

Globales Aktien-Alpha ist eine Suche Wert

Aktiv quantitative Manager schneiden in rational getriebenen Märkten besser ab, aktiv fundamentale in weniger rational getriebenen. Das ergibt eine Analyse von knapp 370 Composites globaler Aktienverwalter. Ein weiteres Ergebnis: Verwalter mit hoher Management Fee erzielen im Schnitt keine höhere Outperformance als günstigere Manager.

Gastbeitrag von Michael Billmann und Dr. Christian Schlenger

Ob und inwiefern aktives Management im Rahmen der institutionellen Kapitalanlage Sinn macht, darüber gehen die Meinungen und Erfahrungen von Anlegern, Asset Managern und Beratern weit auseinander. Fakt ist jedenfalls: Die potenziellen Zusatzbeiträge der aktiven Manager sind gerade in Zeiten niedriger Zinsen von besonderem Interesse und großer Bedeutung, wenn es darum geht, die nicht selten anspruchsvollen Anlageziele zu erreichen.

Dieser Beitrag soll auf der Grundlage einer validen und objektiven Datenbasis einige grundlegende Zusammenhänge aufzeigen, die für die Einschätzung des aktiven Managements nützlich sein können. In der praktischen Beratung setzen wir derartige Analysen in sehr spezifischer Form ein, um erstens die Mandatsstrukturen institutioneller Anleger zu optimieren und zweitens die vielversprechendsten Alpha-Quellen zu identifizieren sowie die „richtigen“ Asset Manager zu implementieren.

Zur strukturierten Auswahl und Beurteilung der aktiven Asset Manager benötigen Anleger und ihre Berater ein Gerüst von Kriterien und eine Vorstellung von den wesentlichen Bestimmungsgrößen des Management-Erfolges. Die Mandatsvergabe erfolgt dann an jene aktiven Asset Manager, deren Leistungsvermögen mit hoher Konfidenz überdurchschnittliche Anlageergebnisse im Vergleich zur jeweiligen Benchmark erwarten lässt. Dieses Ziel ist anspruchsvoll, da der Wettbewerb im aktiven Management intensiv ist und die Mandate vielfach auf effiziente Märkte gerichtet sind.

Valide Querschnittsdaten von Aktien-Composites als Basis

Um ein grundlegendes Verständnis für die Determinanten des aktiven Anlageerfolges zu erhalten, sind valide Querschnittsdaten erforderlich. Unsere nachfolgenden Analysen zur Identifizierung potenzieller Erfolgsfaktoren des aktiven Managements basieren auf der für die Mandatsstrukturierung und Manager-Auswahl entwickelten alpha-Managerdatenbank. Diese speziell auf die Bedürfnisse deutscher institutioneller Anleger zugeschnittene Datenbank enthält dezidierte und standardisierte Daten über die Leistungs- und auch Kostenstrukturen von aktuell rund 1.500 Composites. Als Composites werden die hinsichtlich Asset-Klasse, Benchmark, Anlagestrategie und -stil abgegrenzten Aggregate gleichartig oder ähnlich verwalteter Mandate bezeichnet. Sie stehen repräsentativ für die Produktpalette und die Leistungsfähigkeit eines Asset Managers. Die Compo-



Autoren: Michael Billmann (links) ist Consultant, Dr. Christian Schlenger (rechts) ist geschäftsführender Gesellschafter bei alpha portfolio advisors in Bad Soden am Taunus.

sites wurden von insgesamt 140 nationalen und internationalen Asset Managern eingestellt und decken praktisch alle relevanten globalen Aktien-, Renten- und Geldmärkte ab.

Als Grundlage für unsere Analyse potenzieller Einflussfaktoren auf den Management-Erfolg dienen exemplarisch die Performance-Daten zu 369 globalen Aktien-Composites (Europa, USA, Japan und Global). Zur Identifikation der Einflussfaktoren auf die aktive Rendite wird im Querschnitt der erfassten Asset Manager ein multiples OLS-Regressionsmodell geschätzt.

Dabei wird die zwischen 2002 und 2004 erzielte aktive Dreijahres-Rendite (per annum) vor Management-Vergütung als zu erklärende Größe herangezogen; als erklärende Größen fungieren das Marktsegment hinsichtlich Marktkapitalisierung (Dummy-Variable „1“ für Large Cap-Mandate, „0“ für sonstige Mandate), der Tracking Error (realisierter Tracking Error per annum im Zeitraum 2002-2004), der Management-Stil (Dummy-Variable „1“ für fundamentalen und „0“ für quantitativen Anlagestil) sowie die offerierte Manager-Vergütung (Management Fee für ein institutionelles 100-Millionen-Euro-Mandat).

Large-Cap-Mandate liefern geringsten Mehrwert

Insgesamt liefert das Regressionsmodell mit einem adjustierten Bestimmtheitsmaß in Höhe von über 20 Prozent einen verhältnismäßig hohen Erklärungsgehalt (vergleiche Tabelle 1). Zunächst wird deutlich, dass zwischen dem zu erklärenden „Brutto-Alpha“ und der erklärenden Variable „Large Caps“ im Untersuchungszeitraum ein negativer Zusammenhang besteht. Large-Cap-Mandate haben demnach, verglichen mit Broad-Market- und insbesondere Small- und

Variable	Koeffizient	Standardfehler	t-Statistik	Wahrscheinlichkeit
Regressionskonstante C	1.5778	0.6770	2.3307	0.0203
Large Caps	-0.8460	0.3905	-2.1661	0.0310
Tracking Error 3 Jahre	0.6142	0.0723	8.4908	0.0000
Fundamental	-2.4619	0.4726	-5.2098	0.0000
Management Fee	-0.6513	1.0360	-0.6287	0.5299
Bestimmtheitsmaß R ²	0.2105	Adjustiertes R ²		0.2019

Tabelle 1: Querschnittsregression zur Identifizierung der Alpha-Quellen

Mid-Cap-Mandaten, eine im Schnitt 84 Basispunkte geringere aktive Rendite erzielt.

Zwischen der erklärenden Variable "Tracking Error" und dem Brutto-Alpha besteht dagegen ein signifikant positiver Zusammenhang. Eine Erhöhung des Tracking-Error-Budgets um 100 Basispunkte führt im Schnitt zu einer um 61 Basispunkte höheren aktiven Rendite. Die Festlegung des Tracking-Error-Budgets eines aktiven Mandates resultiert also wie zu erwarten in einer Hebelwirkung auf den aktiven Anlageerfolg. Der Effekt kann für den Anleger positiv oder negativ sein, je nachdem, ob der jeweilige aktive Manager eine Outperformance oder eine Underperformance liefert.

Quantitative Investment-Stile schneiden im Analysezeitraum besser ab

Signifikant negativ ist der Zusammenhang zwischen dem Brutto-Alpha und der erklärenden Variable „Fundamental“. Demzufolge haben im Analysezeitraum aktive Mandate mit einem zugrunde liegenden quantitativen Investment-Stil tendenziell besser abgeschnitten als Mandate, die mit einem aktiv fundamentalen Investment-Ansatz gemanagt wurden. Aus der Sicht des Anlegers stellt sich nun die interessante Frage, ob dieses Ergebnis allgemeingültig ist, das heißt ob man einen quantitativen Investment-Ansatz per se als Erfolgs-

faktor für aktive Aktienmandate betrachten kann. Um diese Frage zu beantworten, teilen wir die im Zeitraum 1995-2004 in der Manager-Datenbank gelisteten Aktien-Composites für die Märkte Europa, USA, Japan und Global in zwei Gruppen auf: zum einen solche mit aktiv fundamentalem Investment-Ansatz und zum anderen solche mit aktiv quantitativem Investment-Ansatz.

Bei den in Tabelle 2 ausgewiesenen Renditewerten fallen die relativ hohen und positiven Werte für die durchschnittlichen aktiven Renditen auf. Diese sind Ausdruck des so genannten Self Selection Bias in der Datenbasis; dieser Bias resultiert aus dem Composite Picking, den die Asset Manager betreiben: Sie fokussieren die Datenlieferung auf diejenigen Asset-Klassen, in denen sie sich entsprechend ihres Track Records für besonders gut und damit konkurrenzfähig halten. Für die primäre Verwendung der Daten zur Manager-Auswahl ist dieser Self Selection Bias allerdings unproblematisch, vielmehr als Vorselektion der Composites sogar durchaus hilfreich.

Quants liefern erst seit 2000 mehr Alpha als die Fundamentalen

Der direkte Vergleich der Management-Stile verdeutlicht, dass die quantitativen Manager ab dem Jahr 2000 im Durchschnitt bessere Ergebnisse erzielt haben als ihre aktiv fundamentalen Pendants. Im

Aktiv Fundamental	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Anzahl Composites	106	136	160	190	242	280	311	346	371	379
Mittlere aktive Rendite p.a.	2,33	3,44	1,87	0,45	8,76	6,63	3,22	2,59	1,35	1,27
Aktiv Quantitativ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Anzahl Composites:	26	28	34	47	60	71	83	88	97	103
Mittlere aktive Rendite p.a.	-0,71	2,92	-0,27	-0,39	1,46	6,70	3,27	6,75	2,18	2,81
Renditedifferenzial	3,04	0,52	2,14	0,84	7,30	-0,07	-0,05	-4,16	-0,83	-1,54
Beurteilung	Quants schlechter					Quants besser				

Tabelle 2: Management-Stil als Alpha-Quelle

Zeitraum vor 2000 bietet sich das umgekehrte Bild: Hier waren fundamentale Manager im Durchschnitt wesentlich erfolgreicher als quantitative Manager.

Eine mögliche Erklärung für dieses Phänomen besteht darin, dass die jeweils zugrunde liegenden Marktphasen sehr unterschiedlich waren. Während die globalen Aktienmärkte in den Jahren vor 2000 in hohem Maße von Irrationalitäten getrieben wurden, hat sich danach eine eher normale Marktphase herausgebildet. Offensichtlich sind rational getriebene Märkte das ideale Umfeld für aktiv quantitative Manager, während ein weniger rational getriebenes Umfeld dem aktiv fundamentalen Manager deutlich besser liegt.

ischen und globalen Aktienmandaten (der Koeffizient zeigt eine um 6,86 Basispunkte pro Jahr geringere Management-Vergütung an). Über die Variable „Fundamental“ wird deutlich, dass aktiv fundamentale Manager im Betrachtungszeitraum (2002-2004) im Durchschnitt 11,30 Basispunkte teurer waren als quantitative Manager.

Quantitatives Management besser skalierbar

Die günstigeren Konditionen der quantitativen Manager sind durchaus plausibel, wenn man die deutlich geringeren Grenzkosten aktiv quantitativer Manager ins Kalkül zieht. Während die Kostenbasis von quantitativen Managern weitgehend unabhängig ist von

Variable	Koeffizient	Standardfehler	t-Statistik	Wahrscheinlichkeit
Regressionskonstante C	41.4976	2.8105	14.7653	0.0000
Aktive Rendite 3 Jahre	-0.2123	0.2612	-0.8127	0.4169
Large Caps	-5.6564	1.9363	-2.9212	0.0037
Tracking Error 3 Jahre	1.1622	0.3897	2.9827	0.0031
Fundamental	11.2969	2.3883	4.7301	0.0000
Europa	-6.8594	1.9570	-3.5052	0.0005
Bestimmtheitsmaß R ²	0.1594	Adjustiertes R ²		0.1479

Tabelle 3: Querschnittsregression zur Erklärung der Management-Vergütung

Höhere Management Fee heißt im Schnitt nicht höheres Alpha

Schließlich weisen die Resultate in Tabelle 1 einen (insignifikant) negativen Zusammenhang zwischen der erklärenden Variable „Management Fee“ und der zu erklärenden Variable „Brutto-Alpha“ auf. Demzufolge liefern Manager mit hoher Management Fee im Durchschnitt keine höhere Outperformance als günstigere Manager.

Wenn die Höhe der Management-Gebühr keinen signifikanten Einfluss auf das Alpha hat, kann abschließend noch die Frage diskutiert werden, welches die wirklichen Bestimmungsgrößen der Management-Gebühr sind. Um dies zu klären, wird ein multiples Regressionsmodell mit der Variable „Management Fee“ (bezogen auf ein institutionelles 100-Millionen-Euro-Mandat) als zu erklärender Größe und den erklärenden Variablen „Aktive Rendite 3 Jahre“, „Large Caps“, Tracking Error 3 Jahre, „Fundamental“ und „Europa“ (Dummy „1“ für Aktienmandate Europa, „0“ für alle übrigen Mandate) mittels OLS-Verfahren über den Querschnitt der Manager geschätzt. Die Tabelle 3 zeigt die Ergebnisse.

Erneut liefern die Regressionsergebnisse mit einem adjustierten Bestimmtheitsmaß von rund 15 Prozent einen verhältnismäßig hohen Erklärungsgehalt. Der (insignifikant) negative Zusammenhang zwischen Management-Leistung und Management-Vergütung wird auch hier deutlich. Das Alpha besitzt also keinen signifikanten Einfluss auf die Manager-Vergütung. Außerdem zeigt sich, dass Large-Cap-Mandate im Vergleich zu den übrigen Mandaten im Durchschnitt tendenziell günstiger sind (der Koeffizient zeigt 5,66 Basispunkte pro Jahr an). Entsprechendes gilt für Aktienmandate mit Anlageschwerpunkt Europa im Vergleich zu amerikanischen, japan-

der Höhe des verwalteten Volumens, führen Volumenzuwächse bei aktiv fundamentalen Managern in der Regel zu einer Erweiterung der personellen Ressourcen (insbesondere für Research) und damit zu höheren Kosten. Die bessere Skalierbarkeit des quantitativen Managements kommt den Anlegern über eine niedrigere Management-Vergütung zugute.

Zwischen der unabhängigen Variable „Tracking Error“ und der Management-Vergütung besteht ebenfalls ein signifikant positiver Zusammenhang. Demzufolge steigt die Vergütung für den Manager im Schnitt um rund 1,16 Basispunkte pro Jahr, wenn das Tracking-Error-Budget um einen Prozentpunkt steigt. Mit anderen Worten: Je intensiver das aktive Management im Aktienmandat betrieben wird, desto höher fällt auch die Management-Vergütung aus. Für den Anleger ist dies akzeptabel, wenn der Manager liefert, was er verspricht: ein positives Alpha.

Systematisches Vorgehen erhöht die Chancen des aktiven Asset Managements

Auf der Grundlage von Querschnittsdaten eines breiten Manager- und Composite-Universums haben wir in diesem Beitrag einige grundlegende Zusammenhänge aufgezeigt, die für das Verständnis des aktiven Managements und der Kapitalanlage im Aktienbereich nützlich sind. Die Ergebnisse dokumentieren, dass das aktive Management viele Chancen bietet, und eine systematische Vorgehensweise dazu beitragen kann, dieses Chancenpotenzial erfolgreich auszuschöpfen. Unsere eigenen langjährigen Erfahrungen in der Strukturierung von aktiven Mandaten und der Auswahl von Asset Managern bestärken uns in dieser Auffassung.