



Standpunkt

März 2004

Enhanced Indexing im
Aktien-Portfoliomanagement

©2004. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Enhanced Indexing im Aktien-Portfoliomanagement

- ◆ Die Anleger waren im Aktienbärenmarkt der Jahre 2000-2002 sowohl vom passiven Indextracking als auch von den mangelnden Erfolgen ihrer aktiven Manager enttäuscht. Als Reaktion darauf haben Absolute Return-Mandate und Enhanced Indexing massiv an Bedeutung gewonnen.
- ◆ Mit Enhanced Indexing ist eine Zwischenform zwischen passivem und aktivem Aktien-Portfoliomanagement gemeint, bei dem die Anleger indexnahen Mandaten einen gewissen Tracking Error (i. d. R. 0,5-2,5%) zum Nutzen von kleinen Spielräumen gewähren, um die Chancen einer moderaten Outperformance zu erhöhen.
- ◆ Durch Vergabe von Enhanced Indexing-Mandaten wollen die Kunden die Managementvergütung niedrig halten und gleichzeitig den Hauptnachteil passiver Mandate, die vollständige Abhängigkeit vom Index, umgehen.
- ◆ Lazard hat mit seinem Konzept „Euroland Enhanced Plus“ ein spezielles Enhanced Indexing-Konzept mit Sector-Tilt entwickelt, bei dem im Modellportfolio durch Asset-Allocation-Entscheidungen im Sinne einer Über- und Untergewichtung von Branchen (Top Down) in Kombination mit der klassischen Einzeltitelselektion nach Value-Kriterien (Bottom Up) eine konsistente Outperformance im Vergleich zum Index bei gleichzeitiger enger Risikokontrolle und niedrigen Kosten erreicht wurde.

Enhanced Indexing im Aktien-Portfoliomanagement

Aktives und passives Aktien-Portfoliomanagement

Wir haben vor einiger Zeit in einer Publikation aktives und passives Portfoliomanagement gegeneinander abgegrenzt und die Vor- und Nachteile beider Anlageformen ausführlich diskutiert.¹ Wir hielten fest, dass die Abgrenzung von passiven zu aktiven Mandaten über den maximal zulässigen Tracking Error erfolgt, dass es aber im Detail vom Fondsponsor und vom Produkttyp abhängt, wieviel Spielraum dem Fondsmanager überlassen wird, um die Mandate noch als passiv oder schon als aktiv zu definieren.

Will man trotz der Individualität der Mandate grobe Faustregeln angeben, kann man für das Aktien-Portfoliomanagement folgendes sagen: Passive Aktienmandate bewegen sich in der Regel bei Tracking Error-Vorgaben von unter 0,5%. Die meisten

(normalen) aktiven Mandate im Aktienbereich haben Tracking Error-Vorgaben von 3-4%, aber es sind auch (je nach Mandat) maximale (realisierte) Tracking Errors von 5-6% nicht unüblich, wenn der Kunde aggressivere Wetten wünscht. Im Small Cap-Bereich findet man sogar Tracking Errors von mehr als 8% vor.

Die Frage, ob aktives oder passives Portfoliomanagement sinnvoller ist, kann man nicht eindeutig beantworten.² Sowohl aktive als auch passive Ansätze haben ihren Nutzen und können dem Kunden Mehrwert schaffen. Der Investor muss sich aufgrund seiner Bedürfnisse und seiner Risikotoleranz entscheiden, welcher Ansatz für welches Produkt und für welchen Zeitpunkt ihm den besten Beitrag zu seinem Portfolio liefern kann.

Die Unterschiede zwischen aktivem und passivem Portfoliomanagement, die der Investor bei seiner Entscheidung für einen Stil bedenken muss, werden in Tabelle 1 dargestellt.³

Tabelle 1: Aktives vs. Passives Portfoliomanagement

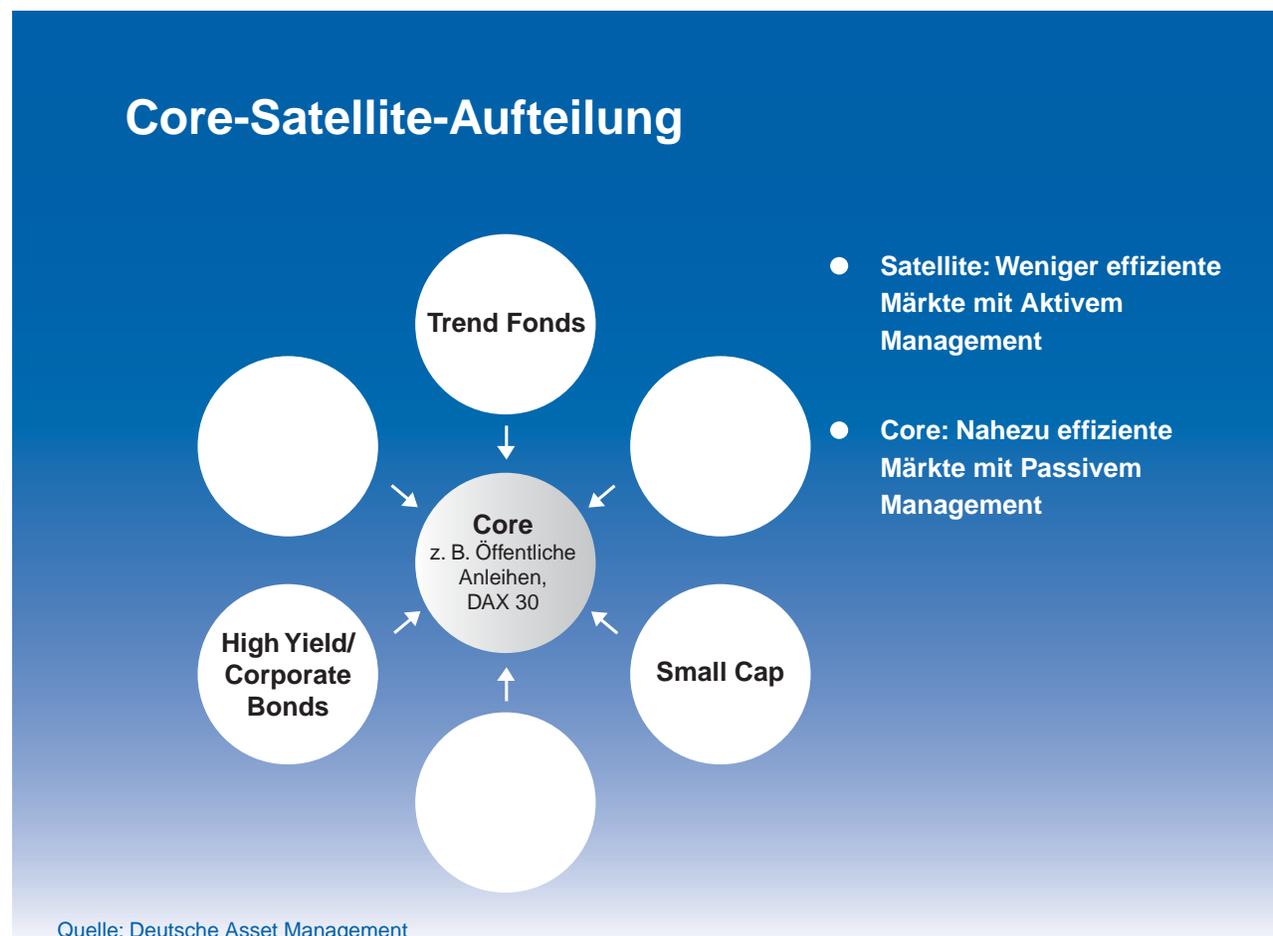
	Aktive Anlagestrategie	Passive Anlagestrategie
Ziel	Eine Zielgröße/Benchmark/Index oder durchschnittlichen Fonds zu schlagen	Einen Index zu approximieren bzw. zu replizieren
Risikodiversifizierung	Freiheitsgrade, Eingehen diversifizierbarer Risiken	Regelbasierend, Vermeidung diversifizierbarer Risiken
Verfahren	Titel-, Währungs-, Sektoreselektion, Timing, Buy and Sell	Index Tracking, Buy and Hold
Investitionsumfang	Asset Allocation, Asset Selektion, nicht immer voll investiert (d.h. Vorhalten von Kasse)	Voll investiert in Indextitel
Marktabdeckung	Alle Titel und alle Märkte	Schwerpunkt auf Aktien und Märkten der Industrienationen
Reaktion auf Marktveränderungen	Möglich und gewünscht, da der Markt als ineffizient unterstellt wird	Nicht gewünscht, da der Markt als effizient unterstellt wird
Analysetechniken	Qualitativ: Asset Management eher als "Kunst"	Quantitativ: Asset Management eher als "Wissenschaft"
Verwaltungs- und Transaktionskosten	Höher, wegen Kosten für Fundamentalanalyse, Analysten und aktivem Trading	Niedriger, wegen geringer Kosten für quantitative Analysen und Einsatz von Computern

Quelle: Olaf W. John

Aktives Portfoliomanagement stellt aus der Natur der Sache heraus höhere Anforderungen an den Vermögensverwalter als rein passive Mandate. Empirische Untersuchungen zeigen, dass aktives Management nur dann erfolgreich ist, wenn es auf einem systematischen Investmentprozess beruht, wenn die Fondsgesellschaft großen Wert auf methodische Risikokontrolle legt und wenn die Anlageentscheidungen aufgrund objektiver, quantitativer Kriterien gefällt werden. Gelingt es dem Investor, Assetmanager zu selektieren, welche die Kriterien guten Fondsmanagements erfüllen und Outperformance generieren, kann aktives Management für den Fondssponsor optimal sein. Die Managerselktion ist damit eine ganz grundlegende Aufgabenstellung für jeden Investor; ein Grund, warum die Consultants zuletzt an Bedeutung im Markt gewonnen haben.

Systematisches Vorgehen ist eine Vorbedingung des Erfolgs, nicht nur beim Fondsmanager, sondern auch beim Fondssponsor. Moderne Ansätze wie das Core-Satellite-Konzept versuchen in einem durchstrukturierten Prozess, Portfolios von Fonds zusammenzusetzen, die aktives und passives Management für unterschiedliche Produkte nutzen und die so die Vorteile beider Managementstile integrieren. Passive Ansätze finden bei (effizient bepreisten) Standardprodukten Verwendung. Aktives Management wird dagegen bei speziellen Märkten, Investmentansätzen oder Produkten eingesetzt. Der Fondssponsor hofft, dass smarte aktive Fondsmanager in eher ineffizienten Marktsegmenten deutliche Überreturns erzielen können, so dass die Zusatzerträge die höheren Kosten rechtfertigen (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Der Core-Satellite-Ansatz



Enhanced Indexing

In den letzten Jahren ist eine Diskussion darüber aufgekommen, ob die strikte Trennung der Managementstile in passives und aktives Portfoliomanagement wirklich sinnvoll ist. Insbesondere während des Aktienbärenmarktes der Jahre 2000 bis 2002 wurde vielen Anlegern bewusst, dass das reine Duplizieren von Indizes gerade bei ihren Kerninvestments kein sinnvoller Investmentstil sein kann, weil sich die Preise von indexierten Fonds tatsächlich komplett in Übereinstimmung mit den ins Bodenlose fallenden Benchmarks bewegten, ohne dass der Fondsmanager eingriff. Zudem war immer wieder festzustellen, dass die Investitionsströme passiver Mandate beispielsweise bei Indexumstellungen leicht prognostierbar waren, was viele Marktteilnehmer (wie Hedge Fonds) ausnutzen konnten, um die Indextracker und sonstigen passiven Anleger über Market Timing (z. B. via Vorkaufen) zu arbitrieren.⁴

Auf der anderen Seite waren viele Anleger auch von ihren aktiven Managern enttäuscht, weil diese während der Schwächephase der Märkte nicht so aktiv waren, wie es die Fondssponsoren eigentlich erwartet hatten, oder weil sie durch falsche aktive Wetten oder eine fehlende Verkaufsdisziplin die Performance im fallenden Markt sogar noch unter die Benchmark drückten. Generell wurde vielfach kritisiert, dass die Grundbedingungen für erfolgreiches aktives Managen – der systematische Investmentprozess und die methodische Risikokontrolle – bei einigen Managern nicht als gegeben anzusehen seien. Viele Investoren stellten angesichts ihrer ernüchternden Erfahrungen – auch angesichts der höheren Managementvergütung – den Nutzen sehr aktiven Managements in Frage, auch weil ein Großteil der Performance letztlich aus Asset Allocation-Entscheidungen herrührt, die selten aktiv gemanagt wurden.⁵

Vor diesem Hintergrund gewinnen heute neben Absolute Return-Konzepten Zwischenformen von passivem und aktivem Portfoliomanagement mehr und mehr an Bedeutung. Diese versuchen, die Vorteile beider Investmentstile auf sich zu vereinigen, ohne die Nachteile komplett in Kauf nehmen zu müssen (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Spektrum zwischen aktiven und passiven Anlagestrategien



Insbesondere lockern einige Investoren die strikte Trennung von rein passiv und rein aktiv zunehmend auf, indem sie die passiven Core-Bestandteile ihrer Core-Satellite-Strategien als „enhanced indexation“-Ansatz betreiben. Mittlerweile wird der Anteil von „enhanced indexation“ (auch „indexing-plus“ oder „Enhanced Indexing“ genannt) an der Verwaltung institutioneller Gelder je nach Quelle und Abgrenzung auf 15-20% geschätzt, wobei insbesondere rein passive Mandate durch Enhanced Indexing ersetzt wurden.⁶ Bei Enhanced Indexing-Strategien räumen die Anleger den passiven Mandaten einen gewissen Tracking Error zum Nutzen von kleinen Spielräumen ein, um die Chancen einer moderaten Outperformance zu steigern. Man spricht von „Enhanced“-Mandaten, wenn der Tracking Error im niedrigen aktiven Bereich von 0,5-2,5% liegt.

Die Idee des Enhanced Indexing

Viele (große) Fondssponsoren haben in der Vergangenheit mehrere Fonds mit der gleichen Benchmark versehen, um ihre Fondsmanager gegeneinander „um die Wette laufen zu lassen“ (Horse Racing). Zu bestimmten Terminen wurde die Performance überprüft, um den besten Managern mehr Gelder zur Verwaltung zuzuteilen, während die schlechten Manager ihr Mandat verloren. So mancher Anleger hat dabei die Erfahrung gemacht, dass durch die Zusammenstellung vieler aktiver Manager als Gesamt-

portfolio letztlich ein Indexfonds mit extrem hohen Gebühren konstruiert wurde. Die unterschiedlichen Stile und Investmentprozesse der unterschiedlichen Assetmanager aggregierten sich auf lange Sicht letztlich zum Index.⁷

Einen gewissen Ausweg aus diesem Dilemma bot das Enhanced Indexing an, bei dem das gesamte Anlagekapital in einer Assetklasse auf wenige große Mandate aufgeteilt wird, die dem Portfoliomanagement eine kleinere aktive Rolle zugestehen, jedoch einen gewissen Spielraum für aktive Wetten einräumen. So versuchen die Fondssponsoren, die Managementvergütung niedrig zu halten und die Nachteile des passiven Managements, die vollständige Abhängigkeit vom Index, zu vermeiden.

Die Idee des Enhanced Indexing ist es, die Ertrags-erwartungen in Relation zu den Indizes durch die Begrenzung der Tracking Errors einigermaßen berechenbar zu halten. Da die Enhanced Indexer aber auch Risiken nehmen dürfen, können sie das Problem der Arbitrage ihres Verhaltens durch aktive Marktteilnehmer bei Indexumstellung umgehen. Im Vergleich zum rein passiven Manager ist es ihnen möglich, einen Zusatznutzen zu generieren, indem sie in fallenden Märkten sinnvolle Abweichungen von der Benchmark einleiten. Letztlich ist es die Idee des Enhanced Indexing, aktives Managen mit größerer Risikokontrolle, Konsistenz und Berechenbarkeit umzusetzen.

Die Kapitalmarkttheorie liefert Argumente, warum Enhanced Indexing ein guter Ansatz aktiven Managements sein kann.⁸ Das Gesetz der fallenden Grenzerträge besagt, dass im Risiko-Return-Diagramm der Kapitalanlagen ein stetig wachsendes Risiko zwar mit steigenden zu erwartenden Erträgen, aber mit abnehmenden Gewinnzuwachs pro Risikoeinheit verbunden ist. Daraus ergibt sich, dass das Eingehen vieler kleiner Wetten im Portfolio Management (risikoadjustiert) langfristig erfolgreicher sein muss als das Setzen auf wenige große Wetten. Beim Enhanced Indexing, das mit einem kleinen Tracking Error zum Index verbunden ist, besteht die Strategie in vielen kleinen Long/Short-Positionen im Vergleich zur Benchmark – man könnte von Indextracking mit Long/Short-Overlay sprechen – und führt daher (theoretisch) zu größerer Risiko-Ertrags-Effizienz als passive oder stärker aktive Strategien.

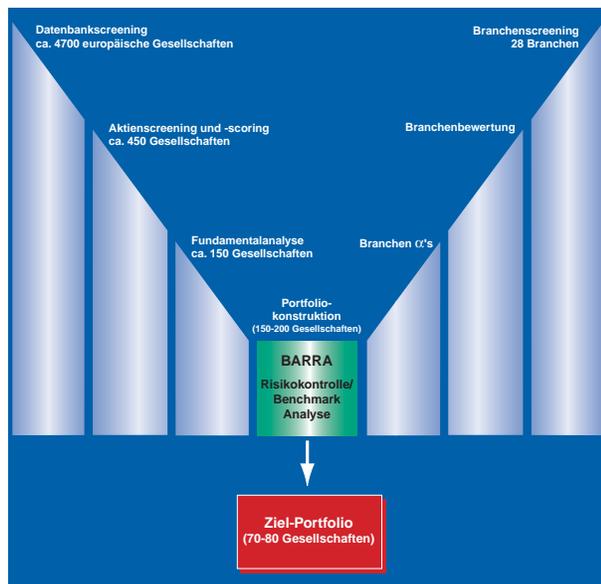
Man kann theoretisch zeigen, dass die Portfolioeffizienz in einem Core-Satellite-Ansatz unter gewissen Annahmen verbessert werden kann, indem man zu den passiven und den aktiven Mandaten Enhanced Indexing-Ansätze hinzufügt. Die größere Portfolioeffizienz kommt beispielsweise in einer höheren Information Ratio (Zusatztrag über Benchmark geteilt durch zusätzliches Risiko über Benchmark) bzw. einem niedrigeren Risiko zum Tragen.⁹ Gerade für Anleger, die intensiv mit Risikobudgets und Core-Satellite-Ansätzen arbeiten, können Enhanced Indexing-Mandate eine sinnvolle Alternative sein.

Lazard Euroland Enhanced Plus

Es gibt eine Reihe unterschiedlicher Ansätze, um Enhanced Indexing-Strategien umzusetzen. Man unterscheidet reine Kassamarktstrategien von sogenannten synthetischen Strategien, die stark auf den Einsatz von Derivativen setzen. Natürlich sind auch Kombinationen dieser Ansätze denkbar.¹⁰

Wir wollen uns im folgenden mit einer speziellen Kassamarktstrategie, unserem Ansatz „Lazard Euroland Enhanced Plus“ befassen, um im Detail das Verständnis für die Vorgehensweise eines Enhanced Indexing-Ansatzes zu wecken. Unser Konzept beim „Lazard Euroland Enhanced Plus“ kombiniert eine wertgetriebene Stock Selection-Strategie, auf die wir uns bei unseren stärker aktiv gemanagten Mandaten konzentrieren, mit einem sogenannten Tilted-Ansatz der Branchenselektion (Sector Tilted). Bei unserem Sector Tilted-Konzept werden aufgrund bestimmter Signale eines von uns aufgebauten quantitativen Modells zeitweise Über- und Untergewichtungen von Branchen, also Branchenwetten, vorgenommen. Dieser Sector-Tilted-Ansatz gehört zur großen Gruppe des Enhanced Indexing, bei dem im Rahmen taktischer Asset Allocation-Entscheidungen mit einer systematischen Über- oder Untergewichtung einzelner Sektoren, Stile oder Größenklassen zur Benchmark (=Tilt) gearbeitet wird, um den Index zu schlagen (vgl. Abbildung 3).¹¹

Abbildung 3: Screeningprozess



Aufbau unseres Screeningprozesses

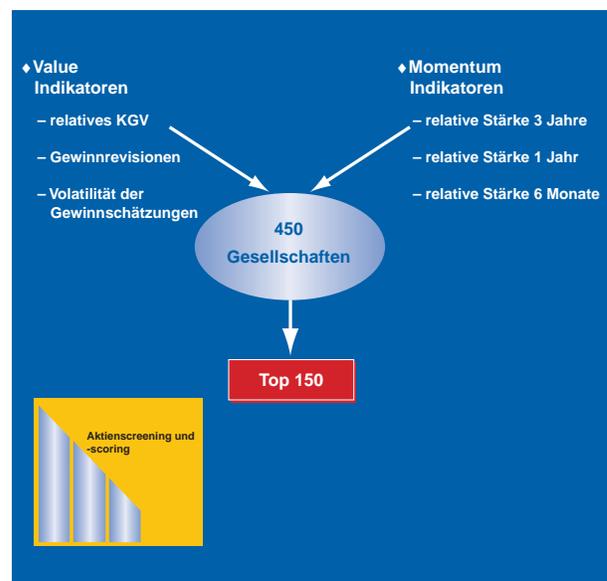
Abbildung 3 zeigt, dass unser Lazard Euroland Enhanced Plus-Konzept auf einem monatlichen quantitativen Screeningprozess basiert, der aus zwei Teilen besteht. Der erste Teil ist ein Datenbankscreening auf der Einzeltitelebene (Stock Selection). In mehreren Stufen quantitativer Analyse wird aus 4700 europäischen Aktien eine Gruppe von ca. 150 Gesellschaften ausgewählt, die unseren Vorstellungen von Werthaltigkeit und den sonstigen Restriktionen der Titelauswahl für unser Portfolio entsprechen (Bottom Up-Ansatz). Zum Anlageuniversum, das für die Auswahl in das Portfolio des neuen Monats in Frage kommt, gehören neben den bisher im Portfolio befindlichen Werten die durch den Screening-Prozess ausgewählten 150 Titel. In der Regel macht dies insgesamt ein Anlageuniversum von 150-200 Titeln aus. Der zweite Teil des Screeningprozesses umfasst das Branchenscreening der 28 Branchen des DJ Euro STOXX (in der speziellen Brancheneinteilung von BARRA), das stärker von Top Down-Überlegungen getrieben wird. Auf dieser Ebene werden unsere Beurteilung der Branchen und die Branchenalphas (Erklärung Seite 9) eines jeden Sektors hergeleitet.

In der zweiten Stufe des Investmentprozesses werden die Ergebnisse der beiden Teile der Analyse mit Hilfe des BARRA-Systems bei der Portfolio-konstruktion unter Berücksichtigung eines möglichst kleinen Tracking Errors zur Benchmark zusammengeführt. Dabei werden die Einzeltitel des Portfolios des Vormonats nur dann gegen neue Werte ausgetauscht, wenn der erwartete Netto-Excess Return dieser Maßnahme (unter Berücksichtigung der Transaktionskosten) positiv ist. Außerdem wird durch Rücksprache mit dem Sektorspezialisten, der spezielle Werte generell aus dem Anlageuniversum ausschließen kann, noch ein Negativecheck durchgeführt. Unser Zielfortfolio umfasst in der Regel 70-80 Werte.

Erster Teil des Screening-Prozesses: Aktienscreening und -scoring

Ziel des Aktienscreening ist es, aus den ca. 450 Gesellschaften, die generell die Grundbedingungen unseres Ansatzes erfüllen, die in der Regel rund 150 Gesellschaften mit einem Scoring über Null – unsere „Best List“ – auszuwählen. Dabei gilt die allgemeine Investmentphilosophie von Lazard: Wir konzentrieren uns auf Unternehmen, die unter Renditebetrachtungen produktiv und attraktiv bewertet sind (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Aktienscreening und -scoring

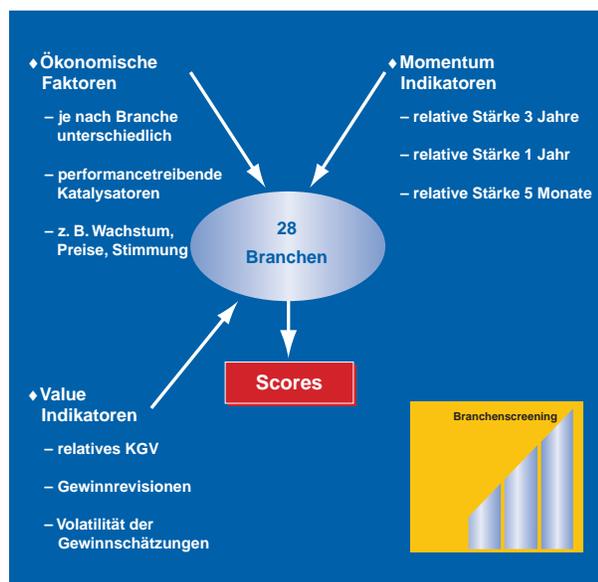


Für diesen Ansatz der Aktieneinzeltitelauswahl haben wir ein Aktienscoring entwickelt, bei dem auf Basis von zwei Indikatorengruppen – den Value-Indikatoren und den Momentum-Indikatoren – eine Gesamtbeurteilung für jede einzelne Aktie berechnet wird. Die Value-Indikatoren (z. B. relative KGVs, Gewinnrevisionen, Volatilität der Gewinnschätzungen, Gewinnwachstum, Price/Cash Flow....) und die Momentum-Indikatoren (Relative Stärke-Maße über verschiedene Zeiträume) gehen dabei gleichgewichtig in das Gesamtscreening ein. Aus den Aktienscores wird ein Ranking der Attraktivität über alle Aktien hinweg erstellt.

Zweiter Teil des Screening-Prozesses: das Branchenscreening

Mit dem zweiten Teil unseres Screeningprozesses, dem Branchenscreening, wollen wir uns etwas genauer befassen, denn er macht den Kern dessen aus, was unseren Ansatz des Enhanced Indexing, den Sector Tilted, von anderen Strategien der „enhanced indexation“ unterscheidet (vgl. Abbildung 5).

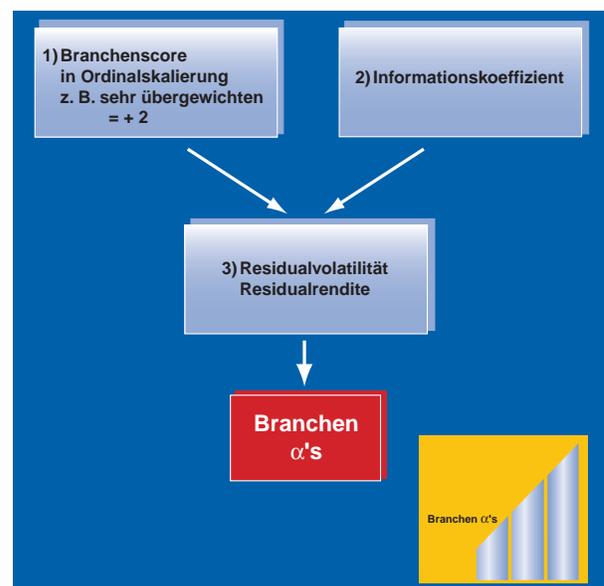
Abbildung 5: Branchenscreening



Für die Ermittlung einer individuellen Brancheneinschätzung haben wir analog zum Aktienscoring ein Branchenscoring entwickelt. Zu den beiden beim Aktienscoring verwendeten Indikatorengruppen – den Value-Indikatoren und den Momentum-

Indikatoren – kommt dabei aber noch eine dritte Indikatorengruppe hinzu, die ökonomischen Faktoren. Aus diesen drei Indikatorengruppen wird ein Gesamtscore für jede einzelne Branche des DJ Euro S^TOXX berechnet und ein alle 28 Sektoren (nach BARRA-Einteilung) umfassendes Ranking der Attraktivität erstellt. Ziel ist das Aufspüren unterbewerteter und attraktiver Sektoren. Die ökonomischen Faktoren, die je nach Branche unterschiedlich sein können (z. B. erwartete Wachstumsraten, Stimmungsindikatoren, Indikatoren für M&A-Aktivität, Preismacht), die Value- und die Momentum-Indikatoren gehen wieder gleichgewichtig in das Gesamtscore ein. Daraus werden für jede Branche (normierte) Ertrags Erwartungen – die sogenannten Branchenalphas – berechnet (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Die Berechnung der Branchenalphas



Zum klareren Verständnis des weiteren Vorgehens bei der Berechnung der Branchenalphas aus dem Scoring der Branchen heraus ist ein kleiner Ausflug in die Kapitalmarkttheorie von Nöten.¹²

Die Berechnung der Branchenalphas

Scoring-Modelle gehören zu den sogenannten approximativen Bewertungsverfahren, die man insbesondere dann verwendet, wenn man gleichartige Assetklassen im relativen Vergleich zueinander beurteilen will und sich keine direkten Ertragsprognosen zutraut. Mit Hilfe der Scores kann man dann aber nicht nur eine Attraktivitätsrangfolge erstellen, sondern die Scores auch in eine Ertragschätzung (genauer eine Schätzung der benchmarkunabhängigen Bestandteile der Ertragsprognose = Branchenalphas) überführen. Dies wird in unserem Modellansatz gemacht.

Im ersten Schritt berechnen wir für jede Branche ein Branchenscore, indem jeder Einzelindikator unter Verwendung einer Ordinalskalierung mit einem Wert zwischen -2 (sehr negativ) bis +2 (sehr positiv) eingeordnet wird, und die Indikatoren zum Gesamtscore der Branche S_i aufaggregiert werden. Mit Hilfe dieser Branchenscores (auch „ordinale Rohsignale“ genannt) lassen sich kapitalmarkttheoretisch noch keine Aussagen zur Attraktivität der Branchen machen. Wir müssen in einem zweiten Schritt die Scores der Einzelbranchen auf den (gleichgewichteten) durchschnittlichen Score aller Branchen normieren, also den relativen Branchenscore zum Durchschnitt berechnen. Ein Score sagt nämlich nur dann etwas aus, wenn man die Attraktivität relativ zur Attraktivität der anderen Branchen betrachtet. Bei der Normierung geht der Durchschnittscore \bar{S} und die Standardabweichung aller Scores um den Durchschnitt σ_{S_i} ein. Der individuelle Score wird also um die benchmarkbezogene Komponente bereinigt und in einen normierten Branchenscore umgerechnet (im Fachjargon „Residual Score“ RS_i bzw. standardisiertes/normiertes Signal genannt).¹³

$$RS_i = \frac{S_i - \bar{S}}{\sigma_{S_i}}$$

Unter Verwendung der bereinigten Branchenscores wird ein approximatives Prognosemodell zur relativen Beurteilung der Branchenattraktivität entwickelt. Man berechnet dazu abschließend das Branchenalpha, das auch (adjustierter) Residualreturn genannt wird. Dabei geht in das Formelwerk der Informationskoeffizient IC ein, der ein Maß für die

vergangene Prognosegüte (die prognostische Fähigkeit) des Modells bzw. des Fondsmanagers darstellt. Der IC misst die Korrelation zwischen den prognostizierten und den tatsächlich realisierten Erträgen der einzelnen Prognosen der Vergangenheit. Der IC liegt in der Regel zwischen 0,01 und 0,1. Je höher der Informationskoeffizient, desto besser hat das Modell in der Vergangenheit als Prognosewerk funktioniert und desto stärker kann sich der Portfoliomanager auf die zukünftigen Modellprognosen verlassen.

In die Berechnung der Branchenalphas fließt als letzte Größe die sogenannte Residualvolatilität der Excess Returns der einzelnen Branchen über die Benchmark $\hat{\sigma}_{\tilde{\epsilon}_i}$ ein; das ist der Anteil der Volatilität der Returns eines Branchenindex, der weder durch die Volatilität des Gesamtindex noch durch das Beta der Branche erklärt werden kann ($\hat{\sigma}_{\tilde{\epsilon}_i}$ ist also sozusagen die Eigenvolatilität der Branche). Das Branchenalpha jeder Branche $\hat{\alpha}_i$ ergibt sich insgesamt mit der Formel:

$$\hat{\alpha}_i = RS_i * IC_i * \hat{\sigma}_{\tilde{\epsilon}_i}$$

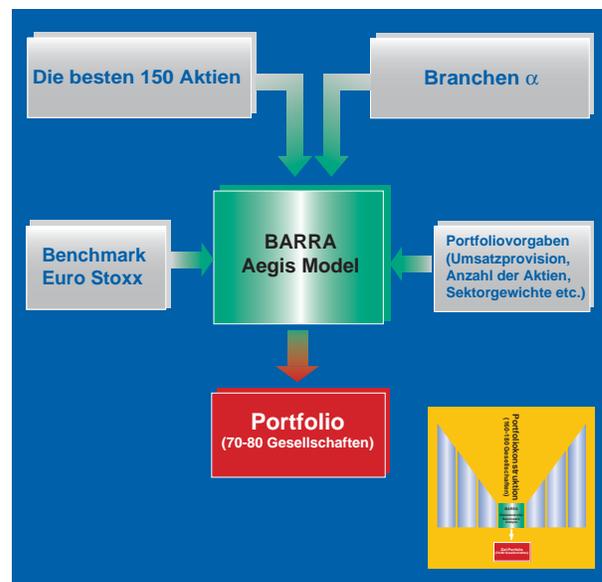
Zusammenfassend kann man sagen, dass das Branchenalpha umso größer eingeschätzt wird (und desto stärker wird die Branche im Sector Tilted-Modell ceteris paribus übergewichtet), je höher ihr bereinigtes Branchenscore ausfällt, je besser das Modell in der Vergangenheit für die Branche funktioniert hat und je höher die Eigenvolatilität der Branche ist. Abbildung 7 zeigt ein Beispiel für die Berechnung der Branchenalphas, wobei wir den IC konstant 0,05 für alle Branchen unterstellt haben.

Abbildung 7: Ein Beispiel für die Berechnung der Branchenalphas

Branchen α 's	(313)	Ordinales Rohsignal	Standardis. Signal/Score	Information Coefficient	Std. Dev. Residualrend.	Alpha
Continental Aerospace & Defense	(4)	-1,0	-0,183	0,050	14,60	-0,134
Continental Automobiles	(12)	0,1	0,679	0,050	12,83	0,435
Continental Banking	(47)	-0,4	0,284	0,050	8,72	0,124
Continental Basic Resources	(22)	-0,2	0,451	0,050	11,23	0,253
Continental Chemicals	(13)	-1,4	-0,559	0,050	9,55	-0,267
Continental Construction	(30)	1,0	1,469	0,050	8,67	0,637
Continental Distillers&Brewers	(6)	-0,4	0,262	0,050	11,06	0,145
Continental Energy	(12)	0,8	1,228	0,050	11,67	0,716
Continental Entertainment	(15)	-3,2	-1,984	0,050	11,44	-1,135
Continental Financial Services	(17)	-0,9	-0,106	0,050	8,00	-0,043
Continental Food	(16)	-0,4	0,262	0,050	8,23	0,108
Continental Healthcare	(18)	-0,2	0,421	0,050	9,50	0,200
Continental Industrial Diversified	(15)	-1,2	-0,348	0,050	9,30	-0,162
Continental Industrial Equipment	(13)	-1,4	-0,562	0,050	9,61	-0,270
Continental Industrial Services	(11)	-2,2	-1,237	0,050	11,49	-0,711
Continental Insurance	(24)	-1,0	-0,249	0,050	10,82	-0,135
Continental Media	(21)	-2,9	-1,786	0,050	13,57	-1,212
Continental Non-Cyclical Goods	(17)	-1,1	-0,274	0,050	9,60	-0,131
Continental Real Estate	(10)	1,4	1,799	0,050	10,23	0,920
Continental Retail	(17)	-1,3	-0,463	0,050	10,35	-0,240
Continental Technology Hardware	(15)	-2,9	-1,764	0,050	14,46	-1,275
Continental Technology Software	(12)	-2,4	-1,347	0,050	17,47	-1,177
Continental Telecom	(11)	1,1	1,546	0,050	18,24	1,410
Continental Textiles	(12)	-0,6	0,152	0,050	12,50	0,095
Continental Tobacco	(2)	0,7	1,206	0,050	14,77	0,890
Continental Transportation	(2)	-0,2	0,481	0,050	10,08	0,242
Continental Travel	(10)	-0,2	0,407	0,050	12,64	0,257
Continental Utility	(20)	-0,5	0,218	0,050	8,41	0,092
Std.Dev.		1,21	1,00			
Average		-0,74	0,00			

Die Branchenalphas gehen zusammen mit der Auswahl der 150 Aktien aus unserer „Best List“ in das BARRA-Modell zur Portfoliokonstruktion ein, wobei bei der Portfoliooptimierung eine Reihe von Portfoliovorgaben (Umsatzprovisionen, Umsatzbeschränkungen, Anzahl der Aktien u. a.) Berücksichtigung finden. Ergebnis des ganzen Prozesses ist ein Euro-land-Portfolio mit rund 70-80 Werten, das in der Regel einen Tracking Error von 1,5-2,5% zum DJ Euro STOXX Index aufweist und auf Monatsbasis überprüft wird (vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8: Portfoliokonstruktion



Ein starkes Gewicht wird in diesem Ansatz auf die kontinuierliche Risikokontrolle gelegt, denn das Ziel ist es, einen hohen Ertrag bei niedrigem Risiko zu erzielen. Zum Prozess gehören das monatliche Aktienscreening, eine monatliche Portfolioanalyse, der starke Einbezug von Portfoliovorgaben, aber auch eine strikte Verkaufssystematik unter Berücksichtigung von Transaktionskosten.

Auf Basis unseres Modellportfolios können wir sagen, dass dieser Ansatz des „Lazard Euroland Enhanced Plus“ in den vergangenen fünf Jahren sehr systematisch und konsistent Erträge generiert hat, die trotz der Risikobegrenzung stetig über der Benchmark lagen. Gerade in fallenden Märkten lagen die Erträge regelmäßig über dem Index, ein klarer Beweis für die Überlegenheit von Enhanced Indexing im Vergleich zum reinen Indextracking (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Historische Performance des Lazard Euroland Enhanced Plus Modells



Zusammenfassung

Der heftige Streit zwischen passiven und aktiven Managern um das bessere Managementkonzept hat in den letzten Jahren beide Seiten in der Defensive gesehen. Viele Anleger haben im Aktienbärenmarkt der Jahre 2000-2002 die Negativseite des passiven Indextracking hautnah miterlebt. Aber auch die aktiven Manager gerieten unter Druck, weil sie im Bärenmarkt in vielerlei Hinsicht nicht aktiv genug waren, um ihre höhere Managementfee zu rechtfertigen. Die Enttäuschung der Anleger sowohl über die passiven als auch über die aktiven Manager hat seitdem zu neuen Ansätzen geführt: Absolute Return-Mandate und die hier diskutierten Ansätze des Enhanced Indexing haben massiv an Bedeutung gewonnen.

Mit Enhanced Indexing ist eine Zwischenform zwischen passivem und aktivem Aktien-Portfolio-management gemeint, bei dem die Anleger indexnahen Mandaten einen gewissen Tracking Error zum Nutzen von kleinen Spielräumen gewähren, um die Chancen einer moderaten Outperformance zu erhöhen. So wird die Managementvergütung niedrig gehalten, obwohl der Hauptnachteil passiver Mandate, die vollständige Abhängigkeit vom Index, umgangen wird. Man spricht von „Enhanced“-Mandaten, wenn der Tracking Error im niedrigen aktiven Bereich von 0,5-2,5% liegt.

Lazard hat mit seinem Konzept „Lazard Euroland Enhanced Plus“ ein spezielles Enhanced Indexing-Konzept mit Sector-Tilt entwickelt, bei dem im Modellportfolio durch Asset-Allocation-Entscheidungen im Sinne einer Über- und Untergewichtung von Branchen (Top Down) in Kombination mit der klassischen Einzeltitelselektion nach Value-Kriterien (Bottom Up) eine konsistente Outperformance im Vergleich zum Index bei gleichzeitiger enger Risikokontrolle und niedrigen Kosten erreicht wurde. Diese Kombination von Bottom Up und Top Down ist als erfolgreichste Methode der Gewinnschätzung weithin anerkannt.¹⁴

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50 60 6 - 141

Literaturverzeichnis

- ¹ W. Krämer: Aktives vs. Passives Portfoliomanagement, Lazard Investment Perspektive, 2./3. Quartal 2001.
- ² W.F. Sharpe / G.J. Alexander / J.V. Bailey: Investments, 5. Auflage, 1995, S. 891-892.
- ³ O.W. John: Passives Asset Management, in: H. Leser / M. Rudolf (Hg), Handbuch Institutionelles Asset Management, April 2003, S. 519-533.
- ⁴ G. Fisher: Rebalancing the index, in: epn, enhanced indexation supplement, Februar 2002.
- ⁵ W. Krämer: Asset Allocation nach dem Platzen der New Economy-Blase, Lazard Standpunkt, August 2003; D.G. Booth: Index and Enhanced Index Funds, Dimensional Fund Advisors, April 2001, <http://www.dfaus.com>
- ⁶ J. Little / B. Maton: Small bets, please, ans lots of them, in: epn, enhanced indexation supplement, Februar 2002, S. 4-7; State Street Global Advisors: More Funds Find Comfort in Enhanced Indexing, SSgA News Summary, 23. Juni 2003.
- ⁷ O.W. John, ebenda.
- ⁸ Merrill Lynch: The Case for Enhanced Indexing, <http://www.mlim.ml.com/content/Inst/Pdfs/CaseForEnhancedIndexing.pdf>
- ⁹ S. Roe: Theoretical Justification for Enhanced Indexation, State Street Global Advisors, 12.11.2003, <http://www.ssga.com>; S. Roe: Practical Justification for Enhanced Indexation, State Street Global Advisors, 12.11.2003, <http://www.ssga.com>
- ¹⁰ R. Dahl: Enhanced Indexing, Value Added - Mosers' Newsletter, November 2000; J. Spence: Enhanced Indexing, Index Funds Newsletter, Dezember 2000, <http://www.indexfunds.com>; S. Rattray: Enhanced indexation - the popular strategies, in: epn, enhanced indexation supplement, Februar 2002.
- ¹¹ D. Lerman: Enhanced Indexing, World Cup of Indexing, Konferenz der Chicago Mercantile Exchange, 25. Februar 2002.
- ¹² R. Grinold: Alpha is Volatility times IC times Score, in: The Journal of Portfolio Management, Sommer 1994, S. 9-16; R. Grinold / R. Kahn: Forecasting - Refining and combining investment information, in: Barra Newsletter, Frühjahr 1994.
- ¹³ S. Günther: Asset Allocation, in: H. Garz / S. Günther / C. Moriabadi: Portfolio-Management, Theorie und Anwendung, Bankakademie, 2. Auflage 1998, S. 119-206.
- ¹⁴ M.N. Darrough / T. Russell: A Behavioral Model of Earnings Forecasts: Top Down versus Bottom Up, Santa Clara University, September 1998.



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt

Tel.: 069 - 50 60 6 - 0

Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg

Tel.: 040 - 35 72 90 - 20

Fax: 040 - 35 72 90 - 29