

Diskussionsrunde: Klassisch versus quantitativ – Möglichkeiten und Grenzen

Mensch oder Maschine?



FOTOS: JO SCHWARTZ

Wer kann es besser: der Fondsmanager oder der emotionsfreie Computer? Acht Branchenvertreter diskutierten in Köln über Vor- und Nachteile, Schwarze Schwäne und strategische Fallstricke

Die Teilnehmer am Roundtable (von links): Klaus-Dieter Erdmann, MMD; Johannes Hirsch, Antea; Georg von Wallwitz, Eyb von Wallwitz; Markus Kaiser, Veritas; Gerd Häcker, Huber, Reuss & Kollegen; Gökhan Kula, Walser Privatbank; Martin Stürner, PEH; und Stefan Ferstl, Ariconsult

Herr von Wallwitz, Sie sind Philosoph. Wo sind die Grenzen der Technik?

Georg von Wallwitz: Im Investmentbereich kann man auf Computer nicht verzichten. Aber wenn etwas passiert, das niemand vorausgesehen hat, also wenn Flugzeuge ins World Trade Center fliegen oder Lehman Brothers pleitegeht, hat man nicht die Zeit, Modelle umzustricken. Dann brauche ich die menschliche Intuition. Das gilt auch, wenn es um lange Zeiträume geht. Glücklicherweise bin ich auch Mathematiker und kann Ihnen versichern: Wie die Welt in zehn Jahren aussieht, wird keine Maschine sinnvoll ausrechnen. Das gibt keine Theorie her.

Mancher Finanzberater dürfte auch etwas überfordert sein, das maschinisierte Investieren Kunden nahezubringen.

Stefan Ferstl: Ich halte das vor allem für unabhängige Finanzmakler für schwierig, da dort oft noch das Verständnis für quantitative Ansätze fehlt. Und es gibt ein asymmetrisches Risikoverhalten: Wenn es gut läuft, ist das selbstverständlich, da-



für wird man als Fondsmanager ja bezahlt. Läuft es mal nicht so gut, wird es kritisch. Ein Quant-System taugt zudem nicht als Verkaufsstory, es ist ziemlich sinnlos, einem Anleger ein solches Modell genau erklären zu wollen. Man kann aber die Grundausrichtung darstellen. Unser System etwa vermeidet größere Abstürze, also längere Drawdown-Phasen.

Kann die emotionsfreie Maschine Short-Positionen besser identifizieren?

Martin Stürner: Ja. Als Lernfaktor aus dem Tech-Blasen-Crash zu Anfang des neuen Jahrtausends haben wir konsequent auf quantitative Strategien umgestellt. Es ist doch schlimm für einen Fondsmanager,

wenn er abends feststellt, dass alles, was er über den Tag gemacht hat, eigentlich nichts gebracht hat. Und wenn dann der Kollege sagt: Mach mal genau das Gegenteil, vielleicht klappt's so. Das hilft wenig, das haben wir alles probiert. Der Vorteil quantitativer Ansätze ist, dass Sie nie dogmatisch werden und keinen Bullen- oder Bären-Trend mehr verpassen.

Gerd Häcker: Ganz klar hat die Maschine Vorzüge auf der Short-Seite. Menschen sind von Natur aus Käufer, die von der Long-Seite aus denken und hoffen, dass der Wert steigt. Ich war lange im Proprietary-Trading einer Großbank und habe ein Jahr gebraucht, um möglichst emotionsfrei auf der Short-Seite zu handeln.



Gerd Häcker, Huber, Reuss & Kollegen: „Menschen sind von Natur aus Käufer und hoffen, dass der Wert steigt“

Markus Kaiser: Ein ganz wesentlicher Vorteil für den Einsatz von quantitativen Modellen ist die Disziplin. Nur so schaffe ich es wirklich, kontinuierlich und auf gleicher Basis meine Entscheidungen zu treffen. Da mag es Marktphasen geben, wo das eine oder das andere Modell besser funktioniert. Das Entscheidende ist aber, dass ich meiner Strategie treu bleibe und so letztlich auch für den Investor einschätzbar.

Aber wir müssen weiter konsequent auf eine Black Box vertrauen.

Johannes Hirsch: In weiten Teilen ist das für Berater und Anleger wohl richtig. Die Technik ist zu komplex, und die Entwickler wollen aus Wettbewerbsgründen nicht

publik machen, worauf genau die eingesetzte Systematik beruht.

Stürner: Natürlich decken wir nicht alles auf, damit es nicht gleich nachgebaut werden kann. Dennoch geben wir den Anlegern einen Einblick, wie die Maschine in bestimmten Marktsituationen handelt – etwa, was passiert, wenn der Zins in den USA stärker steigt oder der Dollar fällt. Übrigens: Das Gehirn – etwa das eines Fondsmanagers – ist auch eine Black Box. Auch hier können Außenstehende nicht einfach nachvollziehen, wie welche Entscheidungen genau ablaufen.

Klaus-Dieter Erdmann: Aber das Problem bleibt bestehen, dass der Anleger die Leistung eines Long-only-Managers objektiv

besser einschätzen kann. Bei der Leistung eines Quant-Managers kann er nur schauen, wie irgendwann das Ergebnis aussieht. Auf der Strecke kann er das oftmals nicht einschätzen, und die Frage ist, ob er immer die Disziplin hat, dabeizubleiben.

Um zu überzeugen, müsste man wohl am besten mit Beispielen arbeiten. Gibt es Situationen, in denen Mensch und Maschine komplett anders entscheiden?

Gökhan Kula: Durchaus. Am Jahresende 2008, in der Finanzkrise, schaltete unser dynamisches prognosefreies Allokationsmodell im Zuge des Rebalancings auf antizyklisch um und fuhr die Aktienquote von null auf 50 Prozent hoch. Da hat- →

„ **Das Gehirn ist auch eine Black Box**

Martin Stürner,
Vorstand, PEH

„ **Ein Quant-System ist keine Verkaufsstory**

Stefan Ferstl,
Vorstand, Ariconult



Klaus-Dieter Erdmann, MMD:
„Vollquantitative Fonds kennzeichnen“

ten nicht nur unsere Investoren Bedenken, sondern auch ich selbst. Ich hätte so nicht reagiert, einige Anleger gaben ihre Anteile zurück. Aber wir erinnern uns: Im ersten Quartal 2009 kam dann eine sehr dynamische Erholung der Märkte, und der Fonds hatte sehr günstig eingekauft.

Bleiben aber die eingangs beschriebenen schwarzen Schwäne. Sind die bei der Programmierung teils schon berücksichtigt?

Stürner: Ohne Zweifel. Und ich frage mal etwas provokativ: Haben sich die schwarzen Schwäne wirklich so vermehrt? Was wir erleben, sind höhere Ausschläge an den Märkten, weil Liquidität und Risiko-Budgets mal größer und mal wieder gar nicht da sind. Auf einer quantitativ-fundamentalen Analysegrundlage können wir nicht feststellen, dass häufiger als früher schwarze Schwäne auftreten.

von Wallwitz: Nun ja – da gab es Anfang Mai 2010 den Flash-Crash, bei dem innerhalb von Minuten die US-Aktienmärkte einbrachen und sich wieder erholten. Vor einigen Wochen war da ein Crash am Gasmarkt, und die Umwelt- und Atomkatastrophe von Fukushima hatte wohl auch keiner so richtig auf der Rechnung. Anfang des Jahres sagten noch alle Analysten: Japan übergewichten.

Kaiser: Fukushima ist ein gutes Beispiel für die Effizienz quantitativer Systeme.

Logischerweise macht eine Umwelt- und Atomkatastrophe dieses Ausmaßes persönlich betroffen. Wenn man die Berichterstattung in den Medien sah, hätte die erste emotionale Reaktion sein können: alles verkaufen! Doch wir vertrauen auf unser computergestütztes System – und das generierte kaum Verkaufssignale. Zwar kamen die Märkte kurz in Turbulenzen, das System reduzierte die Aktienquote auf 75 Prozent – doch die internationalen Aktienmärkte ließen sich nicht lange beeindrucken und nahmen schnell wieder Schwung auf zu neuen Jahreshochständen. Fukushima war also eine ideale Nagelprobe für die disziplinierte Umsetzung unserer Investmentstrategien.

Was könnte denn die Gemeinsamkeit von maschine- und menschgesteuerten vermögensverwaltenden Ansätzen sein?

Erdmann: Im Wort „vermögensverwaltend“ steckt die langfristige Ausrichtung mit drin. Wir vertreten die Meinung, dass der Anleger sich bei diesen Fonds ebenso wenig um das Timing wie um die Asset-Qualität kümmern muss. Wir müssen



Johannes Hirsch, Antea:
„Der Computer ist immer mit im Spiel“

aber noch viel stärker kommunizieren, dass er Disziplin mitbringen muss. Der Ertrag ist auch immer eine Durchhalteprämie. Es darf jedenfalls nicht so sein, dass der Anleger immer den Fonds wählt oder verkauft bekommt, der gerade auf Platz eins in den Rennlisten ist. Das liegt auch in der Verantwortung des Finanzberaters.

Würden Sie es für sinnvoll halten, im Fondsnamen auftauchen zu lassen, wel-

„ **Wir bieten den Vorteil der Kontinuität**

Gökhan Kula,
Leiter Asset Management,
Walser Privatbank

„ **Wer glaubt schon an die Effizienz der Märkte?**

Georg von Wallwitz,
Geschäftsführer,
Eyb & Wallwitz

„ **Fukushima war eine ideale Nagelprobe für das System**

Markus Kaiser,
Geschäftsführer, Veritas

che quantitative Strategie das Management verfolgt?

Kula: Ganz klar ist es auch für professionelle Investoren aufgrund der Komplexität der Fonds manchmal nicht durchschaubar, was sie einkaufen. Und auch aus Privatanleger- und Beratersicht wäre es wünschenswert, eine gewisse Standardisierung einzuführen. Ob das realistisch ist, steht auf einem anderen Blatt.

Hirsch: Welcher Fonds wird denn wirklich ausschließlich nach qualitativen Kriterien gemanagt? Die Manager, die für unseren Fonds tätig sind, gehen alle nach rationalen Kriterien vor. Aber die Informationen zu Unternehmen, die sie sich anschauen, kommen auch alle aus einer Datenbank. Da ist immer zu einem gewissen Grad der Computer mit im Spiel.

Erdmann: Voll quantitative Fonds sollten ihre Eigenschaft im Namen führen. Das dient nicht zuletzt der Transparenz. Wer sich Ende 2010 die Rennlisten mit der



Drei-Jahres-Betrachtung angeschaut hat, fand dort in erster Linie Fonds mit quantitativen Ansätzen vorn. Diese hatten eine positive Performance, weil sie 2008 vielfach die Verluste begrenzt hatten. Wer dann in diese Fonds investiert hat, ist jetzt vielleicht unglücklich, gegenwärtig nicht vorn mit dabei zu sein. Darum vermeiden wir Ranglisten im klassischen Sinn und lassen bei uns qualitative Aspekte wie Transparenz, Risikomanagement oder Erfahrung einfließen.

Ferstl: Aber um es noch mal festzuhalten – ist es für den Kunden entscheidend zu wissen, ob es sich bei seinem Fonds um einen qualitativen Ansatz handelt? Es geht doch darum, dem Kunden zu sagen, was ein Produkt kann und was eben nicht, das ist das Entscheidende.

von Wallwitz: Die Trennlinie zwischen qualitativ und rein quantitativ verläuft dort, wo ausschließlich statistische Methoden zum Einsatz kommen. Bei den Quants werde Kurse ja als Impuls für Ein- oder Ausstieg aufgefasst. Der klassische Ansatz schaut sich zudem auch qualitative Kriterien wie die Marktposition und das Management eines Unternehmens an. Ein unseriöser CEO mag sich 15 Jahre an seiner Position halten, das kann man aber mit Statistiken nicht abgreifen. Der

klassische Ansatz würde ein solches Unternehmen meiden, dem quantitativen ist es egal.

Erdmann: Der quantitative Manager geht üblicherweise davon aus, dass die Märkte effizient und alle Informationen im Kurs enthalten sind. Der qualitative Manager ist da anderer Ansicht.

von Wallwitz: Wenn dem so wäre, würde der quantitative Manager, der es gut mit seinen Kunden meint, sich selbst abschaffen. In diesem Fall bräuchte der Kunde nur den Markt, also etwa einen ETF. Aber auch quantitative Systeme gewichten einiges über und unter, weil sie strategisch vorgehen. Und wer glaubt schon wirklich an die Effizienz der Märkte? Die Theorie, auf der das quantitative Fondsmanagement heute beruht, ist in der Finanzkrise extrem brüchig geworden. Allerdings wird dies in der Finanzindustrie nicht thematisiert.

Kaiser: Ich würde quantitative Strategien ebenfalls nicht darauf reduzieren, allein an der Kursentwicklung orientiert zu sein. Das ist in erster Linie bei Trendmodellen so, wie wir sie für die Risikosteuerung der Märkte verwenden. Jedoch können auch Bewertungsfaktoren, zum Beispiel Value-Kriterien zur Aktienselektion, quantitativ sehr gut ausgewertet werden. →



Unabhängiges Vermögensmanagement: Ihr Nutzen, unsere Kompetenz

Vermögensberatung
Vermögensverwaltung
Fondsmanagement
Family Office Services
Vermögenskonzepte mit ETFs

Besuchen Sie uns im Internet:
www.bv-partner.de
www.bv-fonds.de

BV&P
Vermögen AG

Edisonstraße 5
87437 Kempten
Tel.: +49 (0)831 96 07 80-0
info@bv-partner.de



Gökhan Kula, Walser Privatbank:
„Quantitative Systeme in VV-Fonds
sind ein Wachstumsmarkt“



Kommen denn ähnliche Quant-Modelle zu gleichen Handlungsanweisungen?

Kula: Das eine ist das Modell, das andere, welche Assetklassen als Underlyings genutzt werden. Bei unserem dynamischen Allokationsmodell werden deutsche Aktien und deutsche Anleihen flexibel gewichtet und umgeschichtet. Wenn man andere Underlyings heranzieht, etwa europäische Aktien, gibt es durchaus markante Unterschiede bei den Ergebnissen.

Aber ist es bei den zugrunde liegenden Quant-Modellen wie bei Navigationsgeräten: andere Hülle, gleiche Software?

Häcker: Nein. Jeder entwickelt am Ende des Tages sein eigenes Tool, um seinen Wunschtraum zu verwirklichen. Aber ich denke, dass es den wenigsten gelingt, dies zu realisieren. Immer wieder müssen sich die Entwickler eingestehen, Wesentliches nicht berücksichtigt zu haben. Das macht es für mich zum Problem, einzig und allein quantitativen Systemen mein Geld anzuvertrauen. Zumindest müsste ich die Underlyings genau kennen. Oft kauft man einen ganzen Blumenstrauß von Futures und weiß nie genau, woran man ist.



Georg von Wallwitz, Eyb & Wallwitz: „Ereignisse wie Fukushima kann man nicht programmieren“

von Wallwitz: Man konnte 2008 sehen, dass viele Leute an den gleichen Business-Schools gehört haben. So hat man eingebläut bekommen, dass Value-Small-Caps besser als alles andere sind. Und als die Depot-Risiken rausgenommen wurden, sind Value-Aktien stärker gefallen als Growth-Aktien. Da waren auch Hedgefonds mit Value long und Growth short dabei. Wenn viele dann Value verkaufen und Growth behalten, bin ich long und short auf der falschen Seite. Das war einer der Gründe, warum das Boot 2008 kippte: Zu viele befanden sich auf derselben Seite

Stürner: Da muss ich doch noch mal einhaken. Die Quant-Systeme funktionieren nicht alle gleich. Bei Trendfolgern arbeitet der eine mit dem Faktor 38, der andere mit 16 oder 24, ohne verraten zu wollen, ob es sich dabei um Stunden, Tage oder Monate handelt. Der ähnliche Erfolg erweckt den Eindruck der Gleichartigkeit. Wie gesagt: Alle sind systembedingt aus den großen Crashes ausgestiegen, egal, ob das System einen Drawdown von 5, 10 oder 15 Prozent zulässt. Der Vorteil ist die Stringenz in der Asset Allocation. Der Japaner, der seine Pensionsbezüge nach

„ Man kauft häufig einen Blumenstrauß von Futures

Gerd Häcker, Portfoliomanager, Huber, Reuss & Kollegen

„ Anleger können Long-only besser beurteilen

Klaus-Dieter Erdmann, Geschäftsführer, MMD

„ Die Technik ist nur schwer zu vermitteln

Johannes Hirsch, Vorstand, Antea

1989 darauf aufgebaut hat, dass sich auch japanische Aktien langfristig erholen werden, steht vor einem Scherbenhaufen seiner privaten Finanzen.

von Wallwitz: Man kann aber nicht nur diszipliniert über Trendfolge investieren. Es gab zudem auch quantitative Fonds mit diesem Ansatz, die sich 2007 in Luft aufgelöst haben. Da hieß es dann: „Das war jetzt ein 6-Sigma-Ereignis – tut uns leid, aber das Geld ist weg. Aber wir hätten da noch einen anderen Fonds ...“

Stürner: Einspruch. Qualitative Fondsmanager haben seinerzeit auch daneben gelegen, die zu Unternehmen gefahren sind, sich dort mit dem Management getroffen haben und dann statt von Gewinn von Burn-Rate gesprochen haben.

Hirsch: Qualitativ oder quantitativ vorzugehen ist keine Wertung, sondern eben eine Frage der Stilrichtung. Es gibt genauso gute und schlechte Charttechniker, wie es gute und schlechte volkswirtschaftlich orientierte Analysten gibt.

Was ist bei wirklich offensichtlichen Fehlern – greift der Quant-Manager ein?

Kula: Der Fall ist bei unserem Fondsmodell ausgeschlossen. Es ist doch gerade die Stärke von prognosefreien Quant-Systemen, dass der Manager nicht eingreifen soll. Wir sind nur in einem einzigen Fall in Absprache mit den Investoren von dieser Linie abgewichen, als wir bei der irrationalen VW-Kursbewegung im Zuge der Übernahmeschlacht einen Teil des Exposures von VW-Aktien zu höheren Kursen reduziert haben. Grundsätzlich investieren wir die deutsche Aktienquote im Fondsmodell passiv über den Dax 30.

Wie viel Ihres privaten Vermögens haben Sie in quantitativ gemanagten Fonds angelegt, Herr Ferstl?

Stürner: Da ich bei der Geldanlage nur mir vertraue, bin ich zu 100 Prozent in unserem quantitativen System investiert.

Was glauben Sie, welche Bedeutung werden Quant-Systeme bei vermögensver-

waltenden Fonds in der Zukunft bekommen?

Kaiser: Da sie nachhaltig und systematisch ansetzen, sind Erfolge wiederholbar. Die Bedeutung quantitativer Investmentstrategien wird daher erheblich steigen.

Kula: Genau. Die Anleger wollen sich üblicherweise nicht tagtäglich mit der Entwicklung der Märkte beschäftigen. Sie wollen Kontinuität und Disziplin. Beides bieten wir, darum halte ich die quantitativen Ansätze in vermögensverwaltenden Konzepten für einen Wachstumsmarkt.

Häcker: Für den Vertrieb wird es nicht einfach sein, die Hintergründe von Handelssystemen zu erklären. Der Anleger wird einfach nicht verstehen, warum sein Fonds in bestimmten Phasen fällt, während der Markt steigt. Die einzige Wachs-



Markus Kaiser, Veritas: „Die Disziplin quantitativer Systeme ist ihr Vorteil“

tumschance für diesen Markt sehe ich darin, dass Modelle die Volatilität verringern können. So kann der Anleger dieses Investment eine Weile ertragen. In schlechten Phasen wird er es trotzdem abstoßen.

Ziehen wir ein Fazit. Ein ideales Mensch-Maschine-Verhältnis gibt es also nicht?

Stürner: Doch, für mich schon. 100 Prozent Mensch in der Programmierung, 100 Prozent Maschine in der Umsetzung.

Das Gespräch führte Markus Deselaers

BKP Classic Fonds UI (WKN: A0NEBB)



Morningstar Rating

**Beständig
Kompetent
Persönlich**

www.bkp-fonds.de

BÜTTNER, KOLBERG & PARTNER



Niederuau 41, 60325 Frankfurt am Main
Fon +49 (0) 69 72 89 42 www.buettnerkolberg.de