

ANDREAS CLENOW

STOCKS ON THE Move

So schlagen Sie den Markt
mit den Momentum-Strategien
der Hedgefonds



ANDREAS CLENOW

STOCKS ON THE *Move*

So schlagen Sie den Markt
mit den Momentum-Strategien
der Hedgefonds

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
Stocks on the Move: Beating the Market with Hedge Fund Momentum Strategies
ISBN 978-1511466141

© Copyright der Originalausgabe 2015:
Copyright © 2015 Andreas F. Clenow

© Copyright der deutschen Ausgabe 2016:
Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller
Gestaltung und Satz: Jürgen Hetz, denksportler Grafikmanufaktur
Herstellung: Daniela Freitag
Lektorat: Claus Rosenkranz
Druck: CPI – Ebner & Spiegel, Ulm

ISBN 978-3-86470-360-7

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

BÖRSEN  MEDIEN
AKTIENGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: 092 21-90 51-0 • Fax: 092 21-90 51-4444
E-Mail: buecher@boersenmedien.de
www.boersenbuchverlag.de

*Im Gedenken an meinen Bruder Mathias Clenow
9. Januar 1973 bis 30. Juni 2015*



INHALT

1 VORWORT	9
Momentum-Investing	10
Weshalb ein Buch darüber?	11
2 DAS PROBLEM MIT DEN INVESTMENTFONDS	13
Gemeinsame Vernichtung	15
Exchange Traded Funds	18
3 AKTIEN SIND DIE SCHWIERIGSTE ANLAGEKLASSE	23
Gruppenzwang	25
Überlebende	27
Teile und herrsche	29
Die Wahl des Index	34
Die Marktkapitalisierung	36
Sektoren	37
4 FUNKTIONIERT TRENDFOLGE MIT AKTIEN?	39
Das Problem bei der Trendfolge mit Aktien	45
Gängige Trendfolgemodelle bei Aktien	46
Das Allzeithoch-Modell	58
Trendfolge mit einzelnen Aktien	63
Die Semantik der Trendfolge	66

5 DER MOMENTUM-EFFEKT	67
Das Grundprinzip hinter dem Momentum-Investing	69
Der Vorteil einer systematischen Methode	71
6 DIE MARKTVERFASSUNG ALS FILTER	73
7 AKTIEN SORTIEREN	79
Aktiensortierung mithilfe der exponentiellen Regression	81
Zusätzliche Filter	95
8 DIE POSITIONSGRÖSSE	97
Die Neugewichtung der Positionen	103
9 WANN MAN VERKAUFT	109
Die Portfolio-Neugewichtung	110
10 EINE VOLLSTÄNDIGE MOMENTUM-HANDELSSTRATEGIE	113
Die exakten Handelsregeln	114
11 GEMÄSS DER STRATEGIE HANDELN	119
Das Anfangsportfolio	119
Die Neugewichtung der Positionen	125
Die Portfolio-Neugewichtung	127

**12 | DIE PERFORMANCE
DER MOMENTUM-STRATEGIE 131**

**13 | ÜBERBLICK ÜBER DIE
EINZELNEN JAHRE 137**

1999	138
2000	146
2001	155
2002	160
2003	168
2004	174
2005	182
2006	192
2007	198
2008	205
2009	213
2010	220
2011	228
2012	235
2013	242
2014	248
Fazit	255

**14 | EINE ANALYSE DER
STRATEGIE 257**

Wie wichtig ist das Trendfilter?	258
Wie wichtig ist die Risikoparität?	261
Wie wichtig ist die Momentum-Periode?	264
Wie wichtig ist die Sortiermethode?	267
Wie wichtig ist die Positionsgröße?	270
Wie wichtig ist die Wahl des Index?	274

15 EIN TRITT IN DEN HINTERN DER WALL STREET – REIN ZUFÄLLIG	275
Das S&P-500-Handelssystem	277
16 DIE SIMULATION DER STRATEGIE	283
Die Zahlen	284
Eine realistische Portfoliosimulation	285
Eine Programmiersprache	287
Flexibilität	288
Tauglichkeit für mehrere Währungen	288
Die Strukturierung der Simulation	289
17 BIBLIOGRAFIE	293



KAPITEL 1

Vorwort

Sie haben ein ganzes Buch über eine einzige Handelsstrategie in der Hand, die man in einer einfachen Aussage zusammenfassen kann: Kaufen Sie Aktien, die steigen. Die Idee ist ganz einfach und sicher ist sie nicht neu. Das Konzept ist ein alter Hut. Dieses Buch möchte jedoch eine klare, systematische Methode aufzeigen, wie man ein Portfolio aus Momentum-Aktien managt.

Die hier vorgestellten Ideen beruhen auf meinen Erfahrungen als Manager eines quantitativen Hedgefonds. Ich manage seit rund zehn Jahren institutionelle Portfolios anhand dieses Konzepts und anhand anderer Strategien. Die einfachen Ideen sind normalerweise diejenigen, die sich im Laufe der Zeit bewähren. Das heißt zwar nicht unbedingt, dass sie leicht umzusetzen wären, doch das zugrunde liegende Konzept sollte einfach sein. Und in diesem Fall ist es wirklich einfach. Eine Aktie, die bereits eine Weile kräftig steigt, tut das wahrscheinlich noch ein bisschen länger. Das ist der Kerngedanke. Alles andere sind Details.

Vor ein paar Jahren habe ich ein Buch über eine andere Trading-Strategie geschrieben, die ich seit vielen Jahren verwende. Es heißt „Following the Trend“ und das gesamte Buch handelt von einer ganz einfachen Trendfolgestrategie für den Futuresmarkt. Als ich es schrieb, war ich ziemlich sicher, dass es kaum jemand wahrnehmen würde, und ich rechnete bestenfalls mit durchwachsenen Kritiken. Der hauptsächliche Kritikpunkt, von dem ich erwartete, dass er angesprochen würde, war die Tatsache, dass das Buch im Grunde ein 300 Seiten langer Forschungsartikel sei. Die Kritik hätte ins Schwarze getroffen, denn genau das war das Buch.

Doch zu meiner Überraschung äußerte niemand diese Kritik. Ich hörte sie kein einziges Mal. Stattdessen kam mein Buch so gut an, dass es mich und meinen Verlag überraschte. Nach zwei Jahren berichtete mir der Verleger, dass es unter den obersten fünf Prozent der Finanzbücher stand. Es hat großen Spaß gemacht und ich habe viel dabei gelernt.

MOMENTUM-INVESTING

Das vorliegende Buch behandelt systematisches Aktien-Momentum. Momentum-Investing ist eine rationale Art, Vermögen zu verwalten, solange man einen Schutz gegen Kursverluste einbaut. Das Problem daran: Es ist kompliziert, einen soliden Satz von Regeln aufzustellen, wie man die Aktien auswählt, wann man sie kauft, wie viele man kauft, wann man sie verkauft und so weiter. Wenn Sie realistische Simulationen von Handelsstrategien konstruieren wollen, bevor Sie diese einsetzen – was ich wirklich empfehle –: Momentum-Strategien sind sehr komplex zu modellieren.

Das Konzept ist zwar einfach, doch ist es sehr schwierig, eine solide Simulation zu erstellen. Die Daten sind sowohl teuer als auch schwierig anzuwenden. Man muss Bardividenden, die historische Indexzugehörigkeit, nicht mehr notierte Aktien und andere Dinge berücksichtigen. Und dann braucht man noch eine Simulationsplattform, die leistungsfähig genug ist, um die enormen Datenmengen zu bewältigen, die man dafür benötigt. Diese Arbeit habe ich bereits für Sie erledigt. Hiermit stelle ich Ihnen das Ergebnis und meine Analyse des Ergebnisses vor.

Natürlich gebe ich dabei so viele Details an, dass diejenigen, die Zugang zu den erforderlichen Werkzeugen und Daten haben, meine Arbeit nachprüfen können. Täte ich das nicht, wäre ich nicht besonders glaubwürdig. Wenn sich etwas nicht verifizieren lässt, kann ja jeder alles Mögliche behaupten.

Ich werde also einen kompletten Satz Regeln für die Verwaltung eines Momentum-Portfolios präsentieren. In der Vergangenheit hat er eine sehr gute Performance gebracht und sehr wahrscheinlich wird er das weiterhin tun. Sie dürfen ihn gern benutzen.

WESHALB EIN BUCH DARÜBER?

Diese Frage stellt sich immer wieder. Warum sollte ich ein Buch schreiben und der Welt meine streng geheimen Methoden offenbaren? Diese Frage beruht auf einem gängigen Missverständnis, das man unter Privatanlegern häufig findet. Ich enthülle hier nichts, was mir oder meinem Unternehmen schaden würde. So funktioniert das bei einer Handelsstrategie nicht.

Es gibt viele milliardenschwere Akteure, die das Spiel mit dem Aktien-Momentum spielen. Sie handeln nach ähnlichen Prinzipien wie denen in diesem Buch dargestellten. Nicht nach den gleichen, aber nach ähnlichen. Sie haben zahlreiche Researchmitarbeiter und umfangreiche Etats. In diesem Buch steht nichts, was diese Firmen nicht wissen oder selbst herausfinden können. Vor wem also sollte ich meine Geheimnisse bewahren? Wenn ein paar Tausend Menschen dieses Buch lesen und dann ihr Geld anhand dieser Ideen managen würden, dann wäre das toll. Und sicherlich würde das nicht meine Profitabilität zunichtemachen oder mich Geld kosten. Wenn man bedenkt, wie viel Geld bereits mit Momentum-Strategien gemanagt wird, macht das schlicht keinen Unterschied.

Schon eher hege ich die Hoffnung, dass einige, die das Buch gelesen haben, nicht die Zeit oder die Geduld haben, die Strategie umzusetzen, und deshalb ihr Geld von meiner Asset-Management-Firma verwalten lassen. Ich erkläre sehr gern, wie alles funktioniert, aber viele Menschen brauchen trotzdem eine professionelle Vermögensverwaltung.

Also, warum schreibe ich ein Buch? Zunächst einmal macht es mir Spaß. Ich schreibe gerne und ich habe den Kontakt mit unzähligen Lesern nach meinem ersten Buch sehr genossen. Zweitens habe ich eigentlich nichts zu verlieren, keine Geheimnisse zu verraten. Ich hoffe zwar, dass meine Ideen ein kleines bisschen besser sind als die, die andere schon veröffentlicht haben, aber dabei geht es um Details. Drittens besteht die Chance, dass ich neue interessante Kunden für mein eigentliches Geschäft gewinne, die Vermögensverwaltung.

Und wenn Sie dachten, ich würde wegen der enormen Einnahmen aus dem Buchverkauf schreiben, dann haben Sie offensichtlich noch nie ein Buch geschrieben.



KAPITEL 2

Das Problem mit den Investmentfonds

In den Industrieländern besitzt fast jeder Anteile an einem Investmentfonds. Selbst wenn man nicht gezielt einen Investmentfonds gekauft hat, ist der Pensionsfonds sehr wahrscheinlich in solche Instrumente investiert. Investmentfonds erscheinen als logische Lösung und sie werden von Regierungen, Universitäten und Banken als perfekte Möglichkeit für Privatleute angepriesen, sich an den Kapitalmärkten zu beteiligen.

Bevor man einen Investmentfonds kauft, sollte man sich vollkommen darüber im Klaren sein, was das eigentlich ist und wie er funktioniert. Die meisten Menschen wissen gar nicht, was ein Investmentfonds anstrebt und wie er das macht. Noch wichtiger ist, dass Sie die Performance der Investmentfonds in der Vergangenheit kennen sollten. Denn schließlich ist die Vermögensverwaltung ein hochgradig messbares Geschäft und man kann ziemlich leicht vergleichen und analysieren, welche Performance Anlageprodukte tatsächlich gebracht haben.

Die Idee kollektiver Anlagepläne ist zwar schon recht alt, aber die Investmentfondsbranche, wie wir sie heute kennen, gibt es erst seit den 1980er-Jahren. Die Grundidee ist, dass jeder die Möglichkeit haben soll, sich auch mit kleineren Geldbeträgen möglichst einfach am Aktienmarkt zu beteiligen. Man könnte natürlich auch am Markt teilnehmen, indem man einfach einen Aktienkorb kauft, aber dabei würde man schnell auf gewisse praktische Probleme stoßen. Wenn man sich einen Index wie den S&P 500 anschaut, einem dessen Rendite gefällt und man ihn gerne nachbilden würde, dann müsste man 500 Aktienpositionen kaufen. Nun gut, manche dieser Aktien haben im Index ein derart geringes Gewicht, dass man vielleicht schon eine ausreichende Replikation erhielte, wenn man nur die Hälfte der 500 Indexaktien kaufen würde. Doch dann müsste man die Gewichtungen beobachten, auch die Änderungen der Indexzugehörigkeit, und man müsste das Portfolio aktiv managen, damit es dem Index entspricht. Tut man das nicht, bekommt man nicht die gleiche Rendite wie der Index. Vielleicht mehr, vielleicht weniger, aber nicht die gleiche.

Außerdem: Wenn man jeden Monat 100 Dollar anlegen will, um langfristig zu sparen? Das wäre so nicht möglich, denn man kann ja keine Bruchteile von Aktien kaufen. Selbst wenn man den Dow Jones Industrial Average nachbilden wollte, der nur aus 30 Aktien besteht, ginge das mit einem so geringen Betrag nicht. Und selbst wenn es ginge, müsste man die Änderungen der Gewichtungen durch Rebalancing ausgleichen und die ganzen anderen lästigen Dinge erledigen, die die meisten Menschen einfach nicht machen wollen und auch gar nicht machen könnten.

An dieser Stelle treten die Investmentfonds als Retter der Armen und als Demokratisierer der Finanzmärkte auf den Plan. Jeder Fonds eifert einem bestimmten vorher festgelegten Index nach und als Kleinanleger kann man einfach seine 100 Dollar in den Fonds einzahlen – diese werden dann mit dem Geld der anderen zusammengelegt und in die Replikation des Index investiert. So ist es jedenfalls fast.

Da Investmentfonds jeweils an einem bestimmten Index gemessen werden, sind sie relative Investments. Das bedeutet, dass ihre Aufgabe nicht darin besteht, ihren Anlegern Geld einzubringen. Sie dürfen den letzten Satz gerne mehrmals lesen! Ein Investmentfonds hat die Aufgabe, einen bestimmten Index zu übertreffen. Wenn dieser Index Verlust macht, hat der Fondsmanager die Aufgabe, ein bisschen weniger Verlust zu machen als der Index. In einer Hausse hat er die Aufgabe, ein bisschen mehr

zu gewinnen als der Index. Das ist so weit in Ordnung – wenn man sich dessen bewusst ist.

Ein zentrales Konzept in der Welt der Investmentfonds ist der „Tracking Error“ oder Nachbildungsfehler. Ein Investmentfondsmanager darf nämlich nicht tun, was er will, um den Index zu schlagen. Weit gefehlt. Der Tracking Error gibt an, wie sehr die Renditen eines Fonds von denen des Index abweichen. Die Tagesrenditen des Fonds werden mit den Tagesrenditen des Index verglichen. Der zulässige Tracking Error oder das „Tracking Error Budget“ ist normalerweise sehr klein. Der Fonds darf schlicht nicht zu weit vom Index abweichen.

GEMEINSAME VERNICHTUNG

Konkret investiert ein Investmentfonds also fast das gesamte im Fonds enthaltene Geld und verteilt es im Einklang mit dem Index. Wenn eine Aktie im Index eine Gewichtung von 5,2 Prozent hat, kauft der Fonds 5,0 bis 5,4 Prozent. Der Fondsmanager hat sehr wenig Spielraum, seine Ansichten oder die seiner Bank einzubringen. Manchmal darf er ein bisschen mehr vom Index abweichen, aber vergessen Sie nicht, dass dies sehr gefährlich sein kann.

Es gibt in der Branche einen alten Spruch, der einen Großteil des institutionellen Anlageverhaltens beeinflusst: „Es ist noch nie jemand gefeuert worden, weil er IBM gekauft hat.“ Das heißt, wenn man tut, was alle anderen tun, geht man kein persönliches Risiko ein. Denn wenn man damit Verlust macht, haben alle anderen ebenfalls Verlust gemacht und es wird einem nicht vorgeworfen. Trifft man hingegen eine eigenständige Entscheidung und kauft, was man für das Beste hält, kann man entlassen werden oder zumindest Vorwürfe zu hören bekommen. Vor allem wenn man einen angenehmen Job hat, ist es also am sichersten, das zu tun, was alle anderen tun.

Darum haben wir eine gigantische Investmentfondsbranche, in der alle das Gleiche machen.

Vielleicht hört sich das für Sie gar nicht so schlimm an, denn wenn die Fonds im Einklang mit dem Index investieren, bekommen Sie doch, was Sie wollten, oder? Doch nicht so voreilig: Es müssen schließlich auch ein paar Rechnungen bezahlt werden. Ein anständiger Fondsmanager verdient im Jahr einen siebenstelligen Betrag. Die Bank verlangt eine Managementgebühr, eine Depotgebühr, eine Verwaltungsgebühr und so