

## Fakten zu den Erträgen aktiver Anlagestile

# Die Null unter dem Strich

Eine Studie hat über einen Zeitraum von 27 Jahren die Performance von rund 1200 aktiven Asset Managern untersucht. Dabei stand die Frage im Zentrum, ob es Portfolio Manager gibt, die es schaffen, den Markt konstant zu übertreffen, und welche Marktbedingungen diese Resultate beeinflussen.

Aktiv versus Passiv – diese gegensätzlichen Begriffe stehen in der Vermögensverwaltung als Synonyme der Hoffnung und Resignation, erfolgreicher zu sein als der Durchschnitt aller anderen Asset Manager.

Bei einem passiven Mandat hat der Portfoliomanager das Ziel, einen vorgegebenen Referenzindex möglichst exakt zu replizieren, das heisst den Markt nachzubilden – man spricht hier auch vom «Beta».

### In Kürze

- > Die Alphaverteilung zeigt ein U: Im niedrigen und im hohen Risikobereich fallen signifikante Alpha an
- > Durchschnittlich erzielen aktive Manager ein Alpha von gut 0.6 Prozent pro Jahr vor Kosten

Beim aktiven Mandat hingegen hat der Portfoliomanager die Absicht, einen vorgegebenen Referenzindex zu schlagen. Er weicht bewusst durch taktische Über- oder Untergewichtung von einzelnen Titelpositionen des Referenzindex ab, mit dem Ziel, einen Zusatzertrag, das «Alpha», zu erwirtschaften. Das dadurch zusätzlich eingegangene Risiko gegenüber dem Marktdurchschnitt nennt sich auch «Tracking Error» (TE).

Investoren stellen sich heute zunehmend die Frage, ob sie ihr Vermögen aktiv oder passiv anlegen sollen.

### Lohnt sich aktives Investieren?

Eine Studie von INVESCO hat über einen Zeitraum von 27 Jahren die Performance von 1160 aktiven Aktien-Managern untersucht und ist der Frage nachgegangen, ob es Asset Manager gibt, die es schaffen, den Markt konstant zu übertreffen, und welche Marktbedingungen diese Resultate beeinflussen.

Im Vordergrund der Untersuchung standen folgende Thesen:

- Die Summe aller Alphas ist gleich null.
- Früher war es einfacher, Alpha zu erwirtschaften, als heute.
- Der Erfolg vieler Manager beruht auf einer Übergewichtung von klein- und mittelkapitalisierten Titeln.
- Durchschnittlich 80 Prozent des Alphas kommt von weniger als 10 Prozent der Asset Manager.

Analysiert wurden die Performance-Daten aller aktiven Asset Manager, welche sich in der PSN-Datenbank (Plan Sponsor Network) als aktive Portfoliomanager gegenüber dem Index S&P 500 deklarierten. Dies ist eine der umfassendsten Datenmengen, die heute zur Verfügung stehen. Untersucht wurde der Zeitraum von 1978 bis 2005.

Ein erstes interessantes Resultat liefert die Berechnung des von den aktiven Managern im Durchschnitt erwirtschafteten Alphas in Höhe von 0.64 Prozent pro Jahr, vor Abzug der Portfoliomanagementkosten.

Nach Abzug der Gebühren dürfte tatsächlich nicht mehr allzu viel Alpha übrig bleiben. Zudem stimmt das dafür eingegangene relative Risiko bedenklich: Im Durchschnitt betrug der Tracking Error rund 5 Prozent. 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.

Tabelle 1 (siehe Seite 72) zeigt die hinterlegten Daten im Detail: Pro 3-Jahres-Periode werden das Alpha, das relative Risiko (TE) und die Anzahl der Manager, welche den Durchschnitt übertroffen haben, in Prozenten dargestellt.

Bezüglich der Alphaverteilung in Abhängigkeit über die gesamte Zeitperiode ist festzustellen, dass es heute im Vergleich zu früher gleich einfach respektive gleich schwer ist, Alpha zu erwirtschaften. Es kann kein eindeutiger Trend festgestellt werden, dass sich die Märkte in die Richtung einer immer höheren Informations-effizienz bewegen und dadurch das Alphapotenzial kleiner würde.

### Erfolg durch Übergewichtung von Small und Mid Caps

Betrachtet man die Alphaverteilung einzelner Zeitperioden, so fällt auf, dass die 6-Jahres-Periode von 2000 bis 2005 für Portfoliomanager eine Erfolgsperiode war: 70 Prozent der Asset Manager lagen über dem Durchschnitt. Es war in diesem Zeitraum anscheinend einfacher, Alpha zu erzielen, als die sechs Jahre davor, wo

### Autor

**Marcel B. Salzmann**  
General-Manager,  
INVESCO  
Asset Management  
(Schweiz) AG,  
ein Unternehmen der  
AMVESCAP-Gruppe



**Tabelle 1: Hinterlegte Daten im Detail**

3-Jahres-Perioden	Median Alpha (%)	Median Tracking Error (%)	Manager über dem Index (%)	Spread Russell 2000 / S&P 500 (%)
2005	0.98	3.17	63.9	7.7
2002	3.14	7.05	77.0	7.0
1999	-1.63	6.43	39.0	-14.5
1996	-1.06	3.72	36.6	-6.0
1993	1.67	5.16	68.1	11.6
1990	-0.07	4.93	49.0	-8.8
1987	0.27	5.40	53.7	-9.9
1984	2.70	5.77	67.8	-2.1
1981	4.54	6.05	93.3	12.2
<b>Total</b>	<b>0.64</b>	<b>5.02</b>	<b>56.50</b>	

**Tabelle 2: Alphaverteilung in Abhängigkeit von Risikoklassen, Periode 1981 bis 2005**

TE-Bereich (%)	Alpha (%)	Information Ratio	Anzahl Portfolios	Alpha (%)	Anzahl Portfolios (%)
0- 2	0.51	0.43	367	0.25	9.2
2- 4	0.00	0.00	1065		
4- 6	0.28	0.05	1031		
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		

dies weniger als 40 Prozent der Manager schaffen.

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 mit der Entwicklung des Alphas der Manager (siehe Grafik) eine erklärende Antwort: Die Zahlenreihen beider Kurven verlaufen beinahe deckungsgleich. Offensichtlich sehen viele Portfoliomanager in den klein- und mittelgrossen Titeln ein höheres Alphapotenzial.

### 80 Prozent des Alphas von weniger als 10 Prozent der Manager

Wie viele Portfoliomanager haben wie viel Alpha-Beitrag geleistet?

Bildet man Gruppen gemäss dem eingegangenen Risiko, zeigt sich folgendes Bild: Rund 9 Prozent der Manager nehmen einen TE von 0–2 Prozent in Kauf. 68 Prozent bewegen sich zwischen 2 und 8, 23 Prozent zwischen 8 und 20. Betrachtet man nun, welche Manager dabei durch-

schnittlich wie viel Alpha erwirtschaften (siehe Tabelle 2), zeigt sich klar:

Die mittlere Gruppe, also da, wo sich der Grossteil der Asset Manager befindet,

hat nur 25 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 Prozent durchaus interessant. Allerdings ist das dafür eingegangene relative Risiko von bis zu 20 Prozent entsprechend hoch. Hier handelt es sich tendenziell um konzentrierte Satelliten-Portfolios, die dezidiert durch die Volatilität von bestimmten Anlagestilen beeinflusst sind. Die gewählte Benchmark S&P 500 dürfte demzufolge nicht mehr die adäquate Messlatte sein.

Die interessantesten Ergebnisse für langfristig orientierte Investoren liefert Gruppe 1 des Bereiches 0–2 TE. Obwohl in diesem Bereich nur gerade 9 Prozent aller Asset Manager tätig sind, erwirtschafteten diese 51 Bp Alpha – dies sind 80 Prozent des durchschnittlichen Gesamtalphas in Höhe von 64 Bp.

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

**Grafik: Kurse klein- und mittelkapitalisierter Unternehmen vs. S & P 500**

