

## Active Share als sinnvolles Risikomaß für High-Yield-Portfolios

Aktive Portfoliomanager müssen immer häufiger Farbe bekennen und erklären, wie stark sie wirklich von der Benchmark abweichen. Grundsätzlich gibt es zwei Formen des aktiven Managements. Man kann auf systematische Faktorisiken bauen – oder auf Einzelwertersiken. In einem Rentenportfolio kann man auf vielerlei Weise „aktiv“ sein: So kann man in Erwartung fallender Zinsen auf länger laufende Titel setzen und versuchen, mit einer geringeren Kreditqualität mehr zu verdienen. Man kann bestimmte Sektoren bevorzugen oder seinen Schwerpunkt auf die Einzelwertauswahl legen.

### Begrenzte Aussagekraft des Tracking Error

Traditionell wird das relative Risiko eines aktiv gemanagten Portfolios am Tracking Error gemessen – der erwarteten oder tatsächlichen Standardabweichung der Portfolioerträge von den Benchmarkerträgen. Im High-Yield-Bereich geht es aber meist mehr um die Einzelwertauswahl als um systematische Abweichungen von der Benchmark. Da das Kreditrisiko im Vordergrund steht, ist der Tracking Error mitunter nicht das beste Maß für Risiko und Alphanotenzial. Sinnvoller können Kennziffern sein, die auf das einzelwertspezifische Risiko abzielen. Der Active Share leistet genau das.

Bislang wurde der Active Share überwiegend auf Aktienportfolios angewandt, doch kann er auch wichtige Hinweise auf das Risiko und Performancepotenzial von Credit-Portfolios liefern. Gerade bei Hochzinsanleihen sollte man den Active Share nicht außer Acht lassen.

Der Tracking Error misst die Schwankungen des Portfolioertrags um den Benchmark-ertrag. Er gibt an, wie stark die Mehrerträge um den mittleren Mehrertrag streuen.

Wenn ein Portfoliomanager jeden Monat einen Prozentpunkt vor dem Index liegt, beträgt der annualisierte Mehrertrag zwölf Prozentpunkte. Der Tracking Error wäre null, da der aktive Ertrag stets gleich ist, er also eine Varianz von null hat. Der Tracking Error ist ein Volatilitätsmaß, kein Performancemaß. Mit Mehrfaktorenmodellen identifiziert man in der Regel gemeinsame Faktoren, welche die Wertpapiererträge erklären und Risikoprognosen möglich machen. Der Tracking Error besteht dann aus zwei Komponenten: einer systematischen, die gemeinsame Faktorisiken abbildet, und einer spezifischen, die verbleibende idiosynkratische Risiken erfasst.

Zwar berücksichtigt der Tracking Error sowohl systematische als auch idiosynkratische Risiken, doch wird er bei breit gestreuten Portfolios meist von systematischen Abweichungen von der Benchmark bestimmt. Die meisten High-Yield-Manager wollen Alpha aber vor allem durch eine

überdurchschnittlich gute Einzelwertauswahl erzielen. Für sie stehen die idiosynkratischen Risiken im Vordergrund und nicht die systematischen Faktorisiken. Weil sie diese Risiken steuern, ist die systematische Komponente des Tracking Error bei ihnen kleiner. Das aktive Risiko des Portfoliomanagers wird bei High-Yield daher oft unterschätzt. Die Minimierung des systematischen Risikos, ein häufiges Investmentziel von High-Yield-Managern, führt zu einem eher geringen Tracking Error – und dem Eindruck, dass der Manager ein zu niedriges aktives Risiko gegenüber der Benchmark eingeht.

Auch das Marktumfeld kann einen niedrigen Tracking Error zur Folge haben. Risikomodelle beruhen auf Vergangenheitsdaten. Die Faktorisiken der Einzelwerte, ihre Schwankungen und Korrelationen sowie die Einzelwertvolatilitäten werden anhand der Vergangenheit geschätzt, wobei die Risikomodelle die jüngsten Daten meist stärker gewichten. Ceteris paribus wird der Tracking Error daher analog zur Marktvolatilität steigen oder fallen. Dabei reagieren die Modelle meist mit einer gewissen Verzögerung auf die jüngste Marktentwicklung.

### Bisweilen recht seltsame Ergebnisse

Die Tracking-Error-Schätzungen können auch von Veränderungen der Korrelationen zwischen den Risikofaktoren beeinflusst werden. Weil es so viele Korrelationspaare gibt und viel von der Veränderungsrichtung der relativen Faktorgewichte abhängt, lassen sich nur schwer allgemeine Aussagen treffen. Starke Volatilitätsänderungen können dazu führen, dass der Tracking Error massiv über- oder unterschätzt wird. Dies war beispielsweise nach der Finanzkrise 2008/2009 der Fall. So waren die Tracking Errors zu Beginn der Krise niedrig

*Sean A. Cameron, CFA, Quantitative Research Analyst, David P. Cole, CFA, Fixed Income Portfolio Manager, Lars Detlefs, CFA, Geschäftsführer Deutschland, und Joseph C. Flaherty, Chief Investment Risk Officer, alle MFS Investment Management, London/Frankfurt am Main*

*Oft wird das relative Risiko eines aktiv gemanagten Portfolios am Tracking Error gemessen. Angesichts dessen Schwächen halten die Autoren den Active Share insbesondere zur Beurteilung von High-Yield-Portfolios als nützliche Alternative zum Tracking Error. Letzterem bescheinigen sie große Verdienste bei der systematischen Erfassung von Faktorisiken. Mit dem Active Share als ein Maß für die Abweichung von der Benchmark auf Einzelwertebene sehen sie unterschiedliche Aspekte des aktiven Managements erfasst. (Red.)*

wie selten, danach stiegen sie deutlich. Vor der Krise war die Volatilität lange Zeit niedrig gewesen und kontinuierlich zurückgegangen.

Der Tracking Error kann bisweilen also zu recht seltsamen Ergebnissen führen, insbesondere wenn in High-Yield-Portfolios eine Bandbreite vorgegeben ist. Wenn der Tracking Error in ruhigen Marktphasen niedrig ist, treibt er High-Yield-Manager zur Übergewichtung von möglicherweise fehlbewerteten Risiken. Probleme gibt es auch in schwierigen Marktphasen: Wenn ein Investor eine Obergrenze für den Tracking Error vorgibt, ist der Portfoliomanager ausgerechnet dann in seinen Möglichkeiten beschränkt, wenn der Markt besonders attraktiv erscheint – beispielsweise Anfang 2009.

### Active Share als sinnvolle Ergänzung

Die traditionelle Nutzung des Tracking Error kann Portfoliomanager durchaus zu Entscheidungen zwingen, die nicht unbedingt sinnvoll erscheinen. Angesichts der Asymmetrie der Assetklasse sind die Mindererträge aufgrund solcher Entscheidungen oft nur schwer wieder wettzumachen. Weil die Aussagekraft des Tracking Error bei High-Yield-Portfolios begrenzt ist, ist der Active Share als ergänzendes oder alternatives Risikomaß sinnvoll.

Der Active Share misst, wie stark sich ein Portfolio auf Einzelwertebene vom Index unterscheidet. Gemessen wird der Anteil der Positionen, die nicht der Benchmark entsprechen. Der Active Share ist die Summe aller Über- und Untergewichtungen in Prozent des Gesamtportfolios. Wenn beispielsweise ein Portfolio zu 25 Prozent mit dem Index übereinstimmt und zu 75 Prozent nicht, ist der Active Share 75 Prozent. Man kann sich also den Active Share als 100 Prozent abzüglich der Überschneidun-

gen mit der Benchmark vorstellen. Anders als der Tracking Error gewichtet der Active Share alle aktiven Positionen gleich, unabhängig davon, wie stark sie zur Diversifikation beitragen. Daher erfasst er die Unterschiede zwischen dem Portfolio und seiner Benchmark auf Einzelwertebene sehr direkt.

Nach der bahnbrechenden Analyse von Cremers und Petajisto<sup>1)</sup> ist das Interesse am Active Share in den letzten Jahren erheblich gestiegen. Spätere Studien haben zwar einige der Ergebnisse in Frage gestellt, insbesondere die Prognostizierbarkeit der Fähigkeiten und Performance eines Portfoliomanagers. Dennoch gilt der Active Share zunehmend als nützliche Alternative zum Tracking Error oder zumindest als wichtige Ergänzung.

Die beiden Kennzahlen erfassen unterschiedliche Aspekte des aktiven Managements. Der Active Share ist ein Maß für die Abweichung von der Benchmark auf Einzelwertebene. Der Tracking Error erfasst stattdessen systematische Faktorrisiken.<sup>2)</sup> So kann ein diversifiziertes High-Yield-Portfolio aufgrund der großen aktiven Positionen einen hohen Active Share haben, zugleich aber einen niedrigen Tracking Error, weil das Portfolio bei Duration, Sektorstruktur und Ratingklassenstruktur nur wenig von der Benchmark abweicht.

### Besonderheiten des Active Share bei Anleiheportfolios

Im Anleihebereich wird der Active Share eher selten eingesetzt. Dennoch kann er auch hier den Tracking Error sinnvoll ergänzen. Dies gilt insbesondere für Marktsegmente wie High Yield, deren aktiver Ertrag oft wesentlich von der Einzelwertauswahl abhängt. Der Einsatz des Active Share führt bei Anleihen aber zu einigen wichtigen Besonderheiten und Komplexi-

täten, die es bei Aktien nicht gibt. Eine Rolle spielt etwa, ob man eine Emission oder einen Emittenten betrachtet.

Abbildung 1 zeigt einige dieser Besonderheiten. Die Benchmark besteht in diesem Beispiel aus vier Anleihen von drei Emittenten. Das Portfolio ist in jeden der drei Emittenten investiert, aber nicht in alle vier Anleihen. Hinzu kommt ein Emittent, der nicht zur Benchmark gehört. Die Portfoliogewichte weichen von den Benchmarkgewichten ab. Folgende Eigenschaften werden im Beispiel deutlich:

#### Der Active Share ist auf Anleiheebene höher als auf Emittentenebene.

Die Übergewichtung einer Anleihe gegenüber einer anderen des gleichen Emittenten hat auf Anleiheebene Auswirkungen auf den Active Share, auf Emittentenebene hingegen nicht. Bei Wertpapier 3 des Energieunternehmens C und Wertpapier 4 des gleichen Emittenten ergeben sich auf Anleiheebene nur 25 Prozent Überschneidung mit der Benchmark. Auf Emittentenebene sind es hingegen 35 Prozent.

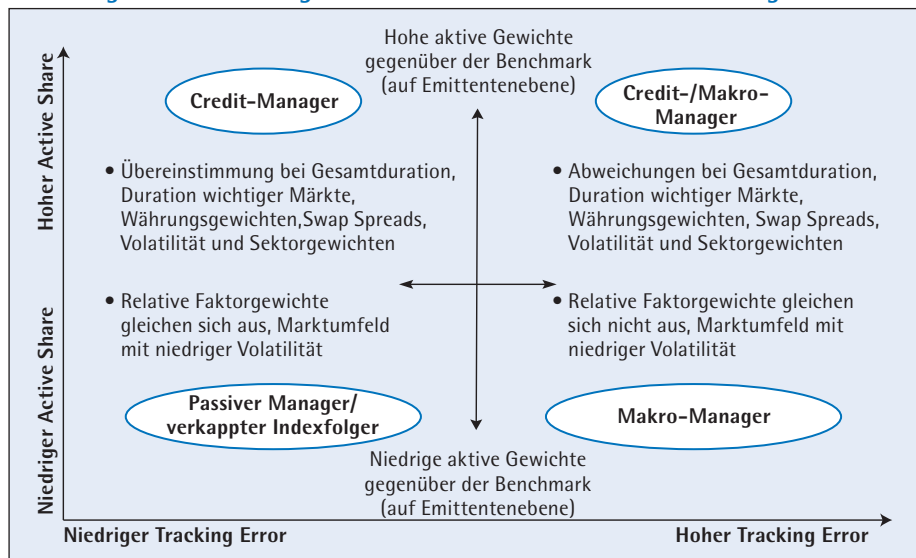
#### Bei einer konzentrierten Benchmark ist ein hoher Active Share schwerer zu erreichen.

Wenn ein Portfoliomanager aus Gründen des Risikomanagements nicht zu einer deutlichen Untergewichtung eines stark in der Benchmark vertretenen Emittenten bereit ist (im Beispiel Technologieunternehmen B mit 40 Prozent Benchmarkanteil), ist der mögliche Active Share begrenzt. Aus diesem einfachen Beispiel könnte man ableiten, dass der Portfoliomanager nicht bereit ist, einen Emittenten um mehr als 25 Prozentpunkte unter- oder überzugewichten und deshalb auf 15 Prozentpunkte potenziellen Active Share verzichtet. Wenn der Portfoliomanager den Emittenten hingegen übergewichten möchte, würde er a priori auf 40 Prozentpunkte möglichen Active Share verzichten.

Abbildung 1: Active Share eines hypothetischen Anleiheportfolios

Emittent	Wertpapier	Benchmarkanteil	Portfolioanteil	Aktives Gewicht	Überschneidung	
					auf Anleiheebene	auf Emittentenebene
Finanzunternehmen A	1 (4%/2022)	10%	35%	25%	10%	10%
Technologieunternehmen B	2 (3%/2030)	40%	15%	-25%	15%	15%
Energieunternehmen C	3 (4,5%/2020)	25%	35%	10%	25%	35%
Energieunternehmen C	4 (5%/2023)	25%	0%	-25%	0%	–
Konsumgüterunternehmen D	5 (3,5%/2024)	0%	15%	15%	0%	0%
Summe		100%	100%	–	50%	60%
				Active Share	50%	40%

Abbildung 2: Anleihemanager auf Basis von Active Share und Tracking Error



**Diversifiziertere Benchmarks lassen einen höheren Active Share zu.** Deshalb ist ceteris paribus der Active Share von Small-Cap-Aktienportfolios üblicherweise höher als der von Large-Cap-Portfolios. Wer in kleinere und möglicherweise weniger liquide Anleihen oder Emittenten investiert, wird oft einen höheren Active Share haben. In Abbildung 1 erfordert die Übergewichtung des Finanzunternehmens A nur eine 10-prozentige Überschneidung mit der Benchmark, während die Übergewichtung des Technologieunternehmens B eine 40-prozentige Überschneidung nötig macht, sodass 30 Prozentpunkte weniger Active Share möglich sind. Alles in allem muss man den Active Share vor dem Hintergrund des Portfolios und der Konzentration des Anlageuniversums betrachten. Auch die begrenzte Liquidität einiger Benchmarkpositionen kann zu einer höheren Konzentration und einem geringeren Active Share führen.

**Portfoliositionen außerhalb der Benchmark schlagen sich voll im Active Share nieder.** Im Beispielportfolio sind die 15

Abbildung 3: Active Share von High-Yield-Portfolios

Portfoliostruktur	Zahl der Emittenten		
	150	200	250
90/10	66%–73%	58%–64%	54%–58%
80/20	69%–75%	62%–68%	58%–63%
70/30	71%–78%	65%–72%	61%–67%

Prozent Anteil des Konsumgüterunternehmens D eine Position außerhalb der Benchmark, die sich voll im Active Share des Portfolios niederschlägt. Zu viele Positionen außerhalb der Benchmark können allerdings auf einen benchmarkunabhängigen Investmentprozess oder eine fehl-spezifizierte Benchmark hindeuten.

**Aktives Anleihemanagement und Bandbreiten für den Active Share**

Wird der Tracking Error als ein Maß für die systematischen Faktorgewichte angesehen und der Active Share als ein Maß für die aktive Einzelwertauswahl, lassen sich die unterschiedlichen Arten von Anleiheinvestoren in einer Matrix darstellen (Abbildung 2).<sup>3)</sup>

Ein diversifizierter Credit-Manager (oben links) kann trotz eines niedrigen Tracking Error aktiv sein, wenn er etwa bei Duration, Währungsgewichten, Swap Spreads, Volatilität und Sektorgewichten nur wenig von der Benchmark abweicht. Umgekehrt kann ein Makro-Manager, der die systematischen Faktoren im Blick hat, auch ohne große Abweichungen von den Indexgewichten einen hohen Tracking Error erreichen (unten rechts). Ein Credit-/Makro-Manager kombiniert die beiden Ansätze, indem er aktive Einzelwertpositionen sowie systematische Indexpositionen ein-geht. Ein verkappter Indexfolger erreicht bei beiden Aktivitätsmaßen niedrigere Werte, behauptet aber oft, ein aktiver Manager zu sein. Ein reiner Indexfonds hat

sowohl einen Tracking Error als auch einen Active Share nahe null.

Es stellt sich die Frage, welcher Active Share für ein High-Yield-Portfolio angemessen ist. Petajisto nennt einen Active Share von weniger als 50 Prozent in einem amerikanischen Large-Cap-Portfolio eine verkappte Indexstrategie.<sup>4)</sup> Konsens ist allerdings, dass der angemessene Active Share von der Konzentration der Benchmark und damit des Portfolios abhängt – aber auch davon, inwieweit Investmentprozess und Risiko-konzept dem Portfoliomanager die Unter-gewichtung großer Benchmarkpositionen erlauben. Je konzentrierter die Benchmark ist, desto schwerer ist ein hoher Active Share zu erreichen; je konzentrierter das Portfolio, desto leichter. Und je mehr Rest-riktionen es bei der Portfoliokonstruktion gibt, desto schwieriger ist es, einen hohen Active Share darzustellen.

Alles in allem kann man davon ausgehen, dass der Active Share eines High-Yield-Portfolios niedriger ist als der eines Aktienportfolios, weil die Anleiheerträge asymmetrisch sind. Die Asymmetrie der Erträge ist typisch für die Assetklasse: Im besten Fall erhält ein Investor sein eingesetztes Kapital bei Fälligkeit zurück, zu-sammen mit dem versprochenen Zins. Im schlechtesten Fall kommt es zu einem Zah-lungsausfall. Der Investor erhält dann nur einen Teil des investierten Kapitals – je nachdem, welcher Haircut vereinbart wurde. Vielleicht geht er sogar leer aus. Diese Ertragsasymmetrie spricht für eine breitere Diversifikation und damit für mehr Über-schneidungen zwischen Portfolio und Benchmark, also für einen niedrigeren Ac-tive Share.

**Active Share besonders in High-Yield-Portfolios von Bedeutung**

In High-Yield-Portfolios geht es vor allem um das Kreditrisiko. Der Anteil einzel-wertspezifischer Risiken ist deshalb höher als in den meisten anderen Rentenmarkt-segmenten. Dies spricht dafür, dass der Ac-tive Share gerade hier besonders wichtig ist.

Vergleich von Hochzinsanleihen mit ameri-kanischen Large Caps: Welcher Active Share ist dann in einem High-Yield-Portfo-lio angemessen? Um dies zu beantworten, werden auf Basis des Barclays US High Yield 2% Issuer Capped Index verschiedene

Szenarien verglichen. Der Index bestand am 28. Juli 2015 aus 1055 Emittenten.

Abbildung 3 zeigt mögliche Spannen für den Active Share für neun Fälle. Unterstellt werden Portfolios mit 150, 200 und 250 Emittenten und verschiedenen Anlagestrategien – nämlich unterschiedlichen Anteilen der 250 größten Indexwerte (70, 80 oder 90 Prozent). Der Rest des Portfolios entfällt jeweils auf die verbleibenden 805 Emittenten des Index (30, 20 oder 10 Prozent). Die 250 größten Emittenten haben 70 Prozent Anteil an der Benchmark, was für eine gewisse Konzentration spricht. Ihnen kommt eine besondere Bedeutung zu, da ein Portfolio – aus Liquiditätsgründen – mit wachsender Größe in immer größerem Umfang in diese großen Emittenten investieren muss.

Betrachtet sei nun als Beispiel der 90/10-Fall bei einem Portfolio aus 200 Emittenten: 90 Prozent der 200 Positionen, also 180 Positionen, entfallen auf die 250 größten Emittenten der Benchmark und haben Portfoliogewichte zwischen 0 und 100 Basispunkten. Sie wurden aus den 250 Emittenten zufällig ausgewählt und dann zufällig mit 0 bis 100 Basispunkten gewichtet, wobei eine Gleichverteilung der Gewichte unterstellt wird. Im Durchschnitt haben die 180 Positionen also 50 Basispunkte Anteil. Die verbleibenden 10 Prozent der 200 Portfoliopositionen, also 20 Emittenten, haben ebenfalls Portfolioanteile zwischen 0 und 100 Basispunkten. Sie entfallen auf die verbleibenden 805 Benchmarkwerte, also auf 30 Prozent des Benchmarkvolumens. 20 der 805 Emittenten werden zufällig ausgewählt und mit 0 bis 100 Basispunkten gewichtet, wobei auch hier eine zufällige Gewichtung und Gleichverteilung unterstellt werden. Diese Methodik führt bei 50 Beispielziehungen zu einer Spanne von 58 bis 64 Prozent für den Active Share, wobei die Active Shares der einzelnen Ziehungen zwischen 10 und 90 Prozent liegen.

### Unterschiede je nach Rentenmarktsegment

In Abbildung 3 hätte ein Portfolio aus 250 Emittenten, von denen 80 Prozent zu den 250 größten und 20 Prozent zu den 805 kleineren zählen, einen Active Share zwischen 58 und 63 Prozent. Es zeigt sich auch, dass der Active Share auf zweierlei Weise erhöht werden kann – indem man

die Zahl der Emittenten im Portfolio verringert oder indem man den Anteil der 805 kleineren Emittenten erhöht.

Man sieht, dass man bei den üblichen Portfolioparametern den Active Share in der Regel um 3 bis 5 Prozentpunkte steigert, wenn man den Anteil der kleineren Emittenten um 10 Prozentpunkte erhöht, und dass der Active Share um 4 bis 8 Prozentpunkte steigt, wenn die Anzahl der Emittenten im Portfolio um 50 verringert wird.<sup>5)</sup>

Zu beachten ist, dass diese Angaben nicht unbedingt auch für andere Rentenmarktsegmente gelten. So wäre der Active Share eines Portfolios aus inflationsindexierten US-Staatsanleihen (TIPS) oder aus Staats- und Hypothekenanleihen deutlich niedriger als bei einem High-Yield-Portfolio, nicht zuletzt aufgrund der Homogenität ihrer Emittenten.

### Wichtige Informationen zu den Risiko- und Ertragsquellen

Immer häufiger sollen aktive Manager erklären, wie stark sie bei den systematischen Risikofaktoren oder den einzelwertspezifischen Risiken von der Benchmark abweichen. Der Tracking Error ist zwar das klassische Maß für das relative Risiko eines aktiven Portfolios, aber für einzelwertorientierte High-Yield-Manager möglicherweise nicht das beste. Dann kann der Active Share eine sinnvolle Ergänzung sein – oder sogar eine Alternative.

Wie bei Aktien kann der Active Share auch hier wichtige Informationen zu den Risiko- und Ertragsquellen liefern. Er zeigt, dass ein High-Yield-Manager mit einem diversifizierten Portfolio durchaus aktiv sein kann, obwohl der Tracking Error niedrig ist. Der Grund ist der Investmentprozess, in dem es oft um die Minimierung systematischer Risiken bei gleichzeitiger Maximierung der aktiven Einzelwerterträge geht.

#### Quellenverweis

- 1) Cremers, K. J., und A. Petajisto: „How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance“, *Review of Financial Studies*, 2009, Vol. 22, No. 9, 3329–3365.
- 2) Ebenda.
- 3) Die Abbildung folgt einer Darstellung der vier grundlegenden Arten von Aktienmanagern bei Cremers und Petajisto (2009).
- 4) Petajisto, A.: „Active Share and Mutual Fund Performance.“ *Financial Analysts Journal*, 2013, Vol. 69, No. 4, 73–93.
- 5) Der Zusammenhang ist insbesondere an den Rändern nicht linear.

## Factoring – Finanzierungsalternative für Unternehmen



### Factoring-Handbuch

Von Thomas Hartmann-Wendels,  
Alexander M. Moseschus und  
Magdalena Wessel  
Taschenbücher für GELD · BANK ·  
BÖRSE

2014. 160 Seiten, broschiert, € 17,90.  
ISBN 978-3-8314-1236-5.

Factoring boomt schon seit Jahren in einem Umfang wie kaum eine andere Finanzdienstleistung in Deutschland. Hauptursache sind die veränderten Usancen der Unternehmensfinanzierung – neben der klassischen Bankfinanzierung werden heute verstärkt alternative Finanzierungslösungen nachgefragt.

Das Taschenbuch bietet einen breiten Überblick über das Factoringgeschäft und seinen Markt, über rechtliche, steuerliche und aufsichtsrechtliche Anforderungen auf aktuellstem Stand. Dabei werden nicht nur die Entwicklungen der letzten Jahre, sondern auch die derzeitigen Herausforderungen und künftigen Perspektiven der Branche beleuchtet.

Ein Grundlagenwerk für jeden Anbieter von Factoringleistungen, aber auch für jedes Unternehmen, das diese Form der Finanzierung für sich nutzen will.

### Fritz Knapp Verlag

60553 Frankfurt | Postfach 70 03 62  
Telefon (069) 97 08 33-21  
Telefax (069) 707 84 00  
E-Mail: [vertrieb@kreditwesens.de](mailto:vertrieb@kreditwesens.de)  
[www.kreditwesens.de](http://www.kreditwesens.de)