

Alpha braucht solides Handwerk mit einem Schuss Kunst

Wenn passive Strategien grundsätzlich überlegen sind, warum wählen dann Institutionelle unbeirrt aktive Manager? – Nachhaltig konsistentes Alpha ist möglich

Börsen-Zeitung, 5.12.2020
ETFs werden immer mehr zum etablierten Bestandteil in den Portfolios privater wie auch institutioneller Investoren – und das vollkommen zu Recht, ermöglichen sie es doch, kostengünstig und global in ganze Märkte zu investieren. Allerdings spitzt

Großteil der Manager, die ihre Strategien als „aktiv“ verkaufen, orientieren sich eng an ihrem Vergleichsindex. Sie agieren also eher passiv, berechnen aber die höheren Gebühren aktiver Strategien. So kann Alpha nicht konsistent erzeugt werden. Das führt zu der Frage, welche Faktoren wirklich aktives Management auszeichnen.

Die Antwort ist offenkundig: Der Schlüssel zur Mehrrendite liegt in der Freiheit des Managements, sich in seinen Investmententscheidungen von der Benchmark zu lösen. Es muss ihm möglich sein, seine Kompetenz, sein Wissen und seine Erfahrung ungehindert ins Portfolio einbringen zu können. Dafür braucht es ein Umfeld,

das in die Fähigkeiten des Teams vertraut. Denn je mehr Einflüsse auf die Entscheidungen des Teams einwirken, desto schwieriger wird es, starke, vom Konsens abweichende Kauf- oder Verkaufsentscheidungen zu treffen. Wer aber nur im möglichst breiten Konsens investiert, der wird auch nur die Konsensrendite erzielen – und das ist die Marktrendite.

Der unterschwellige Zweifel am eigenen Team gipfelt in vielen Fondsgesellschaften im Bestreben, Rendite möglichst unabhängig von den handelnden Personen zu erzielen. Dafür zwingen ihre Investmentprozesse die Management-Teams in ein Korsett, das kaum noch Raum für kreative Ideen lässt. Dieser Ansatz vergisst, dass erfolgreiches Investmentmanagement sich aus dem Zusammenspiel von solidem Handwerk (Investmentprozess) und einem guten Anteil Kunst (Freiheitsgrade) zusammensetzt. Beides ist nötig.

Hohe Freiheitsgrade mit der Chance auf Alpha schließen zwingend das Risiko schwächerer Phasen mit ein.

Dieser Faktor wird von vielen Assetmanagern zwar rhetorisch vertreten, in ihren Anreizsystemen spiegelt er sich aber nicht wider. Vielmehr wird in vielen Organisationen die Bereitschaft, Risiken zu nehmen, bewusst

einer Investmentstrategie, indem er das für Alpha notwendige Zusammenspiel aus Handwerk und Kunst zulässt. Natürlich braucht es verbindliche Richtlinien und klare Risikovergaben. Unstrittig ist aber auch: Je geringer die Freiheitsgrade für ein Mandat definiert sind, desto geringer sind die Chancen auf Alpha. Das ist ein zwingender Zusammenhang. Dem Assetmanager viel Flexibilität einzuräumen, vom Vergleichsindex abzuweichen, erhöht also die Renditechancen. Das gelingt am besten in einer langfristig angelegten Partnerschaft zwischen Investor und Assetmanager. In der Praxis zeigt sich, dass viele unserer Kunden dazu bereit sind.

Für Spezialsegmente öffnen

Zur Chance auf Alpha gehört auf Investorenseite zudem, sich für Spezialsegmente zu öffnen. Der These einer effizienten Preisbildung kann man bei Large Caps kaum etwas entgegensetzen. Im Dax, im S&P 500 oder anderen Leitindizes nachhaltig eine Überrendite zu produzieren, ist kaum zu realisieren. Anders sieht es zum Beispiel bei deutschen und europäischen Nebenwerten aus. Hier lassen sich mit Spezial-Know-how und Marktkenntnis immer wieder Informationsineffizienzen ausnutzen. So haben wir seit Gründung unseres Hauses vor 20 Jahren über alle Nebenwerte-Strategien hinweg eine Überrendite von 2% p.a. nach Kosten erzielt – nicht stetig, aber im Durchschnitt. Langer Atem zahlt sich aus.

Nun bringen Anbieter immer mehr ETFs auf den Markt, die eine Vielzahl von Nischensegmenten und Spezialthemen abbilden. Hier lohnt es sich sehr, zweimal hinzusehen, ob der entsprechende ETF wirklich die bessere Wahl ist, verglichen mit aktiven Strategien. Aus eigener Erfahrung kann ich berichten, dass ETFs auf

exotischere Märkte wie die Emerging Markets zum Teil deutlich schlechter laufen als ihr Index. Das hat im Wesentlichen zwei Gründe: Erstens sind die Gebühren auf solche ETFs höher, als man es erwarten sollte. Und zweitens gelingt ihnen erstaunlicherweise das Index-Tracking häufig nicht so, wie man es von den großen, liquiden Indizes kennt. Gerade private Investoren, die ETFs aus gutem Grund als ihr Mittel der Wahl für den langfristigen Vermö-

„Zur Chance auf Alpha gehört auf Investorenseite, sich für Spezialsegmente zu öffnen. Der These einer effizienten Preisbildung kann man bei Large Caps kaum etwas entgegensetzen.

Anders sieht es zum Beispiel bei deutschen und europäischen Nebenwerten aus. Hier lassen sich immer wieder Informationsineffizienzen ausnutzen.“

gensaufbau entdeckt haben, können hier enttäuscht werden. Zudem sei angemerkt, dass dieser Vermögensaufbau nur mit ruhiger Hand funktioniert. Statistiken von Depotbanken weisen jedoch immer wieder darauf hin, dass Privatanleger sich von ETFs zum kurzfristigen Handeln, zum „Zocken“, verleiten lassen. So geht

der Kostenvorteil schnell verloren. Hin und her macht Taschen leer.

Im Kapitalmarktjahr 2020 steht die Leistungsfähigkeit aktiver Assetmanager unter besonderer Beobachtung. In der globalen Corona-Pandemie sind die Aktienmärkte geprägt von extrem starken Kurseinbrüchen, gefolgt von ungewöhnlich schnellen Erholungsrallys. Die Herausforderungen sind entsprechend hoch. Tatsächlich haben viele aktive Manager in den vergangenen Monaten eine gute Figur gemacht. Sie konnten die ausgeprägte Volatilität nutzen, um von häufiger Branchenrotation und schnellen Favoritenwechseln zu profitieren. Dafür allerdings mussten sie den Freiraum nutzen können, sich schnell von besonders coronabetroffenen Unternehmen zu trennen und ihre Portfolios ebenso schnell in Aktien von Pandemie-Gewinnern umzuschichten. Auf diese Weise konnten sie teilweise hohe Überrenditen erzielen.

Boutiquen sind erfolgreich

Wo Investoren ein Umfeld finden, das langfristig konsistentes Alpha begünstigt, hat die City University London in der Studie „Is there a Boutique Asset Management Premium?“ untersucht und vergangenen Februar veröffentlicht. Sie kommt zu dem Schluss: „Wir finden Belege, die auf die Existenz einer Boutique-Assetmanagement-Prämie hindeuten [...] besonders ausgeprägt in den europäischen Mid-/Small Cap- und Global-Emerging-Market-Sektoren, [...] ökonomisch und statistisch signifikant.“ Offenbar sind unabhängige Assetmanager, die keinen Konzernzwängen unterliegen, mit fokussierter Fondspalette und der Bereitschaft, ihren Teams die für Alpha notwendigen Freiheiten einzuräumen, im Vorteil – denn hier darf beides wirken, solides Handwerk ergänzt um das richtige Maß Kunst.

„Der Schlüssel zur Mehrrendite liegt in der Freiheit des Managements, sich in seinen Investmententscheidungen von der Benchmark zu lösen. Es muss ihm möglich sein, seine Kompetenz, sein Wissen und seine Erfahrung ungehindert ins Portfolio einbringen zu können.“

oder unbewusst unterdrückt. Portfoliomanager, die in einem solchen Umfeld stark vom Index abweichen und dann zeitweise dem Markt hinterherlaufen, haben ein persönliches Jobrisiko. Investieren sie hingegen nahe am Index, stehen sie vermeintlich immer auf der sicheren Seite. Viele Fondsgesellschaften bieten mittlerweile aktive und passive Strategien nebeneinander an. Das bringt die Herausforderung mit sich, zwei völlig unterschiedliche Kulturen unter einem Dach zu haben – die des Index-Trackers und die des Alpha-Seekers – mit der Gefahr, die Alpha-Kultur zu verwässern und ein für Talente förderliches Umfeld zu vernachlässigen.

Damit kommen wir zum Investor. Auch er hat einen Anteil am Erfolg



Von
Ralf Lochmüller

Managing Partner
und CEO,
Lupus alpha

sich die Diskussion „Aktiv versus Passiv“ gerne auf ein Entweder/Oder zu. Dabei sprechen ETF-Befürworter aktiven Strategien grundsätzlich die Fähigkeit ab, Alpha zu erzielen, also eine dem Markt überlegene Rendite. Das wesentliche Argument: Märkte seien effizient, und deshalb seien sämtliche verfügbaren Informationen in den Kursen bereits eingepreist. Eine Überrendite sei deshalb nur zufällig und nicht systematisch erzeugbar – erst recht nicht nach Kosten. Es gibt Studien, die diese Sichtweise zu bestätigen scheinen.

Viele Aktive sind eher passiv

Auffällig dabei ist, dass institutionelle Investoren in dieser Diskussion offensichtlich zu einem anderen Schluss kommen – sie vertrauen aktiven Managern nach wie vor den weit überwiegenden Teil ihrer Vermögen zur Verwaltung an. Auf einen der zentralen Denkfehler in den gern zitierten Pro-passiv-Studien wurde schon häufig hingewiesen: Viele, vermutlich ein