



Hintergründe zum Active Share

Ein hilfreiches Instrument für
Fondsselektoren

Baring Asset Management Limited

155 Bishopsgate
London
EC2M 3XY

Tel: +44 (0)20 7628 6000
Fax: +44 (0)20 7638 7928
www.barings.com

Authorised and Regulated by the Financial Conduct Authority

**250 years of open minds
and uncommon perspectives.**

April 2016

**NUR FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER /
PROFESSIONELLE ANLAGEBERATER**

Inhalt

Zusammenfassung.....	2
Was ist der Active Share?	3
Interpretation – Aktivitätsniveau, Risiko und Wertentwicklung	3
Faktoren, die den Active Share beeinflussen	4
Fallstudie: Aktien Asien (ex Japan) versus Aktien Deutschland	5
Andere verfügbare Instrumente.....	5
Fazit.....	6

Zusammenfassung

In Anbetracht der zunehmenden Beliebtheit von passiven Strategien sollten aktive Manager mehr als je zuvor aufzeigen, dass sie in ihren Portfolios ein angemessenes hohes Risiko eingehen, um tatsächlich als „aktiv“ angesehen zu werden.

Wir, die Fondsmanager von aktiven Aktienfonds, müssen zeigen, dass wir in der Lage sind Portfolios zu konstruieren, die nachweislich Ertragsströme generieren können, welche die Erwartungen unserer Kunden erfüllen.

Wenn jedoch die Wertentwicklung der Vergangenheit keinen Hinweis auf die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung gibt, wie lassen sich dann am besten jene Fondsmanager ermitteln, die das Potenzial haben solche Erträge zu erwirtschaften?

Eine der entscheidenden Kennzahlen dafür ist unserer Auffassung nach der Active Share. Er zeigt den Grad der Abweichung eines Fonds von seiner Benchmark an und kann als Indikation dafür angesehen werden, wie „aktiv“ ein Portfolio verwaltet wird. In gewisser Weise ist es ein Messwert dafür, wie stark ein Fondsmanager von seinen Positionen überzeugt ist.

Die Tatsache, dass es nur geringfügige Überschneidungen zwischen einem Portfolio und seinem Index gibt, legt nahe, dass das Portfolio unter sonst gleichen Bedingungen zumindest das Potenzial für eine zukünftige Überperformance aufweist. Ein aktiver Fondsmanager kann gegenüber dem Index nur dann einen Mehrwert erzielen, wenn er von ihm abweicht.

Doch trotz der steigenden Beliebtheit der Kennzahl ist sie keinesfalls eine Wunderwaffe. Ein hoher Active Share sagt nichts über die Kompetenzen eines Fondsmanagers oder über seine Fähigkeiten aus, kluge Entscheidungen zur Alphagenerierung zu treffen. Auch hat er keinerlei aufklärenden Charakter über die zukünftige Wertentwicklung oder die Art und Weise, wie das Risiko innerhalb des Portfolios gesteuert wird, abgesehen von der Tatsache, dass es existiert.

Das Ausmaß des Active Share, das erreichbar oder auch empfehlenswert ist, richtet sich nach dem Anlageziel des jeweiligen Fonds, der gewünschten Kapitalisierung sowie der Zusammensetzung des Index. In einem relativ konzentrierten Markt ist es beispielsweise schwer, einen ebenso hohen Active Share für ein Portfolio zu erreichen, den ein Fonds für Nebenwerte in einem breiteren Universum womöglich erzielt.

Für aktive Manager kann sogar das Risikoniveau eines Portfolios an sich als Zielvorgabe dienen. Ein umsichtiger Fondsmanager wird in volatilen Phasen eventuell das Risiko reduzieren. Insofern das Risikoniveau nach einer Normalisierung der Lage wieder angepasst wird, kann dies eine sinnvolle Möglichkeit zum aktiven Schutz des Anlegerkapitals darstellen.

Aus den vorangegangenen Gründen sollte der Active Share unserer Auffassung nach als nützliche Ergänzung in einem breiteren analytischen Rahmen gesehen werden. Allerdings ist er, ebenso wie der Value at Risk und davor der Tracking Error, lediglich eins von vielen Instrumenten, die Fondsselektoren einsetzen können.

Ken Lambden

Chief Investment Officer

Baring Asset Management, London

April 2016

Was ist der Active Share?

Martijn Cremers und Antti Petajisto beschreiben den Active Share in ihrem Artikel in *The Review of Financial Studies*¹ im Jahr 2009 als den Anteil der Portfoliopositionen, der von den Positionen des Benchmarkindex abweicht.

Mathematisch lässt sich dies anhand der folgenden Gleichung darstellen:

$$\text{Active Share} = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N [\omega_{fund,i} - \omega_{index,i}]$$

Wobei $\omega_{fund,i}$ und $\omega_{index,i}$ die Portfoliogewichtungen eines Vermögenswerts i im Fonds und im Index sind und die Summe über das Universum aller Vermögenswerte addiert wird.

Die Summe des absoluten Werts der Differenz zwischen jeder Position im Fonds und im Index geteilt durch zwei ergibt den prozentualen Unterschied zwischen der Zusammensetzung der Anlagen im Fonds und dem Marktindex.

Interpretation – Aktivitätsniveau, Risiko und Wertentwicklung

Einfach zusammengefasst ist der Active Share eine leicht verständliche Maßeinheit dafür, wie aktiv ein Fondsmanager im Vergleich zu seinem Anlageuniversum vorgeht.

Bei einem Active Share von 100% gibt es keine Überlappung zwischen dem Fonds und dem Index. Bei einem Active Share von 0% sind sowohl die Portfoliobestandteile als auch ihre Gewichtungen im Fonds mit denen des Index identisch. Auf der Grundlage, dass ein nah am Index agierendes Portfolio nur schwer eine Outperformance erzielen wird, kann ein hoher Active Share als Indikation dafür angesehen werden, dass der Fonds zumindest das Potenzial für eine Outperformance (oder Underperformance) aufweist.

Die Kennzahl ist somit ein hilfreicher Indikator für das im Verhältnis zum Index eingegangene Anlagerisiko.

Für sich allein genommen sagt der Active Share jedoch nichts über die Kompetenzen eines Fondsmanagers oder über seine Fähigkeiten aus, erfolgreiche Anlageentscheidungen zu treffen. Die Tatsache, dass sich die Unternehmen im Fonds von denen im Index unterscheiden, bedeutet nicht, dass diese Unternehmen erfolgreiche Investitionen darstellen oder sich besser entwickeln werden als der Index.

Im Zuge der immer breiter werdenden Akzeptanz der Kennzahl innerhalb der Branche präsentieren manche Vermögensverwalter einen höheren Active Share als Maßstab für die Fachkompetenz. Mit Blick auf die Anlageperformance warnen wir jedoch davor, Ergebnisse des Active Share als Prognosewerte zu deuten.

Ein kürzlich veröffentlichter Artikel von Frazzini, Friedman und Pomorski² kommt zu dem Schluss, dass Unterschiede in der Wertentwicklung zwischen Fonds mit hohem und mit niedrigem Active

¹ K.J. Martijn Cremers und Antti Petajisto, *How Active is Your Fund Manager?*, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 9 (September 2009)

Share durch die starke Korrelation zwischen dem Active Share und der Art der Benchmark entstehen.

Nach Annahme der Autoren haben Fonds, die in Nebenwerte investieren, eine größere Wahrscheinlichkeit für ein höheres Ergebnis, weshalb sie zu dem Schluss gelangen, dass der „Active Share nach Bereinigung um die Benchmark keine Vorhersage über die Wertentwicklung zulässt“.

Faktoren, die den Active Share beeinflussen

Nicht nur die Zusammensetzung des Fonds wirkt sich auf die Berechnung des Active Share aus, auch die Zusammensetzung des Index ist wichtig.

Wenn sich der Index auf wenige sehr große Unternehmen beschränkt oder das Anlageuniversum schlichtweg nicht besonders groß ist, wird der Fondsmanager nur schwer einen hohen Active Share erzielen können.

Anders ausgedrückt vergleicht man Äpfel mit Birnen, wenn man den Active Share eines Fonds, der in einen diversifizierten globalen Index investiert, mit dem eines Fonds vergleicht, der in einen relativ konzentrierten Länderindex oder eine aufstrebende Region investiert.

Für das eine Extrem steht beispielsweise der MSCI All Country World Index, mit 2.484 Unternehmen. Der Euromoney Smaller European Companies (ex UK) Index hat 1.034 Unternehmen und der MSCI Emerging Markets Index hat 835. Bei jedem dieser Indizes können Fondsmanager einen hohen Active Share erzielen.

Beispiele für das andere Extrem sind Länderindizes wie der HDAX der Deutschen Börse mit lediglich 110 Unternehmen sowie der MSCI EM Eastern Europe Index mit nur 49 Positionen. Hier würden sich Überlappungen nur durch ein äußerst konzentriertes Portfolio vermeiden lassen.

Im Umkehrschluss bedeutet das, dass ein „angemessener“ Wert für einen aktiv verwalteten Nebenwertefonds mit Titelselektion bei 80% bis 90% liegt, während er sich für einen Fonds, der in Deutschland oder dem aufstrebenden Europa investiert, eher bei 40% bis 60% befindet. Ein direkter Vergleich ist somit schwierig. Zwingt man Fondsmanager dazu, vorab festgelegte Werte einzuhalten, kann dies in manchen Fällen zu einer übermäßig hohen Risikoübernahme und möglicherweise schlecht konstruierten Portfolios führen.

Für einen aussagekräftigen Vergleich ist die Verwendung des richtigen Index unabdingbar und auch das jeweilige Anlageziel eines Fonds sollte berücksichtigt werden.

Ebenso kann es vorkommen, dass sich ein Fondsmanager bewusst dafür entscheidet, in besonders volatilen Marktphasen das Risikoniveau des Portfolios insgesamt zu reduzieren oder auch zu erhöhen. Anders ausgedrückt ist auch die aktive Steuerung des Active Share selbst für manche Fondsmanager eine legitime Quelle für Risikomanagement und Ertragsgenerierung.

Der Vergleich des Active Share unter „normalen“ Bedingungen und während Phasen mit reduziertem (oder erhöhtem) Risiko würde sehr unterschiedliche Ergebnisse hervorbringen. Das

² Frazzini, Friedman und Pomorski, *Deactivating Active Share*, Financial Analysts Journal, Vol. 72, No. 2 (März/April 2016)

alles macht deutlich, dass der Active Share in keinem Fall isoliert, sondern als Teil eines breiteren analytischen Rahmens betrachtet werden sollte.

Fallstudie: Aktien Asien (ex Japan) versus Aktien Deutschland

Zur Veranschaulichung der genannten Punkte können zwei verschiedene Beispiele herangezogen werden: Unsere Anlagestrategien für Aktien Asien (ex Japan) und für Aktien Deutschland.

- Mit 624 Unternehmen (Stand Ende Februar 2016) stellt der MSCI All Country Asia ex Japan Index einen breit diversifizierten Index dar, der sich gut für eine individuelle Aktienausswahl eignet. Unsere Anlagestrategie für Aktien aus Asien ex Japan weist zum Ende Februar 2016 einen Active Share von 88% auf.
- Im Gegensatz dazu deckt der HDAX Index 95% des deutschen Aktienmarkts nach Kapitalisierung ab und ist mit lediglich 110 Unternehmen (Stand Ende Februar 2016) wesentlich konzentrierter. Unsere Anlagestrategie für deutsche Aktien weist zum Ende Februar einen Active Share von 56% auf.

Beide Strategien bewegen sich in sehr unterschiedlichen Anlageuniversen und weisen offensichtlich sehr unterschiedliche Active Shares aus. Dennoch erzielten beide Strategien relativ hohe risikoadjustierte Erträge, mit einer Information Ratio von 1,1 beziehungsweise 0,7 über die vergangenen 12 Monate³.

Dies zeigt sowohl die Bedeutung des Kontextes als auch die Gefahren der Annahme auf, dass ein hoher (oder niedriger) Active Share einen prognostizierenden Charakter in Bezug auf die Wertentwicklung hat.

Andere verfügbare Instrumente

Bei der Bewertung, wie ein Portfolio zusammengestellt wurde und bei der Beurteilung von Art und Ausprägung des eingegangenen Risikos, sollten verschiedene Kennzahlen berücksichtigt und ausgewertet werden. Der weiterhin aussagekräftige Tracking Error beispielsweise misst die Standardabweichung der Differenz von Portfolio- und Indexrenditen. Es überrascht kaum, dass zwischen Active Share und Tracking Error tendenziell eine gewisse Korrelation vorherrscht.

Die Analyse von Marktkapitalisierung und Portfoliopositionen außerhalb der Benchmark sowie Merkmale wie die Anzahl der Positionen, Eigenkapitalrendite, Wachstum von Gewinn je Aktie und Bewertungsmethoden stellen weitere hilfreiche Instrumente dar, um den Active Share in einen entsprechenden Zusammenhang zu setzen.

Der vielleicht wichtigste Maßstab ist jedoch, die Investmentphilosophie und den Anlageprozess des jeweiligen Fondsmanagers zu verstehen und im Rahmen dieser qualitativen Faktoren die quantitativen Ziele festzusetzen.

³ Daten basieren auf der Wertentwicklung der ausschüttenden Anteilsklasse A GBP, Stand Ende Februar 2016. Die Wertentwicklung der Vergangenheit gibt keinen Aufschluss über die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.

Fazit

Der Active Share ist durchaus ein hilfreicher Maßstab für die Positionierung eines Fondsmanagers im Vergleich zum Index und eine Indikation für das eingegangene Anlagerisiko im Vergleich zur entsprechenden Benchmark.

Er hat keinen prognostizierenden Charakter in Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung und sollte immer in einem Kontext beurteilt werden, der das Bewusstsein für den Umfang und die Konzentration des Anlageuniversums sowie die Anlagemerkmale des Fonds an sich mit einbezieht. Aus diesem Grund ist der Vergleich des Active Share von zwei verschiedenen Fonds nur begrenzt aussagekräftig, wenn diese nicht auf die gleiche Weise in demselben Universum von Unternehmen verwaltet werden.

Eine Analyse des Active Share sollte fortlaufend erfolgen, da infolge von Anlageentscheidungen bewusst Veränderungen zur Erhöhung oder Reduzierung des Risikos vorgenommen worden sein könnten.

Die weitverbreitete Berücksichtigung des Active Share zur Bewertung von Fondsmanagern ist unserer Ansicht nach hilfreich bei der Bekämpfung des so genannten „Closet Indexing“, bei dem sich der Manager nicht von der Benchmark löst, sondern sich nah am Referenzindex orientiert. Die Kennzahl trug ohne Zweifel zum Verständnis dafür bei, wie Fondsmanager im Rahmen der Portfoliokonstruktion mit dem Risiko umgehen. Dennoch handelt es sich lediglich um eine einzelne Kennzahl. Eine Bewertung darüber, wie aktiv ein Fondsmanager tatsächlich vorgeht, sollte am besten nach Prüfung eines umfassenderen analytischen Rahmens getroffen werden.

Ken Lambden
Chief Investment Officer,
Baring Asset Management, London

April 2016

WICHTIGE INFORMATIONEN

Dieses Dokument wird von Baring Asset Management Limited genehmigt und veröffentlicht, von der Financial Conduct Authority (britische Finanzdienstleistungsaufsicht) autorisiert und reguliert und in Ländern außerhalb Großbritanniens von dem entsprechenden Tochterunternehmen/verbundenen Unternehmen von Baring Asset Management, dessen/deren Name(n) und Kontaktdaten in diesem Dokument angegeben sind, zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument stellt kein Angebot zum Verkauf bzw. keine Aufforderung zur Beantragung eines Produkts oder einer Dienstleistung von Baring Asset Management dar und dient ausschließlich Informationszwecken. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht als Anlage-, Steuer-, Rechts- oder sonstige Beratung oder Empfehlung

Dieses Dokument kann Aussagen enthalten, die auf unseren aktuellen Ansichten, Erwartungen und Projektionen basieren und sich auf die Zukunft beziehen. Wir gehen keine Verpflichtung ein, die zukunftsorientierten Aussagen zu aktualisieren oder zu berichtigen. Die tatsächlichen Ergebnisse können wesentlich von den erwarteten Ergebnissen der zukunftsorientierten Aussagen abweichen. Wir gehen auf angemessene Grundlage davon aus, dass die hierin aufgeführten Informationen von Dritten, wie hier angegeben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung richtig sind. Dieses Dokument stellt keine Grundlage für Anlageentscheidungen dar.

Version 12/SD



Baring Asset Management Limited
155 Bishopsgate, London, EC2M 3XY
Authorised & Regulated by the Financial Conduct Authority

Complied (London): M03/33. 21. März 2016