

Money Management

Niemals ohne Netz und doppelten Boden



Teil 2

Teil 1

Marktbeobachtung
08/2016

Auf der Suche nach dem „optimalen Stopp“

Fällt die Münze auf Zahl, verliere ich nicht viel. Fällt die Münze dagegen auf Kopf, gewinne ich!“ Dieses Zitat von Mohnish Pabrai, einem indischen Hedgefondsmanager, verdeutlicht vor allem zwei Aspekte: Was die Marktprognose betrifft, sieht selbst ein absoluter Börsenprofi wenig Raum jenseits des klassischen 50:50-Verhältnisses. Andererseits liegt der Schlüssel offensichtlich in einem effektiven Stoppmanagement. Vor diesem Hintergrund zählt eine der am häufigsten gestellten Fragen von Privatanlegern – „Wie komme ich zum optimalen Stop-Loss (initial stop)? – zu der berechtigtesten Fragestellung überhaupt. Dieser Thematik wollen wir im zweiten Teil unseres Schwerpunkts „Money Management“ auf den Grund gehen. Wir werden Anlegern, nachdem sie ihr Ausgangsrisiko limitiert haben, verschiedene Verfahren an die Hand geben, mit denen sie die ursprüngliche Absicherung (charttechnisch sinnvoll) nachziehen können, wenn ein Trade ins Laufen kommt.

1. Stopps auf Basis des vorangegangenen zyklischen Tiefs

Die erste Methodik zur Bestimmung des „optimalen Stop-Loss“ orientiert sich sehr stark an charttechnischen Gege-





benheiten. Zunächst wird der „initial stop“ zur anfänglichen Verlustbegrenzung auf Basis eines wichtigen zyklischen Tiefpunkts gesetzt. In der Folge wird dieser Stopp bei jedem höheren markanten Verlaufstief entsprechend nachgezogen. Diese Strategie ist eng an die Dow-Theorie angelehnt, die als Ursprung der technischen Analyse in der westlichen Welt gilt. Deren Begründer, Charles H. Dow, ging von einem intakten Aufwärtstrend aus, wenn es bei einem Basiswert zu einer Folge steigender Hoch- und steigender Tiefpunkte kommt. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass Trendverläufe kippen, wenn das vorangegangene Korrekturtief unterschritten wird. Genau diesen Umstand macht sich diese Strategie zunutze, denn das Korrekturtief ist genau der Punkt, an dem der entsprechende Stop-Loss tatsächlich gezogen wird. Die nachfolgende Grafik spiegelt die diskutierte Vorgehensweise vereinfacht wider:

In der Realität kann leider nicht immer von derart idealtypischen Chartverläufen ausgegangen werden. Deshalb möchten wir Ihnen die vorgestellte Strategie nochmals anhand der Bayer-Aktie verdeutlichen.

Bei unseren Überlegungen unterstellen wir einen Anleger, der die Barrieren der Bayer-Aktie bei knapp 60 Euro als wichtige charttechnische Widerstände wahrnimmt. Als nach Jahren im Sommer 2012 diese Hürden übersprungen werden, geht der besagte Investor eine prozyklische Longposition ein. Um das

Abb.1: Idealtypischer Chartverlauf mit entsprechenden Stoppmarken

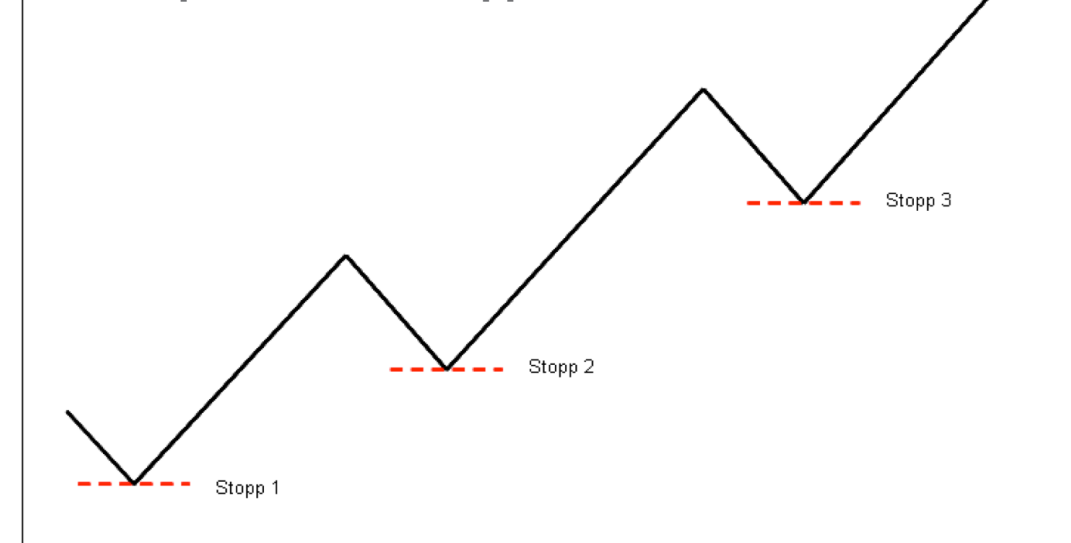


Abb. 2: Chartverlauf Bayer





Anfangsrisiko zu begrenzen, wird das vorangegangene Verlaufstief vom Juni 2012 bei 47,63 Euro herangezogen. Damit ist das „initial risk“ auf gut zwölf Euro limitiert. Jedes neue Verlaufshoch gibt dem Anleger in der Folge die Gelegenheit – in Anlehnung an die Dow-Theorie – den Stopp auf das dann gültige, vorangegangene Verlaufstief nachzuziehen.

Konkret bedeutet dies: Als im Dezember 2012 ein neues Allzeithoch erreicht wird, kann der Anleger die Absicherung auf das Tief vom November 2012 bei 64,65 Euro anheben. Da sich der neue Stopp somit oberhalb des ursprünglichen Einstiegskurses befindet, befindet sich der Investor fortan in der besten aller Welten, denn er verfügt in Zukunft über einen „Gewinnstopp“. Im weiteren Verlauf der Hausse wird der Stopp gemäß der Vorgehensweise immer weiter nach oben angepasst, sodass die Systematik auch als Disziplinierungsmaßnahme verstanden werden kann, wenn ein Investment ins Laufen kommt. Schließlich wird der Stopp im ersten Quartal 2015 im Bereich des Februartiefs bei 120,70 Euro platziert – ein Level, das im Verlauf der Augustkorrektur des vergangenen Jahres unterschritten wird und damit für das Auslösen der Absicherung verantwortlich ist. Wenn gleich das bis heute gültige Allzeithoch der Bayer-Aktie bei gut 146 Euro nicht zum Ausstieg genutzt werden konnte, so versetzte die vorgestellte systematische Methodik unseren Anleger doch in die Lage, einen „Kursverdoppler“ zu

realisieren. Im Hinblick auf das ursprüngliche Positionsrisiko ergibt sich unter dem Strich ein sehr gutes Chance/Risiko-Verhältnis – eine Kennzahl, auf die wir im weiteren Verlauf unserer Money Management-Serie noch ganz gezielt eingehen werden. Der Vorteil von Stopps auf Basis des vorangegangenen zyklischen Tiefs liegt darin, dass Positionen erst dann glattgestellt werden, wenn der übergeordnete Trend tatsächlich kippt.

2. Stopps auf Basis von Gleitenden Durchschnitten

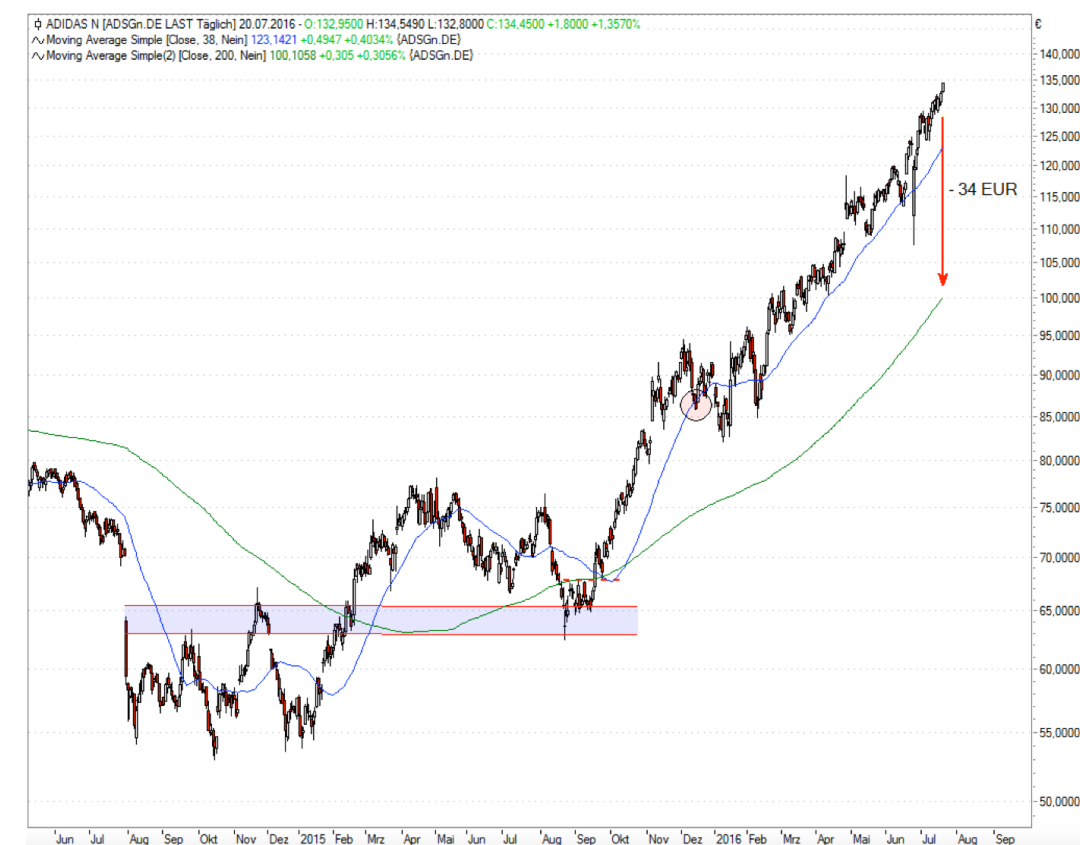
Das zweite Verfahren basiert auf einem der ältesten technischen Indikatoren überhaupt, den Gleitenden Durchschnitten. Mathematisch ergeben sich diese als Mittelwert der Schlusskurse der letzten x-Perioden. Durch die Glättung über eine bestimmte Anzahl von Handelstagen, -wochen oder gar -monaten hinweg, soll das Marktrauschen herausgefiltert werden, um die grundsätzliche Trendrichtung zu verdeutlichen. Eine einfache Handelsregel besagt, dass ein Aufwärtstrend so lange intakt ist, wie sich die Kurse oberhalb eines Gleitenden Durchschnitts befinden. Demzufolge droht einem etablierten Haussetrend Ungemach, sobald die Kurse unter eine Glättungslinie rutschen. Gleitende Durchschnitte bieten sich aber noch aus einem zweiten Grund als Stoppmarken an. Im Falle einer Kursrallye nähern diese sich automatisch den gestiegenen Kursen an. Auf diese Weise wird die Absi-

cherung sukzessive nachgezogen, wenn sich ein Trade in die gewünschte Richtung entwickelt.

Abbildung 3 verdeutlicht, wie der 38-Tages-Durchschnitt dem Kurs der Adidas-Aktie im Verlauf der Kursrallye seit dem Jahresultimo 2014/15 mehrfach als Unterstützung diente. Das Beispiel zeigt gleichzeitig aber auch eine Tücke dieser Strategie: Im Dezember 2015 sowie im Januar/Februar 2016 wurde die kurzfristige Glättung mehrfach kurzfristig unterschritten, ehe der Sportartikelhersteller zu einem weiteren dynamischen Aufwärtssimpuls ansetzte. Investoren können diesem Phänomen begegnen, indem sie ein Unterschreiten der Glättungslinie auf Schlusskursbasis fordern oder indem sie den Stopp schlicht und einfach etwas unterhalb des Moving Average platzieren. Beide Vorgehensweisen werden zwar nicht verhindern können, auch einmal unglücklich ausgestoppt zu werden; letztendlich hilft die Orientierung an den Glättungslinien aber, starke Trendphasen bis zu deren Ende „auszureizen“. Anhand des Adidas-Beispiels sollten sich Anleger allerdings noch zwei weitere Aspekte vor Augen führen: Je kürzer die Berechnungsgrundlage des Gleitenden Durchschnitts gewählt ist, umso näher liegt der Stopp am aktuellen Kursniveau, das heißt, umso geringer ist auch das „initial risk“. Im Umkehrschluss steigt indes die Gefahr, tatsächlich ausgestoppt zu werden. Deshalb müssen Anleger bei der Wahl der Periodenlänge des Gleitenden Durchschnitts den Zeithorizont berücksichtigen, den sie handeln möchten.

Konkret: Wer langfristig agieren möchte, sollte auch eine langfristige Glättungslinie als Absicherung heranziehen. Den zweiten Gedankenanstoß liefert erneut die charttechnische Situation der Adidas-Aktie. Da es sich um den Börsenhighflyer im bisherigen Jahresverlauf handelt, führt dies zu einem recht großen Risiko, welches Investoren in Kauf nehmen müssen. Es gilt die Daumenregel: Wann immer ein Trend richtig Fahrt aufnimmt – also eine eigentlich wünschenswerte

Abb. 3: Adidas-Aktie mit 38-Tages- bzw. 200-Tages-Linie





Situation eintritt – müssen Anleger einen immer weiter entfernten Stopp akzeptieren. So liegt ein Stopp auf Basis der 200-Tages-Linie am 20. Juli bei gut 100 Euro. Gemessen am aktuellen Kursniveau von gut 134 Euro sehen sich Investoren demnach mit einem Risiko von rund 34 Euro konfrontiert, bis der Stopp seine Wirkung entfaltet.

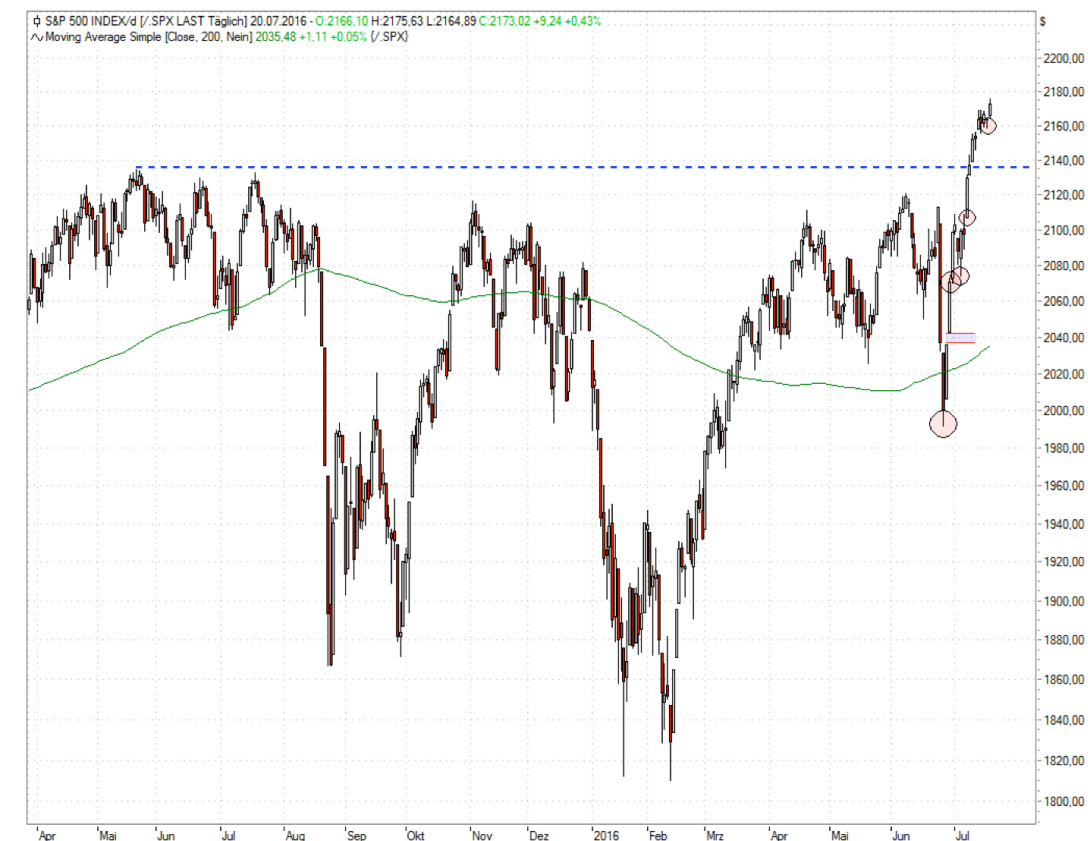
Beide bisher vorgestellten Strategien erreichen ihre Grenzen, wenn es zu abrupten Trendwechseln kommt. Aufgrund des nachlaufenden Charakters der erläuterten Absicherungsstrategien dauert es relativ lange bis der schützende Stopp ausgelöst wird. Im Extremfall sind sogar Konstellationen denkbar, in denen der konkrete Chartverlauf keine Möglichkeit bietet, gemäß der gewählten Absicherungsstrategie den Stopp nachzuziehen. Das heißt, der Investor muss mitunter bereit sein, auch größere „Drawdowns“ in Kauf zu nehmen (vgl. Abb. 3). Für so manchen tradingorientierten Anleger dürften hohe Rückschläge bzw. starke Schwankungen des Tradingkapitals schlichtweg inakzeptabel sein. Diesem „Kopfzerbrechen“ tradingaffiner Kunden soll eine dritte Strategie Rechnung tragen, die wesentlich reagibler ist.

3. Stopps auf Basis des tiefsten Tiefs der letzten x Tage

Gute Trades erkennt man daran, dass sie nicht viel Zeit benötigen, um sich zu entwickeln, sondern von Beginn an in die „richtige“ Richtung laufen. Diesen Umstand zieht die dritte

Strategie ins Kalkül. Dabei wird der „initial stop“ zunächst auf Basis des tiefsten Tiefs der letzten x Perioden festgelegt. Dieses Niveau definiert das maximale Verlustrisiko der eingegangenen Position. Läuft die Position ins Plus, wird der Stopp jeweils auf das tiefste Tief der letzten x Perioden nachgezogen. Sollte der Anleger einen „schlechten“ Trade erwischt haben, wird damit schnell die Reißleine gezogen, während bei positiver Entwicklung der Stopp zügig an die eigentliche Kursentwicklung angepasst wird. Während die ersten beiden

Abb. 4: S&P 500® mit Stopp auf Basis des tiefsten Tiefs der letzten drei Tage





Strategien bestehenden Positionen deutlich mehr Platz zum „Atmen“ lassen und damit eher für Positionstrader geeignet sind, führt eine Absicherung auf Basis des tiefsten Tiefs – sofern die zugrunde liegende Zeiteinheit nicht allzu groß gewählt wird – zu einem deutlich schnelleren Ausstoppen von bestehenden Positionen. Mit anderen Worten: Dem Binden von Kapital in Trades, die ohnehin nicht laufen, wird automatisch ein Riegel vorgeschoben. Per Saldo sollte dieser Ansatz damit besonders tradingorientierten Anlegern entgegenkommen.

Entscheidend für das Risiko dieser Strategie ist die Periodenlänge, über die das entsprechende „lowest low“ ermittelt wird. Für kurzfristig orientierte Trader halten wir einen Zeitraum von drei Tagen für geeignet. Stopps werden demnach jeweils nach Handelsschluss auf das tiefste Tief der letzten drei Tage angepasst. Je länger der zugrunde liegende Zeitraum gewählt wird, desto eher bewegt sich der Anleger in Richtung des mittelfristig ausgelegten Positionstradings. Trotzdem erscheinen Zeiträume von mehr als 20 Tagen/Perioden als wenig zielführend.

Zur Verdeutlichung der Vorgehensweise unterstellen wir einen Anleger, der aufgrund des „Drehs“ auf Basis der 200-Tages-Linie und des anschließenden Aufwärtsgaps eine neue Longposition eingeht. Das heißt, zum Eröffnungskurs vom 30. Juni

bei 2.073 Punkten engagiert sich der Investor à la „long“. Zur Stoppermittlung wird nun das tiefste Tief der letzten drei Tage herangezogen, was dem zyklischen Tief vom 27. Juni bei 1.992 Punkten entspricht. Wenn sich der Trade – wie im gewählten Beispiel – in die gewünschte Richtung entwickelt, wird der Stopp jeweils auf das Niveau des dann gültigen „lowest low“ der letzten drei Perioden nachgezogen, sodass der Longposition bereits am 7. Juli ein marginaler Gewinnstopp (2.074 Punkte) zugrunde liegt. Der Charme dieser Systematik liegt also darin, dass das Ursprungsrisiko bei sich positiv entwickelnden Trades zeitnah reduziert bzw. sogar eliminiert wird. Das neue Allzeithoch vom 20. Juli sorgt erneut für ein Anheben der Absicherung auf das Tief des Vortages bei 2.159 Punkten. Mit dem derzeit gültigen Stopp haben sich Anleger bisher ein Plus von 85 Punkten gesichert. Einziges Manko dieser Vorgehensweise ist der tägliche Kontroll- bzw. Anpassungsbedarf. Erfahrene Anleger werden hierin allerdings auch einen Vorteil erkennen: Schließlich zwingt die Methodik Trader periodengenau – in unserem Fall täglich – ihre Hausaufgaben zu machen. Ein weiterer Vorteil lässt sich möglicherweise erst auf den zweiten Blick erkennen. Eine Vielzahl von Tradingstrategien versucht Ausbrüche erfolgreich zu handeln. Empirische Tests zeigen leider, dass nur ca. 40 Prozent aller Ausbruchsversuche erfolgreich sind, das heißt, in 60 Prozent aller Fälle kommt es zu einem Fehlsignal in Form eines klas-



sischen „false break“. Gerade in diesen Situationen bedarf es einer engen Absicherung sowie einer schnellen Anpassung des Ausgangsstopps. Da dies exakt die Stärke des vorgestellten Verfahrens darstellt, ist die Stoppermittlung auf Basis des tiefsten Tiefs der letzten x Perioden besonders geeignet, um Ausbruchsstrategien zu handeln.

4. Stopps auf Basis der „Average True Range“ (ATR)

1978 entwickelte Welles Wilder das Konzept der „Average True Range“ (ATR), um die Schwankungsbreite an den Rohstoff- und Terminmärkten realistischer abzubilden. Seiner Meinung nach lieferten alle bisher gängigen Verfahren nur ungenügende Ergebnisse, da sie mögliche Kurslücken zwischen dem Eröffnungskurs und dem vorangegangenen Schlusskurs vernachlässigten. Diesen Mangel behob Wilder durch die folgende Berechnungsweise:

$$\text{True Range} = \text{Max} [(\text{High}(t) - \text{Low}(t)), (\text{High}(t) - \text{Close}(t - 1)), (\text{Close}(t - 1) - \text{Low}(t))]$$

Die True Range ist demnach gleich dem Maximum der drei angegebenen Kursspannen. Durch diese Berechnungsweise werden mögliche Gaps explizit in die Berechnung der Schwankungsbreite einbezogen. Besonders in volatilen Märkten können sich hierdurch gravierende Unterschiede ergeben. Als

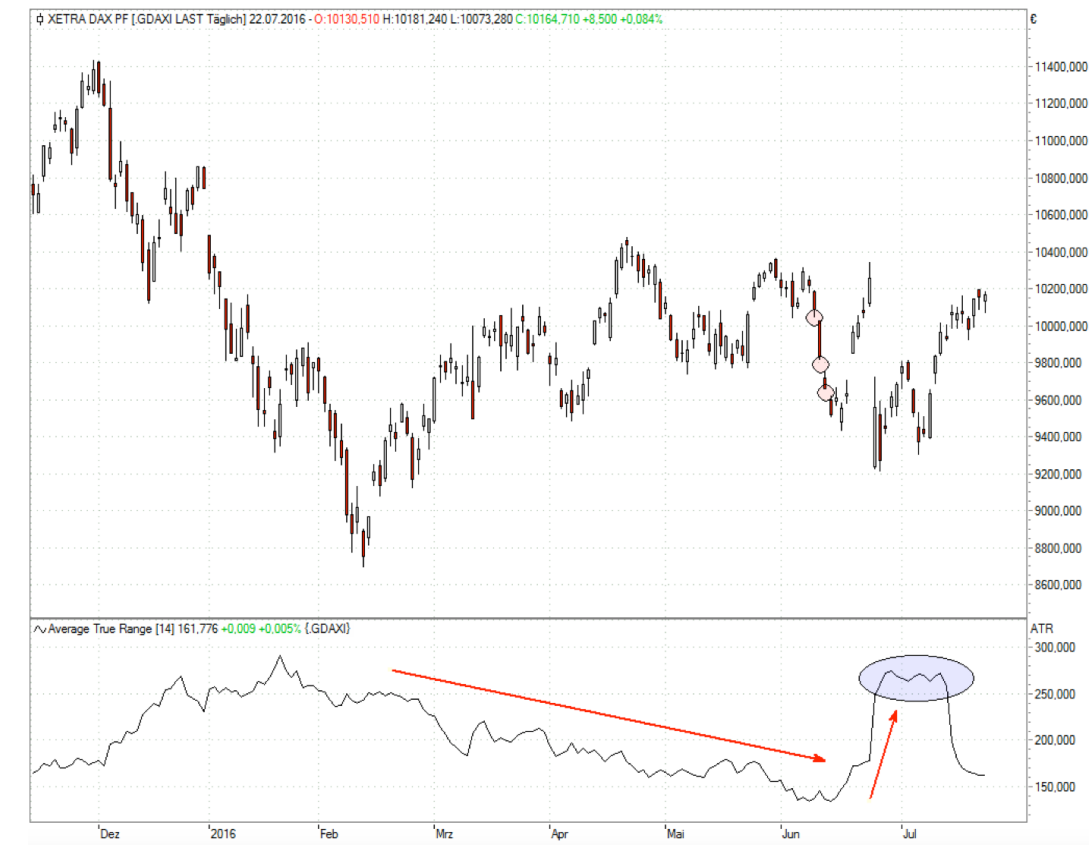
eindrucksvolles Beispiel dürfte Anlegern noch die Situation beim DAX® im Vorfeld des EU-Referendums in Großbritannien präsent sein, als die deutschen Standardwerte Mitte Juni an drei aufeinanderfolgenden Handelstagen jeweils Kurslücken nach unten rissen. Ohnehin hat die Anzahl an Gaps im Vergleich zur Situation vor zehn Jahren deutlich zugenommen. In einem solchen Marktumfeld macht es logischerweise einen Unterschied, ob Kurslücken bei der Berechnung der Volatilität berücksichtigt werden oder nicht.

Die ATR ergibt sich, indem die True Range mittels eines Gleitenden Durchschnitts geglättet wird. Gängige Parameter für die Glättung liegen zwischen 5 und 30 Zeiteinheiten. Beginnende Trendbewegungen gehen fast immer mit größer werdenden Handelsspannen einher, während sich eine nachlassende Trenddynamik in rückläufigen ATR-Werten widerspiegelt. Zur Ermittlung des Stopplevels wird der aktuelle Wert der „wahren Spanne“ als Volatilitätsmaß vom jüngsten Schlusskurs subtrahiert. Eine Bewegung innerhalb der Average True Range kann als normales „Marktrauschen“ klassifiziert werden, wohingegen bei Verlassen der „wahren Kursspanne“ von einem neu beginnenden Trend ausgegangen werden kann. Sichert ein Anleger bestehende Positionen auf Basis der hier vorgestellten Strategie ab, trägt er diesem Umstand Rechnung.



Zunächst verdeutlicht das ausgewählte Beispiel die Vielzahl der Gaps, welche die deutschen Standardwerte im Verlauf des Jahres 2016 bereits gerissen haben. Dabei haben wir im Kursverlauf lediglich die drei Abwärtskurslücken in Serie im Juni markiert. In den letzten 15 Jahren können wir uns nur an eine einzige äquivalente Situation erinnern: im März 2011, während der Atomkatastrophe von Fukushima. Anhand des Charts lässt sich der größte Vorteil dieser Vorgehensweise herausstellen: Die gestiegene Unsicherheit im Anschluss an das „Brexit“-Votum der Briten spiegelt sich in einer doppelt so hohen Average True Range wie Mitte Juni wider. Das heißt, die Marktumstände werden bei dieser Systematik explizit berücksichtigt. In ruhigen Marktphasen greifen Anleger damit automatisch auf einen engeren Stopp zurück, während sie ihren Engagements bei hektischen Schwankungen etwas mehr Luft zum Atmen lassen, um ein „unglückliches“ Ausstoppen zu vermeiden. Kritiker werfen der technischen Analyse im Allgemeinen und den Verfahren der Stopp-Setzung im Speziellen oftmals einen subjektiven Handelsspielraum vor. Bei den drei zuvor vorgestellten Verfahren ist das zum Teil zutreffend. Die Berechnung der Average True Range beruht indes auf der oben genannten mathematischen Formel und ist deshalb absolut objektiv.

Abb. 5: DAX® mit der Average True Range





Fazit: Wie komme ich zum richtigen Stopp? Kaum eine Frage brennt Anlegern so sehr unter den Nägeln wie diese. Die Suche nach dem Heiligen Gral ist allerdings – wie so oft im Tradingbereich – von vornherein zum Scheitern verurteilt. Für Investoren bedeutet dies (leider), dass es „das“ eine optimale Verfahren nicht gibt, mit dem in Zukunft jedes unglückliche Ausstoppen verhindert werden kann. Dennoch unterstützt jede einzelne der vorgestellten Methoden Anleger bei dem Versuch, Verluste zu minimieren bzw. ins Laufen kommende Trends möglichst lange durchzuhalten. Wichtig ist dabei vor allem die Disziplin zu wahren, denn die menschliche Psyche hat gerne immer Recht, was das Eingeständnis von Fehlern (Stops) erschwert. Um diese „Klippe“ zu umschiffen, sollten Anleger den Verlust durch einen ausgelösten „initial stop“ bzw. den „drawdown“ bei Gewinnpositionen, bis die Absicherung greift, als Versicherungskosten gegen noch größere Verluste bzw. gegen einen möglichen Trendwechsel verstehen. In diesem Sinne darf ein einmal gesetzter Stopp niemals angepasst werden! Beachten Anleger die angeführten Regeln, sind sie auf einem guten Weg, dass das als Aufhänger gewählte Zitat von Mohnish Pabrai in Zukunft auch für ihre eigenen Tradingaktivitäten gilt.

Jörg Scherer

