

## SONDERBEILAGE: ASSET MANAGEMENT

# Alpha meets Beta – Spezialistenwissen gezielt einsetzen

Durch die getrennte Steuerung der beiden Komponenten erhalten Investoren Zugang zu einem Gesamtkonzept aus „Best of Class“-Ansätzen

**Börsen-Zeitung, 23.5.2009**  
Am 27. Oktober 2008 feierte der Dow Jones Euro Stoxx 50 Total Return Index ein trauriges Jubiläum. An diesem Tag schloss der Index, der als Performance-Index sowohl Kurs- als auch Dividendenerträge berücksichtigt, unter dem Niveau vom

27. Oktober 1998. Dieser zehnjährige Zeitraum, bei dem ein Investor mit einer passiven Aktienanlage keinerlei Wertentwicklung und damit nicht einmal einen Inflationsausgleich erhalten hätte, erhöht die Komplexität der Aktienanlage als Assetklasse im Portfoliokontext dramatisch. Anleger haben nicht nur eine stark erhöhte Volatilität zu berücksichtigen, sondern müssen sich auch von der klassischen Sichtweise der langfristigen „Buy and Hold“-Strategie verabschieden.

Die Asset-Management-Industrie, insbesondere im institutionellen Bereich, hat sich vor diesem Hintergrund bisher beim Aktienmanagement auf die Selektion von Aktien konzentriert. Ziel dieser Selektion ist es, eine relative Performance gegenüber einer definierten Benchmark zu erreichen. Diese Outperformance wird als Alpha bezeichnet.

### Frage des Timings

In einem Jahr wie 2008 oder im ersten Quartal 2009 ist gerade die Frage des Timings, also wann generell in Aktien investiert werden sollte, von essenzieller Bedeutung. Diese Frage soll klären, inwieweit ein Aktienportfolio ein Beta beinhaltet. Das Beta eines Portfolios sagt aus, um wie viel sich ein Aktienportfolio verändert, wenn die Benchmark um 1 % steigt oder fällt. Im Gegensatz zum Alpha-Management, welches sich auf die Analyse der einzelnen Unternehmen konzentriert, entscheidet das Beta-Management, ob allgemein in Aktien investiert werden sollte oder nicht, und hat damit vor allem eine risikoreduzierende Funktion im Portfoliokontext.

Im Nachfolgenden werden sowohl ein Alpha- als auch ein Beta-Ansatz aus dem Hause Berenberg Bank iso-

liert beschrieben. Anschließend wird die Umsetzung und das Zusammenspiel beider Ansätze im Portfoliokontext erläutert.

Der Alpha-Ansatz besteht darin, aus einem Aktienuniversum anhand rein quantitativer Kriterien Aktien (ein Fünftel des originären Aktienkorbs) herauszufiltern, welche fundamental unterbewertet erscheinen, in der Vergangenheit eine gewisse Resistenz in fallenden Marktphasen bewiesen haben und sich in einem günstigen Trendumfeld bewegen. Der verfolgte Ansatz ist demnach eine Art Symbiose aus fundamentaler und technischer Analyse und wird seit 2004 zur Selektion von Aktien innerhalb der wichtigsten Aktienmärkte verwendet. Das Modell wagt dabei keine punktgenauen Prognosen für einzelne Aktien; es geht vielmehr darum, unter den gegebenen Marktbedingungen die relative Qualität einer Aktie bzw. eines Aktienkorbs im Vergleich zu Alternativen zu bestimmen.

Der Anspruch hierbei ist, dass das aus der quantitativen Selektion resultierende Aktienportfolio mittelfristig eine spürbar bessere Performance erzielen sollte als der zugrunde liegende Index, ohne dabei ein größeres Portfolio-Risiko aufzuweisen. Im Rahmen der Analyse wird den fundamentalen Unternehmensdaten eine hohe Bedeutung bezüglich der Aktienpreisbildung zugeschrieben. Die strenge Informations-effizienz der internationalen Kapitalmärkte wird angezweifelt. Ein langfristig orientierter Anleger kann solche Ineffizienzen zu seinem Vorteil nutzen. Deshalb kommt der fundamentalen Modellkomponente, mit deren Hilfe versucht wird, den inneren Wert bestimmter Titel unter Verwendung allgemein verfügbarer branchen- und unternehmensbezogener Daten zu berechnen, eine besondere Bedeutung zu.

### Ertragskraft im Visier

Zur Ermittlung des inneren Wertes einer Aktie im Rahmen der Analyse fundamentaler Unternehmensdaten steht insbesondere die Ent-

wicklung der Ertragskraft im Fokus. Es wird unterstellt, dass der Börsenkurs einer Aktie auf längere Sicht um diesen inneren Wert oszilliert. Vorübergehend können Börsenkurse allerdings große Abweichungen zum jeweiligen inneren Wert einer Aktie aufweisen. Aufgrund der begrenzten Reaktionsgeschwindigkeit dieser Teilanalyse, wird zusätzlich berücksichtigt, dass die Kurse an den internationalen Aktienmärkten nicht ausschließlich von rational handelnden Investoren bestimmt werden. Im Gegenteil, sie reflektieren oftmals irrationale Stimmungen, die einer exakten fundamentalen Einzelanalyse unzugänglich sind.

Diese Einflüsse sind von beachtlicher Bedeutung und finden letztlich ihren konkreten quantitativen Ausdruck in den Börsenkursen. Kursbewegungen sind oftmals nur marktpsychologisch. Daher werden markttechnische Aspekte, die sich ausschließlich auf die Auswertung von Kursdaten beziehen, beim Selektionsprozess des Modells ebenfalls berücksichtigt. Die technische Analyse hat dabei nicht den Anspruch zu prognostizieren, wie lange bestimmte Kursbewegungen anhalten werden, sie erstellt lediglich eine Diagnose darüber, in welcher Trendphase sich eine einzelne Aktie befindet und ob sich der beobachtete Trend fortsetzt oder ob eine Umkehrphase vorliegt.

Innerhalb des Ansatzes wurden zwei Kategorien des Modells mit einem sogenannten Knock-out-Charakter ausgestattet: die fundamentale Bewertung und die technische Risiko-Beurteilung. Diejenigen Titel, welche das Modell als fundamental überbewertet bzw. als mit einem zu hohen Risiko behaftet identifiziert, werden aus dem Portfolio ausgeschlossen, unabhängig davon, welche Ergebnisse diese Titel in den anderen Kategorien aufweisen. Somit ist die Anpassungsfähigkeit des Modells an die jeweilige Marktphase gewährleistet. Je nach Marktlage dominiert entweder die fundamentale oder die technische Modell-Seite.

### Das Beta-Management

Zur dynamischen Steuerung des Beta-Risikos wird eine systematische Absicherungsstrategie verfolgt. Als Sicherungsinstrumente werden hierfür transparente und hoch liquide Future-Kontrakte eingesetzt, die besonders in Bezug auf Transaktionskosten eine günstige Umsetzung gewährleisten.

Die Entscheidungsfindung erfolgt nach einem rein quantitativen systematischen Ansatz. Dabei sind Handelsentscheidungen das logische Ergebnis mathematischer Algorithmen auf Basis historischer Preisdaten und daraus abgeleiteter Größen. Die eingesetzten Modelle basieren auf fundierten wissenschaftlichen Erkenntnissen der Behavioral-Finance-Theorie und bieten keinen Raum für eine diskretionäre Einflussnahme. Zur Gewährleistung einer dynamischen Absicherung im Zeitablauf, werden Modelle mit unterschiedlichem Zeithorizont eingesetzt.

So berücksichtigt das langfristige Modell lediglich Makrotrends im Aktienmarkt und generiert durchschnittlich etwa drei bis fünf Signale pro Jahr. Das Modell besitzt eine asymmetrische Entscheidungsarchitektur in Bezug auf Ein- oder Ausstieg und analysiert Parameter wie Trendstärke, Marktpreise bzw. Volatilität des Underlying. Die entscheidenden Signale werden bei der langfristigen Strategie auf wöchentlicher Basis generiert.

Das mittelfristige Modell kann sich täglich positionieren und handelt etwa neun- bis 15-mal im Jahr. Technische Indikatoren wie MACD, gleitende Durchschnitte sowie eine

Analyse der Marktvolatilität sind die Grundlagen für eine Signalgenerierung in diesem Modell.

Schnelle Marktbewegungen werden über das kurzfristige Modell gesteuert, welches verhaltenstheoretische Erkenntnisse der Kapitalmarktforschung in eine systematische Entscheidungsarchitektur überführt. Es erfolgt eine Quantifizierung von Informationswahrnehmungs-, Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsanomalien. Input-Faktoren für dieses „High Frequency“-Modell sind vor allem Intraday-Marktpreise, historische Volatilitäten und deren abgeleitete Größen.

### Sicherungssignale

Die beschriebenen Modelle bilden in der Summe eine systematische Modellarchitektur, innerhalb deren alle Modelle gleich gewichtet sind. Hierdurch wird versucht, eine Optimierung auf Grundlage historischer Modellperformance-Daten zu vermeiden. Die „naive“ Gleichgewichtung der Modelle führt dazu, dass das Aktien-Beta des Portfolios in Teilschritten von exakt einem Drittel variiert wird: Für den Fall, dass keines der drei Modelle ein Signal zur Sicherung des Aktienbestandes generiert, erfolgt keine Aktivität im Overlay-Portfolio. Zeigt das erste Signal „sichern“ an, so wird das Beta um ein Drittel, bei zwei Sicherungssignalen um zwei Drittel reduziert. Eine vollständige Sicherung des Aktien-Betas erfolgt, wenn jedes der drei Modelle „sichern“ anzeigt.

### Der kombinierte Ansatz

Die Trennung der Alpha- und Beta-Komponente setzt sich nicht nur in der Herangehensweise, sondern auch in der Umsetzung fort. Die Alpha-Strategie wird durch den physischen Kauf der selektierten Aktien abgebildet. Das Beta-Management wird in einem separierten Overlay-Portfolio durch Absicherungen im entsprechenden Index-Future umgesetzt. Dies bedeutet konkret, dass wenn die Modelle eine vollständige Absicherung anzeigen, die Aktienbestände im Portfolio verbleiben, jedoch der Markteinfluss durch entsprechende Future-Positionen eliminiert ist. Neben den geringeren Transaktionskosten liegt ein weiterer Vorteil in der Beibehaltung der Alpha-Komponente zwischen selektierten Aktien und Marktindex.

Zudem besteht ein Vorteil für die Investoren in der gezielten Auswahl des jeweils besten Managers. So kann das Alpha- und Beta-Management von unterschiedlichen Häusern durchgeführt werden. Zusätzlich kann durch eine detaillierte Performance-Attribution der Erfolg des jeweiligen Managers analysiert werden. Im Portfoliokontext ermöglicht somit die getrennte Steuerung der Alpha- und Beta-Komponente einen gezielten Einsatz von Spezialistenwissen, wodurch der Investor Zugang zu einem Gesamtkonzept bestehend aus „Best of Class“-Ansätzen erhalten kann.

.....  
Tindaro Siragusano, Leiter Asset Management der Berenberg Bank und Till Christian Budelmann, Fondsmanagement, Berenberg Bank (Schweiz) AG