«Grösse tötet Alpha»

INTERVIEW MIT ROBERT STEINKE Die deutsche Investmentboutique Vates Invest baut aus regulatorischen Veröffentlichungen ein konzentriertes US-Aktienportfolio.

Nicht selbst auswählen, sondern von der Auswahl der besten Investmentmanager profitieren – das ist die Idee des US-Aktienfonds der deutschen Anlageboutique Vates Invest. Dafür wertet sie die regulatorischen Veröffentlichungen im Formular 13F an die US-Börsenaufsicht SEC aus. Auch «Finanz und Wirtschaft» berichtet regelmässig über die Portfoliopositionen von Grossinvestoren in den USA. Robert Steinke, Managing Director von Vates, erklärt im Interview den Auswahlprozess für seinen Fonds. Derzeit befinden sich unter den fünf grössten Positionen des US-Aktienportfolios die Apothekenkette CVS Health, der Finanzsoftwarespezialist Fair Isaac und der Medizintechniker Boston Scientific.

Herr Steinke, im US-Aktienfonds selektiert Vates Invest Titel auf Basis der Portfolios von Investmentgurus. Was ist die Idee dahinter?
Im Grunde ist diese Idee ein Eingeständnis. Wir haben früher versucht, die vielversprechendsten US-Aktien zu identifizieren, aber das brachte nicht ausreichend gute Ergebnisse. Unsere Konsequenz daraus: Wir nutzen die «kollektive Investmentintelligenz» der besten Köpfe unter den Anlagemanagern in den USA. Hierbei ist die Abgrenzung von der viel zitierten Schwarmintelligenz entscheidend: Wir setzen nicht sechzig Leute in einen Raum, die dort diskutieren und anschliessend abstimmen. Die von uns berücksichtigten Manager treffen ihre Entscheide für sich allein, ohne Kenntnis der Positionen der anderen. Diese unabhängigen Meinungen bündeln wir.

Das klingt nach einem durchdachten System. War dieser Ansatz von Anfang an klar?
Keineswegs. Es hat jahrelange Arbeit gekostet, die Strategie in ihrer derzeitigen Form zu entwickeln. Mein Kollege Maik Komoss, der im deutschsprachigen Raum zweifellos zu den führenden Experten für die Analyse dieser Daten zählt, hat diesen Prozess über Jahre hinweg entwickelt und verfeinert. Der Fonds selbst ist dabei bewusst simpel aufgebaut: ein konzentriertes Portfolio aus etwa vierzig bis fünfzig Aktien, strukturiert als liquider Ucits-Fonds. Der Fonds ist auch offiziell für den Vertrieb in der Schweiz zugelassen.

Sie verwenden die sogenannten 13F-Daten aus den USA. Welche Vorteile ziehen Sie daraus?
Jeder institutionelle Manager, der mehr als 100 Mio. $ in an US-Börsen gelisteten Aktien hält, muss sein Portfolio quartalsweise bei der Börsenaufsicht SEC offenlegen. Das ist der entscheidende Vorteil: Wir können nicht nur sehen, was publikumsoffene Fonds tun, sondern auch Einblick in Portfolios erhalten, in die sich gar nicht investieren lässt – etwa geschlossene Hedge Funds oder grosse Single Family Offices wie das von Stanley Druckenmiller. Unser Universum an potenziellen Managern ist dadurch grösser als das eines gewöhnlichen Anlegers.

Ihre Auswahl ist damit auch grösser als die eines Dachfonds, richtig?
Ein Dachfondsmanager kann natürlich nur in Fonds investieren, die überhaupt verfügbar sind. Wir hingegen kaufen keine Fondsanteile, sondern analysieren die Portfolios direkt. Wir können die von Managern gehaltenen Aktien in unserer Auswahl nachbilden, deren Fonds für neue Anleger bereits geschlossen sind oder die gar keine Investmentvehikel für die Öffentlichkeit anbieten. Dadurch erhalten wir Zugang zu einer Gruppe von Managern, die sonst unerreichbar bliebe.

Nach welchen Kriterien suchen Sie die Manager aus? Wählen Sie die bekanntesten Namen?
Wir suchen Manager mit konzentrierten Portfolios, also etwa zehn bis vierzig Aktien. Das zeugt von einer hohen Überzeugung der Investoren. Dabei sind die grossen Namen nicht zwangsläufig unser Ziel. Die Manager lassen sich in drei Gruppen einteilen: die «jungen Hungrigen», die «Etablierten» und die «alten Hasen». Es zeigt sich häufig, dass die ersten beiden Gruppen – also diejenigen, die noch nicht die ganz grossen Summen verwalten und noch etwas beweisen wollen – tendenziell die besseren Ergebnisse erzielen. Die bekanntesten Namen sind selten die allerbesten.

BILD: ZVG

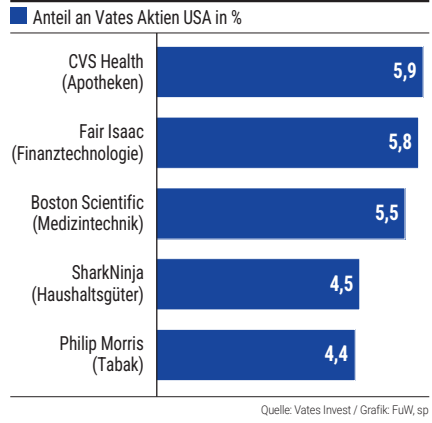
Robert Steinke: «Die bekanntesten Manager sind selten die besten.»

Wie entscheiden Sie, welche Aktien in Ihr Portfolio aufgenommen werden?
Das ist der zweite, rein quantitative Schritt. Wir haben ein Scoring-System entwickelt, bei dem Aktien «Punkte» erhalten. Entscheidend sind hierbei unter anderem vier Faktoren. Erstens: Je mehr unserer sechzig Top-Manager in dieselbe Aktie investiert sind, desto mehr Punkte erhält sie. Zweitens prüfen wir, ob die Positionen kürzlich aufgestockt wurden. Drittens ist wichtig, ob ein Manager einen signifikanten Anteil am handelbaren Streubesitz – am sogenannten Free Float – des Unternehmens hält. Und viertens ist der Prozentsatz bedeutend, mit dem der Manager die Aktie im Portfolio gewichtet hat.

Welche Manager erscheinen besonders beeindruckend?
Nehmen wir als Beispiel Marshfield Associates. Diese Investmentboutique ist ein Paradebeispiel für echtes Alpha, also die Überrendite gegenüber dem Gesamtmarkt. Sie hat es geschafft, den S&P 500 über die letzten zehn Jahre zu schlagen, ohne nennenswert in den boomenden Technologiesektor investiert zu sein. Die wahre Leistung zeigt sich, wenn man die Performance nicht mit dem breiten Markt, sondern mit einem Index von Low-Beta-Aktien vergleicht, der den Investitionen von Marshfield eher entspricht. Hier ist die Outperformance enorm. Ein anderes Beispiel ist die noch recht junge, aber aufstrebende Investmentgesellschaft Hudson Way Capital Management, die den S&P 500 in den vergangenen zehn Jahren ebenfalls deutlich geschlagen hat, ohne dabei auf grosse Tech-Titel gesetzt zu haben.

Wenn man sich die Auswahl wie eine Fussballmannschaft vorstellt, wann wird ein Manager ausgewechselt?
Das ist tatsächlich wie in einer Fussballmannschaft; wir tauschen pro Jahr etwa 10% des Manager-Pools aus. Ein Anlass dafür ist, wenn ein Manager zu erfolgreich und damit zu gross wird. Wir sagen immer: «Grösse tötet Alpha» – es wird mit wachsendem Portfolio immer schwieriger, eine Outperformance zu erreichen. Dann beginnen die Manager oft, ihre Strategie zu ändern, um das viele Kapital überhaupt anlegen zu können. Auch eine anhaltende Underperformance über zwei bis drei Jahre führt zum Austausch. Schliesslich gibt es auch selektiv «altersbedingte Gründe».

Grösste Positionen Vates Aktien USA



Quelle: Vates Invest / Grafik: FuW, sp

Wie stark ist der in den vergangenen Jahren dominante Tech-Sektor bei Ihnen gewichtet, insbesondere die grössten Titel, die Magnificent Seven?
Das ist ein wichtiger Punkt. Wir waren in den vergangenen Jahren im Tech-Sektor sogar untergewichtet. Der Grund ist simpel: Wir finden kaum gute Manager in diesem Bereich. Nach unserer Analyse ist es schwer, im Tech-Bereich wirkliches Alpha – also eine Mehrrendite durch gezielte Aktienauswahl – zu generieren. Oft liegt die Performance nur wenig über oder unter einem vergleichbaren Sektor-ETF-Portfolio. Stattdessen haben die berücksichtigten Manager nach dem Goldgräberszenario agiert: Sie haben nicht die Stars wie Nvidia gekauft, sondern deren Profiteure und Zulieferer – sozusagen die «Schaufeln und Hacken». So wurde früh in eine Renaissance der Atomkraftwerke investiert. Der Anteil des Energieanbieters Constellation Energy betrug daher zeitweise rund 8% unseres Portfolios.

Wenn Tech untergewichtet ist, welche Trends lassen sich an der Zusammenstellung Ihres Portfolios ablesen?
Es ist schwer, daraus klare Trends abzuleiten, da die Sektorallokation nur ein Ergebnis des Prozesses und keine bewusste Entscheidung ist. Wir sehen aber immer wieder sogenannte Turnaround-Kandidaten. Das sind Unternehmen, in denen etwas Grundlegendes passiert, das nach einem jahrelangen Downturn wieder zu einer positiven Entwicklung führen kann. Das jüngste Beispiel dafür ist Philip Morris. Hier haben wir gesehen, wie mehrere Manager zugegriffen haben, weil sie in der Neuausrichtung auf Tabakersatzprodukte offenbar einen Katalysator sahen.

«Wir erhalten Einblick in Portfolios, in die sich gar nicht investieren lässt.»

Die neuen 13F-Daten erscheinen quartalsweise. Wie aktiv ist der Fonds dadurch?
Er ist deutlich aktiver als die meisten anderen aktiven Fonds. Die Mehrheit der Titel bleibt in der Regel höchstens ein Jahr im Portfolio. Bei den 13F-Rebalancing-Terminen kann es dabei auch zu Umschichtungen von mehr als 25% der Positionen auf einmal kommen. Zudem wird das Scoring der Aktien unmittelbar angepasst, sobald neue Informationen von einem Manager vorliegen.

Könnte der Fonds in Zukunft defensiver aufgestellt sein, etwa wenn eine Marktkorrektur erwartet wird?
Ja, das ist absolut vorstellbar. Wenn die von uns berücksichtigten Manager dazu tendieren würden, vermehrt in defensive Titel zu investieren, würde sich das direkt in unserem Portfolio spiegeln. Es wäre jedoch auch dann ein Ergebnis ihres Bottom-up Stock Picking und unseres darauf basierenden Scoring-Systems und keine taktische Makrowette unsererseits.

Überlegen Sie, das Modell auf Märkte ausserhalb der USA auszuweiten?
Das ist derzeit nicht möglich. Erstens gibt es diese Regulierung zur Offenlegungspflicht nirgendwo sonst auf der Welt in dieser Form. Wir würden den Zugang zu wichtigen Managern wie Family Offices verlieren. Zweitens ist die Datenqualität in den USA eine absolute Schatzkammer. Es gilt immer der Grundsatz: «Garbage in, garbage out.» Ohne diese beiden Säulen – die einzigartige Regulierung und die exzellenten Daten – funktioniert der Ansatz nicht.

INTERVIEW: ALEXANDER TRENTIN