

# Welche Strategie trifft die besseren Anlageentscheidungen?



Dr. Zeno Staub,  
Leiter Asset Management,  
Vontobel

In den letzten Jahren hat sich der institutionelle Asset-Management-Markt dramatisch verändert. Passive und hochaktive Investments haben Marktanteile gewonnen, während Benchmark-nahe, semi-passive Strategien an Relevanz verloren haben. Der Grund

für diese Entwicklung liegt zum grossen Teil in der Enttäuschung der Investoren mit ihren vermeintlich aktiven Managern sowie in dem Glauben an die Theorie über effiziente Finanzmärkte.

Alpha definiert sich als risikoadjustierte Überrendite einer aktiven Strategie gegenüber einer Benchmark. Dem gegenüber steht die Theorie über effiziente Finanzmärkte. Sie besagt, dass Investoren rationale Erwartungen haben und neue Informationen immer und umgehend richtig verarbeiten.

Genau diese Theorie über effiziente Finanzmärkte wird in neueren Studien widerlegt. Variablen wie Risikoprämien, Kalendermuster, Quartalsergebnis-Überraschungen sowie Preis-/Ertrags-Ratios führen dazu, dass Marktpreise nicht immer alle öffentlich verfügbaren Informationen berücksichtigen. Grossman und Stiglitz argumentierten 1980, dass Markteffizienz die Präsenz und Aktivität von informierten Investoren voraussetzt, die aber ohne finanzielle Belohnung bei bestehenden Kosten keinen Anreiz hätten, präsent und aktiv zu sein. Das stärkste Gegenargument kommt aus der jüngeren Behavioral-Finance-Forschung und zeigt, dass Investoren nicht immer rational und aus verschiedenen Gründen befangen agieren. Gründe hierfür sind etwa empirische Vereinfachungen oder der Herdentrieb.

Zugegeben, es ist nicht einfach, Überrenditen zu erzielen. So schafft es der durchschnittliche Anlagefonds nicht, die Performance des aggregierten Marktes nach Kosten zu übertreffen. Auf der anderen Seite bestätigen Untersuchungen, dass es möglich ist, kontinuierlich Alpha zu erzielen. Trotz dieser Erkenntnisse ist das Mantra der Indexierung oder des passiven Investierens weit verbreitet. Investoren sollten sich jedoch bewusst sein, dass sie durch passives Investieren Chancen zur Erzielung von Überrenditen vergeben und gleichzeitig den Konstruktionsproblemen des entsprechenden Index ausgeliefert sind.

Dr. Peter Oertmann,  
CEO Vescore



Ein Flugzeug durch die Luft zu steuern ist eine komplexe Aufgabe. Es ist völlig selbstverständlich, dass die Piloten eines Flugzeugs bei der Bewältigung ihrer komplexen Aufgabe im Cockpit durch Sensoren, Instrumente und automatisierte Routinen unterstützt werden. Nur so entsteht ein kontrollierter und sicherer Flug.

Die Bewirtschaftung eines Anlageportfolios ist eine ebenso komplexe Aufgabe. Die positive Wertentwicklung („Strömung“) sollte nicht gestört werden. Dazu ist die Anlagestruktur („Lage im Raum“) jederzeit mit der individuellen Risikoneigung („Geschwindigkeit“) in Einklang zu bringen. Die sich verändernden fundamentalen „Wetterbedingungen“

am Kapitalmarkt wirken als exogene Faktoren fortlaufend auf diesen sensiblen Abstimmungsprozess ein. Und schliesslich geht es darum, mit der Kapitalanlage eine bestimmte Zielrendite („von A nach B“) zu erwirtschaften – ohne „Wegmarkierungen“ zu den Renditequellen und ohne die eigene Risikotragfähigkeit („Zusammenstoss“) zu verletzen. Wie im Cockpit geht es im Anlagemanagement darum, fortlaufend die Dynamik eines komplexen Systems – der vielfältigen Wirkungszusammenhänge an den globalen Kapitalmärkten – zu beurteilen und Implikationen für die Anlage daraus abzuleiten. Wie im Flugzeug sind quantitative Modelle im Anlageprozess unabdingbare Elemente, um die Vielschichtigkeit der Entscheidungssituation zu bewältigen.

Modelle eröffnen einen (vor-)strukturierten Blick auf das Marktgeschehen und disziplinieren in der Entwicklung von Schlussfolgerungen. Durch diese förmliche Systematisierung des Vorgehens gelangt der Investor auf eine steile Lernkurve. Denn die Qualität seiner Entscheidungen lässt sich durch die Transparenz der Entscheidungsgrundlagen im Nachhinein kritisch durchleuchten. Da Modelle immer nur einen begrenzten Ausschnitt der Kapitalmarktdynamik erfassen können, bilden die fortlaufende kritische Analyse von Modellschwächen und ein entsprechendes Modellrisikomanagement zentrale Prozesselemente im Quantitativen Asset Management. Auf dem Flughafen sollten die Ingenieure immer verfügbar sein, im Quantitativen Asset Management gilt das Gleiche für die Ökonomen.

Standpunkte