

Ein systematischer Ansatz, um Verkaufssignale bei Aktien zu erkennen

Autoren



Noah C. Rumpf
Director
Quantitative Equity Research



Jenney Zhang
Quantitative Research Analyst

Im Überblick

- Ein systematisches, von der Einzelwertauswahl unabhängiges Modell kann Hinweise auf drohende Mindererträge einer Aktie geben.
- Dieses Verkaufssignal liefert den Portfoliomanagern von MFS Blended Research Zusatzinformationen, damit sie die Position überprüfen.
- Die Überprüfung kann dazu führen, dass die Position gehalten, verkauft oder verkleinert wird – oder künftig gemieden.

Es ist nicht leicht zu entscheiden, welche Aktien man wann kaufen soll. Nicht minder schwierig können Verkaufsentscheidungen sein, zumal sie größere Auswirkungen auf die Performance haben können.

Einzelwertauswahlmodelle dienen dazu, Aktien zu ordnen – vom aussichtsreichsten zum vermutlich schwächsten Titel. Verkaufsmodelle konzentrieren sich hingegen auf Papiere, die voraussichtlich hinter dem Markt zurückbleiben. Dazu nutzen sie Faktoren, mit denen sich Mindererträge in der Vergangenheit besonders gut vorhersagen ließen. Die Faktoren der Einzelwertmodelle prognostizieren Mehr- und Mindererträge hingegen gleich gut.

In dieser Studie zeigen wir, wie ein solches Verkaufsmodell in den Investmentprozess passt, berichten über die Faktoren, die es nutzt, und geben ein Beispiel für den praktischen Einsatz.

Ein systematisches Verkaufsmodell

Um abzuschätzen, ob eine Aktie ein Verkaufskandidat ist, hat unser Quantitative Solutions Team ein zusätzliches Modell entwickelt. Es beurteilt Aktien anhand mehrerer Faktoren, die speziell für Verlustrisiken relevant sind. Wir halten das für eine wichtige Ergänzung des Investmentprozesses, vor allem in schwierigen Zeiten, wenn schwächere Aktien besonders verlustanfällig und Mindererträge bzw. hohe Verluste am wahrscheinlichsten sind. Das neue Modell arbeitet völlig unabhängig von unserem Einzelwertauswahlmodell. Es nutzt auch andere Faktoren, wie Abbildung 1 zeigt.

Abbildung 1: Faktoren unseres quantitativen Einzelwertauswahlmodells

Ungefähre Gewichtung	Beispiele	
25%	■ Immaterielle Aktiva/Unternehmenswert ■ Kurs/freier Cashflow	Bewertung
40%	■ Kursmomentum (9 Monate–1 Monat) ■ Erwartete Gewinnrevisionen	Kurs- und Gewinnmomentum
25%	■ Rückstellungen ■ Operative Rentabilität	Qualität
10%	■ Neuemissionen (Veränderung) ■ Verschuldungsgrad (Veränderung)	Stimmung (Sentiment)



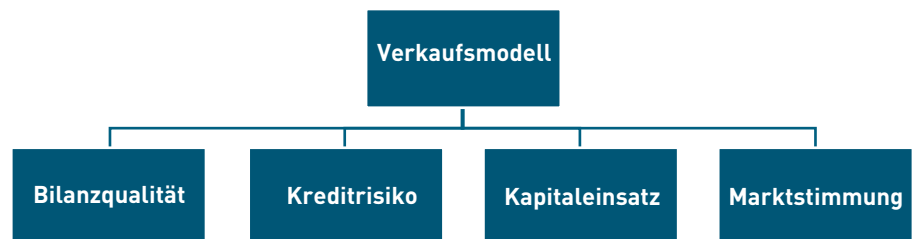
Die Faktoren unseres Einzelwertauswahlmodells gelten generell als Alphaindikatoren, die bei der Auswahl von Kauf- und Verkaufskandidaten gleichermaßen funktionieren. Faktoren mit einem asymmetrischen Ertragsprofil bleiben hingegen oft unberücksichtigt. Sie eignen sich zwar zur Prognose von Mindererträgen, aber nicht unbedingt zur Auswahl von Verkaufskandidaten. Damit sind sie für ein Einzelwertauswahlmodell eher ungeeignet. Nach Lektüre mehrerer Analysen von Wissenschaftlern, Wettbewerbern und von unserem eigenen Team haben wir ein separates Modell entwickelt. Es greift diese Faktoren mit einem asymmetrischen Profil auf und entwickelt daraus ein Verkaufssignal, das sich vom Signal unseres Einzelwertauswahlmodells unterscheidet.

Das Verkaufsmodell kann bei der Konstruktion der Blended-Research-Portfolios gute Dienste leisten. Mit dem Verkaufssignal lassen sich Titel mit Minderertragsrisiken mitunter frühzeitig erkennen. Bisweilen kann dieser systematische Ansatz auch helfen, Fehleinschätzungen beim Verkauf oder der Verkleinerung einer Position zu verhindern. Wenn das Modell ein Warnsignal liefert, können die Portfoliomanager den Titel genauer untersuchen. Dann können sie entscheiden, ob sie trotzdem daran festhalten oder die Position verkaufen bzw. verkleinern.

Asymmetrische Faktoren für unser Verkaufsmodell

Unser Verkaufsmodell besteht aus vier Kategorien von Faktoren, wie Abbildung 2 zeigt.

Abbildung 2: Faktoren unseres systematischen Verkaufsmodells



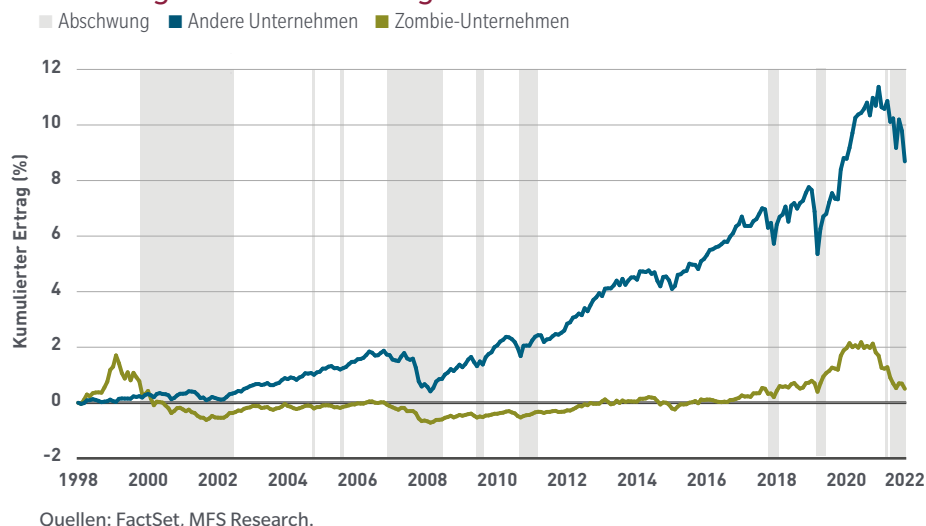
Innerhalb der vier Kategorien werden die Aktien anhand mehrerer Faktoren beurteilt:

1. **Bilanzqualität:** fragwürdige Gewinnqualität und hohe Wahrscheinlichkeit von Bilanzmanipulationen
2. **Kreditrisiko:** hohe Verschuldung und geringe Liquidität – die eine höhere Wahrscheinlichkeit von Finanzproblemen und Zahlungsausfällen anzeigen
3. **Kapitaleinsatz:** ineffizienter Kapitaleinsatz – etwa zu hohe Investitionen, beispielsweise in Fusionen und Übernahmen, oder zu häufige Aktien- und Anleihenemissionen
4. **Marktstimmung:** Volatilität und Leerverkaufsvolumen – beides Hinweise auf die Einschätzung durch den Markt



Diese Faktoren sind entweder kontinuierlich oder binär. Meist decken sie das gleiche Thema ab, sind aber trotzdem unterschiedlich und nur schwach miteinander korreliert. So zählt zur Kategorie „Kreditrisiko“ auch der Faktor Zinsdeckungsgrad als Indikator dafür, inwieweit ein Unternehmen die Zinsen auf sein Fremdkapital zahlen kann. In früheren Analysen haben wir Unternehmen mit einem niedrigen oder negativen Zinsdeckungsgrad (definiert als die Gewinne vor Zinsen und Steuern der letzten zwölf Monate dividiert durch die Zinsausgaben) als „Zombie-Unternehmen“ bezeichnet und untersucht, wie sie sich in unterschiedlichen Konjunkturphasen entwickeln. Es zeigte sich, dass ihre Aktien deutlich hinter dem Markt zurückblieben, vor allem bei einer schwachen Konjunktur und hohen Zinsen, wie Abbildung 3 zeigt. Wir halten den Zinsdeckungsgrad für einen wichtigen Indikator für unser Verkaufsmodell – und für repräsentativ für die Art von Faktoren, die wir hier nutzen. Der Faktor sagt Verlierer zwar gut voraus, aber ein hoher Zinsdeckungsgrad gewährleistet nicht unbedingt Mehrertrag.

Abbildung 3: Kumulierter Ertrag von Zombie- und anderen Unternehmen



In unserem Verkaufsmodell betrachten wir die Aktien relativ zu ihrer Vergleichsgruppe. Bei einer bestimmten Mindestabweichung von einem zuvor definierten Schwellenwert vergeben wir für einen Faktor einen Score von 1, sonst eine 0. Jeder Faktor kann also als Warnsignal dienen. Mehrere Warnsignale sind ein Hinweis auf ein erhöhtes Risiko in dieser Kategorie. Für das Verkaufssignal werden die vier Kategorien gleich gewichtet. Die Aktien mit dem ausgeprägtesten Verkaufssignal schneiden in mindestens zwei Kategorien schwächer ab als andere Titel des gleichen Sektors.



Das Verkaufsmodell in der Praxis

Für jede der vier Kategorien berechnen wir den Durchschnittsscore, der zwischen 0 (bester) bis 1 (schlechtester) liegen kann. Daraus bilden wir dann wiederum den Durchschnitt, um den Gesamtscore des Modells zu erhalten. Nach unseren Analysen waren die relativen Erträge von Unternehmen mit einem Gesamtscore von mindestens 0,5 in der Vergangenheit deutlich schwächer als andere Titel. Deshalb halten wir sie für die risikoreichsten Papiere und werten einen solchen Score als Verkaufssignal. Das betrifft etwa 2% bis 3% aller Aktien des Anlageuniversums. Abbildung 4 zeigt die 2% schwächsten Unternehmen aus dem amerikanischen Large-Cap-Universum im 4. Quartal 2023.

Abbildung 4: Die nach unserem Verkaufsmodell 2% schwächsten Russell-1000®-Aktien, * 4. Quartal 2023

Ticker	Unternehmen	Bilanz- qualität	Kreditrisiko	Kapital- einsatz	Markt- stimmung	Gesamt- score
AFRM	Affirm Holdings, Inc.	0,50	1,00	0,25	0,50	0,56
AGNC	AGNC Investment Corp.	0,50	1,00	0,00	0,75	0,56
AON	Aon Plc	0,50	1,00	0,50	0,50	0,63
APA	APA Corporation	0,50	0,50	0,25	1,00	0,56
APLS	Apellis Pharmaceuticals, Inc.	0,50	0,75	0,25	0,75	0,56
BPMC	Blueprint Medicines Corp.	0,75	0,75	0,25	0,50	0,56
CG	Carlyle Group Inc.	1,00	1,00	0,25	0,25	0,63
CYTK	Cytokinetics, Incorporated	1,00	0,75	0,00	0,75	0,63
FAF	First American Financial Corporation	1,00	1,00	0,25	0,25	0,63
FCNCA	First Citizens BancShares, Inc.	1,00	1,00	0,50	0,50	0,75
GTLS	Chart Industries, Inc.	0,50	0,75	0,50	0,75	0,63
LNTH	Lantheus Holdings Inc.	0,75	0,50	0,25	0,75	0,56
LW	Lamb Weston Holdings, Inc.	1,00	0,25	0,75	0,25	0,56
MMC	Marsh & McLennan Companies, Inc.	0,50	1,00	0,50	0,25	0,56
MTZ	MasTec, Inc.	0,75	0,75	0,25	0,50	0,56
NCLH	Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.	0,50	0,75	0,50	0,75	0,63
NYCB	New York Community Bancorp Inc.	1,00	1,00	0,00	0,75	0,69
PTEN	Patterson-UTI Energy, Inc.	0,75	0,50	0,25	1,00	0,63
RYAN	Ryan Specialty Holdings, Inc.	0,00	1,00	0,50	0,75	0,56
U	Unity Software, Inc.	0,75	0,50	0,25	0,75	0,56
W	Wayfair, Inc.	0,50	0,75	0,25	0,75	0,56
WOLF	Wolfspeed Inc.	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75

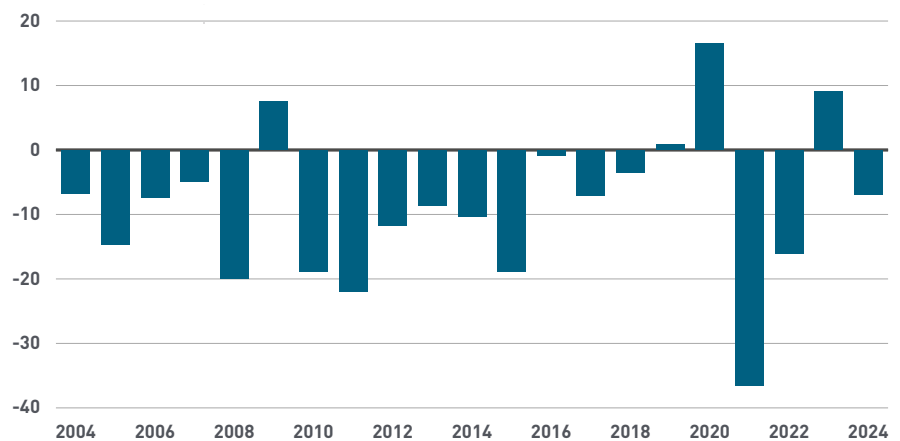
* Relativ zum Sektor. Datenquelle: FactSet.

Die hier genannten Einzelwerte dienen nur der Illustration. Sie sollten nicht als Anlageberatung, Kauf- oder Verkaufsempfehlung oder als Hinweis darauf verstanden werden, dass für ein MFS-Produkt eine Transaktion geplant ist.



Abbildung 5 zeigt, welche Ergebnisse dieses Modell in den letzten 21 Jahren geliefert hätte. Für jedes Jahresende haben wir zahlreiche Verkaufskandidaten ermittelt und ihre relativen Erträge (gegenüber dem Sektormedian) im Folgejahr berechnet. Mit durchschnittlich 8,6 Prozentpunkten Minderertrag lagen die Verkaufskandidaten deutlich hinten. In einzelnen Jahren lagen sie aber auch vorn, vor allem 2009 (am Ende der internationalen Finanzkrise), 2020 (während Corona) und 2023. In diesen drei Jahren hatte der Markt entweder am Ende des Vorjahres (Oktober 2022) oder im 1. Quartal des jeweiligen Jahres (März 2009 und März 2020) seinen Tiefpunkt erreicht und sich anschließend wieder erholt.

Abbildung 5: Relativer Ertrag p.a.* der als Verkaufskandidaten klassifizierten Russell-1000®-Aktien



* Gleichgewichteter relativer Ertrag gegenüber dem Sektormedian.
Datenquelle: FactSet.

Nutzen für die Portfoliokonstruktion

Wir halten unser Verkaufsmodell für ein wichtiges Risikomanagementinstrument. Es identifiziert Aktien, denen in den nächsten Monaten Mindererträge drohen. Unsere Portfoliomanager können dann entscheiden, ob sie diese Titel genauer beobachten, die Positionsgrößen verkleinern oder die Aktien ganz verkaufen. Nach unseren Analysen verbessert sich durch das Modell die Performance, und das Risiko verringert sich. Risikomanagement ist für aktive Anlagestrategien wichtig. Wir glauben, dass man Alpha auf Dauer vor allem erzielt, indem man Verluste vermeidet. Langfristige Ziele lassen sich dann besser erreichen. ▲

Gern sprechen wir mit Ihnen über unser systematisches Verkaufsmodell. Bitte wenden Sie sich dazu an Ihren Ansprechpartner bei MFS.



Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Diversifikation garantiert keine Gewinne und schützt auch nicht vor Verlusten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.