



„Alpha verkauft sich.“

Nach den hohen Kursgewinnen an den Aktienmärkten suchen Anleger nach Quellen, die unabhängig von der Marktentwicklung auskömmliche Erträge generieren. Die Finanzindustrie bietet ihnen so genannte Alpha-Produkte an. Was verbirgt sich konkret dahinter? Und halten diese Strategien auch, was sie versprechen? Peter Oertmann, Finanzmarktwissenschaftler und Vorstandsvorsitzender der Asset-Management-Gesellschaft Vescore, kennt die Antworten.

„Lassen Sie uns nicht lange darum herumreden. In den nächsten Jahren wird es schwer, vernünftige Renditen zu erzielen. Nach den jüngsten Kursgewinnen in fast allen Anlageklassen ist einfach nicht mehr sehr viel drin.“

So oder so ähnlich beginnen heute viele Gespräche zwischen Vermögensinhabern

und ihren Beratern. Und das zu Recht. Schließlich ist zum Beispiel der Deutsche Aktienindex DAX in den vergangenen drei Jahren um 150 und allein im letzten Jahr um 30 Prozent gestiegen. Weil aber Aktien im langjährigen Durchschnitt nur Erträge zwischen sieben und zehn Prozent pro Jahr erwarten lassen, ist die

Furcht, wir hätten heute schon einen Teil zukünftiger Gewinne gebucht, durchaus verständlich.

Wie, fragen sich viele vermögende Privatpersonen, lässt sich dann angesichts historisch niedriger Zinsen das erklärte Renditeziel von fünf bis sieben Prozent ohne sehr hohe Risiken erreichen?

Kein Problem, sagen die Produktanbieter: „Kaufen Sie Alpha.“

Alpha?

„Das Alpha ist eigentlich das Sahnehäubchen bei der Kapitalanlage. Es beschreibt den Zusatzertrag, den ein exzellenter Manager unabhängig von den Strömungen am Kapitalmarkt erwirtschaftet“, erklärt Peter Oertmann, Vorstandsvorsitzender des Asset-Managers Vescore in München. Angenommen, ein Portfolio aus Aktien und Anleihen brächte vier Prozent Ertrag. Dann könnte der aktive Manager, der Alpha-Manager, das Alphas über den Fondsmanagern, einfach durch seine exzellente Aktienauswahl noch einmal zwei bis drei Prozentpunkte erwirtschaften – und das Problem wäre gelöst.

Brächte. Könnte. Wäre. Geht das wirklich? Und vor allem wirklich so einfach? Um das herauszufinden, sprechen wir mit Peter Oertmann.

Oertmann ist eigentlich Finanzmarktwissenschaftler. Seine erste Forschungsarbeit beschäftigte sich mit dem Thema Inflationssensitivität von Aktienmärkten. Also: Wie reagieren Aktienmärkte typischerweise, wenn die Inflationsraten sich ändern? „Was passiert, wenn – diese Frage faszinierte mich.“ Und wurde prompt zum Gegenstand vielfältiger Forschungen an der Universität St. Gallen.

Heute sieht sich Oertmann selbst an der Schnittstelle zwischen Wissenschaft und Portfolio-Management. Weil sich mit der „Was passiert, wenn“-Methode alle möglichen Einflussgrößen untersuchen ließen – Zinsen, Konjunkturerwartungen, Liquidität –, entwickelte er daraus quantitative Anlagekonzepte und legte so den Grundstein für das Asset Management bei Vescore.

Uns kann der Praktiker mit wissenschaftlichem Anspruch helfen, neue Strategien wie diejenigen rund um das

Alpha zu hinterfragen. „Ohne Modelle wären Investoren tatsächlich wohl nicht in der Lage, im Dickicht aus Informationen die richtige Entscheidung zu treffen“, sagt Oertmann. „Sie helfen deshalb natürlich auch, neue Strategien zu bewerten, weil wir mit ihrer Hilfe verstehen können, warum eine Strategie heute funktioniert, warum sie funktioniert hat und wie hoch die Chancen sind, dass sie auch in Zukunft noch funktioniert.“

Also bitte: Wie funktionieren so genannte Alpha-Strategien, warum funktionieren sie und wie groß ist die Chance, dass sie auch dann noch funktionieren, wenn wir diese Produkte gekauft haben?

private wealth *Herr Oertmann, worin liegt die Faszination der Alpha-Produkte?*

Peter Oertmann Alpha klingt gut. Und Alpha verkauft sich gut. Stellen Sie sich vor, da werden Ihnen zwei Kurven präsentiert. Eine stellt die Marktentwicklung dar. Vielleicht den DAX. Die andere liegt immer darüber, baut mit den Jahren ihren Vorsprung weiter aus und repräsentiert die Entwicklung eines bestimmten Fonds. Und jetzt sagt der Manager: Wenn Sie möchten, können Sie auch ganz isoliert diese Differenz kaufen – das Alpha –, ohne das Risiko eingehen zu müssen, im Markt investiert zu sein. Das ist schon eine tolle Idee.

pw *Und wo ist der Haken?*

PO Wenn ein Manager in der Lage ist, langfristig und über die verschiedenen Marktphasen hinweg ein stabiles Alpha zu erwirtschaften, also in steigenden und fallenden Märkten, dann gibt es keinen Haken. Dann ist sein Produkt extrem wertvoll für jeden Investor. Nur stellt sich immer die Frage, inwieweit das Alpha, das Ihnen gerade angeboten wird, tatsächlich auch ein Alpha ist. Sind dies wirklich marktunabhängige Erträge? Oder hängen sie nicht doch

mehr oder weniger von Markttrends, Zinstrends oder Rohstofftrends ab?

pw *Wie lässt sich echtes Alpha von unechtem Alpha unterscheiden?*

PO Es ist tatsächlich unheimlich schwer, ein echtes Alpha zu identifizieren. Oft wird sehr simpel von Alpha gesprochen, wenn die Renditedifferenz zwischen einem bestimmten Portfolio und einem Marktindex betrachtet wird. Das ist, streng genommen, falsch. Denn Sie müssen schon ganz genau untersuchen, was in diesem Portfolio drin ist. Hält sich der Manager wirklich in seiner Aktienauswahl an den Markt, den er als Maßstab, als Benchmark, definiert hat? Oder mischt er andere, riskantere Aktien bei? Wird genau hingesehen, bleibt dann vielleicht von dem so schön präsentierten Alpha gar nicht mehr viel übrig.

pw *Nur zum Verständnis: Wenn ein Manager weltweit Nebenwerte kauft und dann langfristig besser abschneidet als der Aktienindex MSCI-World ...*

PO ... dann werden Äpfel mit Birnen verglichen. Das vermeintliche Alpha ist gar kein Alpha. In diesem Fall vergleichen Sie das Risikoprofil von Nebenwerten mit dem Risikoprofil hochkapitalisierter Unternehmen. Die Renditedifferenz zwischen dem Nebenwerteportfolio und dem MSCI-World ist zu einem großen Teil eine Entschädigung für höheres Risiko. Nebenwerte weisen zum Beispiel ein zusätzliches Liquiditätsrisiko auf. Diese Märkte sind oft sehr eng, da können Sie Positionen manchmal nur sehr langsam wieder auflösen. Zusätzlich müssten Aspekte wie Zins- und Währungsrisiken bereinigt werden, um zu entscheiden, wie viel Alpha übrig bleibt. Meiner Erfahrung nach sind viele Alphas, die nach außen hin als solche verkauft werden, gar keine reinen Alphas.

// Tatsächlich sind derartige Benchmark-Spiel-Strategien eine weit verbreitete >



Taktik aktiver Manager. David F. Swensen, Chef-Anlagestratege der Yale-Stiftung und einer der erfolgreichsten Investoren der Welt, entlarvt sie in seinem Buch „Proaktive Portfolio Strategien“. Er schreibt darüber, dass Manager von Anleihedepots oft Portfolios mit überdurchschnittlichen Kreditrisiken und ei-

Verögenswerte der Kunden einem Risiko aus, das über dem des Marktes liegt, und vereinnahmen zudem den Löwenanteil des Gewinnes als Gebühren. Swensen weist nach, dass aktive Manager in den USA in ihren Depots Anleihen niedrigster Bonität „äußerst aggressiv“ übergewichten. Wenn sie also mehr Ren-

sprechenden Strategien nicht viel mehr als ein Verkaufstrick?

PO So hart würde ich es nicht formulieren. Aber zum Teil stimmt das schon. Der Punkt, dass eine höhere Performance oft nur etwas mit höheren Risiken zu tun hat, wird von vielen Anbietern verschwiegen, wenn sie bestimmte Strategien vermarkten. Aber es gibt natürlich auch Manager, die objektiv Alpha erzeugen. Die zum Beispiel sagen: Meine Messlatte ist der US-Aktienindex S&P 500. Ich wähle aus diesem Index aus, habe eine gute Nase und bin in der Lage, nachhaltig zwei bis drei Prozentpunkte mehr pro Jahr zu erzielen. Dann ist das eine tolle Leistung und so etwas wie ein echtes Alpha.

pw *Wie können Investoren prüfen, ob das angebotene Alpha echt ist?*

PO Durch den Vergleich, inwieweit die Anlagestrategie zur Benchmark passt. Ist die gewählte Messlatte tatsächlich repräsentativ für die Risiken, die mit der Strategie eingegangen werden? Da

„Dass eine höhere Performance oft nur etwas mit höheren Risiken zu tun hat, wird von vielen Anbietern verschwiegen.“

nem marktähnlichen Zinsänderungsrisiko halten. Sie vermeiden also die große Wette auf die Zinsentwicklung zugunsten kleiner Wetten auf die Bonität. Das versetzt sie in eine komfortable Lage. Sie melden stolz Renditen, die angeblich den Markt schlagen. Dabei setzen sie die

dite erwirtschaften, sind sie nicht besser, sie gehen nur höhere Risiken ein. Dieses Benchmark-Spiel wird übrigens auch unter Aktienmanagern gerne gespielt.

pw *Ist also in letzter Konsequenz diese ganze Diskussion um Alpha und die ent-*

„Je weniger ein Markt oder ein Marktsegment beachtet wird, desto eher lassen sich Informationsvorteile erarbeiten.“



muss das Universum knallhart mit rigorosen quantitativen Verfahren durchforstet werden. Und das ist wirklich ein anspruchsvoller, aufwändiger Prozess.

pw *Und wie kann dieses mysteriöse Alpha erwirtschaftet werden?*

PO Alpha hat eigentlich immer etwas mit Marktineffizienzen zu tun. Mit der Tatsache, dass aktuelle Kurse eben nicht jederzeit alle relevanten Informationen widerspiegeln. Ein Fondsmanager könnte also vielleicht durch tief gehende Studien Informationsvorteile erlangen. Oder durch gute Kontakte. Oder er hat ein besonderes analytisches Gespür, eine spezielle Selektionsfähigkeit. Wichtig ist: Diese Marktineffizienzen sind meistens nicht nachhaltig. Sie treten in der Regel nur zeitlich begrenzt auf.

pw *Warum?*

PO Weil Märkte, in denen ein Alpha gefunden werden kann, schnell die Aufmerksamkeit anderer Investoren auf sich ziehen. Und wenn sehr viele Experten den Informationen nachjagen, die offen-

bar zusätzlichen Ertrag ermöglichen, dann verschwindet das Alpha irgendwann. Das sind die selbstregulierenden Kräfte der Märkte.

pw *Kämpfen Hedge-Fonds zurzeit mit diesem Problem?*

PO Ja, ich glaube schon. Es ist grundsätzlich schwierig, Ineffizienzen auszunutzen und in Portfolios umzusetzen. Wenn das viele versuchen, dann nehmen die Gelegenheiten ab und die Renditechancen werden zwingend kleiner. Deshalb haben einige Hedge-Fonds nach den enormen Mittelzuflüssen Schwierigkeiten. Die Grundlagen für das Alpha, das sie vor längerer Zeit gefunden haben, sind nicht mehr da. Oder anders gesagt: Zu viele Manager sind mittlerweile in zu kleinen Marktsegmenten tätig.

pw *Welche Märkte sind denn besonders ineffizient?*

PO Theoretisch können Sie in allen Märkten Ineffizienzen finden – bei Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffen. Entscheidend ist: Je weniger ein Markt

oder ein Marktsegment beachtet wird, desto eher lassen sich Informationsvorteile erarbeiten. Das ist dann die Stunde der Spezialisten, die sich sehr intim mit bestimmten Anlageklassen auseinandersetzen. Es gibt meiner Meinung nach zum Beispiel sehr wenige Manager, die in den großen, traditionellen Kapitalmärkten – im Bereich von DAX, Stoxx oder S&P 500 – in der Lage sind, ihre Benchmark nachhaltig zu schlagen.

pw *Und wo funktioniert es?*

PO Zum Beispiel in den Emerging Markets. Allgemein in Märkten, die noch relativ wenig von Analysten durchdrungen sind. Das Problem für Investoren ist in diesen Fällen: Sie haben es schwer, dort die richtigen Manager zu finden. Die Boutique vor Ort hat vielleicht nicht die professionellen Abläufe, die Sie als Investor verlangen. Das ist ein grundsätzliches Dilemma: In effizienten, großen Märkten finden Sie professionelle Strukturen, aber kaum Alpha. In den ineffizienten Märkten ist es eher möglich, >



„In exotischen Märkten kann ein Top-Manager vier Prozentpunkte an Zusatzertrag bringen.“

Alpha zu finden. Dort ist die Managerauswahl aber ungleich schwieriger.

pw *Wie viel Performance können denn pure Alpha-Strategien wirklich bringen?*

PO Wenn das Alpha in traditionellen, großen Märkten erzeugt werden soll, liegt der Erwartungswert höchstens zwischen einem und zwei Prozentpunkten pro Jahr. Je exotischer die Anlageklasse, je ineffizienter der Markt, desto höher ist das mögliche Alpha. In exotischen Märkten ist vielleicht ein Alpha von vier Prozentpunkten möglich. Dies länger zu halten, ist aber extrem schwierig. Weil sich dort, wo außergewöhnlich gute Ertragsmöglichkeiten bestehen, schnell prozentual sehr viel mehr Manager mit diesen Chancen beschäftigen werden. Zu behaupten, man könne nachhaltig fünf, sechs oder sieben Prozentpunkte erzeugen, wäre sicherlich unseriös.

pw *Wann ist ein Anbieter seriös?*

PO Er muss seine Qualität über einen

längeren Zeitraum bewiesen haben. Ein Manager, der nur nachweist, dass er über die letzten ein bis zwei Jahre seine Benchmark geschlagen hat, würde mich nicht überzeugen. Und er muss akzeptieren, dass ich seine gesamte Historie auseinander nehme. Ich prüfe, ob er ausgehend von jedem Einstiegszeitpunkt, Mehrwert erzielt hat. Nicht nur von dem von ihm gewählten Startzeitpunkt aus.

// Das Problem für Investoren ist offensichtlich. Die größten Zusatzerträge können Manager in kleinen, ineffizienten, undurchschaubaren und deshalb für sich schon riskanteren Märkten erzielen. In diese Märkte möchte aber niemand sehr viel Kapital investieren. Deshalb setzen vor allem amerikanische Investoren seit einigen Jahren auf eine neue Strategie – das so genannte Portable Alpha. Die Idee: Der jeweilige Manager

kauft die von ihm bevorzugten Aktien. Gleichzeitig verkauft er den jeweiligen Index – ein so genannter Leerverkauf. Der Nettoertrag dieser Operation entspricht der reinen Managementleistung, dem puren Alpha. Egal, wie sich der jeweilige Markt entwickelt: Wichtig ist jetzt nur noch, dass der Manager hält, was er verspricht.

pw *Was ist aus wissenschaftlicher Sicht von Portable Alpha zu halten?*

PO Das Konzept Portable Alpha selbst ist sehr interessant, sehr überzeugend. Die Idee von Portable Alpha besteht darin, aktive Selektions- oder Timingstrategien in einem Markt umzusetzen und gleichzeitig das Marktrisiko abzusichern. Also das Alpha zu isolieren. Wenn Alphas stabil sind, ist das eine sehr wirksame Methode, um bestimmte Ertragsziele zu erreichen.

pw *Das Ziel sind meistens absolute, positive Erträge. Verluste sollen vermieden werden. Funktioniert das wirklich?*

PO Grundsätzlich gilt: Ein absoluter, sicherer Ertrag ist kontinuierlich nur über eine reine Geldmarktanlage erzielbar. Wer einen langen Horizont mitbringt, kann dies auch über langfristige Anleihen erreichen, die er bis zum Verfall hält, wenn der Schuldner eine erstklassige Bonität aufweist. Alles andere birgt irgendwo irgendwelche Risiken. Da dürfen wir uns nichts vormachen.

pw *Wie nahe kommen Investoren mit Hilfe von Portable Alpha dem Ziel des absoluten Ertrages?*

PO Ein Portfolio lässt sich durch die verschiedensten Maßnahmen immer nur in Richtung von Absolute Return trimmen. Eine Möglichkeit ist natürlich, in den Euro-Geldmarkt zu investieren und gleichzeitig Alpha aus ineffizienten Märkten zu transportieren, um so den Gesamtertrag im Portfolio zu steigern. Das kann schon funktionieren. Ent-

scheidend ist allein die Stabilität des Alphas. Wenn das allerdings nicht stabil ist, kann daraus auch eine sehr gefährliche Strategie werden.

pw *Worin liegt das Risiko?*

PO Erstens gelingt es in exotischen Märkten nicht immer perfekt, das Marktrisiko zu eliminieren. Zweitens sind Anlagen dort oft vergleichsweise illiquide. Wenn bei den Aktien, von denen Sie glaubten, dass sie besser abschneiden würden als der Markt, etwas passiert, können Sie vielleicht nicht ohne massive Kursverluste verkaufen. Nehmen Sie einmal an, plötzlich schafft es der Manager nicht mehr, dieses positive Alpha zu erzeugen. Weil aus dem ineffizienten ein effizienter Markt wird. Weil seine Selektionsstrategie nicht mehr funktioniert. Weil Einzelrisiken wie Bilanzskandale auftreten. Die Kurse seiner Aktien fallen, und der Markt, den er leer verkauft hat, steigt. Dann erleben Sie eine Verstärkung dieser für Sie negativen Marktbewegungen im Portfolio. In diesem Moment haben Sie alles andere als ein Portable Alpha. Sie haben ein enormes, zusätzliches Verlustrisiko.

// Tatsächlich sind Anleger in diesen Fällen mit einer neuen Art von Risiko konfrontiert. Wer zum Beispiel einem aktiven Manager Kapital zur Verfügung stellt, um im Markt für deutsche Nebenwerte zu investieren, kann selbst dann Gewinne erzielen, wenn die Aktienauswahl nicht optimal funktioniert. Falls die Kurse am Markt insgesamt klettern. Wer aber auf reines Alpha setzt, hat diese Chance nicht. Da zählt nur: absoluter Gewinn – oder eben absoluter Verlust.

pw *Ließe sich dieses Risiko verringern, indem einfach verschiedene Alpha-Quellen gemischt werden?*

PO Nicht wirklich. In diesem Fall wären Sie am Ende nur sehr viel höher gehe-

belt. Am Naturgesetz der Kapitalanlage kommen Sie nicht vorbei. Renditechancen oberhalb des Geldmarktsatzes sind der Preis für die Übernahme von Risiken. Punkt.

pw *Wie häufig wird Portable Alpha heute schon in Investmentprozessen verwendet?*

PO Portable Alpha ist schon in den Köpfen drin. Viele Institutionelle, die begonnen haben, darüber nachzudenken, kommen aber nur langsam voran. Weil die Prüfung, ob Alpha-Strategien nachhaltig Bestand haben, doch aufwändiger ist, als zunächst gedacht.

pw *Ist es Ihrer Meinung nach für Family Offices überhaupt sinnvoll, ernsthaft über Portable Alpha nachzudenken?*

PO Jein. Man muss unheimlich vorsichtig sein, was einem von der Marketingseite als Alpha vorgesetzt wird. Wenn Sie das genau geprüft haben und die Risiken im Portfolioaufbau berücksichtigt sind, dann ist das interessant. Ich persönlich halte es aber immer noch für sinnvoller, traditionell über verschiedene Anlageklassen zu diversifizieren. Und dieses Depot dann durch neue Ideen anzureichern – Rohstoffe, Private Equity, auch Alpha. Den Bedürfnissen vermögiger Privatinvestoren wird durch diesen eher traditionellen Ansatz wahrscheinlich besser Rechnung getragen. □

Fotos: Cliff Serna
Text: Klaus Meitingner

Ungefähr richtig liegen

Peter Oertmann glaubt an Statistik. An Ökonometrie. In seiner Firma Vescore baut er Modelle, die Signale für die Optimierung der Depotstruktur geben. Wann ist es sinnvoll, mehr oder weniger Aktien, mehr oder weniger Anleihen, mehr oder weniger Bargeld zu halten?

„Unsere Modelle klären die Beziehung zwischen fundamentaler Situation, Stimmung der Investoren und den Ertragspotenzialen verschiedener Anlageklassen an den Kapitalmärkten“, erläutert Oertmann. Die Grundidee: Nimmt die Zuversicht der Investoren zu, werden diese vermehrt riskantere Vermögenswerte kaufen, und umgekehrt. Vescores Kernmodell GLOCAP misst dieses Vertrauen. Die Manager der Firma setzen dessen Signale in der Verwaltung von Kundenportfolios um. Erklärtes Ziel: den Ertragsverlauf im Portfolio über die Zyklen hinweg zumindest zu glätten. Dabei ist sich Oertmann der Grenzen und Schwächen von Modellen durchaus bewusst: „Es geht nicht darum, jede kleine Kursbewegung an den Märkten perfekt vorherzusehen. Unser Anspruch ist es, die mittel- und längerfristigen Trends richtig einzuschätzen.“ Aktuell stehen die Signale bei dieser „taktischen Asset Allocation“ auf Grün. Aktien werden stark übergewichtet. „Der Markt wird zurzeit von zwei Faktoren getragen: vom Vertrauen in die Unternehmen und von der Liquidität. Die Anleger sind davon überzeugt, dass die Unternehmen ihre Hausaufgaben gemacht haben, immer profitabler werden. Gleichzeitig müssen viele institutionelle Anleger stärker auf risikobehaftete Anlagen setzen, um ihre Verpflichtungen zu erfüllen. Diese Gruppe kommt am Aktienmarkt nicht vorbei und investiert entsprechend“, erläutert der Wissenschaftler und ergänzt: „Erst wenn sich bei den Liquiditätspräferenzen der Marktteilnehmer oder den Kreditrisikoprämien als Indikatoren für das Marktvertrauen etwas Wesentliches ändert, würden wir die Anlagestrategie defensiver gestalten.“ Das kann allerdings noch dauern. „Ganz kurzfristige Sprünge sind in unserem Modell selten. Bleiben exogene Schocks aus, wird die Tendenz an den Aktienmärkten wohl noch Monate positiv sein.“