

Research Note Nr.3

DISKRETIONÄRE „VERSUS“ SYSTEMATISCHE INVESTMENTANSÄTZE

Zusammenfassung

Diskretionäre und systematische Investmentansätze werden oft als entgegengesetzt und sich komplett ausschliessend betrachtet. Während diskretionäre Investmentansätze oft eine tiefgreifende fundamentale Analyse über eine limitierte Anzahl von Wertpapieren beinhaltet, die finale Entscheidung aber der Mensch trifft, wenden systematische Ansätze einen reproduzierbaren und datengetriebenen Prozess an, um die bestmöglichen Anlagemöglichkeiten zu finden. Wir glauben an einen systematischen Ansatz und sehen für uns darin klare Vorteile, sehen jedoch auch, dass sich die beiden Ansätze nicht grundsätzlich im Weg stehen müssen und dasselbe Ziel vor Augen haben.

Einführung

Über die Jahre hinweg haben sich im aktiven Investment Management zwei Ansätze etabliert: Diskretionäre und systematische Ansätze. Um es einfach auszudrücken, unterziehen diskretionäre Ansätze Wertpapiere zwar einer tiefgreifenden Analyse und ziehen auch nicht einfach zugängliche Informationen in die Entscheidungsfindung mit ein, den finalen Anlageentscheid fällt aber immer der Mensch. Damit beinhalten sie immer auch eine emotionale Komponente. Systematische Ansätze (oft auch „Quant“ genannt) wenden dagegen einen reproduzierbaren und rein datengetriebenen Prozess an, in dem Computerprogramme Wertpapiere emotionslos analysieren und auf deren Attraktivität überprüfen.

Vorurteile

Bis heute sind die aktiven Investment Manager dominiert von diskretionären Managern. Systematische Ansätze verzeichneten zwar in den letzten Jahren ein starkes Wachstum, verbleiben aber eine kleine Minderheit (Albis 2017). Obwohl das Lager an Investoren, die ihre Anlageentscheidungen systematisch treffen, an Beliebtheit gewinnt, halten sich die Vorurteile gegen sie hartnäckig. Erstens glauben nach wie vor viele Investoren, dass diese Ansätze eine „Black Box“ sind, die sich der menschlichen Kontrolle vollständig entziehen. Zweitens wird systematischen Anlageprozessen vorgeworfen, sie diversifizierten zu wenig.

Mythos / Vorurteil	Realität
"Black Box"	
- Schwierig zu verstehen	- Investment inputs, Prozess und Resultate können transparent gemacht werden
- Fundamentale Daten spielen keine Rolle	- Viele systematische Manager verwenden fundamentale Daten als Inputfaktoren
Maschinen dominieren Menschen	
- keine menschliches Urteil, Zahlen dominieren	- Menschliche Intuition wird für das Design, Überprüfung und oft auch für die Implementation der Strategie benötigt
- reine Vergangenheitsbetrachtung	- Modelle können genauso zukunftsgerichtete Indikatoren (z.B. implizite Volatilitäten, Gewinnvorhersagen) beinhalten
Mangel an Überzeugung	
- zu sehr diversifiziert	- Reproduzierbare Prozesse erlauben eine effizientere Diversifikation
- zu nahe am Benchmark	- Diversifikation entlang bekannter Faktoren und das weg-diversifizieren idiosynkratischer Risiken verbessert das Risiko-Rendite Profil
Keine gute Story	
- Zu wenig tiefe Informationstiefe	- "Langweilig" kann sehr erfolgreich sein - Systematische Ansätze verlassen sich auf ihre Prozesse, diskretionäre Manager auf ihre einzelnen "Stories" oder Themen
All systematischen Manager machen dasselbe	
- Herdverhalten und zu viel Leverage um Returns generieren zu können	- Unterschiedliche Ansätze führen zu sehr unterschiedlicher Portfolios und Performance - Systematische Portfolio Manager sind untereinander nicht höher korreliert als diskretionäre Manager

Systematisch fundamental – ein wahrgenommenes Oxymoron

Während es sicherlich Differenzen zwischen systematischen und diskretionären Ansätzen gibt, sind deren Unterschiede geringer als gemeinhin angenommen wird. Wie die zweite Graphik zeigt, können Handelsregeln genauso auf der Basis von fundamentalen Daten erstellt werden. Ein solch fundamental systematischer Ansatz verdient es kaum, als „Black Box“ eingestuft zu werden.

von Instrumenten oder diskretionär mit einem kleinerem Auswahl an Instrumenten. Wir sind überzeugt, dass ein wiederholbarer, transparenter Investment-Prozess langfristig ein Überlegener Ansatz ist. Er nimmt die menschlichen Emotionen konsequent aus dem Spiel und setzt die Signale diszipliniert um und lässt sich nicht durch temporäre Niederlagen aus dem Konzept bringen, was zentral ist für den Anlageerfolg.

Fundamentale Themen		Systematische Faktoren
"Günstig"	Unternehmen die günstiger handeln als dass sie Wert sind	Value
Mit einem "Beschleuniger"	Ein potentieller Anlass dass grosses Gewinn- oder Wertsteigerungspotential hat	Momentum
Sicher	Unternehmen die ein stabiles Geschäftsmodell haben und auch in schwierigen Marktumfeldern bestehen können	Stabilität oder "Qualität"
Gute Geschäftsführungspraktiken	Unternehmen mit konservativen Buchhaltungsgrundsätzen	Gewinnqualität
Die Stimmung nicht bekämpfen	Unternehmen die von gut informierten Investoren bevorzugt werden	Investor Sentiment
Vertrauenswürdige Management	Das Management verhält sich im Interesse der Aktionäre	Management Signaling

Wir sind der Ansicht, dass ein guter systematischer Ansatz auf ökonomischer Intuition mit menschlicher Aufsicht basiert (Die Maschinen haben keine alleinige „Macht“). Überdies sind es die Menschen, welche die Modelle entwickeln, laufend überprüfen und gegebenenfalls revidieren.

Empirische Evidenz

Die grosse Frage ist natürlich welcher Ansatz besser funktioniert. Die einfache Antwort ist: Es gibt keine eindeutige Antwort. Verschiedene Untersuchungen sind zum Schluss gekommen, dass die Performance zwar ähnlich ist, die systematischen Portfolio Manager jedoch tiefere Risiken aufweisen. Zudem sind die Korrelationen zwischen den verschiedenen systematischen Managern ähnlich hoch wie zwischen den diskretionären Managern. Demzufolge gilt das Argument nicht, dass alle systematischen Manager dasselbe machen.

Schlussfolgerungen

Das primäre Ziel von aktiven Portfolio Managern ist es, Überrenditen gegenüber einem passiven Index zu erzielen. Wie Portfolio Manager dies versuchen, kann stark divergieren. Ein Unterschied liegt in der Verarbeitung der Informationen um Portfolios zu konstruieren, entweder systematisch über ein grosses Set

Literaturhinweise

AQR ALTERNATIVE THINKING: (2017): Third Quarter 2017, Systematic vs. Discretionary, Q3, 2017.

ABIS, SIMONA: (2017): „Man vs. Machine: Quantitative and Discretionary Equity Management“, INSEAD.

HARVEY, CAMPBELL, RATTRAY S., SINCLAIR A. UND VAN HEMERT O. (2016): „Man vs. Machine: Comparing Discretionary and Systematic Hedge Fund Performance“, Man AHL.

ISREAL, R., S. JIANG UND A. ROSS (2017): „Craftmanship Alpha“, AQR White Paper.

LAKONISHOK J. UND SWAMINATHAN B. (2010): „Quantitative vs. Fundamental“, Canadian Investment Review.