

Über Evidence-based Investment Analysis

Die Investment-Welt durchlebt z.Zt. massive Veränderungen. MiFID II wird ab dem 3. Januar 2018 das Verhältnis von Investmentresearch, Wertpapierhandel, und Anlagemanagement grundlegend verändern. MiFID II verstellt allerdings den Blick auf grundlegendere Veränderungen im Anlagemanagement, die sich schon seit Jahren abzeichnen. Diskretionäres und aktives Investment-Management ist auf dem Rückzug, zugunsten von passiven Produkten.

In den USA mussten in 2016 aktiv gemanagte Fonds Mittelabflüsse in Höhe von \$350 Mrd. verzeichnen, während Anleger \$505 Mrd. in passive Produkte wie ETFs investierten. Es wird erwartet, dass in den USA der Marktanteil von passiven Produkten von heute 28,5% in den kommenden vier bis sieben Jahren auf über 50% ansteigen wird. (Quelle: Financial Times, 3. Februar 2017)

Eine Investmentphilosophie ist eine idealerweise kohärente und von anderen Philosophien eindeutig abgrenzbare Zusammenfassung von Investmentüberzeugungen. Nach der oben aufgeführten Definition kann man Evidence-based Investment Analysis daher durchaus als Investmentphilosophie bezeichnen. Dabei stellen ETFs nur eine Form der Umsetzung einer Investmentphilosophie dar, die man als statisch-regelbasiert bezeichnen kann. Dabei stehen Einzelmarkt bzw. Einzelfaktoransätze im Vordergrund. Populäre Mischfonds bzw. Multi-Asset oder Multi-Faktoransätze sind so kaum umsetzbar. Nicht nur aber auch in diesen Segmenten sind Investmentansätze auf dem Vormarsch, die darauf beruhen, Evidenzen systematisch und nach Möglichkeit regelbasiert als Grundlage von Investmententscheidungen zu nutzen. Diese Ansätze werden in den USA unter dem Terminus Evidence-based Investing zusammengefasst.

Es wäre grob vereinfacht, wenn man konventionellen Investmentphilosophien wie dem diskretionären Investieren (z.B. Stock-picking), oder konventionellen quantitativen Ansätzen absprechen würde, dass sie auf Evidenzen basieren. Hier mangelt es aber häufig an einer systematischen und für Anleger transparenten Dokumentation aller relevanten Daten, Modelle und Evidenzen. Erst damit werden solche Ansätze überprüfbar bzw. Hypothesen falsifizierbar. Es wäre aber illusorisch, nach absoluten Evidenzen für Investments zu suchen. Dies ist nicht das Ziel von EBIA.

Investmentphilosophien

Investmentphilosophien kann man unseres Erachtens am besten in nach zwei Kategorien, d.h. Prognosen (prognosebasiert oder prognosefrei) und Regeln (regelbasiert oder nicht-regelbasiert) klassifizieren. Dabei wird eine falsifizierbare Aussage über die Zukunft als Prognose angesehen. "Der DAX wird irgendwann steigen", ist demnach keine Prognose, aber "der DAX wird bis zum Jahresende um 10 bis 20 Prozent steigen" dagegen schon. EBIA geht davon aus, dass nur die letztere Art von Aussagen für Kapitalanlageentscheidungen relevant sind.

Investmentphilosophien	Prognosebasiert	Prognosefrei
Regelbasiert	Quantitativ (traditionell)	Systematisch prognosefrei
Nicht-regelbasiert	Diskretionär	Diskretionär

Fig. 1. Kategorisierung von Investmentphilosophien

Der ganz überwiegende Anteil aller Investmentportfolios wird „diskretionär“ gemanagt. Ein kleinerer Teil wird quantitativ gemanagt und das meistens systematisch-prognosebasiert. Nur sehr wenige Portfoliomanager nutzen einen konsequent systematisch-prognosefreien Ansatz.

Es geht bei EBIA darum, eine Investmentphilosophie zu praktizieren, die deshalb überlegen ist, weil sie versucht, Eminenz-basierte Entscheidungen, d.h. Entscheidungen deren Legitimation darin besteht, dass Meinungsführer sie befürworten, oder die Masse der Anleger ("Herding"), zu vermeiden, sowie Empirie-basierte Entscheidungen, in denen die Empirie eher willkürlich zum Einsatz kommt, so weiterzuentwickeln, dass zum einen systematisch Noise aus der Anlageentscheidung genommen wird (z.B. durch weitgehende Eliminierung kognitiver, motivationaler oder sozialer Verzerrungen, sogenannter Biases), zum anderen durch eine rigorose und systematische Verarbeitung und Integration von Daten und Modellen, die auf einem kritischen und reflexiven Umgang mit herkömmlichen Investmentannahmen basiert.

Evidence-based Investment Analysis in der oben genannten Form ist mit prognosebasiertem Anlegen, sei es diskretionär oder systematisch, kaum vereinbar. Evidence-based Investment Analysis ist aber auch nicht deckungsgleich mit systematisch-prognosefreiem Anlegen. Im Idealfall erfordert letzteres nämlich ein klares und umfassendes Regelwerk, das möglichst frei von zwischenzeitlichen diskretionären Veränderungen ist. Evidence-based Investment Analysis kann dagegen durchaus auch erhebliche diskretionäre Elemente haben und erhebt keinesfalls den Anspruch, jederzeit

komplett regelbasiert zu sein. Und systematisch-prognosefreies Investing muss nicht immer „evidence based“ sein. Einfache aber populäre Assetallokationen von 50/50 zu Aktien und Anleihen sind z.B. systematisch und prognosefrei aber kaum evidence-based zu begründen.

Evidence-based Investment Analysis eignet sich aber nicht gut zu einer offiziellen Klassifikation von Investmentphilosophien, denn es wird kaum Portfoliomanager geben, die sich als Non Evidence-based beschreiben würden. Außerdem kommt die explizite Prognosefreiheit im Begriff nicht zum Ausdruck. Der Begriff Evidence-based Investment Analysis ist daher nicht ideal zur Beschreibung der Anlagephilosophie geeignet.

Evidence-based Investment Analysis ist demnach keine neue oder eigene Kategorie einer Investmentphilosophie. Man kann aber diskretionäre und systematisch-prognosefreie Investmentphilosophien in solche, die evidenzbasiert sind und in nicht-evidenzbasierte Ansätze unterteilen, z.B. in heuristische wie die 50/50 Allokation.

EBIA ist noch ein junges Thema, und es sind bei weitem noch nicht alle Aspekte einer Forderung nach Evidenz-basiertem Investieren identifiziert. Fragestellungen betreffen u.a. Prognosen, also die Frage, ob Forecasts verlässlich sein können bzw. sinnvoll sind, welche Risiko- und Performance-Maße sinnvoll eingesetzt werden können, und wann in der Investmententscheidung ein ausreichendes Maß an Informationsintegration erreicht ist, um von Evidenz-Basierung sprechen zu können. Was sind überhaupt die „relevanten“ Informationen? Wo setzen Investoren Grenzen in der Recherche, Selektion, Analyse und Synthese z.B. bzgl. der Qualitätsansprüche an die benutzten Informationen? Nehmen Investoren möglichst alle Daten, die verfügbar sind, oder selektiv nur bestimmte Daten z.B., weil sie die Investmentidee bestätigen (während der Idee widersprechende Daten ausgeblendet werden, Stichwort: confirmation bias)? Priorisierung: Recherche, Selektion, Analyse und Synthese von Daten und Informationen ist zeit- und ressourcenintensiv. Wo/wie priorisieren wir unsere Anstrengungen zur Evidenz-Generierung?

Die Analogie zu Evidence-based Medicine, einem Trend, der die Medizin schon seit Jahren beschäftigt, ist dabei durchaus beabsichtigt. In der Medizin geht es bei Entscheidungen vorrangig um medizinische Interventionen (Arzneimittel, Operationen, Reha-Programme). Im Investment-Management geht es bei Entscheidungen vorrangig um Anlagen. Gemeinsam ist beiden Disziplinen, dass man in der Regel für einen bestimmten Sachverhalt verschiedene Entscheidungsstrategien zur Auswahl hat - mit jeweils mehr oder weniger unterschiedlichen Chancen und Risiken. Evidence-based Medicine stellt die Frage, wie Mediziner entscheiden, welche der Strategien sie anwenden wollen/sollen? Diese Frage kann 1:1 auf Investment-Management angewendet werden, denn zum einen entwickeln wir im Investment-Management Theorien (Rationalen/Annahmen) dazu, wie sich Chancen/Risiken (erwünschte/unerwünschte Effekte) verhalten werden. Zum anderen wird direkt oder indirekt relevante Empirie berücksichtigt. Direkt relevante Empirie sind Erfahrungen aus Sachverhalten, die genau gleich gelagert sind. Indirekt relevante Empirie sind Erfahrungen mit ähnlich gelagerten, aber doch nicht 100% vergleichbaren Sachverhalten. Die beiden spannenden, grundlegenden Fragen, die Medizin und Vermögensverwaltung (und andere Bereiche) verbindet, sind in etwa: 1. Welche Theorien und relevante Empirie sind für den jeweiligen Sachverhalt relevant? 2. Wann sind die verfügbaren Theorien und die Empirie gut genug, um die Strategie in der Praxis anzuwenden?

Einige (vorläufige) Grundregeln der Evidence-based Investment Analysis

1. Berücksichtige alle effizient verfügbaren Daten, z.B. die von Damodar (ab 1928), Shiller (ab 1871), French (Faktordaten ab 1920), und Research (z.B. aus SSRN oder Researchgate)
2. Wähle adäquate Modelle
3. Wähle adäquate Vergleiche/Benchmarks
4. Mache alle Annahmen und Restriktionen transparent
5. Begründe Deine Aussagen
6. Wenn Vorhersagen/Prognosen genutzt werden: Gib Zieldaten/Ranges bzw. Zieltermine/Ranges an
7. Gib die Kosten an, die mit der Umsetzung Deiner Erkenntnisse verbunden sind

Beispiel: Wenn eine „Markowitz“-Optimierung gewählt wird, sollte auf die Inputsensitivitäten hingewiesen werden. Wenn Vergangenheitsdaten genutzt werden, sollte begründet werden, warum welche Periode/Frequenz genutzt wird. Wenn Vorhersagen/Prognosen gemacht werden, sollten diese begründet werden.

Eine modifizierte Definition von EBIA als Arbeitsgrundlage in der DVFA:

Evidence-based Investment Analysis (EBIA) ist eine Investmentphilosophie, bei der möglichst aussagekräftige Researchergebnisse und Vergangenheitsdaten sowie robuste Regeln und Modelle genutzt werden, um Investmententscheidungen zu treffen. EBIA Entscheidungen müssen zwar nicht komplett regelbasiert, dafür aber falsifizierbar sein.

Anders als bei der ursprünglichen Definition werden so Prognosen nicht als inkompatibel mit evidenzbasierter Geldanlage angesehen.

Autoren: Ralf Frank, Dr. Henrik Pontzen, Prof. Dr. Dirk Söhnholz