

Schroders

QEP: Global Active Value - Unconstrained

Den Fängen der Benchmark entkommen – das Portfolio unabhängig machen

Justin Simler
Produktmanager Quantitative Equity Products (QEP) bei Schroders

Investoren gehen oft davon aus, dass ihre Vermögenswerte aktiv verwaltet werden, doch in Wirklichkeit sind viele dieser Geldanlagen in einem Vergleichsindex gefangen. Wir finden, das gibt in gewisser Weise zu denken – besonders angesichts der aktuellen Rentenlage. Da Anleihezinsen immer noch historisch niedrig sind und Verbindlichkeiten zu diesen niedrigen Marktsätzen abgezinst werden, ist die Refinanzierung und das Aufbringen von Mitteln schwieriger geworden, und die Verfahrensweisen der Branche kommen auf den Prüfstand. Bei niedrigen Nominalrenditen (was mit diesen niedrigen Anleihezinsen einhergeht) ist die Verbesserung der Dynamik von Risiko und Ertrag überlebenswichtig. Aus diesem Grund sollten Anleger ein von der Benchmark abgekoppeltes, unabhängiges Investment (ohne Restriktionen = „unconstrained“) in Betracht ziehen. Denn sie können sich damit vom „toten Gewicht“ der Fesseln eines Vergleichsindex befreien.

Wir werfen hier zunächst einen Blick auf die Nachteile von Vergleichsindizes, die von vielen Fondsmanagern wirkungsvoll nachgeahmt werden, und erkunden dann Fonds mit „besten Anlage-Ideen“ – die herkömmliche Methode, um diese Nachteile zu umgehen. Zum Schluss stellen wir dann eine weniger konventionelle, aber sehr erfolgreiche Methode des restriktionsfreien Anlegens in Aktien vor.

Dabei muss zunächst einmal geklärt werden, was wir unter dem Begriff „unconstrained“ bzw. unabhängigem Investment verstehen. Ein Aktiendepot, das als „unconstrained“ bezeichnet wird, ist ohne Bezug auf einen nach Marktkapitalisierung gewichteten Index aufgebaut. Solche Indizes wurden am Anfang zur Messung der Wertentwicklung genutzt, wofür sie auch äußerst geeignet sind. Jetzt dienen sie jedoch vielen Managern als Grundlage für den Aufbau ihres Portfolios. Von der Benchmark abgekoppelte Aktienfonds investieren hingegen in die besten Möglichkeiten – wo immer sich diese gerade bieten. Sie sind nicht gezwungen, nur deshalb in Regionen, Branchen oder Titel anzulegen, weil diese zu einem Index gehören.

Die vier Index-Fallen

- Konzentrationsrisiko
- Übergewichtung von Mega Caps
- Eingeschränktes Engagement in weniger entwickelten Märkten
- Zwingt zu teurem Einstieg und billigem Verkauf

Ein Anleger, der sich nach einem nach Marktkapitalisierung gewichteten Index richtet, geht eine Reihe von Risiken ein – zunächst das Konzentrationsrisiko: Erinnern Sie sich noch an die japanische Börsenseifenblase? Japan hatte 1988 im MSCI World Index eine erstaunliche Gewichtung von 44% erreicht. Erstaunlich im Rückblick – denn zur damaligen Zeit war Japan das dominierende internationale Wirtschaftsmodell. Begriffe wie *Kanban* (Just-in-time-Herstellung) und *Kaizen* (kontinuierliche Verbesserung) hielten Einzug ins Wirtschaftswörterbuch. Das war zwar für Industrie und Herstellung wirklich revolutionär, schlug sich aber an der Börse in übermäßigem Optimismus nieder. Japan leistete damals nur 15% des Bruttoinlandsprodukts der im MSCI World¹ vertretenen Länder. Das Platzen dieser Blase kam die meisten internationalen Fonds teuer zu stehen. Denn selbst die

¹Auf die PPP (Kaufkraftparität) bereinigtes Gewicht, Quelle: IMF.

Schroders

QEP: Global Active Value - Unconstrained

Manager, die Japan kritisch gesehen hatten, konnten eine deutliche Übergewichtung nicht verhindern. Das Auflösen dieser Überbewertung dauerte 15 Jahre und kostete die Manager 2,6% pro Jahr².

Ein weiteres Problem: Die so genannten Mega Caps, die aufgrund ihrer Gewichtung Geld anziehen, haben sich historisch gesehen unterdurchschnittlich entwickelt. Hätte man in jedem Jahr zwischen 1926 und 1994 die zehn größten Aktien im S&P 500 gekauft und diese zehn Jahre lang gehalten, so wäre man **3% p.a.**³ hinter der durchschnittlichen Aktie geblieben. Darüber hinaus tendieren die internationalen Indizes deutlich zu den Ländern, die historisch als die Industriestaaten bezeichnet werden: Die USA machen rund 50% des MSCI World Index aus. Das bedeutet, man verpasst das Potenzial, das die weniger entwickelten Wirtschaften und Märkte bieten. Und nicht zuletzt zwingen die Mechanismen des Indexaufbaus den Anleger, teuer zu kaufen und billig zu verkaufen. Nehmen Sie das Beispiel Google. Nach seiner Börsennotierung im August 2004 stieg das Unternehmen in den folgenden 18 Monaten um 358%. Im März 2006 wurde es dann in den S&P 500 Index aufgenommen und verbesserte sich in den folgenden zwölf Monaten um gerade einmal 18%. Unternehmen finden dann Aufnahme in den Index, wenn sie an Wert gewonnen haben und fallen bei Wertverlust wieder aus dem Index heraus – genau das Gegenteil von dem, was ein aktiver Anleger tun sollte.

Den Fallen des Index entgehen

Wenn die Kopplung an einen nach Marktkapitalisierung gewichteten Index das Problem ist, müssen wir dann das Problem der Marktkapitalisierungsgewichtung angehen oder gibt es einen besseren Index? Wir könnten einen gleich gewichteten Index nehmen. Aber der wäre zu illiquide und würde sich bei echter Internationalität zu einem Micro-Cap-Index auswachsen. Arnott, Hsu und Moore⁴ haben Fundamental-Indizes, gewichtet nach Bilanzdaten der Unternehmen wie Umsatz und Dividende, vorgeschlagen. Dabei handelt es sich um eine halbaktive Strategie. Warum nicht völlig aktiv werden, dabei aber viele der positiven Merkmale beibehalten? Wir plädieren für die völlige Index-Abschaffung – zumindest, was den Aufbau eines Portfolios angeht.

Wie eingangs erwähnt, verlegt sich der konventionelle Investment-Ansatz auf das Führen eines stark konzentrierten Depots von rund 30 bis 40 Titeln. Bei diesem Ansatz müsste man unter anderem die beste Bank der Welt, das beste Technikunternehmen der Welt usw. kaufen. Diese Strategie bietet viele Vorteile, aber auch Risiken, die herauszustellen sich lohnt. Durchlaufen wir z.B. bei Aktien eine turbulente Phase, könnte es einige Erschütterungen geben – und übermäßig konzentrierte Fonds können sich keine Erschütterungen leisten. Denn auch wenn Märkte wieder zum Schnitt zurückkehren können, so kann es für einzelne Unternehmen den Konkurs bedeuten.

Das „Beste-Ideen“- oder fokussierte Portfolio zeugt (anders als der Index) von hoher Überzeugung. Doch es gibt mehrere Möglichkeiten, dies zu erzielen. Auch einige der flexiblen „Beste-Ideen“-Portfolios sind an Länder- oder Branchengewichtungen gekoppelt. Andererseits bedeutet eine echte Abkopplung von der Benchmark genau das: Die Fonds müssen in der Lage sein, indexunabhängig zu investieren. Das schließt auch Investitionen in Schwellenländer und kleinere Unternehmen ein.

²Die annualisierte Differenz zwischen dem MSCI World und dem MSCI Kokusai lag zwischen 1988 und 2006 bei 2,58% pro Jahr.

³Robert D. Arnott, 2005. *Financial Analysts Journal*, März/April.

⁴2005. *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, Nr. 2():83–99.

Schroders

QEP: Global Active Value - Unconstrained

Das Bild breiter anlegen

Unser Team Quantitative Equity Products (QEP) verwaltet ein internationales Aktienportfolio, unabhängig von Indexvorgaben. Hierbei verfolgen wir einen Bottom-up-Ansatz, der völlig unabhängig ist. Wir erlegen uns nur Restriktionen auf absoluter Basis auf, d. h., wir setzen Gewichtungsbegrenzungen absolut anstatt dafür einen Vergleichsindex heranzuziehen. Auf diese Weise ist das Portfolio in der Lage, unterschiedlichste Value-Aktien zu nutzen, dabei aber extreme Ergebnisse zu vermeiden. Mit anderen Worten: Es wird sichergestellt, dass in diesem Fonds viel mehr „beste Ideen“ vertreten sind als in einem mit sehr viel höherer Konzentration.

Die technische Seite

Hier die technische Begründung für die Auswahl eines stark gestreuten Fonds. Die Kennzahl Information Ratio (IR) wird normalerweise eingesetzt, um den Wert zu messen, den man für das eingegangene Risiko, sprich sein eingesetztes Geld, erhält: Es handelt sich dabei um den Betrag der aktiven Rendite, der durch unseren Tracking Error (der misst, wie weit die Renditen vom Index abweichen) dividiert wird. Daher ergibt eine hohe Wertentwicklung mit geringem Risiko eine hohe IR, was gut ist. Das ist allerdings der Blick in den Rückspiegel. In seinem Artikel aus dem Jahr 1989⁵ unterteilte Grinold die IR in Breite (die Anzahl der abgegebenen Prognosen) und Informationskoeffizient (die Prognosegüte des Managers). Dies wurde modifiziert, um den Transferkoeffizienten mit einzubeziehen. Diese Messgröße soll ermitteln, wie effizient der Manager diese Prognosen umsetzen kann. Mit anderen Worten:⁶ Der Manager möchte präzise Prognosen stellen, und zwar so viele wie möglich, und diese so deutlich und direkt wie möglich umsetzen.

Das eigene Können zu verbessern ist sehr schwierig. Aber Fondsmanager können die Anzahl der Positionen in ihrem Fonds ausbauen und die Hindernisse bei der Umsetzung ihrer Prognosen reduzieren. Dabei will man das Anlageuniversum so breit wie möglich gestalten, um eine möglichst große Anzahl unterschiedlicher Wetten zu erhalten. Ziel: sich ein besseres Risikoprofil zu schaffen. Denken Sie an ein Spielcasino: Wenn Sie alles auf die rote 24 setzen oder den Betrag gleichmäßig auf alle Zahlen verteilen, haben sich zwar Ihre Gewinnchancen nicht geändert, wohl aber Ihr Auszahlungsprofil. Ein quantitativer Ansatz ist sehr viel besser geeignet, die Renditen eines größeren Universums zu nutzen (Small Cap, Schwellenmärkte usw.). Denn die Abdeckung von 15.000 Aktien unter Einsatz traditioneller Methoden würde mindestens 600 Analysten voraussetzen. Hingegen reduziert ein unabhängiger Ansatz die Hindernisse eines Fondsmanagers bei der Umsetzung seiner Prognosen und erhöht dadurch den Transferkoeffizienten. Da alles gleich ist, dürften beide die IR erhöhen.

Schritt 1: Werte finden

Value-Anleger suchen von Haus aus nach Aktien mit bestimmten Eigenschaften. In unserem Fall beginnen wir mit unserem Universum von 15.000 Aktien und ordnen diese unabhängig von Sektor oder Region nach Wert. Wir beginnen ganz oben in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung eines Unternehmens und betrachten zunächst die Umsatzrendite, dann die Gewinn- und dann die Dividendenrendite. Wir untersuchen die Cashflow-Rendite, die diese Dividenden stützt, und dann das Verhältnis zwischen Aktienkurs und Buchwert des Unternehmens. Insgesamt sind Dividenden- und Cashflow-Rendite für uns am wichtigsten, da diese beiden international vergleichbar, stabil und schwer zu manipulieren sind. Oft betrachten wir dieselben Messgrößen, die auch von den Private-Equity-Unternehmen unter die Lupe genommen werden. Folglich sind viele unserer Beteiligungen auch im Visier solcher Unternehmen.

⁵ Grinold, Richard C. 1989. "The Fundamental Law of Active Management." *Journal of Portfolio Management*, Vol. 15 Nr. 3 (Frühjahr): 30–37.

⁶ Clarke, Roger, Harinda de Silva und Steven Thorley. 2002. "Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management." *Financial Analysts Journal*, Vol. 58, Nr. 5 (September/Okttober): 48–66.

Schroders

QEP: Global Active Value - Unconstrained

Obwohl man diese Messgrößen auf alle Unternehmen anwenden kann, gibt es keine Einheitsgröße. Der Dividendenertrag ist für eine Bank wichtiger als für ein Technologieunternehmen, wo z. B. der Umsatzertrag wichtiger sein kann. Mit einem zeitlichen Rückblick auf alle internationalen Sektoren haben wir die relative Bedeutung der einzelnen Faktoren bei der Förderung von Wert ermittelt und entsprechend gewichtet.

Diese Fundamentalanalyse ermöglicht ein tägliches internationales Ranking der internationalen Werte unseres aus 15.000 Titeln bestehenden Universums. So können wir die teuerste und die preiswerteste Aktie der Welt ermitteln. Größtenteils kaufen wir Aktien, die zu den oberen 10% im Wertbereich gehören, und verkaufen sie, wenn sie aus dem oberen Drittel herausfallen. Oder anders ausgedrückt: wenn wir 5.000 bessere Möglichkeiten ermitteln können.

Ein wichtiger Punkt: Hierbei handelt es sich um eine dynamische Sicht von Wert. Dabei wird das Portfolio ständig in neue Wertmöglichkeiten umgeschichtet. Heute finden wir Wert an ganz anderen Stellen als noch vor ein paar Jahren. Und die wechselnde Verfügbarkeit dieser Möglichkeiten bestimmt unsere Bottom-up-Regions- und Sektorgewichtungen.

Grafik:

Y-Achse: Sektor (Gewichtung in %)

X-Achse: Finanzen, Gebrauchsgüter, Energie, Industriegüter, Rohstoffe, Versorger, Telekommunikation, Verbrauchsgüter, Technologie, Gesundheit

Historic Range: Historische Spanne

Current Weight: Heutige Gewichtung

Quelle: Schroders. Schroder Global Quantitative Active Value Fund, Gewichtungen zum 13. April 2007

Schritt 2: Gewinnchancen verbessern

Nachdem wir diese 15.000 Unternehmen ihrem Wert nach geordnet haben, bestimmen wir, welche davon ihr Potenzial am Markt am wahrscheinlichsten umsetzen können. Dafür brauchen wir eine Fundamentalanalyse, für die wir jedoch die Hilfe der modernen Technik in Anspruch nehmen.

Unserer Ansicht nach ist es ein Fehler, Aktien nach ihrer Marktkapitalisierungsgewichtung zu kaufen. Denn überbewertete Aktien haben größere und unterbewertete Aktien kleinere Gewichtungen. Stattdessen bringen wir unser eigenes Gewichtungsschema zur Anwendung. Es beruht auf 1) einem Modell der gleichen Wirkung und 2) den Fundamentaldaten des Titels. Unser Modell der gleichen Wirkung analysiert die Größe einer Aktie, ihre Volatilität und die Liquidität ihres Markts, um daraus eine ausgewogene Gewichtung abzuleiten, die die Handelskosten ausgleicht. Unsere Analyse der Fundamentaldaten eines Unternehmens trägt der Tatsache Rechnung, dass Value-Aktien im Laufe der Zeit eine Outperformance erzielen, aber dass dies nicht auf alle Titel, die guten Wert zu bieten scheinen, zutrifft. Einige mögen preiswert erscheinen, doch das hat auch seine Gründe, z.B. nachlassende Rentabilität. Sie könnten dennoch als Kaufobjekt in Frage kommen – vielleicht als Turnaround-Ziele – und ihren Wert von einem sehr niedrigen Stand aus vervielfachen. Aber in diesem Fall würde man sich bei diesen Titeln für eine sehr viel niedrigere Gewichtung entscheiden. Stattdessen setzen wir auf eine größere Gewichtung bei Aktien, die bessere Fundamentaldaten aufweisen.

Traditionell hätte ein Manager Urteilsvermögen und Erfahrung eingesetzt, um über die Kombination der Faktoren (stabile Gewinne, Rentabilität, gute Bilanzen usw.), die die Wertschöpfung einer Aktie am Markt am wahrscheinlichsten machen würden, zu entscheiden. Dank der Technik steht uns für diese Aufgabe nun ein besseres Werkzeug zur Verfügung.

Schroders

QEP: Global Active Value - Unconstrained

Wir haben eine Technik aus Wissenschaft und Medizin entlehnt, das so genannte rekursive Aufteilen. Entwickelt wurde diese Technik von Krankenhäusern, in denen die Behandlung akuter Fälle rasche Entscheidungen voraussetzt. Die Technik könnte zum Beispiel eingesetzt werden, um zu ermitteln, wie wahrscheinlich es ist, dass ein Patient, der wegen Schmerzen in der Brust vorstellig wird, einen Herzinfarkt erlitten hat. Die Faktoren (Herunterhängen des linken Arms, Diabetes, systolischer Blutdruck usw.) sind bekannt, aber man will ermitteln, welche Kombination dieser Faktoren am wichtigsten ist. Dabei könnte man 5.000 Patienten über einen Zeitraum von fünf Jahren beobachten und vielleicht feststellen, dass der Blutdruck, dann das Alter, die Familiengeschichte usw. die wichtigsten Indikatoren sind. Hat ein Patient also einen systolischen Blutdruck von unter 91, ist er über 61,25 Jahre alt und kamen in seiner Familie Herzkrankheiten vor, so besteht bei ihm zu 67% die Wahrscheinlichkeit eines Herzinfarkts und er muss unverzüglich entsprechend behandelt werden.

Uns interessiert nun nicht die Wahrscheinlichkeit eines Herzinfarkts, sondern die Gesundheit der Unternehmen, in die wir investieren. Für jeden internationalen Sektor analysieren wir Daten über einen Zeitraum von über 20 Jahren, um zu ermitteln, welche anderen Faktoren (wie Rentabilität, Gewinnstabilität, finanzielle Stärke) bei Value-Titeln zu einer Outperformance führten, und kaufen sie in größeren Gewichtungen.

Schritt 3: „unabhängig“, aber unter Kontrolle ...

Zur Ermittlung unserer Anlagen richten wir uns nicht an Indizes, die sich nach der Marktkapitalisierung orientieren. Stattdessen haben wir uns eigenen Richtlinien, wobei wir zwei Zwecke verfolgen: Erstens wollen wir Extreme aufgrund von Überkonzentration verhindern. Folglich investieren wir je Titel maximal 0,5%, je Branche 10%, je Schwellenmarkt 2,5% und 20% in Small Caps. Daraus ergibt sich ein Depot aus mindestens 500 Aktien – ein krasser Gegensatz zu den vielleicht nur 30 Werten in den Portfolios konzentrierter Manager, die ebenfalls frei von Index-Vorgaben vorgehen. Mit Beispielen aus jüngster Zeit lässt sich zwar belegen, dass eine reduzierte Anzahl von Aktien sowohl zu höheren Renditen wie auch geringerem Risiko geführt hat. Aber das Platzen der Technologieblase und die Liquiditätsüberflutung des Systems im Jahr 2002 hat eine höchst ungewöhnliche Umgebung geschaffen, in der die Volatilität sehr niedrig und die Risikobereitschaft sehr hoch ist. Schlägt das um auf „normal“, d.h., sinkt die Risikofreude, könnte das die Aktienmärkte „erschüttern“ – und ein schlechtes Ergebnis kann ein konzentriertes Portfolio torpedieren.

... die Welt ist voller Möglichkeiten

Die meisten Menschen würden zustimmen, dass es Vorteile hat, sein Risiko zu streuen. Aber nur wenige erkennen, dass das auch eine Möglichkeit darstellt, hohe Renditen durch indexunabhängiges Investieren zu erwirtschaften. Es bieten sich jederzeit viele Value-Chancen. Doch um diese zu nutzen, braucht man sehr viel mehr Titel als einem konventionellen Portfolio zur Anlage offen stehen. Die Anzahl der Werte in einem konzentrierten, vorgabefreien Ansatz kann an sich schon eine Einschränkung für die Erzielung dieser Renditen darstellen. 2006 erwirtschafteten wir für unsere Kunden Gewinne mit den verschiedensten internationalen Value-Aktien. Dazu zählten indonesische Banken und japanische Schifffahrtstitel ebenso wie europäische Industrieunternehmen. Normalerweise erfährt man erst nachträglich etwas von diesen Chancen. Aber unser äußerst gestreuter, weltweit unbeschränkter Ansatz macht es Anlegern möglich, schon frühzeitig von diesen Titeln zu profitieren.

Schroders

QEP: Global Active Value - Unconstrained

Unserer Ansicht nach müssen Anleger das Investieren frei von Vorgaben als ein Mittel für Diversifikation, Renditeverbesserung und Risikoreduzierung betrachten. Und ein konventioneller Ansatz der „besten Anlage-Ideen“ ist dafür nicht der einzige Weg. Ein von Auflagen befreites, breit gestreutes Depot aus über 500 besten Ideen rund um die Welt lässt Sie nachts ruhig schlafen und sucht gleichzeitig nach den nächsten Anlagemöglichkeiten.

Wichtiger Hinweis

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Justin Simler, Produktmanager, Quantitative Equity Products, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Mangement 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 Schroders 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.

Zu Ihrer Sicherheit können Telefongespräche aufgezeichnet werden.