



Revolution im Aktienmanagement?

Der Aktienmanager neXDos ist angetreten, um doppelte Aktienrenditen ohne erhöhtes Risiko zu liefern. Wie das gehen soll? Ein bislang übersehener Werttreiber aus dem Private-Equity-Bereich soll es möglich machen.

Ülicherweise wird der Unterschied zwischen Aktienmarkt- und Private-Equity-Renditen dadurch erklärt, dass der Einsatz von Leverage und/oder die Illiquiditätsprämie dazu führen, dass diese Anlageklasse höhere Renditen liefert als börsengehandelte Aktien. Die Größenordnung dieser Outperformance wurde in entsprechenden Untersuchungen mit 1,3-mal der Renditen des breiten Aktienmarktes oder 1,2-mal jener von Small-Cap-

TU München gegründete Aktienmanager neXDos glaubt, bahnbrechende Erkenntnisse über die wahren Werttreiber des Anlageprozesses von PE respektive von Leveraged Buyouts (LBOs) gefunden zu haben, und diese Erkenntnisse wurden bereits in einem Produkt umgesetzt. Van Randenborgh: „Es ist uns tatsächlich gelungen, eine Demokratisierung des wichtigsten Werttreibers von Private Equity in einem täglich handelbaren Publikumsfonds, dem neXDos US Buyout Style Fonds, umzusetzen.“

Alles begann mit Forschungsarbeiten an der TU München, wo am Center for Entrepreneurial Finance ein proprietärer Datensatz mit über 1.400 Private-Equity-Fonds und 15.000 Buyout-Transaktionen erforscht wurde. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse wiesen darauf hin, dass der von LBOs umgesetzte Anlageprozess dem klassischer Aktienfonds systematisch überlegen ist: Der Einsatz von Leverage unter Ausschluss der Querhaftung, dem „Non-Recourse Financing“, in einem von Rechtsschiefe geprägten Aktienuniversum ermöglicht eine systematische Verbesserung der Ertrags-Risiko-Relation jeder Aktienallokation. Die Rechtsschiefe ist ja bei beiden Anlagearten gegeben, da man nie mehr als 100 Prozent verlieren, aber in Extremfällen ein Mehrfaches an Ertrag erhält. Van Randenborgh und seine Partner Christian Mardeck und Steffen Möllenhoff sprechen hier von „Beta-Transformation“. Eindrucksvolle Ergebnisse zur Rechtsschiefe von Aktienrenditen liefert die Studie von Professor Hendrik Bessembinder von 2018 mit dem Titel „Do Stocks Outperform Treasury Bills?“. Für den Zeitraum von 1926 bis 2016 untersucht er für alle in dieser Periode in den USA börsennotierten Unternehmen, 25.967 an der Zahl, deren Gesamtrendite vom IPO bis zum Delisting (Buy-and-Hold-Ansatz) und vergleicht diese mit der Rendite einer risikolosen Geldmarktanlage im gleichen Zeitraum (T-Bills). Dabei stellt er fest, dass a) mehr als 50 Prozent der Unternehmen eine Buy-and-Hold-Rendite aufweisen, die unter jener des Geldmarktes liegt, b) dass die 96 Prozent schlechtesten Unternehmen zusammen gerade einmal das Niveau von Treasury Bills erreichen und c) dass nur vier Prozent der Firmen – exakt 1.092 – den Nettozuwachs von 35 Billionen US-Dollar des gesamten US-Aktienmarktes über 90 Jahre erzielen. Die ökonomi-



» **Wir kennen keine andere Erklärung für die abnormal gute Performance von Leveraged Buyouts als die Beta-Transformation.** «

Matthias van Randenborgh,
Mitgründer und Partner der neXDos GmbH

Aktienindizes beziffert. Doch man kann Private-Equity-Renditen auch anders erklären und sich deren wichtigste Werttreiber auch mit liquiden Instrumenten erschließen. Der im Juni 2021 von Matthias van Randenborgh im Umfeld der

Aktienrenditen bei unterschiedlicher Haltedauer

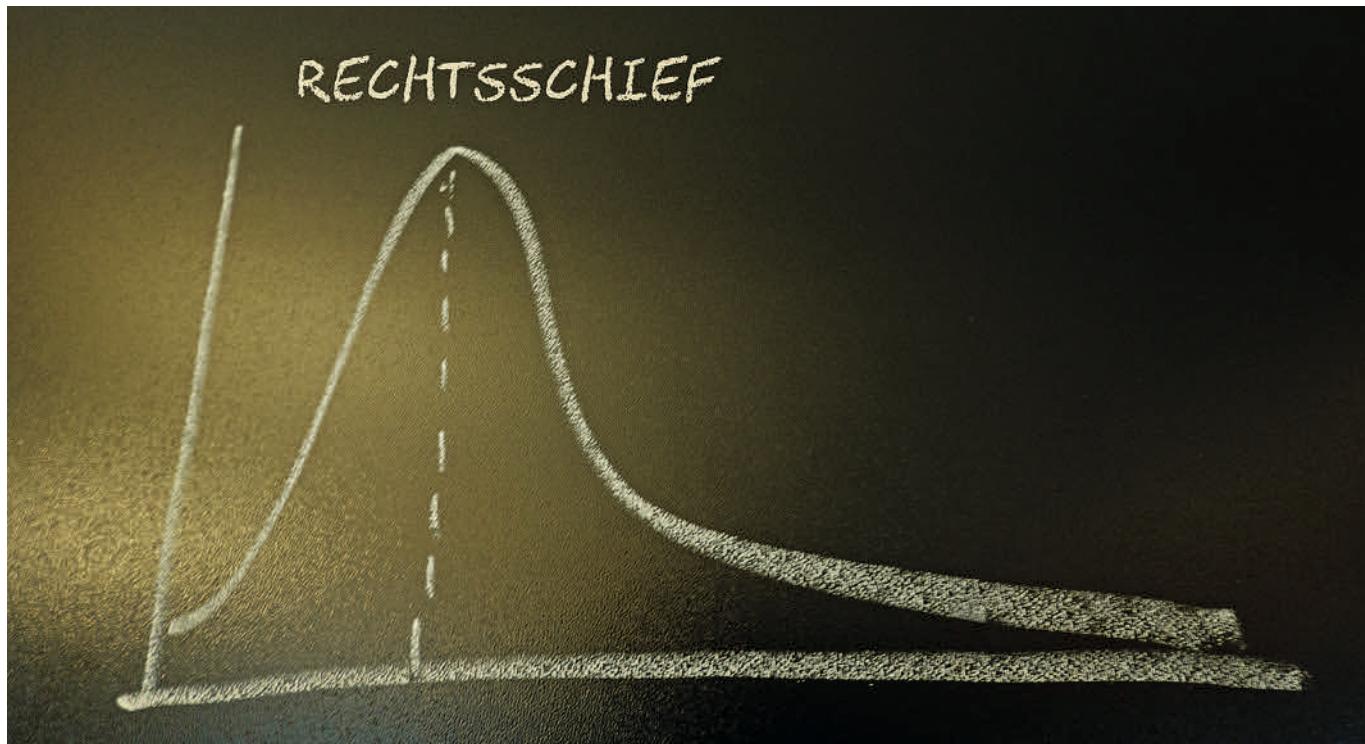
Die Rechtsschiefe nimmt mit der Haltedauer zu.

**Large Caps (die größten 50 % der Unternehmen des CRSP-Universums)
1. 1. 1999 bis 31. 12. 2022 (annualisierte Renditen)**

Haltdauer Monate	Mittelwert	Median	95 %-Q.	99 %-Q.	Schiefe
1	9,9 %	6,4 %	278,3 %	566,0 %	5,74
3	8,9 %	5,6 %	143,1 %	262,2 %	7,72
6	9,0 %	4,9 %	97,6 %	174,1 %	5,40
12	9,5 %	3,9 %	69,5 %	121,3 %	5,63
18	8,0 %	2,7 %	51,1 %	86,8 %	7,43

Während der Renditemittelwert haltedauerunabhängig bei zirka neun Prozent liegt, fällt der Medianwert kontinuierlich mit steigender Haltedauer. Die Rechtsschiefe ist ab der einmonatigen Haltedauer existent und fällt in der Dreimonatsbetrachtung besonders hoch aus. Der Mittelwert ist der Querschnittswert (Q.) der Renditen.

Quelle: neXDos



Die Verteilung von Aktienrenditen ist alles andere als symmetrisch, tatsächlich wird ein großer Teil des Gesamtertrags von einigen wenigen Unternehmen erzielt. Dieser Umstand, so glaubt neXDos, lässt sich systematisch nutzen.

sche Erklärung für dieses Phänomen liegt in der schöpferischen Zerstörung der Marktwirtschaft (Josef Schumpeter).

Schon kurzfristig sichtbar

Rechtsschiefe ist eine Eigenschaft, die bereits für kurze Haltedauern bei Aktienrenditen sichtbar wird. Die Tabelle „Aktienrenditen bei unterschiedlicher Haltedauer“ zeigt deren Verteilung für die marktkapitalisierungsstärksten 50 Prozent der US-Aktien für fünf verschiedene Halteperioden zwischen 1999 und Ende 2022. Die Rechtsschiefe der Aktienrenditen in ihrem Querschnitt gründet sich darauf, dass die besten Renditen von den Topfirmen in jeder Halteperiode fünf bis 50-mal so hoch sind wie der Durchschnitt. Die Untersuchungen zeigen, dass die Rechtsschiefe länder- und sektorenunabhängig und ab der einmonatigen Halteperiode bereits sichtbar ist, denn bereits für eine einmonatige Haltedauer liegt der Mittelwert um 3,5 Prozent über dem Median. Diese Differenz wächst mit zunehmender Haltedauer kontinuierlich. Bereits bei 18 Monaten beträgt die Differenz 5,3 Prozent, und bei fast 1.000 Monaten – wie in der Studie von Bessembinder – liegt sie bei neun Prozent, weil dem Mittelwert von neun ein Medianwert von null Prozent gegenübersteht. Besonders hoch fällt die Rechtsschiefe übrigens für den Dreimonatshorizont aus, was auf die Quartalsberichterstattung zurückzuführen sein dürfte.

Beta-Transformation

Während bei einem Aktienfonds die Renditen der positiv performenden Aktien mit den negativ performenden in

einen Topf geworfen und aufgerechnet werden – eine Form der Quersubventionierung –, verhält sich dies beim LBO-Portfolio völlig anders: Hier wird penibel darauf geachtet, dass jedes Investment ein eigenständiges Ertragssilo ist und damit vollkommen vom Erfolg oder Misserfolg der anderen isoliert. Die guten Investments, die im Extremfall eine Verzehn- und Verzwanzigfachung der Investition bedeuten, werden keinesfalls mit den Nieten saldiert: Die nicht aufgegangenen Deals gehen entweder pleite oder werden kurz

Beta-Transformation

Verdoppelung der Rechtsschiefe des Aktienportfolios dank LBO-Replikation



In der Simulation gelingt es für den Zeitraum von 1999 bis Mitte 2023 zu zeigen, dass man durch Übertragung des Pay-out-Profils von LBO-Deals auf den liquiden Aktienmarkt eine verdoppelte annualisierte Aktienperformance mit einer nur zehn Prozentpunkte höheren Volatilität erreicht. Auch die Drawdowns bei Tail-Ereignissen ähneln einander.

Quelle: neXDos



davor für einen Bruchteil der Investition an einen Distressed Manager verkauft. Somit kann die Rechtsschiefe der Renditeverteilung bei LBOs performancemäßig voll wirken. Der Wegfall der Quersubventionierung der Verluste erhöht die Rechtsschiefe gegenüber klassischen nicht gehebelten oder mit gewöhnlichen Krediten gehebelten Aktienallokationen deutlich.

» Wir haben die wesentlichen systematischen Werttreiber von LBOs/PE-Fonds über einen UCITS-Fonds investierbar gemacht. «

Matthias van Randenborgh, Mitgründer und Partner der neXDos GmbH

Das Financial Engineering der PE-Industrie (neXDos nennt es Beta-Transformation) wirkt sich langfristig im Vergleich zu konventionellen liquiden Aktienengagements wie folgt aus: Der Beta-transformierende Investor erwirbt mit 50 Prozent Non-Recourse-Darlehen 100 Prozent eines Unternehmens. Wie der gewöhnliche Aktionär ist sein maximaler Verlust beschränkt auf den Verlust des Eigenkapitals. Bei den schlecht laufenden Unternehmen akzeptiert der Beta-transformierende Investor eine schnellere Realisierung des maximalen Verlustes. Dafür bekommt er eine doppelte Partizipation an den gut laufenden Unternehmen, jeweils abzüglich der Kosten des Darlehens. Vor dem Hintergrund der rechtsschiefen Verteilung von Aktienrenditen ist Beta-Transformation im Portfoliokontext effizienzsteigernd. Langfristig sind nur zirka vier Prozent aller Firmen für die gesamte Wertschöpfung des Aktienmarktes verantwortlich. Wer Beta-Transformation langfristig durchführt,

erfährt bei der Mehrheit aller US-Aktien den Verlust seines Eigenkapitals. Im Gegenzug hätte er bei den entscheidenden vier Prozent Aktien seine Rendite verdoppelt und darum die doppelte Marktrendite erwirtschaftet, abzüglich Finanzierungskosten.

Alle drei Partner sind sicher: Diese Beta-Transformation erklärt die gute Performance von LBOs, die in den letzten 40 Jahren zirka 20 Prozent pro Jahr vor Kosten und Carry des General Partners erwirtschaftet haben. Es sei logisch und lasse sich auch durch den TUM-Datensatz empirisch belegen. Van Randenborgh konkret: „Das Financial Engineering von LBO-Fonds ermöglicht es, die Performance eines liquiden Aktienportfolios zu verdoppeln, ohne das langfristige maximale Risiko des Portfolios zu erhöhen. Die Drawdown-Entfaltung in den großen Tail-Ereignissen entspricht der einer gewöhnlichen Aktienallokation.“ Nun geht es darum, die systematische und regelbasierte Anwendung der Beta-Transformation auf ein breites, liquides Aktienuniversum auszurollen, sodass man die Performance von LBOs vor Kosten auch mit einem liquiden Aktienportfolio erreicht. Den deutlichen Mehrwert der Simulation gegenüber dem S&P 500 illustriert die *Grafik „Beta-Transformation“*.

Inspirationsquelle

Inspiriert zur Erforschung der Effekte der Beta-Transformation wurde neXDos auch durch die Arbeit von Christoph Schemmerl, der im Rahmen seiner Dissertation am Center for Entrepreneurial Finance PE-Fonds-Renditen auf Deal-Level auswertete. Schemmerl hat für jede der 15.224 Buyout-Transaktionen des Datensatzes vergleichbare börsennotierte Unternehmen aus der gleichen Branche identifiziert und deren TVPI-(Total Value to Paid-In Capital; entspricht dem Investment Multiple)-Entwicklung über die gleiche Halbperiode in zwei Histogrammen gegenübergestellt (*siehe Dopp*

Was LBOs ausmacht

Die Konstruktion verhindert eine Quersubvention von guten zu schlechten Deals.

Leverage ohne Querhaftung ist ein wesentliches Merkmal dieser Assetklasse. Er ist definiert über Kreditvereinbarungen, bei denen die Kreditgeber kein Rückgriffsrecht auf das gesamte Vermögen der Kreditnehmer besitzen. Die Kreditgeber können dann nicht auf zusätzliche Assets der Kreditnehmer zurückgreifen, wenn diese ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen können und die Restschuld den Wert der gestellten Sicherheiten übersteigt. Dabei handelt es sich dann um sogenannte „Non-Recourse“-Finanzierungen.

Leveraged Loans, wie sie für den Erwerb von Portfoliounternehmen durch PE-Fonds eingesetzt werden, entsprechen Non-Recourse-Finan-

zierungen. Zins- und Tilgungszahlungen des Darlehens müssen vom erworbenen Portfoliounternehmen geleistet werden.

Kann das Portfoliounternehmen den Kapitaldienst für den Kredit nicht mehr leisten, werden die übrigen Beteiligungen und Vermögenswerte des PE-Fonds nicht als Haftungsmasse in Anspruch genommen. Die Kreditgeber erleiden einen Verlust, wenn der Restwert des als Sicherheit dienenden Unternehmens geringer ist als der Wert des Kredits.

Vor dem Erwerb eines Unternehmens gründet der PE-Fonds in der Regel eine Holding. Der PE-Fonds stellt der Holding das Eigenkapital und die Kreditgeber das Fremdkapital zur Verfügung, mit

dem das Unternehmen übernommen wird. Der Kredit muss nun aus der Ertrags- und Vermögenssubstanz des übernommenen Unternehmens bedient werden. Kann das übernommene Unternehmen die Schulden nicht mehr bedienen, führt dies zur Insolvenz, die die Kreditgeber faktisch zu neuen Eigentümern des Unternehmens macht. Im Fachjargon spricht man dann von der Ausübung des sogenannten „Default Put“, der es der Holding erlaubt, sich durch Ablieferung des Restwerts des Unternehmens zu entschulden.

Non-Recourse-Finanzierungen erhöhen das Risiko für die Kreditgeber und sind daher höher verzinst als Kredite mit Rückgriffsrecht.

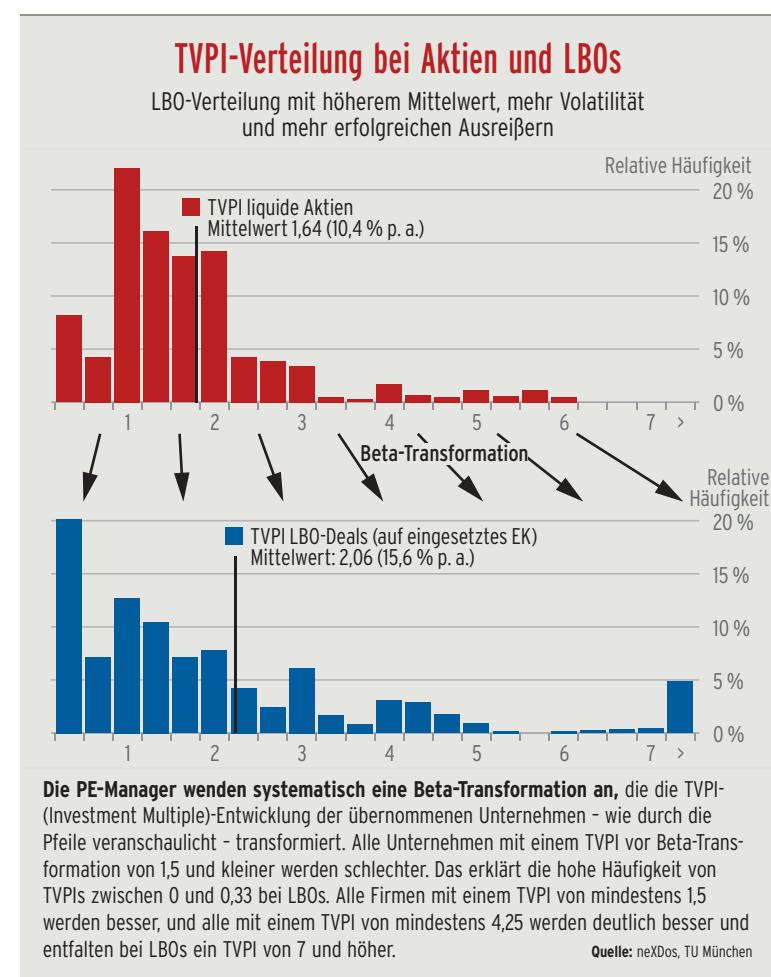


pelografik „TVPI-Verteilung bei Aktien und LBOs“). Das Histogramm der börsenlisteten Unternehmen (oberer Teil) weist die für Aktien typische Rechtsschiefe auf: Deutlich mehr als die Hälfte der Unternehmen (zirka 60 Prozent) haben TVPIs unterhalb des Mittelwerts. Der Median liegt deutlich unter dem Mittelwert. Am häufigsten haben Unternehmen einen TVPI, der dem Total Return bei Aktien entspricht, von 0,66 bis 1,0 erreicht (zirka 22 Prozent der Beobachtungen) und damit inklusive Dividenden an Wert verloren. Der Mittelwert wird von positiven Ausreißern mit einem TVPI von größer drei am rechten Verteilungsrand hochgezogen. Diese entsprechen zirka 15 Prozent der Beobachtungen. Das Histogramm der TVPI-Verteilung der LBO-Portfoliogesellschaften weist eine noch ausgeprägtere Rechtsschiefe auf. Der Mittelwert der TVPIs ist deutlich höher als bei den Aktien. Die Ränderbalken sind besonders auffällig: Bei 20 Prozent der LBO-Portfoliogesellschaften liegt der TVPI zwischen 0 und 0,33. Hier werden die LBOs ganz oder fast ganz abgeschrieben. Fünf Prozent der Beteiligungen erreichten allerdings einen TVPI von über sieben, und exakt diese tragen maßgeblich zur deutlich besseren Performance des Portfolios bei. Ungefähr drei Prozent der LBO-Beteiligungen schaffen sogar einen TVPI von mehr als zehn. Die Beta-Transformation erklärt damit die gute Performance der Private-Equity-Industrie, insbesondere die Persistenz ihrer Outperformance. Bekanntlich benötigt man zur Beta-Transformation keine Prognosen. Van Randenborgh führt aus: „Es handelt sich um eine systematische Verbesserung der Struktur eines Aktienportfolios, für die allerdings der Einsatz von Fremdkapital unter Ausschluss von Querhaftung eine notwendige Bedingung ist und eine höhere Portfoliovolatilität in Kauf genommen werden muss.“ Die gewonnenen Erkenntnisse tragen aber auch zur Entzauberung der PE-Branche bei. Denn Private-Equity-Manager stellen ihr Engagement und ihre überlegene Unternehmensführung gern als Grund für eine höhere operative Effizienz ihrer Portfoliogesellschaften dar. Es ist jedoch nicht möglich, eine höhere Effizienz von PE-geführten Unternehmen im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen empirisch zu beobachten. Dies bestätigen empirische Untersuchungen der TU München, und auch Bain & Company, der weltweit führende Berater von PE-Managern, verneint diese vermutete höhere Effizienz. In einer aktuellen Studie heißt es: „The (LBO) industry has relied disproportionately on rising multiples and revenue gains to generate returns while margin improvement has contributed practically nothing“

Praktische Umsetzung

Mit welchen Instrumenten muss man ausrücken, um ein Aktienportfolio analog zu den ohne Querhaftung erstellten LBO-Portfolios aufzubauen? Schließlich muss man als Fondsmanager ja Rechtsschiefe als Ertragsquelle sichern. Tief im Geld liegende Calls sind dabei ein probates Mittel. Derivatespezialist van Randenborgh, vielen noch aus seiner Zeit von RP Crest bekannt, wo er Volatilitätsstrategien umsetzte,

erklärt: „Die Call-Optionen sind ungefähr 50 Prozent im Geld und kosten daher nur etwas mehr als den inneren Wert. Für den Wert des Unternehmens erwerben LBOs daher knapp zwei solche Calls. Da sie tief im Geld sind, haben die Calls eine Sensitivität (Delta) zum Basiswert (Unternehmenswert) von fast eins. Mit ihren rund zwei ‚synthetischen‘ Calls partizipieren LBOs an den Gewinnen nahezu doppelt.“ Damit ist erklärt, warum LBOs in Krisenzeiten keine größeren Verluste als Aktienbenchmarks produziert haben, selbst unter Berücksichtigung ihrer Fondspreise im Secondaries-Markt. „LBOs sind zwar offensiv Aktien long, sind aber auch gleichzeitig viel implizite Downside-Volatilität long. Der Wert des Default-Puts, den sie über die Loans implizit beziehen, steigt in der Krise und wirkt als Tail-Hedge“ neXDos transformiert liquide Aktienpositionen zu tief im Geld liegenden Calls. Das Portfolio besteht aus zirka 250 fundamental-ökonomisch soliden Aktienpositionen. Von jedem Unternehmen hält man gerade so viele Aktien – und zusätzlich Puts auf den S&P 500 Index –, dass man jeden Tag das gleiche Risikoprofil hat, wie es ein direkter Kauf der tief im Geld liegenden Call-Optionen hätte. Damit trägt neXDos das identische Risiko, weswegen man auch die identische Performance von einem Portfolio, bestehend aus 250 tief im Geld liegenden Calls, erreicht. Ohne Leverage





könnte die dafür notwendige Menge an Aktien nicht erworben oder gehalten werden. Van Randenborgh hat dafür eine Lösung: „Wir halten die Aktien darum über einen selbst gesteuerten Equity-Basket-Swap, der Leverage aufnehmen kann. Die Höhe unseres gesamten Aktienengagements hängt folglich davon ab, wie tief die Optionen im Geld sind. Wenn Aktien fallen, baut sich das Delta automatisch kontinuierlich ab. So hätten wir über die letzten 20 Jahre Investitionsquoten zwischen 60 und 185 Prozent des Vermögens gefahren. Im Mittel waren wir mit zirka 170 Prozent des Fondsvermögens in Aktien investiert.“ Damit besteht die Strategie nur aus zwei Positionen: erstens dem Equity Basket Swap, der im Durchschnitt 170 Prozent US-Aktien long ist. Jede Aktienposition – und damit das Delta der Optionen – wird einzeln gemanagt. Zweitens wird eine Long-Position auf S&P-500-Index-Puts im Umfang des Mehrfachen des Vermögens gehalten (Vega und Gamma). Diese Puts haben im Mittel eine Laufzeit von mehr als einem Jahr und liegen zirka 20 Prozent aus dem Geld. Sie werden perfekt verstetigt gehalten und kontinuierlich gerollt. neXDos passt täglich beide Positionen an, um das gewünschte und benötigte Exposure der tief im Geld liegenden Call-Optionen zu erreichen. Damit stellt man das Risikoprofil von Buyout-Fonds nach und erschließt deren Hauptrenditereiber: die Rechtsschiefe. „So kann neXDos die Rechtsschiefe von Aktien als Performancetreiber abgreifen – und das sogar deutlich effizienter und kostengünstiger als ein geschlossener PE-Fonds“, freut sich van Randenborgh.

PE-Ergebnisse kein Zufall

Die guten Performancewerte der PE-Industrie sind nicht dem Zufall geschuldet, vielmehr ist ihr Anlageprozess jenem gewöhnlicher Aktienfonds und ETFs systematisch überlegen. neXDos will diese offensichtliche Überlegenheit der Silokonstruktion ohne Querhaftung auf das Aktienmanage-

ment übertragen. Diese Outperformance des Aktienmarktes gelingt über eine langfristig signifikant höhere Rendite im Vergleich zum maximalen Drawdown. Die Volatilität des Konzepts ist höher als die des Aktienmarktes, entwickelt sich jedoch asymmetrisch: In länger fallenden Märkten baut sich die Volatilität automatisch ab (die Calls verlieren Delta), in längeren Hausephasen baut sie sich wieder auf. Auf Prognosen kann der Ansatz verzichten. Von einem Mehrertrag ist so lange auszugehen, wie die langfristige Aktienrisikoprämie positiv ist und Aktienrenditen rechtsschief verteilt sind. Aktienindizes können keine neuen Hochs ohne Gewinner und Verlierer erreichen. Darum entfaltet sich der Mehrwert von Leverage ohne Querhaftung langfristig beständig.

Liquides Produkt

PE-Fonds zwingen Kunden zu zehnjährigen Lock-ups. Das ist klug, denn die zehnjährige rollierende Rendite des Aktienmarktes ist so gut wie immer positiv. PE-Manager können also davon ausgehen, dass sich ihre wesentlichen Werttreiber – Aktienrisikoprämie und Rechtsschiefe – auch materialisieren werden. Im Gegensatz dazu liegt mit dem neXDos US Buyout Style Fonds ein liquides Produkt mit einem mindestens dreijährigen Anlagehorizont vor. Der UCITS-Fonds wurde am 6. Mai 2024 mit zirka 15 Millionen Euro an Seed Money von Seiten dreier institutioneller Investoren ausgestattet und gestartet. Van Randenborgh erklärt die Startschwierigkeiten wie folgt: „Der Startprozess des Fonds hat gut zwei Wochen in Anspruch genommen, in denen die Derivate und Swaps aufgesetzt wurden. Erst dann wurde sukzessive die Zielallokation aufgebaut. Somit ist die Fondsperformance erst ab der letzten Maiwoche repräsentativ. Anschließend waren wir mit einem sehr außergewöhnlichen Marktumfeld konfrontiert: Die Performance des Marktes wurde fast ausschließlich von ganz wenigen Mega Large Caps (Stichwort „Magnificent 7“) getrieben. Für unseren Ansatz mit einem Universum über den S&P 500 hinaus und einem Gewichtungsschema zwischen Market und Equal Weight ist das eine Herausforderung. Per Saldo hat der breite Markt kaum Performance gezeigt, jedoch eine erhöhte, Anfang August sogar extrem hohe Volatilität, sodass mit unserem LBO-Ansatz in der kurzen Frist keine Outperformance erzielt werden konnte. Die erlebte relative Performance ist mit Blick auf die Simulation der vergangenen 20 Jahre jedoch in keiner Weise ungewöhnlich.“ Sollte Beta-Transformation halten, was die Theorie verspricht, dann würde das – und das ist das eigentlich Revolutionäre und Disruptive an dem Ansatz – dem ETF- und dem aktiven Aktienfondsgeschäft angesichts besserer Sharpe Ratios das Wasser abgraben. Aktive Fonds würden an Reiz verlieren, denn mit Aktienselektion und Timing der Investmentquote wäre angesichts der Rechtsschiefe als verlässlichem Renditereiber nichts mehr zu gewinnen. Wird es eines Tages zu dieser Revolution im Aktienmanagement kommen? Die Live-Ergebnisse werden es zeigen. Bis dahin können sich traditionelle Manager noch zurücklehnen.

DR. KURT BECKER

