

Die Synthese aus Hoffnung und Resignation

Invesco hat über einen Zeitraum von 27 Jahren die Performance von rund 1200 aktiven Assetmanagern untersucht und ist der Frage nachgegangen, ob es Portfoliomanager gibt, die es schaffen, den Markt konstant zu übertreffen, und welche Marktbedingungen diese Resultate beeinflussen.



Von Marcel B. Salzmann
General Manager, Invesco
Asset Management (Schweiz) AG
Amvescap-Gruppe
Zürich

Aktiv oder passiv investieren: Dieses Gegensatzpaar steht in der Vermögensverwaltung für die Hoffnung, erfolgreicher zu sein als der Durchschnitt der Assetmanager – oder eben nicht.

Beim passiven Portfoliomanagement hat der Portfoliomanager das Ziel, einen vorgegebenen Referenzindex möglichst exakt zu replizieren, d.h. den Markt nachzubilden – man spricht vom sogenannten «Beta». Beim aktiven Portfoliomanagement hingegen will der Portfoliomanager einen vorgegebenen Referenzindex schlagen. Er weicht bewusst durch taktische Über- oder Untergewichtung einzelner Titelpositionen vom Referenzindex ab, mit dem Ziel, einen Zusatzertrag, das sogenannte «Alpha», zu erwirtschaften. Das dadurch zusätzlich eingegangene Risiko gegenüber dem Marktdurchschnitt ist der «Tracking Error» (TE).

Investoren stellen sich heute zunehmend die Frage, ob sie ihr Vermögen aktiv oder passiv anlegen sollen. Invesco hat über einen Zeitraum von 27 Jahren die Performance von 1160 aktiven Aktienmanagern untersucht und ist der Frage nachgegangen, ob es Assetmanager gibt, die es schaffen, den Markt konstant zu übertreffen, und welche Marktbedingungen diese Resultate beeinflussen. Im Vordergrund der Untersuchung standen folgende Thesen:

1. Die Summe aller Alphas ist gleich Null.
2. Früher war es einfacher, Alpha zu erwirtschaften, als heute.
3. Der Erfolg vieler Core-Manager beruht auf einer Übergewichtung von klein- und mittelkapitalisierten Titeln.
4. Durchschnittlich 80% des Alphas kommt von weniger als 10% der Assetmanager.

Analysiert wurden die Performance-Daten aller aktiven Assetmanager, welche sich in der PSN-Datenbank (Plan Sponsor Network) als aktive Portfoliomanager mit dem S&P 500 als Referenzindex deklarierten. Dies ist eine der umfassendsten Datenmengen, die

heute zur Verfügung steht. Untersucht wurde der Zeitraum von 1978 bis 2005. Insgesamt wurden die Resultate von fast 4000 Drei-Jahres-Ertragsperioden analysiert.

Die Summe aller Alphas ist nicht gleich Null

Ein erstes interessantes Resultat liefert die Berechnung des von den aktiven Managern im Durchschnitt erwirtschafteten Alphas in Höhe von 0,64% pro Jahr, vor Abzug der Portfoliomanagementkosten. Nach Abzug der Gebühren dürfte tatsächlich nicht mehr allzuviel Alpha übrigbleiben. Zudem stimmt das dafür eingegangene relative Risiko bedenklich: Im Durchschnitt betrug der Tracking Error rund 5%. Viel Risiko für wenig Ertrag?

Früher war es nicht einfacher, Alpha zu erwirtschaften, als heute

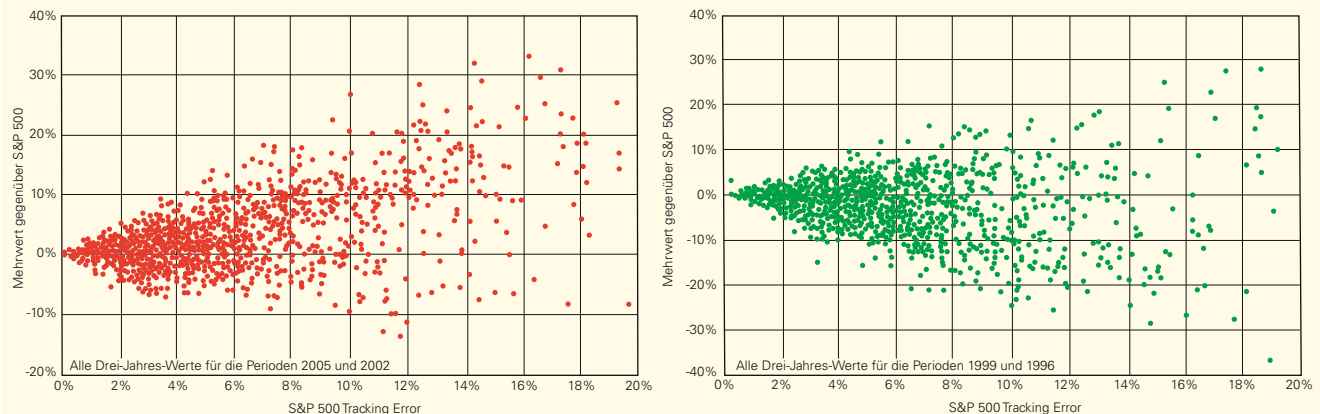
Auf der Suche nach Ursachen, wie das durchschnittlich erwirtschaftete Alpha zustande kam, wurden zwei Faktoren untersucht: erstens eine zeitliche Abhängigkeit und zweitens mögliche Korrelationen zu beeinflussenden Marktbedingungen.

Die Tabelle «Alpha, relatives Risiko und Outperformer» zeigt die hinterlegten Daten im Detail: Pro Drei-

Alpha, relatives Risiko und Outperformer

Drei-Jahres-Perioden	Median Alpha (Bp)	Median Tracking Error	Manager über dem Index
2005	98	3,17%	63,9%
2002	314	7,05%	77,0%
1999	- 163	6,43%	39,0%
1996	- 106	3,72%	36,6%
1993	167	5,16%	68,1%
1990	- 7	4,93%	49,0%
1987	27	5,40%	53,7%
1984	270	5,77%	76,8%
1981	454	6,05%	93,3%
Total	0,64	5,02%	56,5%

Unterschiedlicher Erfolg in verschiedenen Perioden



2000 bis 2005 war für Portfoliomanager eine Erfolgsperiode: 70% übertrafen den Durchschnitt (links). 1994 bis 1999 erzielten hingegen weniger als 40% ein Alpha (rechts).

Jahres-Periode werden das Alpha, das relative Risiko (TE) und die Anzahl der Manager, welche den Durchschnitt übertroufen haben, in Prozent dargestellt.

Bezüglich der Alphaverteilung über die gesamte Zeitperiode ist festzustellen, dass es heute im Vergleich zu früher gleich einfach bzw. gleich schwierig ist, Alpha zu erwirtschaften. Es kann kein eindeutiger Trend festgestellt werden, der erkennen lassen würde, dass sich die Märkte in die Richtung einer immer höheren Informationseffizienz bewegen und dadurch das Alphapotential kleiner würde.

Der Erfolg vieler Core-Manager beruht auf einer Übergewichtung von Small- und Mid-Cap-Titeln

Betrachtet man die Alphaverteilung einzelner Zeitperioden, so fällt auf, dass die Sechs-Jahres-Periode von 2000 bis 2005 für Portfoliomanager eine Erfolgsperiode war: 70% der Assetmanager lagen über dem Durchschnitt. Es war in diesem Zeitraum anscheinend einfacher, Alpha zu erzielen, als die sechs Jahre davor, wo dies weniger als 40% der Manager schafften (siehe Darstellung «Unterschiedlicher Erfolg in verschiedenen Perioden»).

Auf der Suche nach möglichen Korrelationen zu diesem Erscheinungsbild liefert der Vergleich zwischen der Spannweite des klein- und mittelkapitalisierten Marktes Russell 2000 und dem S&P 500 und der Entwicklung des Alphas der Manager eine erklärende Antwort: Die Zahlenreihen beider Kurven verlaufen beinahe dek-

kungsgleich. Offensichtlich suchen viele Portfoliomanager in den klein- und mittelgrossen Titeln ein höheres Alphapotential und benutzen diese auch als offizielle oder inoffizielle Beimischung zu ihren Core-Portfolios.

Durchschnittlich 80% des Alphas kommt von weniger als 10% der Assetmanager

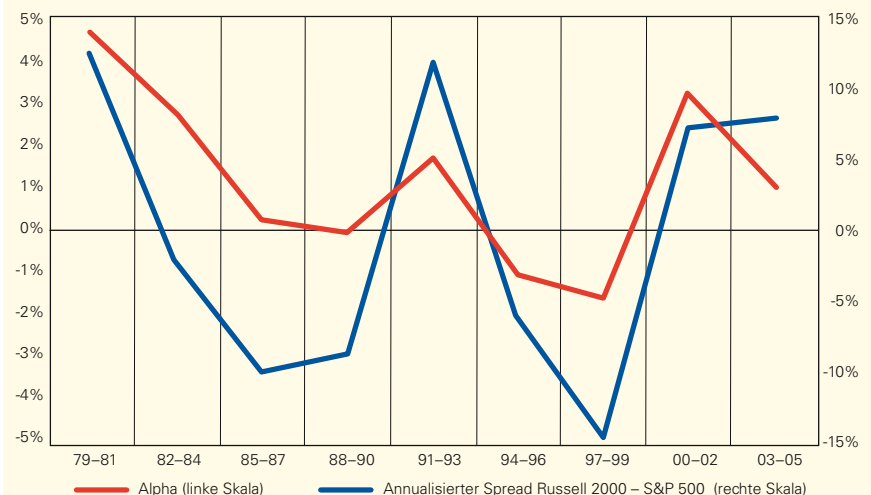
Wie viele Portfoliomanager haben wieviel Alpha-Beitrag geleistet? Die Tabelle «Durchschnittliche Performancedaten» zeigt die Performancezahlen gegliedert in Tracking-Error-Schritte von zwei Prozent.

Hier tauchen bei näherer Betrachtung einige auffällige Ergebnisse auf. Fasst man die Zwei-Prozent-Schritte nochmals in drei Bereiche zusammen, so stellt man fest, dass sich im ersten

Bereich von 0 bis 2 TE ca. 9%, im zweiten von 2 bis 8% TE ca. 68% und im dritten von 8 bis 20% TE 23% der Assetmanager befinden. Noch deutlicher wird es, wenn man für diese drei Gruppen das durchschnittlich erwirtschaftete Alpha berechnet: Die mittlere Gruppe, also diejenige, in der sich der Grossteil der Assetmanager befindet, hat nur 25 Basispunkte (Bp) erwirtschaftet. Nach Abzug der Gebühren resultiert hier vermutlich ein negatives Alpha.

Die dritte Gruppe ist aus Sicht des erzielten Alphas von durchschnittlich fast 4% durchaus interessant. Allerdings ist das dafür eingegangene relative Risiko von bis zu 20% entsprechend hoch. Hier handelt es sich tendenziell um konzentrierte Satelliten-Portfolios, die dezidiert durch die Volatilität von

S&P 500, Russell 2000 und das Alpha



Korrelation des Spread zwischen S&P 500 und Russell 2000 und dem durchschnittlich erzielten Alpha 1981 bis 2005.

Durchschnittliche Performancedaten

TE-Bereich	Alpha	Information Ratio	Anzahl Portfolios	Alpha	Anzahl Portfolios
0-2%	0,51%	0,43	367	} 0,51%	9,2%
2-4%	0,00%	0,00	1065		
4-6%	0,28%	0,05	1031	} 0,25%	68,0%
6-8%	1,53%	0,22	622		
8-10%	2,37%	0,25	347	} 3,98%	22,8%
10-12%	1,98%	0,18	232		
12-14%	6,71%	0,53	128		
14-16%	8,08%	0,53	76		
16-18%	5,98%	0,36	42		
18-20%	10,42%	0,54	29		
20%+	6,91%	0,25	56		

Alphaverteilung in Abhängigkeit von Risikoklassen; Perioden 1981 bis 2005.

bestimmten Anlagestilen beeinflusst sind. Der gewählte Benchmark S&P 500 dürfte demzufolge nicht mehr die adäquate Messlatte sein.

Die interessantesten Ergebnisse für langfristig orientierte Investoren liefert die Gruppe im Bereich 0 bis 2 TE. Obwohl hier nur gerade 9% aller Assetmanager tätig sind, erwirtschafteten sie 51 Bp Alpha; dies sind 80% des durchschnittlichen Gesamtalphas in Höhe von 64 Bp.

Die durchschnittliche Alphaverteilung zeigt also eine U-Kurve: Der durchschnittliche Portfoliomanager liefert im niedrigen Risikobereich ein signifikantes Alpha. Dieses fällt dann auf Null ab und steigt im höheren Risikobereich wieder an. Unsere Schlussfolgerung: Wer erfolgreiche aktive Assetmanager sucht, sollte dies im unteren oder oberen Bereich tun; die Wahrscheinlichkeit, einen erfolgreichen Assetmanager zu finden, ist hier höher als im breiten Mittelfeld.

Portfoliokonstruktion von morgen

Die Untersuchungsergebnisse widerspiegeln die Trendentwicklung für die Portfoliokonstruktion von morgen. Das «Core-Satellite-Konzept» setzt sich durch und ist die konsequente Antwort der Investoren auf das durchschnittlich enttäuschend tiefe Alpha-potential im Mittelfeld. Der Core-Teil der Vermögensanlagen wird passiv oder über Enhanced-Index-Strategien verwaltet. Bei Enhanced-Index-Strategien besteht zusätzlich der Vorteil, dass

sich, je nach Erfolgchancen, die Portfoliomanagementkosten amortisieren können. Für die Satelliten werden dann aktive Portfolios gesucht und als steuerbare Komponenten des gesamten Risikobudgets eingesetzt.

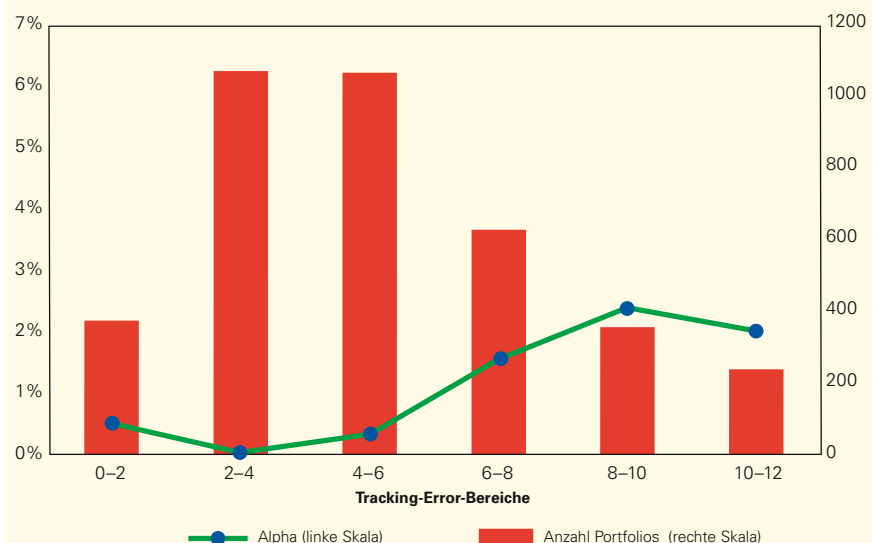
Bei Betrachtung dieses Gesamtbildes wird klar, dass es schlussendlich nicht nur um die dogmatische Frage geht, ob passiv sinnvoller ist als aktiv oder umgekehrt. Vielmehr sollte der verantwortungsbewusste und langfristig orientierte Investor eine unternehmerische Haltung einnehmen. Dies bedeutet, strategische Erfolgspotentiale zu erkennen und Ertragschancen wahrzunehmen, wo sie relativ zum einzugewendenden Risiko am attraktivsten

sind. Erfolgreiche Unternehmer sind inspiriert von der Hoffnung und der Motivation, besser zu sein als der Durchschnitt und die Herausforderung des Wettbewerbs anzunehmen.

Innovativ zu sein und andere Wege zu gehen als der Durchschnitt heisst in der Regel jedoch auch, höhere unternehmerische und finanzielle Risiken einzugehen.

Investieren Sie soviel in Hoffnung, wie Sie einen unerwarteten Rückschlag finanziell tragen können. Oder anders ausgedrückt: Die Risikotragfähigkeit eines jeden Investors ist individuell. Schlussendlich gilt auch hier das Sprichwort: «Nur wer wagt, gewinnt»! •

Aktive Assetmanager, Alpha und relatives Risiko



Anzahl aktive Assetmanager und Alphaverteilung in Abhängigkeit vom relativen Risiko; 1981 bis 2005.