

Alpha – die entscheidende Zusatzrendite

Wer würde nicht gerne Jahr für Jahr mit seinen Anlagen ein besseres Ergebnis erzielen als der Aktienindex? Leider sieht die Realität für die meisten Anleger anders aus. Der Erfolgsausweis von aktiven Vermögensverwaltern insgesamt ist enttäuschend. Was kann der Anleger tun?



Von Dr. Magne Orgland
Geschäftsführender Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers
St. Gallen

Gemäss einer Untersuchung aus den USA von 1983 bis 1998 haben aktiv verwaltete Fonds im Durchschnitt pro Jahr 1,9% schlechter als der Vergleichsindex abgeschnitten. Dies ergibt eine kumulierte Minderrendite von -33% über 15 Jahre!

Der Erfolgsausweis der Anleger ist im Durchschnitt noch schlechter als derjenige der professionellen Vermögensverwalter. Studien zeigen, dass die Anleger durch sogenanntes «prozyklisches» Verhalten deutlich weniger Rendite erzielen als die aktiv verwalteten Anlagefonds. Verfehlte Ein- und

Ausstiegszeitpunkte aus dem Aktienmarkt sowie das Auswechseln von aktiven Vermögensverwaltern im falschen Moment gehören zu den häufigsten Fehlern. Ende 1999 haben beispielsweise viele Anleger ihre Value-Fonds nach zwei Jahren schlechter Performance in Technologiefonds umgeschichtet. Der Wechsel hätte ungünstiger nicht sein können. 2001 bis 2002 haben sich die Value-Fonds sehr gut geschlagen, während die Technologiefonds regelrecht abgestürzt sind. Wie können die Anleger in Zukunft bessere Ergebnisse erzielen? Unseres Erachtens sind dazu mehrere Schritte notwendig.

Wie viel Alpha gibt es insgesamt?

Grundsätzlich muss sich der Anleger im klaren sein, welche Möglichkeiten zur Erzielung einer Überrendite überhaupt bestehen. Eine Outperformance gegenüber einem Vergleichsindex, auch Alpha genannt, ist insgesamt vor Kosten ein Nullsummenspiel. Für jeden Vermögensverwalter, der besser als der Benchmark ist, muss zwangsläufig jemand anders schlechter sein. Wenn ein Manager beispielsweise die Aktie Nestlé übergewichtet, muss zwangsläufig irgendein anderer Manager diese Aktie untergewichten. Nur ein Manager kann mit dieser Entscheidung richtigliegen. Vor Kosten ist daher die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance gleich 50%. Nach Kosten sind ca. 80% der Verwalter schlechter als ihr

Benchmark. Alpha ist mit anderen Worten selten und entsprechend wertvoll.

Wie wird Alpha nachhaltig produziert?

Um nachhaltig Alpha zu produzieren, braucht es unseres Erachtens eine klar strukturierte, ökonomisch begründbare Anlagestrategie. Da eine gute Performance in der Vergangenheit auch auf reinem Glück basieren kann, ist die ökonomische Erklärung für den Erfolg einer Anlagestrategie wichtig. Nur dann ist es wahrscheinlich, dass die gute Performance auch in Zukunft erzielt werden kann.

Die konsequente Umsetzung der Strategie in guten und schlechten Zeiten ist ebenso wichtig. Leider gibt es keine Anlagestrategie, die jeden Monat, jedes Quartal und jedes Jahr eine Outperformance erzielt. Studien zeigen, dass sogar die weltweit besten Manager Perioden von 2 bis 3 Jahren mit Underperformance hatten. Dies kann zu schwierigen Situationen sowohl für den Kunden als auch für den Verwalter führen. Nach einer solchen Periode stellt sich für den Kunden immer die Frage, ob die Underperformance des Verwalters temporär oder permanent ist. Bei Vermögensverwaltern, die börsenkotiert sind, ist zudem die Gefahr gross, dass nach 2 bis 3 Jahren Underperformance der Druck der Kunden und Aktionäre derart gross wird, dass ein Strategiewechsel erfolgt – oft genau in dem Moment, in welchem die alte Strategie wieder funktioniert hätte.

Wie misst man die Stabilität des Alpha?

Wie kann der Anleger solch schwierige Situationen vermeiden? Bei der Suche nach einem aktiven Vermögensverwal-

ter sollte nicht nur die absolute Outperformance, sondern auch die *Stabilität* der Alpha-Erzielung berücksichtigt werden. Diese Relation zwischen der Outperformance und der Stabilität der Outperformance wird mit der Kennzahl «Information Ratio» gemessen (technisch: Alpha geteilt durch den Tracking Error bzw. die Standardabweichung des Alpha). Wenn die Outperformance des Managers eine hohe Stabilität aufweist, also eine hohe Information Ratio, dann ist die Wahrscheinlichkeit für Alpha in der Zukunft höher bzw. die Wahrscheinlichkeit einer längeren Durststrecke geringer. Die Information Ratio über 3 bis 5 Jahre sollte mindestens 0,5 betragen. Sehr gute Verwalter erzielen Information Ratios, die über 1,0 liegen.

Active Indexing als mögliche Quelle von stabilem Alpha

Als mögliche Antwort auf die oben diskutierten Problemfelder haben Wegelin & Co. Privatbankiers eine neuartige Anlagestrategie entwickelt, die als «Active Indexing®» bezeichnet wird. Active Indexing® ist eine klar strukturierte, ökonomisch begründbare Strategie, die konsequent umgesetzt wird und in der Vergangenheit eine hohe

Information Ratio erzielt hat. Die Strategie wird «Active» genannt, weil das Portfolio bei Bedarf regelmässig aktiv umgeschichtet wird, und «Indexing», weil die Umsetzung durch breit diversifizierte, kostengünstige Aktienindexinstrumente erfolgt. Das Anlageuniversum der Active Indexing®-Strategie besteht aus den gleichen Märkten wie dasjenige des MSCI World Index.

Das Active Indexing®-Portfolio wird mit Hilfe eines quantitativen, faktenbasierten Modells verwaltet. In diesem Modell werden die 16 grössten und liquiden Aktienmärkte der Welt sowie die 10 globalen Branchen gemäss dem MSCI World Index analysiert. Mehr als 1900 einzelne Aktien fliessen in das umfassende Bewertungsmodell ein und erlauben eine systematische Identifikation der unterbewerteten Aktienmärkte und globalen Branchen. Mit der Active Indexing®-Strategie wird dann gezielt und konsequent in die 6 bis 8 weltweit günstigsten, entwickelten Aktienmärkte und Branchen investiert.

«Mean Reversion» als ökonomische Erklärung für Alpha

Die Active Indexing®-Strategie strebt somit an, konsequent und antizyklisch in die günstigsten Aktienmärkte welt-

weit investiert zu sein. Zahlreiche wissenschaftliche Studien zeigen, dass günstige Aktien langfristig eine deutlich höhere Rendite liefern als teure Aktien. Dies gilt gleichermassen für ganze Länder oder auch Branchen. Die heute am günstigsten bewerteten Aktienmärkte liefern morgen die beste Rendite. Dies kann ökonomisch mit dem Prinzip der «Mean Reversion» erklärt werden: In einer freien Marktwirtschaft führt eine hohe Profitabilität zu hohen Aktienbewertungen und damit zu einem Ausbau der Produktionskapazitäten. Das vergrösserte Angebot und die vermehrte Konkurrenz drücken aber mit der Zeit auf die Margen, und die Profitabilität sinkt wieder. Beispielsweise hat sich das prognostizierte «endlose» Wachstum im Technologiesektor Ende der 1990er Jahre als Traum entpuppt. Die Aktienkurse brachen ein. Umgekehrt, wenn ein Wirtschaftszweig schlecht läuft, wird erst dann wieder in Produktionskapazitäten investiert, wenn sich die Nachfrage erhöht und sich die Preise, und damit die Profitabilität, wieder erholt haben. Der Value Investor profitiert von diesem «Mean Reversion»-Prozess, indem er in günstige Unternehmen oder Märkte auf dem Tiefpunkt des Zyklus inve-

Nettorendite Wegelin Equity Active Indexing® im Vergleich mit dem MSCI World



Von der Lancierung Ende Januar 2004 bis Ende Dezember 2006 hat der Wegelin Equity Active Indexing®-Fonds in Schweizer Franken eine Nettorendite von +66,1% erzielt. Der Weltaktienindex MSCI World hat in der gleichen Periode in Schweizer Franken +36,7% zugelegt. Die Anleger profitierten somit von einer Überrendite von +29,4%.

Professionelle Vermögensverwalter mit einer klar strukturierten und ökonomisch fundierten Anlagestrategie, die konsequent umgesetzt wird, können eine deutliche und stabile Outperformance erzielen.

Anleger, die gleichermassen konsequent in solche Strategien investieren, können überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen.

stiert, in denen in Zukunft fundamentale Verbesserungen erwartet werden und damit auch die Aktienkurse überproportional steigen können.

Hohe Stabilität des Alpha durch Indexing-Ansatz

Ein weiterer Vorteil des Active Indexing®-Ansatzes ist die breite Diversifikation auf Titelebene. Ein Active Indexing®-Portfolio enthält in der Regel über Indexinstrumente indirekt mehr als 700 einzelne Aktien. Obwohl die Selektion der Märkte nach dem Value-Prinzip erfolgt, wird letztlich in Aktienindexinstrumente investiert. Das Portfolio enthält dadurch nicht nur Value-, sondern auch Growth-Aktien. Dies reduziert die Gefahr einer Underperformance in Zeiten, wenn Value-Aktien weniger beliebt sind.

Die Outperformance der Active Indexing®-Strategie war seit Lancierung der Strategie am 1. Dezember 2001 erstaunlich hoch und stabil. Die Wegelin Active Indexing®-Strategie konnte den MSCI World Index in Schweizer Franken um rund +10% pro Jahr übertreffen. Das ergibt eine kumulierte Überrendite von +75%. Auf Jahresbasis konnte Active Indexing jedes Kalenderjahr den Index schlagen, auf Quartalsbasis betrug die Erfolgsquote hohe 80%. Die Information Ratio seit Lancierung der Strategie beträgt hohe 1,6.

Wegelin Equity Active Indexing®: Schweizer Anlagefonds

Die Active Indexing®-Strategie wurde zuerst ausschliesslich bei grossen institutionellen Mandaten eingesetzt. Der Anlagefonds Wegelin Equity Active Indexing® (Valorennummer 1.700.709) wurde am 28. Januar 2004 mit dem Ziel lanciert, diese erfolgreiche Anlagestrategie auch Privatanlegern zugänglich zu machen. Inzwischen wurden

auch Fonds für institutionelle Anleger aufgelegt.

Der Fonds Wegelin Equity Active Indexing® war seither in den Fondsranglisten immer ganz vorne dabei. Von der Lancierung bis Ende Dezember 2006 hat der Fonds in Schweizer Franken eine Nettoerrendite von +66,1% erzielt. Der Weltaktienindex MSCI World hat in der gleichen Periode in Schweizer Franken +36,7% zugelegt.

Die Anleger konnten somit von einer Überrendite in Höhe von +29,4% profitieren (s. Grafik). Die Information Ratio des Fonds beträgt sehr hohe 2,4.

Bemerkenswert ist auch, dass diese Überrendite nicht mit einem höheren Risiko erkaufte wurde. Ganz im Gegenteil: Die Volatilität, d.h. das Ausmass der Wertschwankungen des Fonds, lag bei 13,0%. Diejenige des Vergleichsindex MSCI World betrug 14,6%.

Fazit: Das Beispiel zeigt, dass professionelle Vermögensverwalter mit einer klar strukturierten und ökonomisch fundierten Anlagestrategie, die konsequent umgesetzt wird, eine deutliche und stabile Outperformance erzielen können. Anleger, die gleichermassen konsequent in solche Strategien investieren, können überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen. ●

Alpha – the excess return that really matters

Who would not like to beat the index year after year with his or her investment portfolio? Unfortunately, most investors do not reach this objective. What can be done?

Active asset managers have a disappointing track record. About 80% underperform their benchmarks over longer time periods. The track record of the investors themselves is even worse. Failed attempts to time the market and unfortunate switches between different active managers further reduce their performance. What does it take to achieve better results? The Wegelin Active Indexing strategy® demonstrates that a fact-based, empirically validated investment strategy that is based on sound economic theory and implemented in a disciplined manner can achieve a stable outperformance versus the benchmark. Investors that stick to such a strategy in good and bad times can achieve superior risk-adjusted results.

The Wegelin Active Indexing® strategy invests in an anticyclical manner in the least expensive equity markets worldwide. Numerous scientific studies show that less expensive shares deliver a substantially better performance over the long term than expensive ones. The same is true for equity markets and global sectors. Today's cheapest stock markets will deliver the best returns tomorrow.

A further advantage of Wegelin's Active Indexing strategy® is its broad diversification with regard to individual securities. Generally an Active Indexing® portfolio indirectly contains more than 700 different stocks. While the selection of the markets is made according to the value principle, investments are eventually made in index instruments. Consequently the portfolio includes both value and growth stocks. This reduces the risk of underperformance in times when value stocks are less popular.

In the beginning, Wegelin's Active Indexing strategy® was used in institutional portfolios. In order to also give individual investors the opportunity to benefit from this investment strategy, the Wegelin Equity Active Indexing® investment fund was launched on 28 January 2004. Ever since the fund has been among the best performers. From its launch to the end of December 2006 it achieved a performance of +66.1% in Swiss francs; during the same period the MSCI World gained +36.7% in Swiss francs. In other words: The Wegelin Equity Active Indexing® investment fund delivered its investors an outperformance of +29.4%.