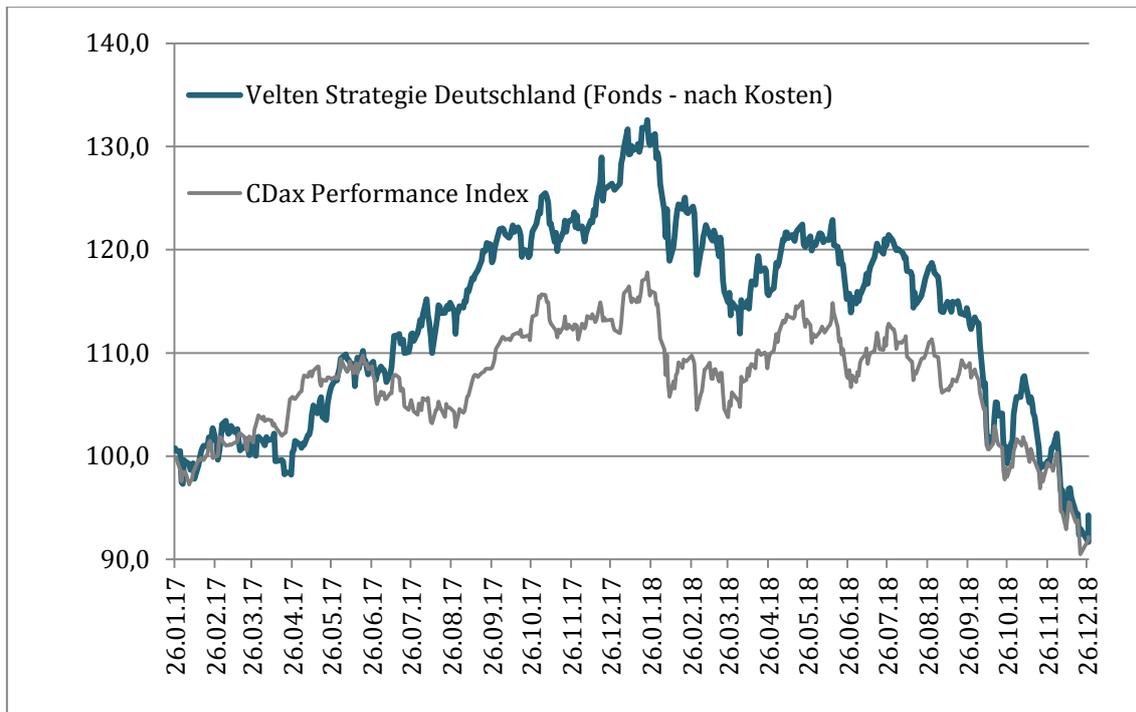
nahezu gleich laufen. Eher ist noch ein positiver Effekt zu beobachten. Das heißt: in der Regel laufen die kleinen Aktien ein bisschen besser als der gewichtete CDax oder der Dax. Auf kurze Sicht kann es allerdings negative Vergleichseffekte geben, was 2018 der Fall war. Das bedeutet, dass im Jahr 2018 ungünstigerweise zwei negative Einflüsse auf den Anteilswert zusammenkamen, die sich in einem zusammenfassen lassen: Das sehr schlechte Abschneiden aller deutschen Aktien, insbesondere der kleineren Titel.

Da ist es erfreulich, dass die Velten Strategie Deutschland seit Sommer einen Titel als größtes Gewicht im Fonds führt, der nicht nur im Vergleich zu 300 anderen deutschen Aktien in der zweiten Jahreshälfte 2018 an der Spitze liegt, sondern seitdem auch ein starkes absolutes Plus erzielt hat. Ein solcher Titel ist rückblickend so etwas wie die Nadel im Heuhaufen. Mehrere Substrategien der Velten Strategie Deutschland wollten diese Aktie vor ihrem Anstieg haben. Dieses letztlich starke Abschneiden des Schwergewichts im Fonds ist ein Beispiel für das Funktionieren der Auswahlstrategie auch in Krisenzeiten.

Die Velten Strategie Deutschland weist keine versteckten Risiken z.B. durch Derivate, Timing oder Fixierung auf bestimmte Branchen oder Größen auf - ihr Risiko besteht hauptsächlich in allgemeinen Marktrückschlägen. Diese haben sich im vergangenen Jahr ereignet. Ihre Auswahllogik hingegen konnte sich 2018 erneut bewähren. Folglich bietet die Velten Strategie Deutschland jetzt ein viel besseres Chance-Risiko-Verhältnis als vor einem Jahr.

Velten Asset Management hat das Jahr 2018 genutzt, um weitere wissenschaftliche Forschungen zu betreiben, deren Ergebnisse langfristig der Performance des Fonds dienen dürften. Zur Stunde sind diese Forschungen noch nicht abgeschlossen. (Es kamen höchstens kleinere Verbesserungen bei Instrumenten zur Kostenkontrolle und Ausführung zum Einsatz.) Es besteht

Neugier und intensive Tätigkeit, jedoch keine Eile, da die bisherige unveränderte Strategie sich durch das Übertreffen ihres Anlageuniversums erneut bewährt hat und von vorneherein gut angelegt war.



Krisenzeiten sind für Anleger besondere Gelegenheiten. Gerade kleinere deutsche Aktien sind besonders ausverkauft worden. Das allgemeine Bewertungsniveau hat inzwischen historisch tiefe Ausmaße erreicht. Es gibt sehr aussichtsreiche Titel, die zu niedrigen Bewertungen hohes Wachstum anbieten. **Als wissenschaftliche Methode ist die Velten Strategie Deutschland sehr konsequent aufgestellt**, um diese Titel auszuwählen und insbesondere jetzt von veränderten Marktbedingungen zu profitieren.

Gesamt-Fazit:

1) Deutsche Aktien sind insgesamt stärker eingebrochen, als es Dax und CDax erkennen lassen.

2) Die Velten Strategie Deutschland hat erneut besser abgeschnitten, als ihr Anlageuniversum.

3) Die Velten Strategie Deutschland bietet jetzt ein viel besseres Chance/Risiko-Verhältnis als vor dem Kurseinbruch.

Ich wünsche allen viel Erfolg für das Jahr 2019.

Beste Grüße, Ihr

Robert Velten