„Wir glauben an die Rückkehr zum Mittelwert“

Auch wenn das Value Investing in den vergangenen Jahren nur kurzzeitig die Nase vorn hatte gegenüber dem Investment in Wachstumswerte: An der Strategie von **Christian Funke** und seiner **Source For Alpha** hat das so gut wie nichts geändert.

Wer heutzutage in die jüngere Geschichte des Asset Managements und der Fondsbranche zurückblickt, wird sich nicht selten die Frage stellen, wie man auf die Idee kommen kann, sich für das Value Investing statt für das Managen von Wachstumswerten zu entscheiden. Christian Funke und seinen beiden Gründungspartnern bei Source For Alpha hat sich diese Frage im Grunde nie gestellt. Schon während ihrer gemeinsamen Studienzeit sind die drei Fondsmanager zu glühenden Anhängern des wertorientierten Investierens geworden. Dass dabei die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Thema eine wesentliche Rolle spielt, haben wir im Gespräch mit Funke gespürt.

»Die lange gelehrte Austauschbeziehung zwischen Risiko und Ertrag gibt es nicht.«

Christian Funke, Source For Alpha

Herr Funke, wenn Sie heute noch mal von vorn anfangen könnten, würden Sie wieder eine Fondsboutique für Value Investing gründen?

Christian Funke: Wenn Ihre Frage darauf abstellt, dass gerade das wertorientierte Investieren in den vergangenen mehr als 15 Jahren sehr viele schwierige Phasen verdauen musste, so kann ich das zwar nachvollziehen, meine Antwort wäre dennoch ein eindeutiges Ja. Und ich bin mir sicher, das auch für meine beiden Gründungspartner Timo Gebken und Gaston Michel so eindeutig positiv sagen zu können. Wir haben uns mit dem Thema bereits während unserer gemeinsamen Zeit der Promotion am Stiftungslehrstuhl Asset Management der EBS Universität für Wirtschaft und Recht in Oestrich-Winkel beschäftigt. Und wir sind schon damals zum Schluss gekommen, dass Value Investing gerade unter dem wissenschaftlichen Blickwinkel der Kapitalmarktforschung einen langfristigen Mehrwert bietet, auch im Vergleich zu Wachstumswerten.

Die meisten Marktteilnehmer, vor allem jene, die erst innerhalb dieses Zeitraums von 15 Jahren in die Branche eingestiegen sind, würden Ihnen wohl widersprechen mit dem Argument, Value sei immer wieder einmal gesundgebetet worden.

Was ich durchaus verstehen kann, weil Value seine besten Phasen nach dem Platzen der Technologieblase im Jahr 2000 und dann im Grunde bis zum Jahr 2007 gehabt hat. Danach waren es allenfalls kurze Phasen des Aufflackerns, in denen die Wertorientierung die Nase vorn hatte und Wachstumswerte unter die Räder gekommen sind. Zuletzt war das 2022 der Fall, als Inflationsschock, massiver Zinsanstieg und Ausbruch des Ukrainekriegs auf einmal auf die Märkte einwirkten. Aber schon im vorigen Jahr haben dann ganz schnell wieder die „Magnificent Seven“ den Wachstumssektor nach oben gezogen. An der Ausrichtung unserer Investmentstrategie hat das alles dennoch so gut wie nichts geändert.

Zumal das in Ihrem Fall ja auch bestens funktioniert hat. In dem abgesteckten Universum der Value-Vergleichsgruppe sind Ihre Fonds sicher nicht ohne Grund oft in den vordersten Perzentilen gelandet …

… was sicher dazu beigetragen hat, dass

FOTO: © CHRISTOPH HEMMERICH

eben auch viele Selektoren, sei es aus dem institutionellen Bereich oder dem Kreis der Privatkundenberater, auf uns aufmerksam geworden sind, wenn sie sich zum Ziel gesetzt haben, Faktoren wie Growth und Value sinnvollerweise zu kombinieren. Ohne diesen starken Zuspruch hätten wir es kaum schaffen können, das von uns verwaltete Vermögen in den vergangenen vier Jahren auf inzwischen deutlich über eine Milliarde Euro mehr als zu verdoppeln.

Viele fragen sich, was es genau ist, das Ihnen so viel Rückenwind beschert hat.

Ob ich von „so viel Rückenwind" sprechen würde, sei einmal dahingestellt, denn auch uns ist oft genug und in vielen Marktphasen eine ziemlich steife Brise entgegen geweht. Warum wir hier erfolgreicher als viele andere Value-Manager agiert haben, hängt sicher damit zusammen, dass wir uns, wie eingangs erwähnt, seit 20 Jahren als Wissenschaftler auf der Basis empirischer Kapitalmarktforschung mit dem Thema auseinandergesetzt haben. Es war aus dieser Überzeugung heraus, dass unser Claim „Wissen schafft Werte" entstanden ist, der unseren Ansatz auf eine extrem verkürzte Formel bringt, unser Handeln aber nach wie vor enorm prägt.

Geht es etwas konkreter?

Wir haben schon damals erkannt, dass es grundsätzlich eines langfristig verfolgten und systematisch regelgebundenen Konzepts bedarf, um auf Dauer mit einem wertorientierten Investmentansatz erfolgreich zu sein. Dass man als Forschender einen Prozess entwickeln muss, den man dann auch über viele Jahre hinweg durchzuhalten bereit ist. Man muss vor allem darauf vorbereitet sein, diesem Prozess auch in schwierigen Zeiten treu zu bleiben und zwischendurch nicht der Versuchung zu erliegen, mal eben so umzusatteln, weil allein aufgrund des Bauchgefühls eventuell Zweifel am eigenen Agieren aufkommen, und das oft gerade zum falschen Zeitpunkt. Am Ende muss ein resistenter Investmentprozess stehen, den man jederzeit auch gegenüber anderen Marktteilnehmern oder gegen eventuell vorgebrachte Gegenargumente glaubhaft vertreten kann. Das ist manchmal gar nicht so einfach. Zudem stößt man beim Versuch, Forschung und Praxis miteinander zu verzahnen, zum Teil an gewisse Grenzen …

… die an welchen Stellen relevant werden?

Zum Beispiel wenn es darum geht, Transaktionsgebühren und Kosten generell sowie den Effekt von Leerverkäufen in seinem Modell zu berücksichtigen. In der Theorie einer für reine Forschungszwecke entwickelten Anlagestrategie funktioniert das eventuell recht gut, in der Praxis ist das selten gut umsetzbar.

Wer oder was hat Sie denn auf diesem Weg besonders beeinflusst?

Neben unserem gemeinsamen Doktorvater Lutz Johanning, heute Professor für empirische Kapitalmarktforschung an der WHU – Otto Beisheim School of Management in Vallendar, war Yakuv Amihud, Professor für Entrepreneurial Finance an der Stern School of Business der New York University, einer unserer bedeutenden

Mentoren. Sein Spezialgebiet war eigentlich schon immer die Liquiditätsforschung, aber er war grundsätzlich davon überzeugt, dass man als Investor wirklich sehr viel lernen kann aus der Kapitalmarktforschung und dass es im Grunde fast schon enttäuschend ist, dass nur sehr wenige Praktiker sich diese wissenschaftlichen Erkenntnisse tatsächlich zunutze machen, um sie dann im eigenen Prozess auch umzusetzen. Er war es, wenn ich mich recht erinnere, der uns bereits Anfang der 2000er-Jahre auf die Arbeiten von Andrew Ang, heute Head of Factor Investing Strategies bei Blackrock, aufmerksam gemacht. Ang hat gemeinsam mit anderen Wissenschaftlern schon während seiner Zeit als Professor an der Columbia Business School diverse Arbeiten über die Zusammenhänge zwischen Volatilität und den idiosynkratischen Renditen von Aktien verfasst.

Das müssten Sie kurz erläutern.

Grob gesagt geht es dabei grundsätzlich um die Zusammenhänge im Querschnitt zwischen den Risiken von Aktien und der erwartbaren Rendite. Die ganz klassische Kapitalmarkttheorie, wie sie jeder Ökonomieprofessor seinen Studenten beigebracht hat, ging ja lange Zeit und über weite Strecken davon aus, dass eine Art Austauschbeziehung zwischen eingegangenem Risiko und erzieltem Ertrag bei Aktieninvestments besteht nach dem Motto: Je höher die Risiken, die ich eingehe, desto höher fällt der Ertrag aus, den ich erzielen kann. Und Andrew Ang hat eben gezeigt, dass es diese Austauschbeziehung in der früher angenommenen Stringenz so nicht gibt. Auf Yakuv Amihud haben die Arbeiten von Ang jedenfalls wie eine regelrechte Offenbarung gewirkt.

»Nur sehr wenige Praktiker machen sich wissenschaftliche Erkenntnisse tatsächlich zunutze.«

Christian Funke, Source For Alpha

Inwiefern?

Er hat einmal zu mir gesagt, er habe nach dem Lesen von Angs Arbeiten das Gefühl gehabt, er habe seine Studenten bisher gelehrt, dass die Erde eine Scheibe sei. Dass es keine Austauschbeziehung zwischen Risiko und Rendite gibt, bedeutet, dass neben den klassischen Kennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis oder Kurs-Cashflow-Relation insbesondere Risikofaktoren eine Rolle spielen, um von einem rein faktorbasierten Investieren zu einer wirklich wertschaffenden Anlagestrategie zu gelangen. Sonst wäre es ja auch nahezu simpel. Ein stur quantitatives, systematisch regelgebundenes Value-Modell kann ich mir ohne Weiteres bei Investmentbanken oder Indexprovidern einkaufen. Dann fehlt mir aber noch die qualitative Komponente, die die puren Value-Kennzahlen mit den entscheidenden Risikofaktoren sinnvoll kombiniert. Zumal ja auch noch der psychologische Aspekt hinzukommt, wie uns vor allem der kürzlich verstorbene Daniel Kahneman und sein Wissenschaftskollege Amos Tversky gelehrt haben.

Was meinen Sie genau?

Dass Menschen, ob Profi oder Privatanleger, durchaus in der Lage sind, zu verstehen und als sinnvoll nachzuvollziehen, was wertorientiertes Investieren eigentlich tatsächlich ausmacht. Dass sie ihre Investmententscheidungen aber am Ende doch wieder auf einer rein spekulativen Basis oder aus einem Bauchgefühl heraus treffen. Wahrscheinlich darf man sich darüber nicht einmal wundern, weil es natürlich sehr viel unterhaltsamer ist, sich im Zusammenhang mit dem Thema Börse über die Aussichten von Tesla, Bitcoin oder australischen Minenaktien zu unterhalten als über vermeintliche Langweiler wie Walmart oder McDonald's.

Was am Ende wozu führt?

Dass Menschen zwar vordergründig behaupten, sie seien überzeugte Value-Investoren, dass sich aber beim Blick in deren Portfolios oft zeigt, dass sie am Ende der Versuchung erliegen, doch in Wachstumswerte zu investieren oder in offensichtliche Fallen, sogenannte Value Traps, zu tappen.

FOTO: © CHRISTOPH HEMMERICH

Andererseits führt eben gerade ein striktes Value Investing am Ende häufig zu einem eher langweiligen Standardportfolio, mit dem sich aber bei gleichzeitig hinreichender Risikodiversifikation durchaus gute Ergebnisse erzielen lassen.

Aber noch einmal zurück zu den Prinzipien, die speziell Ihren Investmentprozess als Value-Investor prägen. Was sind denn aus Ihrer Sicht die wesentlichen Faktoren?

Inzwischen werden in der Fachliteratur mehr als 320 Faktoren genannt, die die Rendite eines Wertpapiers beeinflussen können. Es versteht sich gewissermaßen von selbst, dass es kaum möglich wäre, zu vernünftigen und vor allem praktisch umsetzbaren Entscheidungen zu gelangen, wollte man versuchen, möglichst viele oder gar alle verfügbaren Faktoren zu berücksichtigen. Daher haben wir uns an den Arbeiten von Professor Elroy Dimson von der London Business School zu den wirklich relevanten Faktoren orientiert. Das sind in unserem Prozess die Faktoren Bewertung, Risiko und Momentum, die gewissermaßen wie Zahnräder ineinandergreifen.

Was bedeutet das im Detail?

»Die Zeit wird kommen, in der Small Caps und Value-Aktien wieder deutlich mehr Rückenwind erhalten.«

Christian Funke, Source For Alpha

Der Aspekt einer niedrigen Bewertung ist im Grunde die Basis, das Fundament eines Value-Investments, das zu einer langfristigen Outperformance einer Aktie führen, aber durchaus auch die Gefahr von längeren Phasen der Underperformance bergen kann. Das gilt es vor jedem Investment entsprechend zu beurteilen. Gleichzeitig berücksichtigt unser Modell das Risiko eines Wertpapiers und meidet allzu riskant erscheinende Aktien. Das gilt auch für sogenannte „Verlierer", damit sind Aktien mit einem negativen Momentum gemeint. Wobei gerade das Thema Momentum seine besonderen Eigenheiten hat.

Die sich wie konkret äußern?

Es kann durchaus sinnvoll sein, eine Aktie zu halten, obwohl sie bereits eine relativ hohe Bewertung erreicht hat, um sozusagen von ihrem positiven Flow noch für eine gewisse Zeit zu profitieren. Umgekehrt sollte man Aktien mit einem negativen Momentum möglichst früh aussortieren, denn ein Wert erscheint häufig nur deshalb als niedrig bewertet, weil es einen handfesten Grund dafür gibt. Eine solche negative Prognose für Loser-Aktien gilt aber nicht unbedingt nach Krisensituationen an den Kapitalmärkten. Ein Verlierer kann nach einem Crash eine signifikante Outperformance aufweisen, weil sich die in der Krise aufgebauten Risiko- und Liquiditätsprämien wieder normalisieren.

Gibt es weitere Prinzipien, die Sie nachhaltig überzeugen?

In Bezug auf die Bewertung einer Aktie glauben wir an den Effekt einer „Reversion to the Mean". Man kennt natürlich nicht immer den genauen Zeitpunkt, an dem ein Trend sich umkehrt, aber dass so eine Rückkehr zum Mittelwert auf die eine oder andere Weise stattfindet, davon sind wir überzeugt. Wir haben in der jüngeren Zeit eine Marktphase erlebt, die sich als sehr positiv für Wachstumswerte, insbesondere Large und vor allem Mega Caps erwiesen hat. Wenn sich nun die Geldpolitik in nächster Zeit dreht und die Zinsen, vielleicht später als gedacht, aber irgendwann wieder sinken, dann wird auch wieder die Zeit kommen, in der Small Caps und Value-Aktien wieder deutlich mehr Rückenwind erhalten. Das ist in unserem System relativ gut zu beobachten.

Vielen Dank für das Gespräch.

HANS HEUSER FP

KURZ-VITA: Christian Funke

Christian Funke beschäftigt sich bereits seit 20 Jahren mit dem Thema Börse, insbesondere dem Value Investing. Begonnen hat alles im Jahr 2004, als er mit seinen beiden Partnern bei Source For Alpha noch als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der EBS Universität für Wirtschaft und Recht tätig war. 2007 folgte dann die Gründung des eigenen Unternehmens mit Sitz in Frankfurt. Auf freiberuflicher Basis war Funke während der gesamten Zeit als Dozent für Portfoliomanagement an diversen Bildungseinrichtungen aktiv.

FOTO: © CHRISTOPH HEMMERICH