

SIGLO Timeout Nr. 47

Eine kurze Geschichte über Alpha und Beta

Abstract

Kaum eine Anlagesitzung kommt heute ohne die griechischen Buchstaben Alpha und Beta aus. Alpha ist rar, schwierig zu ergattern und teuer, Beta hingegen öffentlich verfügbar, leicht abschöpfbar und günstig. Alpha wird leider seltener geliefert als versprochen, Beta hingegen oft versteckt hinzugefügt. Soviel zu den beliebtesten Vorurteilen. Wir denken, dass vielen Diskussionen ein kurzer Abriss über die Geschichte von Alpha und Beta helfen könnte. Ohne Anspruch auf Vollständigkeit oder akademische Präzision listen wir nun einige Meilensteine in der Entwicklung und Bedeutung von Alpha und Beta auf. Dafür aber mit der Hoffnung, unsere Leser für künftige Alpha-Beta-Debatten noch besser auszurüsten.

Einführung

Im Gegensatz zu den Sagen in der Griechischen Mythologie sind die Buchstaben Alpha und Beta in der Finanzwelt keineswegs statisch oder fix. Ihre Bedeutungen und Interpretationen für die Finanzwelt haben sich in den letzten Jahrzehnten stark verändert. Entsprechend drängt sich für uns der Versuch einer kurzen chronologischen Geschichte über Alpha und Beta auf. Diese ist zwar kaum so mitreissend und heroisch wie die Ilias oder Odyssee, aber gleichwohl notwendig, um Mythen von Fakten bei den versprochenen sowie auch erzielten Anlagerenditen bewusster einschätzen und beurteilen zu können.

Bedeutung und Interpretation von Alpha und Beta sind dynamisch, nicht statisch

Am Anfang war alles Alpha

In der Zeit vor der Modern Portfolio Theory (MPT) war alles Alpha. Renditen wurden als Ergebnis von guten und schlechten Anlageentscheidungen verstanden. Gute Titelselektion war die einzige Disziplin am Markt. Wer Geld verdiente, war entweder Anlage-Krösus (oder aber ein Spekulant mit gutem Draht zur Glücksgöttin Tyche). Die Beurteilung der Anlageleistung orientierte sich im Wesentlichen an der Rendite von anderen Aktien oder aber von anderen Anlegern.

In den 1930ern erschien die erste Ausgabe von "Security Analyses", quasi dem Gustav Schwab-artigen Anlage-Standardwerk von Ben Graham and David Dodd, in dem sie zahlreiche Ideen und Methoden zur besseren Titelselektion vorstellen. Aus heutiger Sicht war dies so was wie die Kopfgeneration des Value-Ansatzes. Mehr dazu später.

Marktrisiko wird entschädigt

Es dauerte rund 30 Jahre, bis Bill Sharpe und einige seiner Kollegen das Capital Asset Pricing Model (CAPM) publizierten und damit die Zeit

der MPT einleiteten. Ihr zentrales Argument lag darin, dass am Markt nicht-diversifizierbares Risiko (sprich das Marktrisiko) über die Zeit mit einer positiven Risikoprämie entschädigt werden muss. Risiko averse und rationale Anleger hätten sonst keine Investitionsanreize, wenn sie keine Prämie für ihre eingegangenen Risiken erwarten dürften. Positive Renditen waren also nicht nur das Ergebnis Athenischer Weisheit, sondern bis zu einem gewissen Grad rational zu erwarten.

Michael Jensen publizierte 1968 die Idee, dieses Marktrisiko über eine statistische Regression zu messen. Seine Gleichung bestand lediglich aus einem Faktor, Beta, der als erklärende Variable fungierte sowie der Konstanten, Alpha, die (fast) alle anderen Renditekomponenten abbildete plus eines in der Forschung häufig vernachlässigten Fehlerterms (mehr dazu bei Ben Hunt unter dem Stichwort Epsilon Theory). Wer den Markt kauft (was auch immer man als Markt definiert), muss somit ein Beta von 1 und ein Alpha von Null erhalten. Wer mehr (weniger) Marktrisiko eingeht, kriegt höheres (tieferes) Beta mit höheren (tieferen) erwarteten Renditen. Wer neben Marktrisiko eine zusätzliche, unabhängige Rendite durch gute (schlechte) Titelselektion erzielt, weist nach Jensen so positives (negatives) Alpha auf.

NUR Marktrisiko wird entschädigt

Wenige Jahre später lieferten Paul Samuelson, Eugene Fama und Ken French scheinbar unwiderlegbare Argumente, dass NUR Marktrisiko entschädigt wird und langfristig keine zusätzliche Rendite erwartet bzw. erzielt werden kann. Dieser Strang von Argumenten wird heute unter dem Begriff Effizienz-Markt-Hypothese (EMH) zusammengefasst. Dies ist gleichzeitig auch der aktuelle Standpunkt einer Reihe von berühmten Titanen der Schweizer Anlagewelt. Aus ihrer Perspektive ist es unmöglich, langfristig Alpha ohne zusätzliches Risiko oder ohne Glück zu erzielen. Sie verharren beim Stand der Dinge Mitte der 70er: Der Markt ist nicht zu schlagen

und jeder Versuch ist (teure) Sisyphus-Arbeit oder aber betörend gefährlicher Sirenen-Gesang. Leider können wir hier weder die geniale Replik von Grossman/Stiglitz (1980) noch die visionäre Low Beta Idee von Fischer Black (1972) erörtern.

Weitere Risikofaktoren

Anfang der 80er publizierte Rolf Banz die These, dass Aktien von kleinkapitalisierten Firmen eine höhere Rendite erzielen bzw. erwarten lassen als von grossen Firmen. Dies im Wesentlichen, weil die kleinen Firmen riskanter seien und rationale Anleger dafür eine höhere Risikoprämie fordern.

Zu Beginn der 90er stellten erneut Fama/French eine neue These auf, wonach am Markt nicht nur Markt-, sondern auch "Small Cap" und "Value"-Risiken entschädigt würden. Es war die Wiederentdeckung des Value-Ansatzes aus den 30ern. Titel, die durch eine tiefe Bewertung auffielen, z.B. durch tiefe Kurs-Gewinn- oder Kurs-Buch-Verhältnisse, liessen höhere Renditen erwarten. Anstatt einem einzigen (Markt-) Risikofaktor sind nun also drei Risikofaktoren zu beachten. 1997 fügte Michael Carhart diesem Modell einen 4. Faktor hinzu, den er als "Momentum" bezeichnete. Will heissen, Titel die in der letzten Zeit gut rentierten, tun dies auch noch in naher Zukunft. Interessant an dieser Idee ist, dass hier kein offensichtliches Risiko hinter diesem 4. Faktor steht, sondern es eher eine Anomalie darstellt (mehr dazu sprengt leider den Timeout-Rahmen).

Wer nun gegenüber einer Regression mit diesem 4-Faktoren-Modell Alpha liefern will, kann sich nicht mehr hinter Small Cap, Momentum- oder Value-Effekten verstecken. Eine Art Nemesis für Alpha, denn was bei Jensen noch als Alpha galt, entpuppte sich in den neueren Regressionen als simple und damit einem weiteren Vorurteil nach leicht abschöpfbare Risikofaktoren (Smart Beta).

Neue Risikofaktoren

Zu glauben, man sei nun mit diesen 4 Faktoren auf der Stufe von Aletheia (Göttin der Weisheit), erscheint uns ähnlich naiv wie Midas' Wunsch, alles was er anfasse, möge zu Gold werden. In den letzten Jahren wurden über 50 neue Risikofaktoren in diversen akademischen Journalen vorgestellt. Keiner davon hat bisher den Status für ein 5-Faktor-Modell erreicht oder einen bestehenden Faktor ersetzt. Wir können uns aber vorstellen, dass wir in nicht allzuferner Zukunft aktuelle Regressionen nochmals stark anpassen werden. Alphas und Betas sind eben nicht so statisch wie die griechischen Sagen, sondern ändern dynamisch. Dies vor allem auch weil die Autoren der Geschichte stetig ändern, während der gute Homer und seine Kollegen die Styx auf Charon's Fähre schon längst überquert haben.

In der Evolution sinkt das Alpha während die unterschiedlichen Betas zunehmen.

Ausblick

In der Diskussion über die erzielten Renditen von Anlagen und die Erwartungen an die zukünftigen Leistungen von Managern kommt der Wahl des Modells bzw. der Risikofaktoren und Betas also die zentrale Bedeutung zu (wie in Timeout Nr. 6 zur aktiven Wahl passiver Benchmarks erörtert).

Unsere kurze Geschichte zeigt, dass das Alpha kontinuierlich ab und die unterschiedlichen Betas dafür stetig zunehmen. Wir glauben, dass dieser Trend anhalten wird und wir in Zukunft weitere evtl. erklärende Risikofaktoren entdecken dürften. Daher empfehlen wir unseren Kunden, vor allem neue und aktuell attraktiv entschädigte Betas zu untersuchen und dafür andere etwas trojanisch anmutende Alpha-Pferde vor dem Tor zu lassen.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

