

CORPORATE EXCELLENCE INSIGHTS

Wir sind ein spezialisierter Anbieter von systematischen Quality Investment-Lösungen und einer von wenigen Anbietern weltweit mit einer globalen Produktpalette im Bereich Quality Aktien. Unsere monatliche Publikation Corporate Excellence Insights enthält einen kurzen Marktüberblick sowie unsere Meinung zu ausgewählten Trends und Ereignissen, welche das Anlageverhalten längerfristig beeinflussen werden.

MARKT UPDATE: NOCH EIN BULLEN MONAT

Wirtschaftsdaten, Unternehmensgewinne und anhaltende Zusicherungen der EZB und der FED sorgten im April für Unterstützung. Die Statistiken in der letzten Woche des Monats, zu denen auch die BIP-Zahlen für das erste Quartal gehörten, sorgten jedoch für eine gewisse Enttäuschung - die deutsche Wirtschaft schrumpfte im ersten Quartal um 1,7 % und untertraf damit die Prognosen.

+141%

UPS Q1 2021 GEWINN MEHR ALS VERDOPPELT, SCHÄTZUNGEN ÜBERTROFFEN

United Parcel Service Inc. legte so stark zu wie seit fast neun Monaten nicht mehr, nachdem der Gewinn weit über die Erwartungen der Wall Street hinaus gestiegen war - getragen von einem starken, breiten Umsatzwachstum, das durch die Einführung von Covid-19-Impfstoffen angekurbelt wurde.

121.7

VERBRAUCHERVERTRAUEN AUF DEM HÖCHSTEN STAND SEIT FEBRUAR 2020

Das US-Verbrauchervertrauen sprang im April auf ein 14-Monats-Hoch, da vermehrte Impfungen gegen COVID-19 und zusätzliche fiskalische Anreize es ermöglichten, dass mehr Dienstleistungsunternehmen wieder öffnen konnten, was die Nachfrage und die Einstellung von Unternehmen ankurbelte.

\$1.4 Mrd.

NOMURA VERZEICHNETE DEN GRÖSSTEN QUARTALSVERLUST SEIT 2008

Nomura Holdings Inc. sagte, dass der Zusammenbruch des US-Investmentfonds Archegos das Unternehmen mit 2,9 Milliarden Dollar belasten würde, fügte aber hinzu, dass das Unternehmen zwar die Risikokontrollen verstärkte, aber keine Pläne habe, sein US-Geschäft zu reduzieren.

MONTHLY TOPIC: LEVERAGE BEI KONZENTRIERTEN PORTFOLIOS

Bill Hwang, der Eigentümer und Manager von Archegos Capital, musste Konkurs anmelden, nachdem sein hoch-konzentriertes Portfolio eingebrochen war, was sofortige Verkäufe auslöste, um die durch die 5-fache Hebelwirkung verursachten Verluste zu decken. Das 20 Mrd. USD schwere Kapital von Herrn Hwang, das sich innerhalb einer Woche buchstäblich in Luft auflöste, wurde damit ein Opfer der Gier und des Mangels an ordentlichem Risikomanagement. Wie kann man eine solche unangenehme Erfahrung vermeiden und eine nachhaltige Performance des Portfolios sicherstellen?

Wenn man bedenkt, dass die Volatilität des breiteren Marktes üblicherweise bei ca. 18-20% liegt, wird klar, dass die Volatilität des Portfolios von Archegos, die durchschnittlich bei ca. 60% lag, tödlich war und der bekannte Ausgang nur eine Frage der Zeit.

Unsere Erfahrung in der Verwaltung von konzentrierten high-conviction Qualitätsportfolios beweist, dass eine marktähnliche Volatilität und ein Beta, das selbst bei einem hochkonzentrierten 8-Aktien-Portfolio unter 1 liegt, keine unmögliche Mission ist, sondern vielmehr gängige Zahlen, die wir täglich sehen.

Lesen Sie den ganzen Artikel auf S. 2



EIN EINFACHER WEG, IHR KAPITAL ZU VERLIEREN

Eine Reise von USD 20 Mrd. bis zum Bankrott

Die eintägigen drastischen Aktienrückgänge von Baidu (-15%), Vipshop (-15%) und Discovery (-25%), die in einem bestimmten Investmentportfolio gehalten wurden, waren nicht durch die fundamentalen Faktoren bedingt, sondern durch das plötzliche und riesige Angebot dieser Aktien, das an den Markt gespült wurde. Das war das Ende der Geschichte für den ehemals erfolgreichen Trader.

Bill Hwang, Eigentümer und Manager von Archegos Capital, musste Konkurs anmelden, nachdem sein hoch-konzentriertes Portfolio eingebrochen war, was sofortige Verkäufe auslöste, um die durch die 5-fache Hebelwirkung verursachten Verluste zu decken. Das 20 Mrd. USD schwere Kapital von Herrn Hwang, das sich innerhalb einer Woche buchstäblich in Luft auflöste, wurde damit ein Opfer der Gier und des Mangels an ordentlichem Risikomanagement. Wie kann man eine solche unangenehme Erfahrung vermeiden und eine nachhaltige Performance des Portfolios sicherstellen?

Konzentration und Qualität

Wir haben oft argumentiert, dass es absolut in Ordnung ist, ein stark konzentriertes Portfolio von 8-10 Titeln zu halten. Eine begrenzte Titellanzahl erlaubt es, die Unternehmen wirklich gut zu kennen und gibt daher die Möglichkeit, sofort zu verkaufen, wenn die ersten Wolken am Himmel erscheinen. Die Forschung beweist, dass bereits bei einer Anzahl von 15 Titeln das unsystematische Risiko minimiert wird und weitere Diversifikation die Chancen mindert, den Markt zu schlagen¹. Wenn das Portfolio stark konzentriert ist, sollte man jedoch grosses Vertrauen in die Qualität der Holdings haben, die für das Kernportfolio in Frage kommen. Ein kurzes quantitatives Screening der Bestände aus dem Archegos-Portfolio, welches gemessen an den grossen Positionen, die in einer bestimmten Aktie gehalten wurden, minimal diversifiziert war, zeigt, dass die Qualität der ausgewählten Unternehmen alles andere als optimal war.

Unser Financial Conditions Check zeigt, dass nur ein einziger Titel, der chinesische Online-Markenartikelhändler Vipshop, den Qualitätsstatus für sich beanspruchen kann. Mittelmässige Qualität bieten Tencent Music, Baidu und RLX Technology, und wahrscheinlich verdienen sie es nicht, Teil eines hochkonzentrierten Portfolios zu sein.

Abb.1: Financial Conditions Check der im Archegos Capital Portfolio gehaltenen Unternehmen (grün - hohe Qualität, rot - schlechte Qualität (Alarm))

ViacomSBC					Vipshop				
vac.o	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index	vips.k	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index
31.12.2020	6	6	13	9	31.12.2020	29	6	18	20
31.12.2019	6	7	11	8	31.12.2019	25	5	15	18
31.12.2018	8	9	15	11	31.12.2018	24	3	13	15

Farfetch					Discovery				
fth.k	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index	disca.o	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index
31.12.2020	19	2	9	12	31.12.2020	5	8	14	9
31.12.2019	17	1	7	10	31.12.2019	5	10	16	10
31.12.2018	21	1	9	12	31.12.2018	3	5	12	7

Tencent Music					iQIYI				
tme	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index	iqi.o	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index
31.12.2020	20	6	12	14	31.12.2020	11	3	7	8
31.12.2019	22	6	16	16	31.12.2019	10	3	11	9
31.12.2018	21	6	15	16	31.12.2018	10	3	11	11

GSX Techedu					Baidu				
gsx	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index	bidu.o	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index
31.12.2020	20	3	15	15	31.12.2020	20	9	12	15
31.12.2019	26	9	17	20	31.12.2019	17	4	16	14
31.12.2018	23	5	15	16	31.12.2018	21	9	16	17

RLX Technology				
rlx	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index
31.12.2020	22	3	16	16
31.12.2019	18	4	18	15
31.12.2018	22	2	8	12

Quelle: Hérens Quality AM, Reuters

Die Finanzanalyse der anderen Portfolioholdings zeigt hohe Risiken durch schlecht finanzierte Bilanzen oder Schwierigkeiten bei der Generierung stabiler und positiver Cashflows. Diese Art von Aktien können vielleicht als interessante Wetten für ein Satellitenportfolio, das ein hohes Risiko/Rendite-Profil aufweisen soll, angesehen werden, aber sie sollten nicht auf dem Radar erscheinen, wenn man Titel für ein Kernportfolio sucht. Darüber hinaus wurde erst letztes Jahr iQiyi, das chinesische Netflix-Äquivalent, von der SEC wegen Betrugs untersucht.

Ein weiteres Unternehmen, das mit Betrugsvorwürfen konfrontiert ist, ist das chinesische Online-Bildungsunternehmen GSX Techedu, das zu einem noch grösseren Betrugsfall werden könnte als der jüngste Skandal um Luckin Coffee. Eine solch überraschende Zusammensetzung des Portfolios von Archegos wirft zusätzliche Bedenken hinsichtlich der Aktienauswahl auf und stellt die Nachhaltigkeit der Renditen in Frage.

Um noch einmal auf die Diversifikation zurückzukommen: Es ist klar, dass die Wichtigkeit, Unternehmen aus verschiedenen Sektoren und Ländern im Portfolio zu haben, mit der Reduzierung der Anzahl der Titel im Portfolio exponentiell steigt. Genau dies war das Problem des Portfolios von Hwang, welches eine signifikante Ausrichtung auf chinesische Unternehmen hatte (6 grosse Positionen), die offensichtlich im Streben nach hohen und schnellen Renditen dem Portfolio hinzugefügt wurden.

Leverage

Leverage beeinflusst nicht Ihre Chancen, aber es beschleunigt das Ergebnis, entweder positiv oder negativ. Im Falle eines negativen Ergebnisses kann es wirklich schmerzhaft sein und zu katastrophalen Folgen führen - Verlust des Vermögens im Fall von Bill Hwang oder sogar Verlust des Lebens im Fall eines Robinhood-Traders, der sich durch den Handel mit Optionen einem verrückten Risikoniveau ausgesetzt hatte und als Ausweg Selbstmord beging.

Unter bestimmten Bedingungen mag der Einsatz eines sehr begrenzten Hebels durch einen sehr erfahrenen Investor gut funktionieren, aber als Faustregel gilt, dass er zu unnötig hohem Risiko führt und den Weg zu schnellen Kapitalverlusten ebnet. Auf keinen Fall sollte ein Hebel auf die volatilen Aktien angewendet werden. Selbst wenn das Unternehmen an sich fundamental stark, aber sein Aktienkurs volatil ist, kann eine vorübergehende Unterbewertung des Marktes zu Margin Call und Stop-Loss-Positionen führen, so dass Sie Ihre Verluste nie wieder aufholen können. Die enorme Volatilität der Aktienpositionen, die Archegos in seinem Portfolio hatte, war das zweite grosse Problem.

Abb.2: Risikoeigenschaften der im Archegos Capital Portfolio gehaltenen Aktien

	3Y Volatility	3Y Beta
ViacomSBC	57.6%	1.29
Vipshop	50.4%	1.92
Farfetch	88.3%	3.34
Discovery	48.8%	1.52
Tencent Music	39.1%	1.35
iQIYI	61.9%	1.18
GSX Techedu	91.4%	0.28
Baidu	46.4%	1.66
RLX Technology – IPO in January 2021		

Quelle: Hérens Quality AM, Reuters

Wenn man bedenkt, dass die Volatilität des breiten Marktes üblicherweise bei ca. 18-20% liegt, wird klar, dass die Volatilität des Portfolios von Archegos, die durchschnittlich bei ca. 60% lag, tödlich war und der bekannte Ausgang nur eine Frage der Zeit. Auch die Marktsensitivität, gemessen am Beta, deutet auf ein hochrisikobehaftetes Portfolio hin - alle Unternehmen haben Betas von deutlich über eins, mit Ausnahme von GSX, die aber wiederum ohnehin eine sehr riskante Aktie ist, wenn man ihre abnormale Volatilität berücksichtigt.

Geduld und vernünftiges Vorgehen

Über Nacht reich zu werden, ist nicht möglich, es sei denn, Sie erhalten eine Erbschaft. Und riskante Wetten durch konzentrierte und gehebelte Positionen helfen in der Regel nicht beim Aufbau von nachhaltigem Reichtum, sondern können ihn eher zerstören.

Unsere Erfahrung bei der Verwaltung von konzentrierten high-conviction Qualitätsportfolios beweist, dass selbst bei einem hochkonzentrierten 8-Aktien-Portfolio eine marktähnliche Volatilität und ein Beta von unter 1, keine unmögliche Mission ist, sondern vielmehr gängige Risikokennzahlen, die wir täglich sehen. Die Konzentration auf qualitativ hochwertige Unternehmen mit wettbewerbsfähigem Geschäftsmodell und starkem Management ist der Schlüssel im Rennen um eine hohe langfristige Rendite bei gesenktem Stresslevel.

Referenzen:

1. Kaufman, K. (2018). Here's why Warren Buffett and other great investors don't diversify. Forbes, July 24, 2018