

Skirennen und (in-)effiziente Märkte

Praktiker und Theoretiker sind sich einig, dass es für aktive Manager äusserst schwierig ist, durch Titel-selektion oder Timing langfristig höhere Renditen zu erzielen als der Markt. Aber wie im Skirensport gibt es auch in der Anlagewelt einige Ausnahmetalente, die oft besser sind als ihre Konkurrenz. Leider sind sie im Voraus schwieriger zu identifizieren als unser Odi-National. Wir fokussieren im Timeout auf folgende für uns zentrale Frage: Sie lautet, ob man sich selbst oder einem Manager zutraut, im harten Wettbewerb mit aktivem Management zu bestehen oder nicht. Hierzu bieten sich Analogien aus der Welt des Skisports an.

Effiziente Märkte

In vielen Marktveranstaltungen und Diskussionspanels für institutionelle Anleger ist der jeweils kaum bestrittene Konsens, dass man «effiziente» (Aktien-)Märkte passiv umsetzen solle, während an vermeintlich «ineffizienten» Märkten wie z.B. Emerging Markets oder Small Caps noch Alpha generierbar sei. Für die Praxis hilft uns diese Behauptung wenig, denn es gibt weder ein sinnvolles und operationalisierbares Mass für Markteffizienz, noch ist davon auszugehen, dass diese im Zeitablauf statisch ist. Wichtiger ist die Erkenntnis, dass die Effizienz per se im Hinblick auf die Erfolgchancen mit aktivem Management eigentlich nur eine Nebenrolle spielt.

Kommentatoren und Panelisten gaben es (unbewusst?) zu, indem sie ihr Erstaunen mitteilten, dass ihre aktiven Emerging Markets- und Small Cap-Manager trotz ihren vermeintlich ineffizienten Märkten jeweilige Benchmark-Indizes oft verfehlten. Andere Teilnehmer meinten hingegen, ihre ausgewählten aktiven US-Manager hätten seit Jahren den S&P 500, d.h. den mit Abstand grössten, wichtigsten und dadurch höchst effizienten Aktienmarkt der Welt geschlagen. Wie kann das sein? Die Frage nach aktiven oder passiven Anlageprodukten stellt sich nur, wenn gute passive Lösungen in der Praxis günstig umsetzbar und zugänglich sind, sprich repräsentative Indizes für relevante Anlagen und Märkte zur Verfügung stehen, die zu minimalen Kosten replizierbar sind.

Die unendliche Geschichte bzw. Diskussion

Seit der Veröffentlichung der Effizienzmarkthypothese in den 1970ern streiten sich sowohl Akademiker als auch Praktiker, wie effizient insbesondere die Aktienmärkte nun seien. Es scheint dabei vergessen zu gehen, dass ihr geistiger Vater, Eugene Fama, seine Idee bewusst als Hypothese und nicht als Regel oder gar Axiom vorstellte. Diese lässt sich also per Definition nicht beweisen bzw. falsifizieren, weshalb alle Versuche bisher scheiterten.

Vertreter der aktiven Seite verweisen auf Erfolge einiger Ikonen ihrer Gilde, auf die erforderliche Existenz von Arbitrageuren an effizienten Märkten (siehe das Paper zum Grossman-Stiglitz-Paradox von 1980) sowie auf immer wieder auftauchende Arbitrage-Gelegenheiten. Die Argumente lassen sich kontern, wenn man bedenkt, dass sich Irrationalitäten und Fehlbewertungen oft erst im Nachhinein als sonnenklar erweisen und das Gesetz der grossen Zahlen stets einige wenige (wohl zumindest teilweise sehr glückliche) erfolgreiche Arbitrageure und Anleger hervorbringt. Die Krux liegt in der ex-ante Identifikation dieser Gewinner unter Berücksichtigung der fehlenden Persistenz im Erfolg aktiver Manager.

Befürworter passiver Anlagen führen Kostenvorteile und empirische Ergebnisse von Fondsrenditen (oft für teure Retail-Klassen) dagegen ins Feld. Ein Blick auf aktuelle Kosten institutioneller Anleger zeigt jedoch, dass aktives Management für Instis durchaus günstig umsetzbar ist. Zudem argumentieren hart gesottene Passivisten meist, es sei mathematisch unmöglich, dass eine Mehrheit der Anleger überdurchschnittlich hohe Renditen erziele, weil Indizes immer den Durchschnitt aller Anlagerenditen vor Kosten abbilden. Dazu darf man entgegenen, dass sich die Regel von Herrn Sharpe auf investierte Geldbeträge bezieht und nicht auf Marktteilnehmer. Ein grosser, aber ungeschickter Investor kann zu Gunsten diverser kleiner aktiver Arbitrageure verlieren, was mehr Gewinner und weniger Verlierer an diesem Markt bewirkt. Umgekehrt können professionelle Arbitrageure Alpha zu Lasten von Privatanlegern erzielen. Zudem erfasst kein Index einen «gesamten» Aktienmarkt, weshalb viele aktive Manager mit den sogenannten «off-Benchmark-Positionen» ihren Index renditemässig übertreffen können, ohne dass ein anderer Anleger deshalb relative Rendite verliert (siehe z.B. unser SIGLO Timeout Nr. 6 vom März 2011).

Erfolg hängt von der Konkurrenz ab

Im Skirensport zählt nur die eigene Zeit auf der aktuellen Strecke im Vergleich zur Konkurrenz. Im Nebel reicht vielleicht eine Zeit für den Sieg, mit der man es in den sonnigen Vorjahren kaum in die Top 20 geschafft hätte. Für den einzelnen Rennfahrer ist es also weniger wichtig, ob es beim Rennen etwas mehr oder weniger Nebel hat und welche Zeiten letztes Jahr gefahren wurden. Wichtig ist, ob man hier und jetzt schneller ins Ziel kommt als die Konkurrenz. Analog spielt es für den einzelnen aktiven Anleger auch keine grosse Rolle, ob ein Aktienmarkt etwas effizienter ist oder nicht. Sein Erfolg hängt davon ab, ob er fähig ist, die künftigen Gewinner und künftigen Verlierer (sowohl Titel als auch Manager) frühzeitig zu identifizieren und in nützlicher Frist damit eine bessere Rendite als die Konkurrenz und/oder der entsprechende Index zu erzielen.

Der Luxus des Durchschnitts

Das Brutale aber auch Faire im Skisport liegt darin, dass man sich in jedem Wettrennen neu beweisen muss. Kein Skirennfahrer kann den Schnitt aller gefahrenen Zeit für sich einloggen ohne selbst die Strecke absolviert zu haben. Jeder Teilnehmer weiss, dass die Hälfte aller Fahrer in jedem Wettkampf unter der Medianzeit landen werden und die Hälfte darüber. William Sharpe's Überlegung funktioniert für Skirennen also noch besser als für aktives Management, weil man beim Skirennen nichts gewinnen kann, wenn man «off piste» geht bzw. eine Linie ausserhalb der offiziellen Strecke sucht. Bei Aktienanlagen können hingegen selbst Blaupisten-Fahrer die durchschnittliche Markttrendite einkaufen und das sogar noch kostengünstig. Man kann sich so dem Wettbewerb in der Bewertung und Analyse von Aktienmärkten und Titeln entziehen und gemütlich Trittbrettfahren, indem man von den Preisfindungsbemühungen der anderen (aktiven) Anleger profitiert. Das ist legitim und auch sinnvoll, besonders für private Anleger, die ansonsten kostenmässig nicht ansatzweise auf das Niveau von institutionellen Anlegern gelangen können.

Werden Märkte effizienter über die Zeit?

Im Skisport sind die Fortschritte in den Leistungen der Fahrer über die Zeit unbestritten. Das Material wird besser, Preisgelder höher, Vorbereitungen und Trainings professioneller. Daher wird auch der Ski-Wettbewerb laufend intensiver, weil die Konkurrenz nichts unversucht lässt, um die Superstars der Ski-Szene zu schlagen. Und trotzdem fährt «Odi» trotz gedrosselten und sichereren Pisten in den meisten Rennen heute etwas schneller als die Konkurrenz, und genau das ist es, was eben zählt. Ob Aktienmärkte über die Zeit effizienter werden, bleibt an der Stelle offen. Im Timeout Nr. 76 über abnehmende Markteffizienz erörtern wir Argumente, weshalb das nicht zwingend so sein muss. Fest steht aber zweifelsfrei, dass der Wettbewerb im aktiven Management eher intensiver wird. Das enorme Gewinnpotenzial für die Gewinner lockt laufend neue Anbieter an und motiviert Bestehende zu weiteren umfangreichen Investitionen. Es stehen zudem mehr Daten und mehr Rechenleistung zur Verfügung, aber auch mehr «Noise» und Ablenkung dank der permanenten Verfügbarkeit von Daten, Expertenmeinungen und «News» in zahllosen Apps.

Wenn es einfach wäre, würden es alle machen...

Dass man an effizienten Märkten passiv investieren und an ineffizienten aktiv sein sollte, klingt auf den ersten Blick plausibel. Es muss ja einfacher sein, an ineffizienten Märkten Alpha-Opportunitäten abzuschöpfen als an effizienten. So wie man auf einfachen Pisten schneller fährt als auf schwierigen. Der Gedanke hinkt aber: Wenn es einfacher wäre, Alpha an gewissen Aktienmärkten

abzuschöpfen, würden diese Märkte neue aktive Manager (Arbitrageure) anlocken, was den Wettbewerb rasch intensivieren wird (und evtl. die Effizienz erhöhen dürfte). Und wenn keine neuen Manager kommen, weil z.B. die Liquidität in diesem Markt fehlt, dann wird es nicht einfacher, sondern eben nur illiquider. Zweitens weil die Chancen auf einfacheren Ski-Strecken zu gewinnen, nicht höher sind, da sie ja auch für alle Konkurrenten einfacher sind. Möglicherweise ist es auf einfacheren Strecken für Top-Cracks sogar schwieriger zu gewinnen, weil es weniger Gelegenheiten gibt, um Fahrfähigkeiten in zeitlichen Vorsprung umzumünzen. Drittens ist es fast nicht mehr möglich, eine bessere Linie (Strategie) zu entdecken, ohne dass es die Konkurrenz bemerken würde.

Soll man überhaupt am Rennen teilnehmen?

Ski-Cracks wie unser «Odi» oder Seriensiegerin Mikaela Shiffrin können dank Preisgeldern und Werbedeals hohe Einkünfte verbuchen, während die ärgsten Konkurrenten Skiprofis unter den Männern und Frauen vermutlich von ihrem Sport leben können. Wer hingegen im Weltcup als Nr. 44 ins Ziel kommt, interessiert niemanden, obwohl auch dieser Athlet seit Jahren höchste Anstrengungen auf sich nimmt und Talent mitbringt. Als Skirennfahrer muss man sich überlegen, ob realistische Chancen für Topklassierungen bestehen und ob es sich lohnt, den erforderlichen Aufwand zu betreiben. Das heisst nicht, auf Spass mit kompetitivem Skifahren zu verzichten. Man darf nur die harte Wettbewerbssituation nicht ausser Acht lassen, wenn man sich eine rosige Zukunft als Top-Profi ausmalt. Genau wie beim aktiven Investieren, das auch Spass macht aber immer sehr kompetitiv ist.

Unsere Erfahrung in der aktiven Managerselktion lehrte uns, dass die Wettbewerbspositionen aktiver Manager noch schwieriger einzuschätzen sind, als die Gewinnprognosen für die nächsten Skirennen. Erstens weil es weitaus mehr Wettbewerber an den Finanzmärkten gibt als Top-Skirennfahrer. Zweitens, weil sich das Anlageumfeld bzw. Faktoren wie Währungen, Zinsen sowie geopolitische und makroökonomische Lagen ständig ändern. Die Lauberhornstrecke dagegen bleibt trotz den Sicherheits-relevanten Änderungen der letzten Jahre unverkennbar. Und drittens, weil im Ski-Zirkus mit Stars wie Stenmark, Hirscher, Odermatt, Schneider oder Shiffrin schon immer deutlich mehr Persistenz vorlag.

Unsere Gedanken sind kein Plädoyer für oder gegen aktives oder passives Management von Aktien. Stattdessen möchten wir Lesern den Haupterfolgskfaktor beim aktiven Management in Erinnerung rufen: Er lautet nicht wie das Wetter und die Piste aussehen werden, sondern ob man Sieger der nächsten Rennen erahnen kann und ob man bereit ist, aktiv darauf zu wetten.