

Angst tötet den Verstand - und Hoffnung ist keine Strategie

Anmerkungen zur aktuellen Situation

Thomas F. Seppi COO FPM Frankfurt Performance Management AG vom 08. April 2020



Sehr geehrte Investoren, liebe Freunde der FPM AG,

seit Anfang März gibt es einen brutalen Gegenwind an der Börse, fallende Kurse in nahezu allen Assetklassen aber vermutlich auch Investitionsmöglichkeiten, die nicht oft entstehen. Stürme an der Börse sind immer von einer extremen Unsicherheit und Volatilität geprägt.

Seit der Finanzkrise haben insbesondere diverse Regulierungen mit dazu beigetragen, dass die Ausschläge heute extremer sind als in der Vergangenheit vor 2008. Aber auch Hochfrequenzhändler oder Algorithmus getriebene Handelssysteme verstärken und profitieren von den Schwankungen. Deren Anteil am gesamten Börsengeschehen schätze ich derzeit auf über 80 %.

Mit der Regulierung sind die früheren Korrektive, die Eigenhandelsabteilungen der Banken, weggefallen und die allen größeren Marktteilnehmern vorgeschriebenen Risikosysteme reagieren ziemlich ähnlich. Das sind jedoch Randerscheinungen und nicht die Ursache der Marktbewegung.

Bei schlechtem Wetter muss man sich vorsichtig fortbewegen und jeden Schritt sicher ausführen. Das bedeutet für uns an der Aktienbörse unsere Prozesse noch konzentrierter umzusetzen, jede Art von Intransparenz oder Verwirrung zu vermeiden und im Kontakt mit den Unternehmen die Auswirkungen häufiger und noch zeitnäher zu überprüfen.

Aktive Investoren kaufen, wenn Kanonen donnern [immer?]

Wir haben in den letzten 40 Jahren mehrfach widrige Situationen – schlechtes Wetter an der Börse, mit hohen Volatilitäten, anhaltenden Perioden mit Kursrückgängen, negativem Wirtschaftswachstum, steigender Arbeitslosigkeit – also wirtschaftliche Rezessionen erlebt. Obwohl die Auslöser für derartige Entwicklungen in der Regel etwas Einzigartiges, Besonderes sind, haben wir uns immer wieder erholt und neue Höchststände sowohl in der Wirtschaft als auch am Aktienmarkt erreicht.

In diesen Phasen ändern sich meistens die Bewertungsmodelle sowie die Kostenstrukturen und alle schwachen Hände verkaufen. Für einen aktiven Investor gehören diese Phasen zu den besten Phasen.

Viele professionelle Anlageberater, die Geld ihrer Kunden verwalten, halten es derzeit für sinnvoll, wenn man genug Bargeld zur Verfügung hat, und wir halten es auch nicht für falsch, Änderungen an der Vermögensallokation vorzunehmen, um die Liquidität zu erhöhen. Völlige Panik und Liquidation war in den vergangenen Börsenstürmen allerdings die eindeutig falsche Strategie, insbesondere für jüngere Anleger oder solche mit jahrelangem hohem Bargeldbestand.

Ich denke, es ist wichtig, dass die Realität nicht so aussieht, dass alle/viele Akteure an der Talsohle der Märkte verkaufen. Die Talsohle der Märkte entsteht, weil nur Verkäufer am Markt sind und es ist Mythos, dass dies die umsatzstärksten Tage sind.

Mit einem Rückgang des DAX vom 17. Februar 2020 Hoch bei 13.795 bis 16. März 2020 im Tief auf 8.255 hat der Deutsche Aktienmarkt mit knapp über 40 % in 21 Börsentagen den schnellsten und tiefsten Rückgang seit 1960 (Start meiner Aufzeichnung) erlebt. Er fiel damit schneller und stärker aus als 1987, 2001 und 2008.

Der Kursrückgang am 12. März 2020 mit 12,24 % war zudem der zweitgrößte nach dem 16. Oktober 1989. In den USA hatten wir Kursbewegungen, wie zuletzt 1932 und 1933.

Der Dow Jones war im Tagesverlauf vom 18. März 2020 ca. 40 % unter seiner 200-Tage-Linie, das passierte letztmalig davor am 6. März 2009 (tiefster Tag in der Finanzkrise) und davor 1933.

Für viele Marktteilnehmer war und ist es schwierig an der langfristigen Asset Allokation festzuhalten. In solchen unsicheren Zeiten kommt es häufig zu Fehlverhalten oder das Risikomanagementsystem zwingt zu Verkäufen.

Das führt uns zu der wichtigsten Frage:

Ist dies ein Rückgang, wie wir ihn schon mehrfach erlebt haben? Jeder Crash vorher war ebenfalls schmerzhaft, hart und heftig, aber auf jeden folgte eine Erholung.

Oder ist dieser Event brutaler, zerstörender als alles, was wir vorher erlebt haben? Sprich eine Periode, die eher der Großen Depression oder anderen langen Perioden des Niedergangs und der Stagnation ähnelt?

Letzteres ist und bleibt theoretisch möglich, aber im Gegensatz zu "Früher" gibt es schnelle, aggressive und riesige Liquiditätshilfen. Die besten Daten, die uns vorliegen, lassen eine lange Phase des Niedergangs unwahrscheinlich erscheinen.

Wir befinden uns jetzt in einer jener beängstigenden Phasen, in denen die Kurse ebenso sehr vom Verhalten und der Psychologie der Anleger wie von den fundamentalen Ergebnissen bestimmt werden. In Zeiten von psychologischem Marktstress sind Daten, Beweise und Prozesse entscheidend. Im Gegensatz zu

früher allerdings sind diese Daten heute verfügbar und verarbeitbar. Wir koppeln unsere Erwartungen an diese Daten.

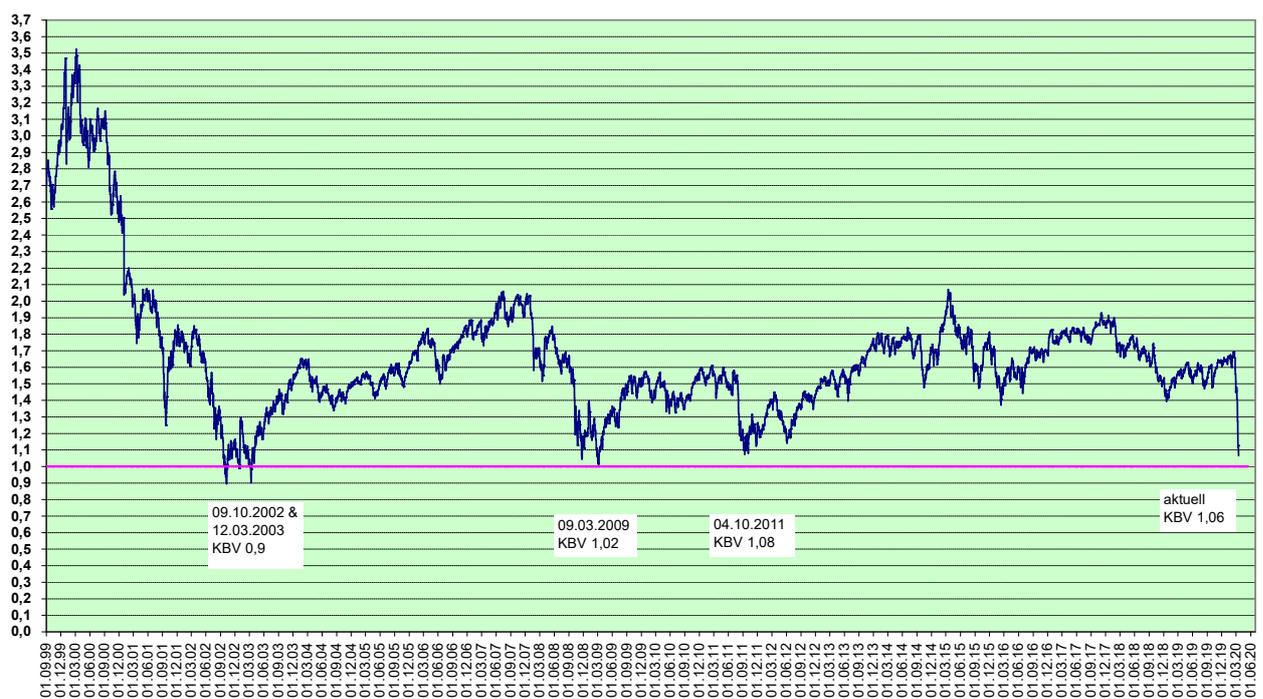
Wie wir den Markt bewerten...

...und was man aus unserer Sicht von hier aus erwarten kann:

Wir sind in eine Situation eingetreten, in der die traditionellen Methoden der Marktbewertung weniger nützlich sein könnten als in ruhigen Phasen, da die Geschäftsgrundlagen sich rapide verändern oder verschwinden. In dieser Situation glauben wir, dass die beste Art und Weise, den breiten Markt zu bewerten, darin besteht, "integriertes Eigenkapital" der Unternehmen zu messen, welches wir als das gesamte von den Unternehmen zurückbehaltene und reinvestierte Kapital definieren. Hilfsweise kann man auch eine Buchwertbetrachtung auf Basis des Marktes oder der Indizes vornehmen.

In Bezug auf den deutschen Aktienmarkt (ab 1988 DAX, davor Frankfurter Wertpapierbörse) war ein Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 0,9/1,0 in den letzten 60 Jahren viermal der Wendepunkt, nämlich 1987, 2003, 2009 und 2011. Ein tieferes KBV für den deutschen Aktienmarkt hat es in dieser Zeit nicht gegeben. Heute liegt dieser Punkt bei ca. 8.500/8.600 Punkten. Hier hat der Markt auch auf Schlusskursbasis in der Woche vom 16. März 2020 erstmals einen Boden gefunden.

Kurs / Buchverhältnis DAX (Quelle Bloomberg)



Wie planen wir die strategische Asset Allokation in unseren Portfolien?

Normalerweise kommentieren wir nicht konkret, wie wir die strategischen Positionen planen. Aber es gibt im Moment nichts Normales an den Märkten. Tatsächlich erleben wir viele relative Investitionsmöglichkeiten in kleinere, billigere Aktien, von denen wir dachten, dass wir sie nach dem Platzen der Technologieblase im Jahr 2000 nie wiedersehen würden. Um hier zu investieren haben auch wir unsere Kasse-Positionen etwas erhöht.

Es gibt mehrere Möglichkeiten, wie wir Stil treu mit unserem Valueansatz den Wert dieser Aktien bewerten können. Wir können beurteilen, wie billig sie im Vergleich zu den Renditen der festverzinslichen Wertpapiere sind, wir können sehen, wie preiswert sie im Vergleich zu ihrer eigenen historischen Bewertung sind, und wir können sehen, wie günstig sie im Vergleich zu den großen Wachstumsaktien sind, die den letzten Marktzyklus seit 2009 angeführt haben.

Historisch waren die Kursgewinne der kleineren Aktien in den Erholungsphasen 2003/04 sowie 2009 eindeutig höher als die der großen Wachstumswerte. Dies waren auch die besten Zeiten für Investoren in unseren Fonds. In 2003 und 2004, aber auch in 2009 lagen die FPM-Fonds mit Abstand vor ihren Mitwettbewerbern. Der Vollständigkeit wegen sei erwähnt, dass dies den Portfoliomanagern Martin Wirth und Raik Hoffmann auch in den "Nichterholungsphasen" 2013 und zuletzt in 2017 gelang.

Wir sind optimistisch, dass wir durch unseren Investmentstil dies auch in der nächsten Erholungsphase erreichen können. Die aktuellen relativen Bewertungen sehen sehr attraktiv aus, daher kann es sein, dass wir nach diesem historisch kräftigen Börsensturm vor der ebenfalls historischen Chance stehen, über die man später bei seinen Enkelkindern stolz spricht.

Das soll bitte nicht heißen, dass der Markt nicht noch mehr fallen kann – wir wissen auch nicht, wann dieser Crash enden wird. Aber die vielen uns vorliegenden Daten und unsere Informationen deuten darauf hin, dass der Markt als Ganzes die Investoren belohnen wird, und dass er insbesondere Investoren, die sich auf Qualität und Bewertungen konzentrieren, noch viel mehr belohnen wird.

Geht die Welt zu Ende?

In diesen Phasen kann man nicht oder nur sehr unruhig schlafen. Die Gedanken drehen sich um die Frage, haben wir alle Informationen von unseren Unternehmen, sind wir nah genug dran, haben wir die richtigen Ansprechpartner und sind die Manager der Unternehmen, jetzt wo es darauf ankommt, der Führung gewachsen.

Können wir die Auswirkungen des Virus oder der Ölpreisentwicklung auf die Unternehmen und die Wirtschaft abschätzen? Haben wir Ideen, wie die anderen

Eigentümer oder neue Investoren sich verhalten werden? Haben wir Angst? Angst tötet zuerst die Gedanken und dann den Verstand. Wir dürfen und lassen keine Angst zu, weil diese zu Verhaltensfehlern führt.

Hier zeigt sich der Vorteil der vierzigjährigen bzw. dreiundzwanzigjährigen, und vor allem, positiven Erfahrung unserer Portfoliomanager, die wie gerade beschrieben aus den letzten Krisen immer mit einer hervorragenden Performance für unsere Investoren hervorgingen.

Am Markt aber befinden wir uns in einem Zustand globaler Angst und Unsicherheit.

Wenn Deutschland, Europa und die Welt geschlossen ist, können wir dann den Niedergang der Weltwirtschaft überwinden, den Unternehmen helfen diese Phase zu überleben und danach wieder erfolgreich sein?

Ja, eindeutig ja, ich glaube, dass wir genau das können!

Ich bin ein Optimist. Ich glaube an die Widerstandsfähigkeit der Menschen, in jedem Land und in der Welt. Ich glaube, dass es schwierig ist, diese Widerstandsfähigkeit und die menschliche Reaktion in Epidemiemodellen zu pressen, und deshalb bin ich optimistisch, dass unsere aller Reaktion auf diese Bedrohung die schlimmsten Ergebnisse eindämmen und eine lange schlimme Zeit vermeiden wird.

Sicher benötigt man für diesen Optimismus auch Hoffnung. Aber nicht nur im Verhalten an der Börse vernebelt Hoffnung manchmal die Beobachtung. Wenn Angst für den Markt ein Verstandskiller ist, reicht Hoffnung alleine natürlich nicht aus. Hoffnung ist keine Strategie. Das heißt für uns, wir müssen uns die Realität schnell und rational bewusst machen und dann versuchen, diese zu verbessern.

Wir müssen uns auf die Dinge konzentrieren, die wir unter Kontrolle haben, die wir verbessern können.

Für uns bei FPM bedeutet dies:

- perfekte Exekution und Umsetzung der besten Chancen,
- noch mehr direktes Research,
- noch häufigere und transparentere Kommunikation mit den Unternehmenslenkern,
- intensiver Informationsaustausch zwischen unseren Analysten/Fondsmanagern,
- ständige Bewertung und angemessene Neugewichtung der Portfolien.

Und wenn wir Chancen sehen, diese dann auch zu nutzen!

Wir haben in den letzten zwei Wochen mit den Unternehmen unserer zwölf größten Positionen gesprochen, insgesamt haben uns 23 Firmen, als ca. ein Drittel unserer Investments ihre aktuellen Einschätzungen gegeben. Leider hat es eine der kleineren Positionen in unserem Sachdepot, Vapiano mit ihrem neuen Konzept, das

aus unserer Sicht vielversprechend war, nicht durch die aktuelle Schließungssituation geschafft. Wir haben die Position letzte Woche verkauft.

Von anderen Unternehmen hören wir dagegen sehr viel professionelle, weitsichtige Einschätzungen, die uns in den Investments weiter bestärkt haben. Unser Eindruck ist, dass trotz der Unsicherheiten diese Unternehmen über sehr gute Unternehmensführungen und ausreichende Liquidität verfügen.

Warum investieren wir nicht unser gesamtes Kapital? Weil natürlich auch wir den richtigen Zeitpunkt der Wende nicht kennen und wir berücksichtigen, dass sich die deutschen Aktien zu mehr als der Hälfte in englischen oder amerikanischen Händen befinden und sich die Virussituation in diesen Ländern zeitlich später als in Deutschland entwickelt hat. Oft ist es so, dass in Krisenzeiten Geld nach Hause geholt wird, und somit erwarten wir aktuell aus diesen Regionen der Welt eher Verkäufe als Käufe.

Unser gesamtes Team, neben den Portfoliomanagern auch Händler, Vertriebsmitarbeiter bis hin zum Compliance Officer, überlegt, wie wir in dieser Marktsituation dazu beitragen können, dass wir für unsere Investoren und Fonds das beste Ergebnis erzielen können. Wenn sich die Geschichte der Markterholungen nach dem Platzen der Technologieblase und der Finanzkrise wiederholt, ist jetzt ein sehr guter Zeitpunkt in die FPM-Fonds zu investieren.

Ich verspreche Ihnen, dass jeder von uns mithilft, dass die FPM-Fonds auch dieses Mal wieder sehr erfolgreich sein werden.

Ihr Thomas Seppi