

Schroders Talking Point



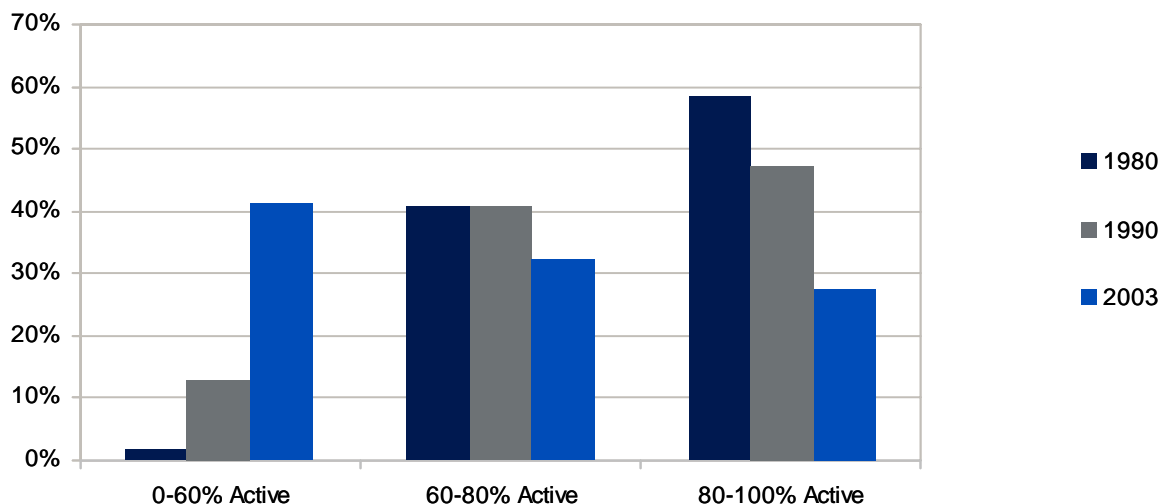
Active Share – ein wichtiges Instrument bei der Titelauswahl im Fondsmanagement

Jonathan Armitage – Leiter US Large Cap Equity

Das Thema „Active Share“ macht in letzter Zeit in verschiedenen Finanzpublikationen die Runde. Auch im Zusammenhang mit dem Schroders-Fonds US Large Cap sollte es nicht unerwähnt bleiben. Active Share bezieht sich auf den Teil des Portfolios, der nicht an die Benchmark gebunden ist. Ein Beispiel: Besitzen wir einen Titel mit einer Gewichtung von 3 Prozent, der 1 Prozent im Index ausmacht (d. h. 2 Prozent „Last“), so würden die 2 Prozent auf unseren aktiven Portfolioanteil angerechnet werden. Dabei hat sich, wie nachfolgend beschrieben, Folgendes erwiesen: Mit dem Active Share lässt sich die Alphagenerierung sehr viel besser voraussagen als mit dem Tracking Error. Ein wichtiges Konzept, denn wir verwalten das Portfolio mit einem Schwerpunkt auf der aktiven Titelauswahl, während wir gleichzeitig das Risiko klein halten. Damit meinen wir sowohl das Risiko in Bezug auf die Benchmark (d. h. Tracking Error) als auch das absolute Risiko (d. h. Standardabweichung). Eine neue akademische Studie¹ hat gezeigt, dass der aktive Portfolioanteil bei US-Aktienmanagern im Laufe der Jahre zurückgegangen ist: Die Fonds bilden immer mehr den Index ab. Das ist keine große Überraschung, denn es fällt auf, dass viele aktiv gemanagte Large-Cap-Fonds insgeheim nicht mehr sind als sogenannte „Closet Indexer“, sprich sie orientierten sich eigentlich am Index. Das repräsentiert größtenteils die Risikoscheu der Manager im Verhältnis zur Benchmark. Sie möchten nicht, dass sich das Portfolio zu sehr vom Index unterscheidet, um das Risiko eines Fehlschlags bei einer speziellen Titelauswahl zu vermeiden. Und zwar getreu dem Zitat von John Maynard Keynes: „Es ist besser für den Ruf, konventionell zu versagen, als unkonventionell erfolgreich zu sein.“ Das nachstehende Diagramm zeigt, wie stark der Active Share bei Fonds in den Jahren 1980 bis 2003 zurückgegangen ist. Der Prozentsatz von Fonds mit einem Active Share von über 80 Prozent fiel von beinahe 60 Prozent im Jahr 1980 auf unter 30 Prozent im Jahr 2003.

Anteil von US-Aktienfonds nach Active Share von 1980 bis 2003



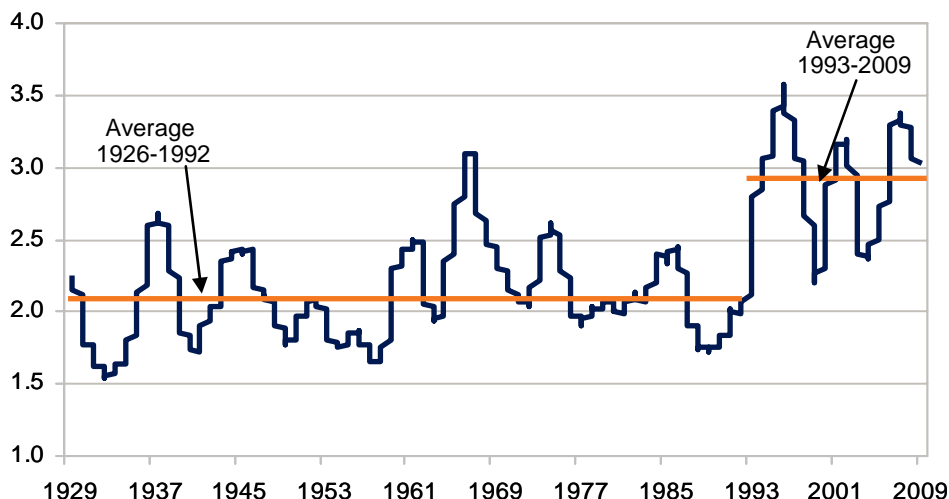


Quelle: Cremers, M. und Petajisto, A., 2006. „How Active Is Your Manager?“, Empirical Research Partners

¹Cremers, M. und Petajisto, A., 2006. „How Active Is Your Manager? A New Measure That Predicts Performance“, Yale ICF Working Paper No. 06-14.

Allerdings entwickelte sich hier ein interessantes Phänomen: Während die Fonds ihre Benchmarkbeteiligung erhöhten, ist die Benchmark sehr viel weniger volatil geworden als die durchschnittliche Aktie. Aus dem nachstehenden Diagramm wird ersichtlich, dass die Durchschnittsaktie jetzt dreimal so volatil ist wie der Vergleichsindex. In den 70 Jahren davor war es zweimal so viel. Die Standardabweichung ist eine wichtige Komponente bei der Berechnung risikobereinigter Renditen (z. B. der Sharpe Ratio mit der Formel $[Rendite - \text{risikofreie Rendite}] / \text{Standardabweichung}$). Denn durch eine niedrigere Standardabweichung werden die risikobereinigten Renditen für den Index höher und daher schwerer zu übertreffen. Man kann also davon ausgehen, dass Fondsmanager ihren Active Share ebenfalls erhöhen (nicht reduzieren) müssen, um den Vergleichsindex zu schlagen.

Volatilität der einzelnen Titel bei US Large Caps im Vergleich zum S&P 500 Index 1926 bis Mitte Januar 2009



Quelle: Corporate Reports, Empirical Research Partners Analysis. Daten geglättet auf Basis der zurückliegenden drei Jahre.

Schroders verfolgt beim Management von US Large Caps den Ansatz, die Active-Share-Komponente durch signifikante aktive Aktienpositionen zu erhöhen und dabei gleichzeitig die

Sektorwetten zu beschränken. Das folgende Diagramm zeigt das Active-Share-Profil des US Large Cap Portfolios in den vergangenen Jahren:

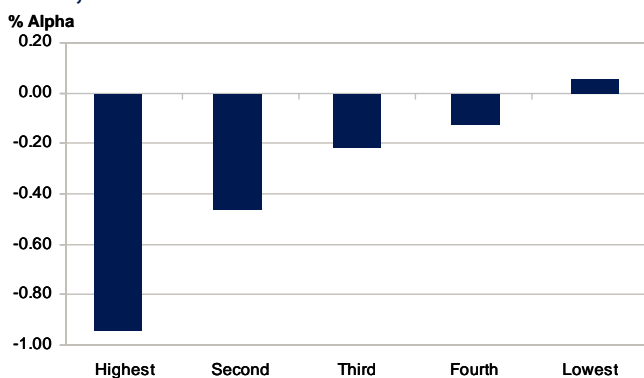
Active-Share-Profil von Schroders bei US Large Caps



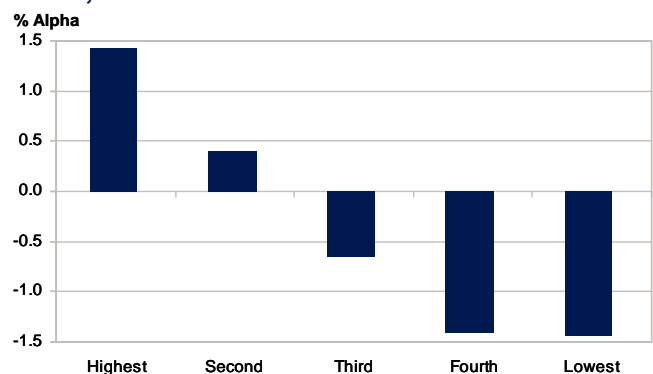
Quelle: Schroders

Wir haben häufig unterstrichen, dass wir zwar aktives Stockpicking betreiben, aber das Risiko im Portfolio einschränken, indem wir im Vergleich zur Benchmark minimale Sektorwetten eingehen. So hat das Team in einer gemeinschaftlichen Aktion die Active-Share-Komponente des Portfolios (wie oben dargestellt) erhöht. Darüber hinaus ist unser Tracking Error aufgrund der geringen Sektorwetten tendenziell niedrig. Der aktuelle Active-Share-Wert von 67 Prozent und der Tracking Error von 3,4 Prozent* entsprechen unseren allgemeinen Zielen für den Ansatz bei US Large Caps. Das Diagramm der Vermögenswerte im Fonds nach Active Share auf Seite 1 zeigt, dass unser Active Share nicht so hoch ist wie bei einigen anderen Fondsmanagern. Dafür aber ist das Risikoprofil in Kombination mit unserem niedrigen Tracking Error sehr überzeugend. Einige Kommentatoren glaubten, dass ein hoher Tracking Error den Weg zu höherem Alpha bedeutet. Bei einer Analyse der Ergebnisse von über 200 Investmentfonds in den USA von 1990 bis 2003 stellte sich jedoch das Gegenteil heraus. Nach der Yale-Studie² „sagt ein höherer Tracking Error wenn überhaupt etwas, dann nur eine etwas schlechtere Performance voraus“.

Alpha von Aktienfonds, sortiert nach Tracking Error, 1990 bis 2003



Alpha von Aktienfonds, sortiert nach Active Share, 1990 bis 2003



Quelle: Cremers, M. und Petajisto, A., 2006. „How Active Is Your Manager?“, Empirical Research Partners

Diese Ergebnisse bestärken uns zusätzlich darin, dass unser Investmentansatz mit hohem Active Share und niedrigem Tracking Error sicher ist. Konzentriert man sich bei der Definition von aktivem Management lediglich auf den Tracking Error, könnte man dadurch eine große Zahl von Bottom-up Fonds mit Titelauswahl ausschließen, die das Potenzial haben, höheres Alpha zu generieren.

² Cremers, M. und Petajisto, A., 2006. „How Active Is Your Manager? A New Measure That Predicts Performance“, Yale ICF Working Paper No. 06-14.

*3 Jahre, aus nachträglicher Sicht bis 31. Dezember 2008.

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Jonathan Armitage, Leiter Aktien USA, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schrodgers Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von **Schroder Investment Management Limited**, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.