



institut für
vermögensaufbau

Leitfaden Geldanlage II

Portfolio-Optimierung in Passivstrategien

Herausgeber:
Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG

Mit freundlicher Unterstützung von:
Deutsche Bank AG
Deutsche Asset & Wealth Management
Global Client Group – Passive

Vorwort



In vergleichsweise kurzer Zeit haben passive Anlagen wie börsennotierte Indexfonds, auch als ETFs bekannt, eine breite Bekanntheit erlangt. Verstärkt setzen freie Berater und Vermögensverwalter solche Produkte ein. Mit ihnen können sie ihre Kernkompetenz zeigen und die Verteilung des Kapitals auf Anlageklassen und -strategien kosteneffizient und transparent umsetzen. In Zeiten historisch niedriger Zinsen und erhöhter Unsicherheit über die Wirtschaftsentwicklung ist dies eine Fähigkeit von zentraler Bedeutung.

Dieser zweite völlig neu konzipierte „Leitfaden Geldanlage“ führt die Idee der Ende 2013 erschienenen ersten Studie weiter. Das unabhängige „Institut für Vermögensaufbau“ in München zeigt darin verständlich und praxisnah den aktuellen Stand der Forschung zu passiven Anlagestrategien.

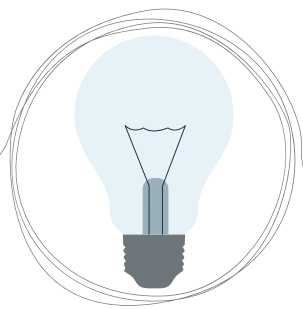
Dabei geht es um eine bedeutende Weiterentwicklung des bekannten Modells, das die Markttrendite auf das sogenannte Markt-Beta reduziert. Heute nutzen führende Investoren weltweit dagegen ein Modell, das mehrere Faktoren berücksichtigt, die die Rendite bestimmen. Damit sind neben den traditionellen, nach Börsenwert berechneten Indizes neue Varianten entstanden: Strategieindizes, mit denen Anleger systematische Faktorrenditen vereinnahmen können. Sie erfreuen sich heute bereits zunehmender Beliebtheit.

Zwar sind regelmäßige Überrenditen durch beispielsweise Value-Aktien und kleine und mittelgroße Unternehmen bereits länger bekannt. Spannend und neu ist jedoch, wie sich effiziente und ertragsstarke Anlagestrategien auf Basis von Faktorprämien systematisch über Indexfonds realisieren lassen. Ein zweiter wichtiger Schwerpunkt des Leitfadens sind konkrete Modellportfolios und Vorschläge zur Verlustbegrenzung.

Wir hoffen, der Leitfaden kann Sie in Ihrer täglichen Arbeit unterstützen.

Roger Bootz
Head of Public Distribution Passive Investments – EMEA

Inhalt



	Abbildungsverzeichnis	5
1.	Einführung	6
1.1	Passive Anlagestrategien – Modeerscheinung oder Lösung?	7
1.2	Risikofaktoren in der gegenwärtigen Kapitalmarktforschung	10
1.3	Die bekannten Faktorprämien in der aktuellen Kapitalmarktforschung	11
1.4	Risiken in passiven Anlagestrategien	19
2.	Empfehlungen für die Portfoliosteuerung	24
2.1	Modellportfolios	26
2.2	Strategie zur kontinuierlichen Verlustbegrenzung	28
2.3	Praxisbeispiel: Der Portfolio Total Return ETF und Portfolio Income ETF	29
3.	Fazit	31

Abbildungsverzeichnis



- Abb. 1: Renditen kurzlaufender Spareinlagen nach Steuern und Inflation
- Abb. 2: Konstruktion eines Referenzportfolios beim norwegischen Staatsfonds
- Abb. 3: Erfolgchancen von Fonds unter Berücksichtigung von Faktorprämien
- Abb. 4: Historischer Excess Return des Value Faktors
- Abb. 5: Historischer Excess Return des Size Faktors
- Abb. 6: Historischer Excess Return des Momentum Faktors
- Abb. 7: Historischer Excess Return des Low Beta Faktors
- Abb. 8: Historischer Excess Return des Quality Faktors
- Abb. 9: Historischer Excess Return des High Dividend Faktors
- Abb. 10: Historischer Excess Return des TERM Faktors
- Abb. 11: Historischer Excess Return des DEF Faktors
- Abb. 12: Gegenüberstellung der kumulierten Renditen von vier Faktoren über einen 16-jährigen Zeitraum (Quelle: MSCI)
- Abb. 13: Ökonomische Begründung der Faktoren aus qualitativer Sicht (IVA)
- Abb. 14: Risikobewertung der Faktoren (Quelle: MSCI)
- Abb. 15: Historische Volatilität und Performance der unterschiedlichen Faktoren zwischen 31.12.2000 und 31.10.2014
- Abb. 16: Historische Korrelationen zwischen den Excess Returns der Faktoren
- Abb. 17: Korrelationen Dotcom Blase (31.01.2001–31.03.2003)
- Abb. 18: Korrelationen Finanzkrise (31.10.2007–27.02.2009)
- Abb. 19: Vorgeschlagene Gewichtung der Portfoliobausteine für die langfristige Strategie
- Abb. 20: Unterlegung der Portfoliobausteine mit Indizes
- Abb. 21: Risikokennzahlen für Faktorportfolios in zwei Risikostufen
- Abb. 22: Portfolio TR ETF (blau) versus Mischfonds EUR ausgewogen global (Morningstar) (grau)



1. | Einführung

Dieses einleitende Kapitel geht darauf ein,

... welche Faktorprämien am Kapitalmarkt beobachtet werden können.

... welche Besonderheiten und Probleme bei klassischer Risikobudgetsteuerung bestehen.

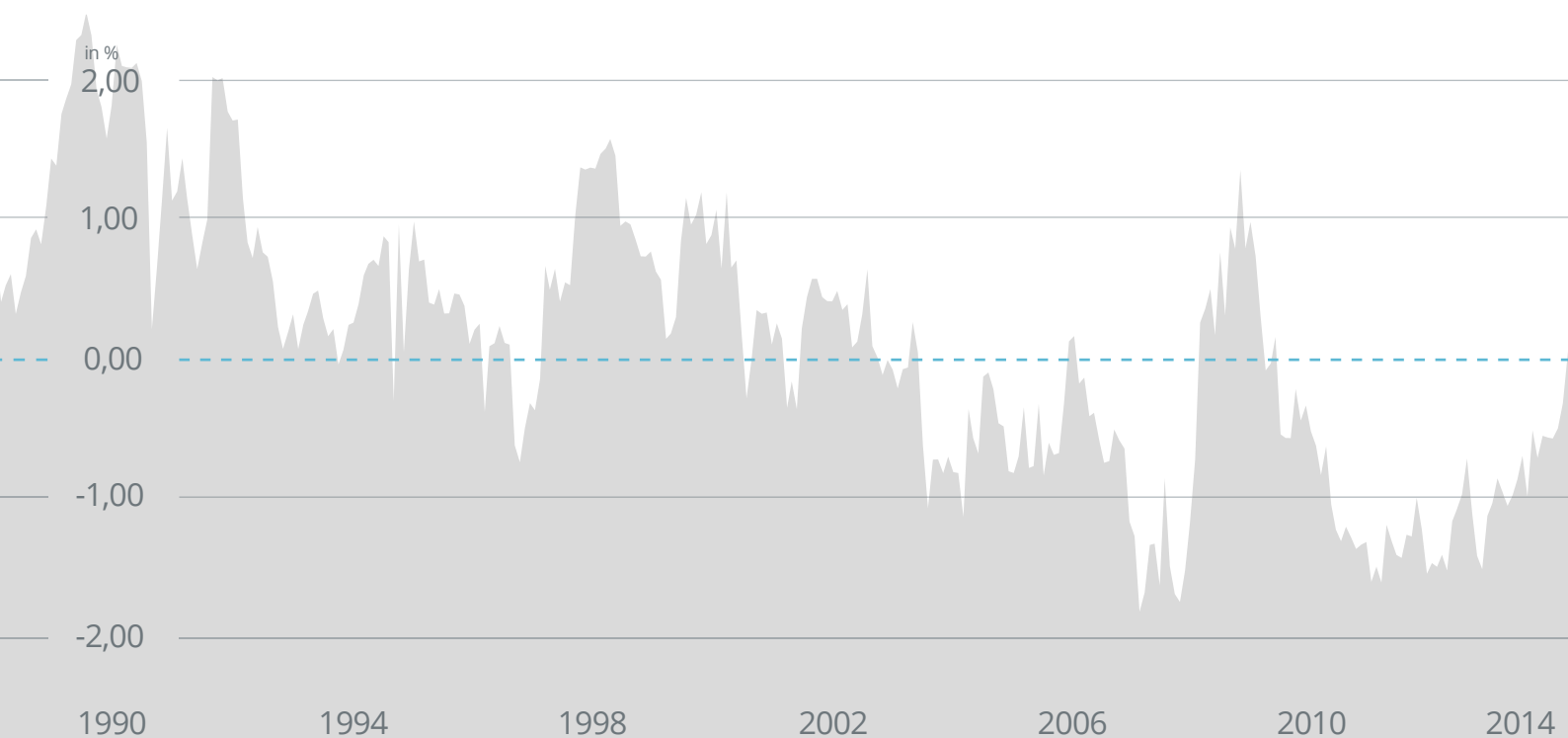
1.1 Passive Anlagestrategien – Modeerscheinung oder Lösung?

Wir schreiben das Jahr 2015. Aktien- und Rentenindizes stehen auf Rekordniveaus. Dementsprechend können passive Anlagestrategien im Rückblick mit beeindruckenden Performancezahlen überzeugen. Aber es gab auch andere Zeiten – 2009 war oft zu hören, dass ungemantete Marktrisiken für Anleger inakzeptabel seien. Gleichzeitig konnten nach dem Jahresende 2009 mit kurzlaufenden Spareinlagen keine positiven Realrenditen mehr erwirtschaftet werden (vgl. Abbildung 1) – Trendfolgestrategien und Stop Loss Risikosteuerung hatten dementsprechend Hochkonjunktur.

Abb.1: Renditen kurzlaufender Spareinlagen nach Steuern und Inflation

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

- Reale Rendite kurzfristiger Spareinlagen (in 1M kündbar) nach Abgeltungssteuer und Inflation



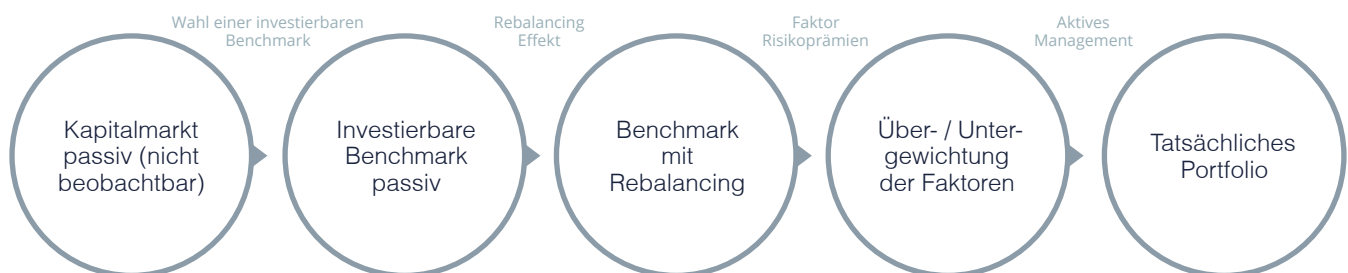
Das Konzept des passiven Investierens hat sich in der jüngeren Vergangenheit gewandelt. Dementsprechend wurden vor einigen Jahren passive bzw. „managementfreie“ Geldanlagen noch mit marktkapitalisierten Indexinvestments gleichgesetzt und alle systematischen Überrenditen, die in Relation zu einem marktkapitalisierten Index erzielt werden konnten, wurden als Managementenerfolg in Gestalt eines positiven „Alpha“ verstanden. Heute erfreuen sich Strategieindizes, die auf die passive Vereinnahmung systematischer Faktorrenditen¹ ausgerichtet sind, zunehmender Beliebtheit und werden immer häufiger von renommierten Portfoliomanagern, unter anderem beispielsweise auch vom norwegischen Staatsfonds, eingesetzt.^{2,3}

Im Besonderen operiert der norwegische Staatsfonds unter einem Investmentansatz, der die Verfügbarkeit von Faktorprämien in die Konstruktion einer anlegergerechten Benchmark einbezieht, welche die gewählte Asset Allocation mit einem möglichst kosteneffizienten Faktorportfolio unterlegt und dabei auf alle liquiden Anlageklassen zurückgreift. Diese Benchmark, die beim norwegischen Staatsfonds als „Operational Reference Portfolio“ bezeichnet wird und dem Portfoliomanager vom Eigentümer des Portfolios vorgegeben wird, erklärt den größten Teil der beobachteten Portfoliorenditen und bindet den Portfoliomanager darüber hinaus an einen sehr geringen Tracking Error von einem Prozent, in dessen Höhe dieser durch die Beimischung illiquider Anlageklassen oder durch Selektionsentscheidungen vom Referenzportfolio abweichen darf. Der Erfolg einer aktiven Anlageentscheidung wird dann jeweils durch die Opportunitätskosten ermittelt, die sich durch die korrespondierende Umschichtung von der konstruierten Benchmark in ein aktiv beigemischtes Finanzinstrument ergeben.

Mit diesem Vorgehen geht auch die Annahme einher, dass rein passive Anlageformen nicht existieren und dass bereits die Auswahl eines Kapitalmarktindex zur Repräsentation eines ad hoc nicht beobachtbaren Kapitalmarkts bereits eine aktive Entscheidung darstellt, die auf dem Weg zur anlegergerechten Benchmark noch um einen Prozess zur regelmäßigen Wiederherstellung der Ausgangsgewichte (Rebalancing) sowie eine Gewichtung der Faktorprämien ergänzt wird.

Durch diesen Kulturwandel hat das passive Investieren eine neue Qualität erhalten. Jenseits der Diskussion über Risikosteuerung und aktives Management kann durch das systematische Investieren von Faktorprämien jedoch eine signifikante Überrendite im Vergleich zu einer marktkapitalisierten Benchmark erwirtschaftet werden, die sowohl für den Erfolg passiver Faktorindizes wie auch aktiver Strategiefonds maßgeblich ist (vgl. Abbildung 3).

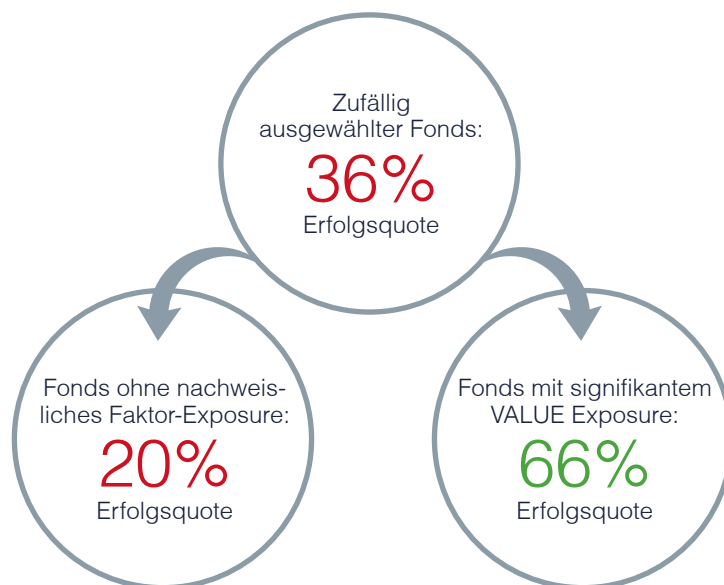
Abb. 2: Konstruktion eines Referenzportfolios beim norwegischen Staatsfonds



¹ z.B. Value, Quality, High Dividend Yield, etc

² Ang, A., Brandt, M. W. & Denison, D. F. (2014): Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global, Review Report.

³ Beck, A. (2014): Indexfonds sind nicht ganz so einfach, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 1. November 2014, pp. 26.

Abb. 3: Erfolgchancen von Fonds unter Berücksichtigung von Faktorprämien⁴

Vor diesem Hintergrund hat das Institut für Vermögensaufbau in Zusammenarbeit mit der Deutschen Bank im Leitfaden Geldanlage („Vermögensverwaltung auf Basis passiver Strategien“) einen Kulturwandel in der Vermögensverwaltung angeregt, der die kosteneffiziente Vereinnahmung systematischer Faktorprämien und eine anlegertypgerechte und laufzeitgerechte Risikosteuerung beschreibt.⁵ Neben der Berücksichtigung des Value Faktors („High Minus Low“) und des Size Faktors („Small Minus Big“)⁶ wurde weiterhin eine Risikobudgetierung vorgeschlagen, welche in Abhängigkeit des Anlagehorizonts auf eine geeignete Aktienquote hinausläuft, die einen nominalen Kapitalerhalt oder eine festgelegte Mindestrendite zum Ende der Anlagedauer weitgehend gewährleistet. Darüber hinaus wurden Nebenbedingungen betrachtet, welche in Ergänzung zur laufzeitabhängigen Risikosteuerung auch die Risikoaversion der Anleger adressieren und eine laufende (z.B. jährliche) Verlustbeschränkung einführen.

Im Rahmen des vorliegenden Dokuments wird auf den Ansätzen des ersten Geldanlageleitfadens aufgebaut: Zum einen werden weitere Faktoren und Faktorprämien vorgestellt und

einem detaillierteren Vergleich unterzogen, der auch die quantitativen Eigenschaften wie z.B. Performancebeiträge und Korrelationen der Faktorprämien analysiert.

Dafür werden wir im folgenden Kapitel den heutigen Stand der Forschung zu diesem Thema aus Sicht eines Mehrfaktoren-Modells darstellen. Dabei wird sich zeigen, dass es sehr wichtig ist, zwischen solchen Faktoren zu unterscheiden, die in der Lage sind, einen langfristig stabilen Beitrag zu einer Rendite zu leisten, und solchen, die das nicht können. Wie wir ebenfalls sehen werden, handelt es sich bei diesen instabilen Faktoren fatalerweise um diejenigen, auf die sich aktive Portfoliomanager im Allgemeinen am stärksten konzentrieren.

Wir zeigen deshalb im Anschluss an unsere Ursachenanalyse konkret auf, wie die Portfoliostrukturierung, -umsetzung und -steuerung unseres Erachtens restrukturiert werden muss, um dieses Defizit zu beseitigen. Dabei werden passive Strategieportfolios hergeleitet, die dem Referenzportfolio des norwegischen Staatsfonds bezüglich der Vereinnahmung von Faktorprämien sehr ähnlich sind.

⁴ Huij, J. & van Gelderen, E. (2013): Academic Knowledge Dissemination in the Mutual Fund Industry: Can Mutual Funds Successfully Adopt Factor Investing Strategies?, SSRN working paper, 2295865.

⁵ Leitfaden Geldanlage: Vermögensverwaltung auf Basis passiver Strategien, Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG (Herausgeber), München, 2013, mit freundlicher Unterstützung der Deutsche Bank AG.

⁶ Fama, E. F. & French, K. R. (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, Journal of Financial Economics, 33, pp. 3-56.

1.2 Risikofaktoren in der gegenwärtigen Kapitalmarktforschung

Wenn wir wissen wollen, was man in wissenschaftlich fundierter Weise über die Möglichkeiten sagen kann, eine systematische, d.h. nicht-zufällige Überrendite zu einem Wertpapiermarkt zu erzielen, so müssen wir zunächst noch einmal kurz zu den Ursprüngen der modernen Portfoliotheorie zurück und verstehen, wie sich diese Forschung in den letzten 60 Jahren weiterentwickelt hat. Aufbauend auf den Grundüberlegungen von Harry Markowitz⁷ (1952) haben in den sechziger Jahren William Sharpe⁸, John Lintner und Jan Mossin unabhängig voneinander das sogenannte „Capital Asset Pricing Model“ (CAPM) entwickelt. Es ist in den folgenden Jahrzehnten zum einflussreichsten Modell der gesamten Finanzwissenschaft geworden, da es bis heute unzählige Forschungsaktivitäten anregt und somit auch wichtige Weiterentwicklungen ermöglicht hat.

Eine zentrale Aussage des CAPM ist, dass sich jede Rendite r_i , die am Kapitalmarkt erwirtschaftet wird, aus drei Komponenten zusammensetzt: (1) Dem risikolosen Zins r_f , (2) der risikobehafteten Differenz zwischen der Gesamtmarktrendite und dem risikolosen Zins ($r_m - r_f$), die man auch kurz als die Risikoprämie des Gesamtmarktes bezeichnen kann, sowie (3) einem zufälligen Fehlerterm ε_i . Entsprechend sieht die mathematische Grundgleichung des CAPM folgendermaßen aus:

$$r_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f) + \varepsilon_i$$

Da ε_i eine Zufallsgröße ist und somit einen Erwartungswert von 0 besitzt, existiert in der Modellwelt des CAPM also nur ein Risikofaktor, der einen systematischen, d.h. nicht-zufälligen Beitrag zur Gesamtrendite eines Wertpapiers leistet: der Gesamtmarkt risikobehafteter Wertpapiere (weshalb man das CAPM auch als „Ein-Faktor-Modell“ bezeichnet). Für einen Anleger bedeutet das, dass sich innerhalb des CAPM jede individuelle Anlageentscheidung im Grunde auf die Frage reduzieren lässt, in welchem Ausmaß (β) sich der Anleger diesem Gesamtmarktrisiko aussetzen möchte – was wiederum von seiner persönlichen Risikobereitschaft und -tragfähigkeit abhängt. Je mehr er sich diesem Risiko aussetzt, d.h. je höher er das β gewichtet, desto höher ist die langfristige Risikoprämie, die er dafür erwarten darf.

Das CAPM wirkt auf den ersten Blick übermäßig stark vereinfachend: Zum einen lässt es keinen Raum für aktives Management, und zum anderen scheint es schwer zu glauben, dass es außer dem Gesamtmarkt als Ganzes keine weiteren Risikofaktoren geben soll, die langfristig eine systematische Risikoprämie generieren können. Und tatsächlich konnte das CAPM bezüglich dieses letztgenannten Punktes – der Anzahl der Risikofaktoren – widerlegt bzw. um weitere Faktoren ergänzt werden, die im folgenden Abschnitt erläutert werden.

⁷ Markowitz, Harry M. (1952): Portfolio Selection, The Journal of Finance, Vol.7, No. 1, pp. 77-91.

⁸ Sharpe, William F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, The Journal of Finance, 1964, Vol. 19, No. 3, pp. 425-442.

1.3 Die bekannten Faktorprämien in der aktuellen Kapitalmarktforschung

Innerhalb der gegenwärtigen Kapitalmarktforschung haben sich in den vergangenen Jahren folgende Risikofaktoren etabliert.

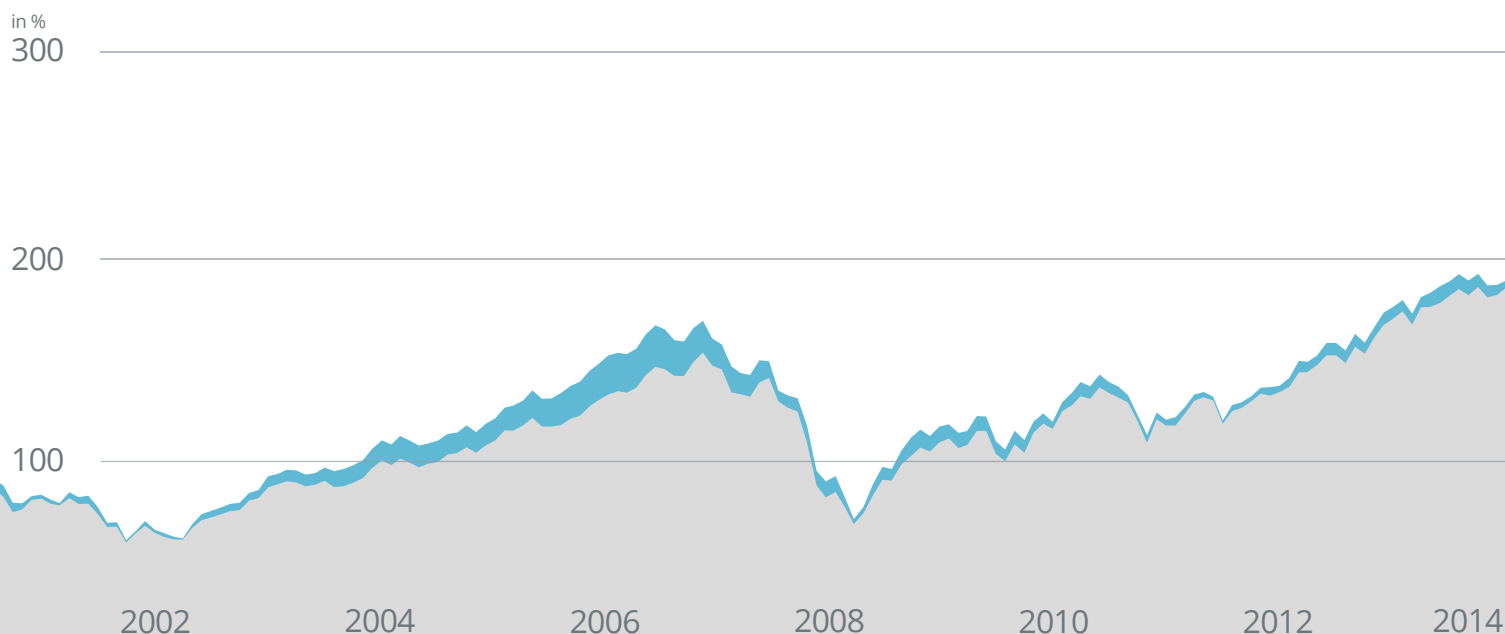
Value:

Value Aktien sind Unternehmen, die sich durch ein niedriges Verhältnis zwischen dem Kurswert und dem Buchwert des Unternehmens auszeichnen. Diese Aktien weisen dementsprechend gemessen an ihrem Buchwert, d.h. dem inneren Wert des Unternehmens in Gestalt seines Eigenkapitals, der als **fairer** Marktpreis angesehen wird, eine zu niedrige Bewertung am Kapitalmarkt auf. Anleger, die in Value Aktien investieren, erwarten dementsprechend eine Anpassung des Marktwerts des investierten Unternehmens an seinem inneren Wert und gehen dabei das Risiko ein, dass der niedrige Marktpreis angemessen ist, weil bereits Informationen eingepreist sind, die in den fundamentalen Kennzahlen des Unternehmens noch keine Berücksichtigung finden. Der Value Faktor wurde im Rahmen des Drei-Faktoren-Modells von Fama und French eingeführt und hat sich in zahlreichen Studien zumindest in den entwickelten Volkswirtschaften als erstaunlich robust erwiesen.

Abb.4: Historischer Excess Return des Value Faktors

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

● Market Cap ● Value



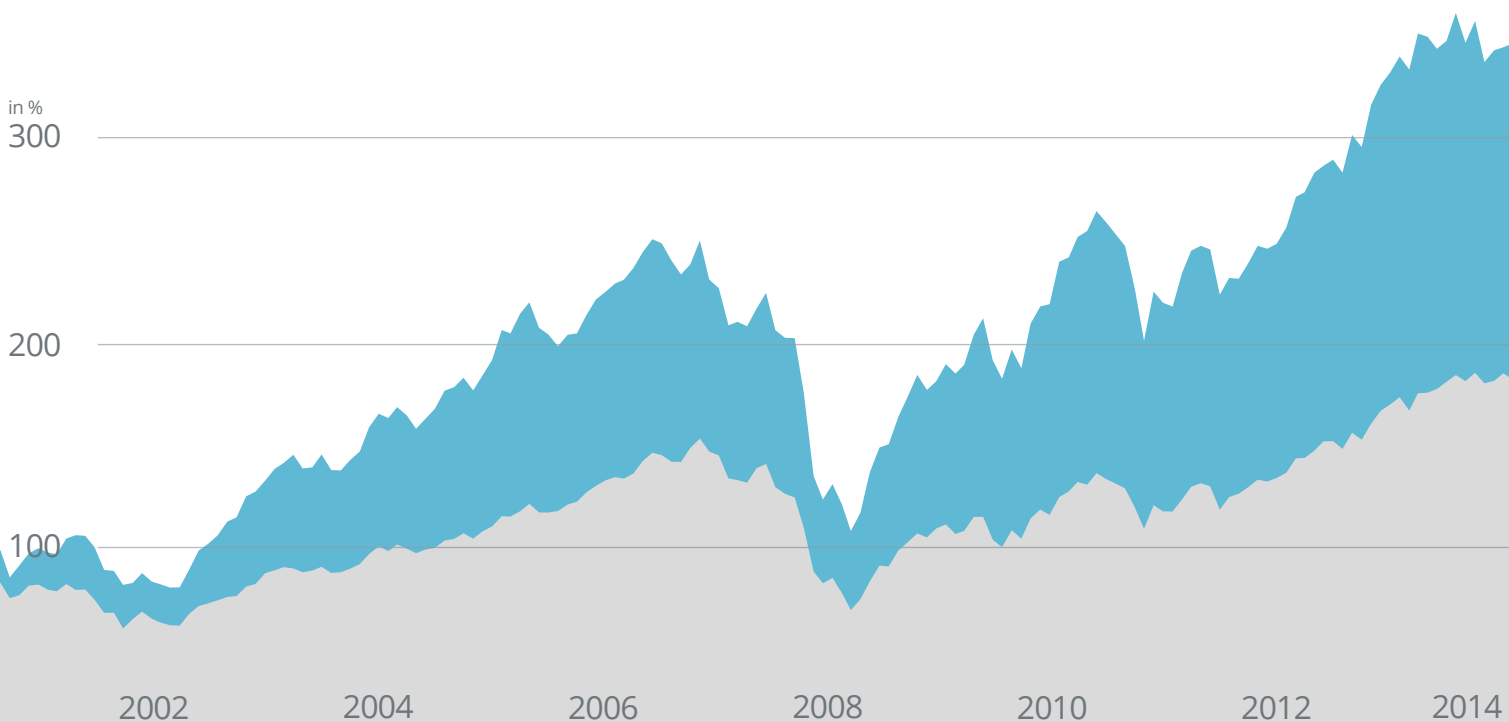
Size:

Mid und Small Caps sind kleinere Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung und dementsprechend meist schlanker aufgestellt als die marktdominierenden Blue Chips und Large Caps. Das Geschäftsmodell dieser Titel füllt häufig Nischen aus, die von den Großkonzernen nicht bedient werden. Dementsprechend lassen sich im Marktsegment der Mid und Small Caps weitgehend unabhängig von der Lage des Gesamtmarktes immer wieder profitable und wachstumsstarke Werte finden, die wegen ihrer niedrigen Marktkapitalisierung und der Gefahr des Scheitern ihres Geschäftsmodells andererseits auch als deutlich riskanter als die langfristig relativ stabilen Blue Chips angesehen werden müssen. Der Size Faktor wurde ebenfalls schon im Rahmen des Drei-Faktoren-Modells etabliert.

Abb. 5: Historischer Excess Return des Size Faktors

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

● Market Cap ● Size



Momentum:

Dieser Vorschlag geht auf den erstmals von Jegadeesh und Titman (1993)⁹ im US-Markt empirisch nachgewiesenen Effekt zurück, dass Portfolios mit den in den letzten 3 bis 12 Monaten gut gelaufenen Aktien auch in den darauffolgenden 3 bis 12 Monaten eine bessere Performance aufweisen als der Gesamtmarkt. Carhart (1997)¹⁰ sieht darin einen vierten Faktor im Aktienbereich, um den das Fama-French-Modell erweitert werden muss. Tatsächlich existiert mittlerweile eine ganze Reihe von Untersuchungen, in denen die Hinzunahme von Momentum als viertem Faktor die Aktienmarktrenditen in bestimmten Regionen besser erklärt als das klassische Dreifaktorenmodell. Allerdings ist dies nicht durchgängig der Fall. Entsprechend ist auch die Interpretation dieses Effekts in der Fachliteratur bis heute stark umstritten. Während ihn die meisten Autoren als Behavioral-Finance-Effekt deuten (d.h. im Sinne von suboptimalem Informations- und Entscheidungsverhalten von Investoren), wird vereinzelt auch mit den spezifischen Handelsrestriktionen von institutionellen Portfoliomanagern argumentiert.¹¹

⁹ Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993): Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *Journal of Finance*, 48 (1), pp. 65-91

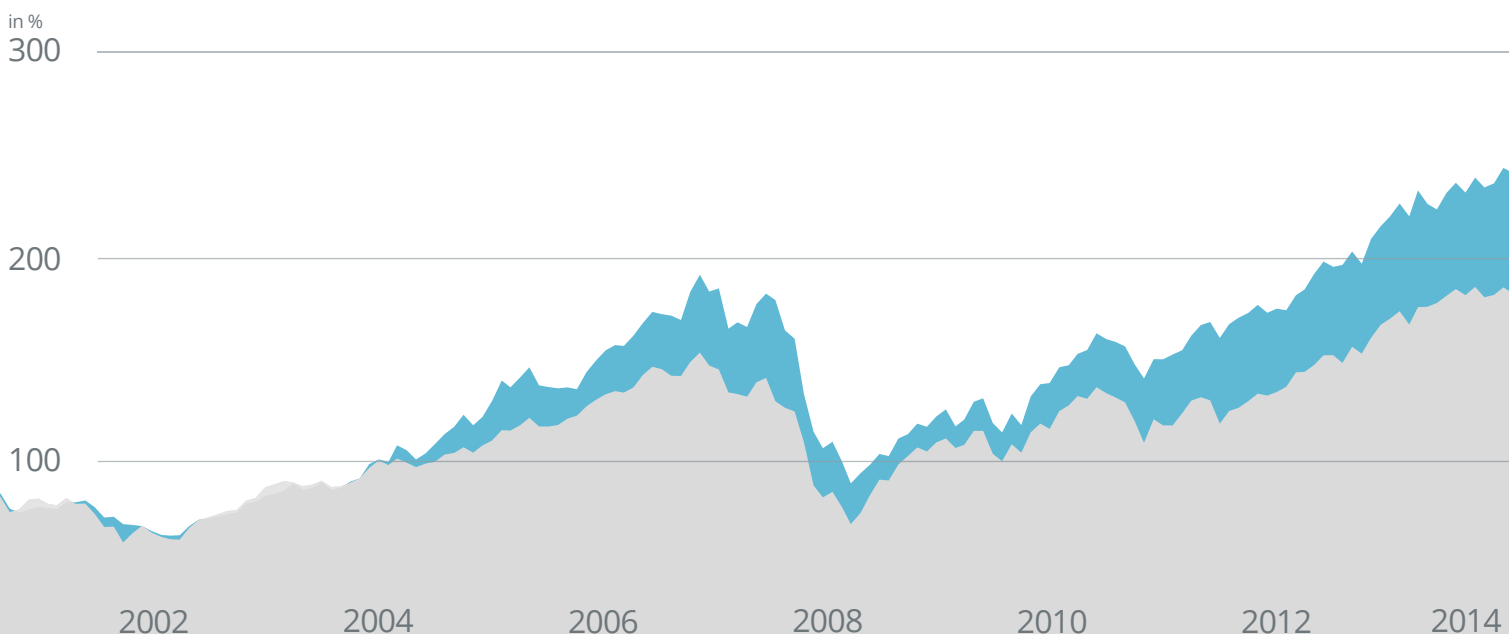
¹⁰ Carhart, M. M. (1997): On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, 52 (1), pp. 57-82.

¹¹ Vayanos, D. & Woolley, P. (2013): An Institutional Theory of Momentum and Reversal, *The Review of Financial Studies*, 26 (5), pp. 1087-1145.

Abb.6: Historischer Excess Return des Momentum Faktors

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

● Market Cap ● Momentum



Low Beta:

Dieser Vorschlag geht auf den erstmals von Haugen und Baker (1991)¹² ebenfalls im US-Markt empirisch nachgewiesenen Effekt zurück, dass Aktien mit geringem Beta (bzw. geringer Volatilität) über lange Haltedauern höhere durchschnittliche Renditen erzielen als Aktien mit hohem Beta (bzw. hoher Volatilität). Auch dieser Effekt konnte inzwischen mehrfach repliziert und auch außerhalb des US-Marktes nachgewiesen werden. Er ist noch schwieriger zu interpretieren als der schon genannte Momentum-Effekt, da er im offenen Widerspruch zu der Grundaussage des CAPM steht, dass höheres Risiko langfristig zu höheren Renditen führt. Auch hierzu existieren sowohl Behavioral-Finance-Erklärungen, die den Effekt als suboptimales Investorenverhalten deuten, als auch Erklärungen, die auf systemimmanente Besonderheiten der Vermögensverwaltungspraxis verweisen. So sehen etwa Baker et al (2011)¹³ den Grund für den Low-Beta-Effekt darin, dass alle benchmarkorientierten Vermögensverwalter gezwungen sind, ihre Information Ratio zu maximieren. Dadurch müssen sie die Überrendite, die aus der Übergewichtung von Low-Beta-Aktien resultieren könnte, ins Verhältnis setzen zu dem dadurch ebenfalls erhöhten Tracking Error. Dabei wird sich in der Regel zeigen, dass eine Übergewichtung von Low-Beta-Aktien die Information Ratio verschlechtert, weswegen auf diese Überrendite verzichtet wird.

¹² Haugen, R. A. & Baker, N. L. (1991): The efficient market inefficiency of capitalization-weighted stock portfolios, *Journal of Portfolio Management*, 17 (3), pp. 35-40.

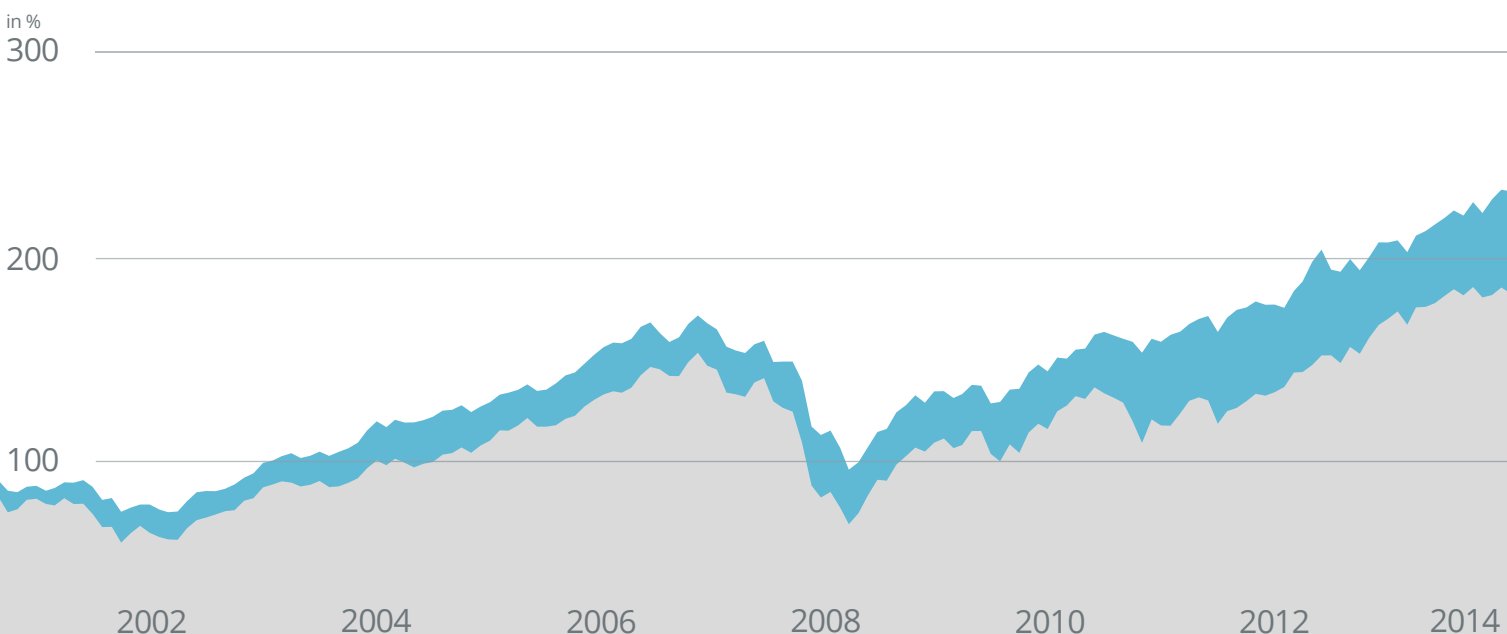
¹³ Baker, M., Bradley, B. & Wurgler, J. (2011): Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly, *Financial Analysts Journal*, 67 (1), pp. 40-54.

¹⁴ Die dargestellte Zeitreihe entspricht dem MSCI World Minimum Volatility Index.

Abb. 7: Historischer Excess Return des Low Beta Faktors¹⁴

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

● Market Cap ● Low Beta



Quality:

Dieser Vorschlag geht auf Sloan (1996)¹⁵ zurück, der ebenfalls im US-Markt eine Überrendite der Aktien von „qualitativ hochwertigen“ Unternehmen festgestellt hat. Darunter versteht Sloan solche Unternehmen, deren Rückstellungen und Cash Flows besonders stabile zukünftige Erträge erwarten lassen. Um sie zu identifizieren, ist eine relativ aufwendige Bilanzanalyse notwendig. Dies könnte nach Sloan auch gleichzeitig der Grund für diese Überrendite sein: Viele Investoren sind möglicherweise nicht willens oder in der Lage, diesen fundamentalanalytischen Aufwand zu treiben. Entsprechend reflektieren Aktienkurse nach Sloan stärker die Höhe der aktuellen Erträge eines Unternehmens als die Qualität seiner zukünftigen Erträge. Im Anschluss an Sloan haben noch eine Reihe anderer Untersuchungen einen Zusammenhang zwischen bestimmten Fundamentaldaten und einer Überrendite gefunden. In einem jüngst publizierten Arbeitspapier denken sogar Fama und French (2014)¹⁶ selbst über die Notwendigkeit nach, ihr Modell entsprechend zu erweitern. Aufgrund ihrer eigenen empirischen Untersuchungen favorisieren sie dabei die beiden Quality-Faktoren „Profitabilität“ und „Investment“.

Unter „Profitabilität“ verstehen sie dabei im Sinne von Novy-Marx (2012)¹⁷ das Verhältnis von Bruttogewinn zu Vermögenswerten („gross profits-to-assets“), und unter „Investment“ den Buchwert des Eigenkapitals im Sinne von Aharoni et al. (2013)¹⁸ als absolute Größe auf Unternehmensebene (also nicht „pro Aktie“). In diesen jüngsten Untersuchungen finden Fama und French (2014) auch eine hohe Korrelation zwischen diesen beiden neuen Quality-Faktoren und dem „alten“ Value-Faktor (HML). Das ist insofern wenig überraschend, weil hoch profitable Unternehmen mit hohem Buchwert des Eigenkapitals auch häufig ein hohes Buchwert/Kurs-Verhältnis aufweisen dürften, sodass sie hoch auf dem Value-Faktor laden. So gesehen handelt es sich bei den Quality-Faktoren möglicherweise um Ausdifferenzierungen des Value-Faktors, die präzisieren, wodurch genau die Value-Prämie entsteht. Entsprechend schlussfolgern Fama und French (2014), dass in Zusammenhängen, in denen es ausschließlich um die Generierung einer Überrendite geht, der Value-Faktor redundant und somit verzichtbar ist.

¹⁵ Sloan, R. G. (1996): Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?, *The Accounting Review*, 71, pp. 289-315.

¹⁶ Fama, E. F. & French, K. R. (2014): A Five-Factor Asset Pricing Model, Fama-Miller Working Paper.

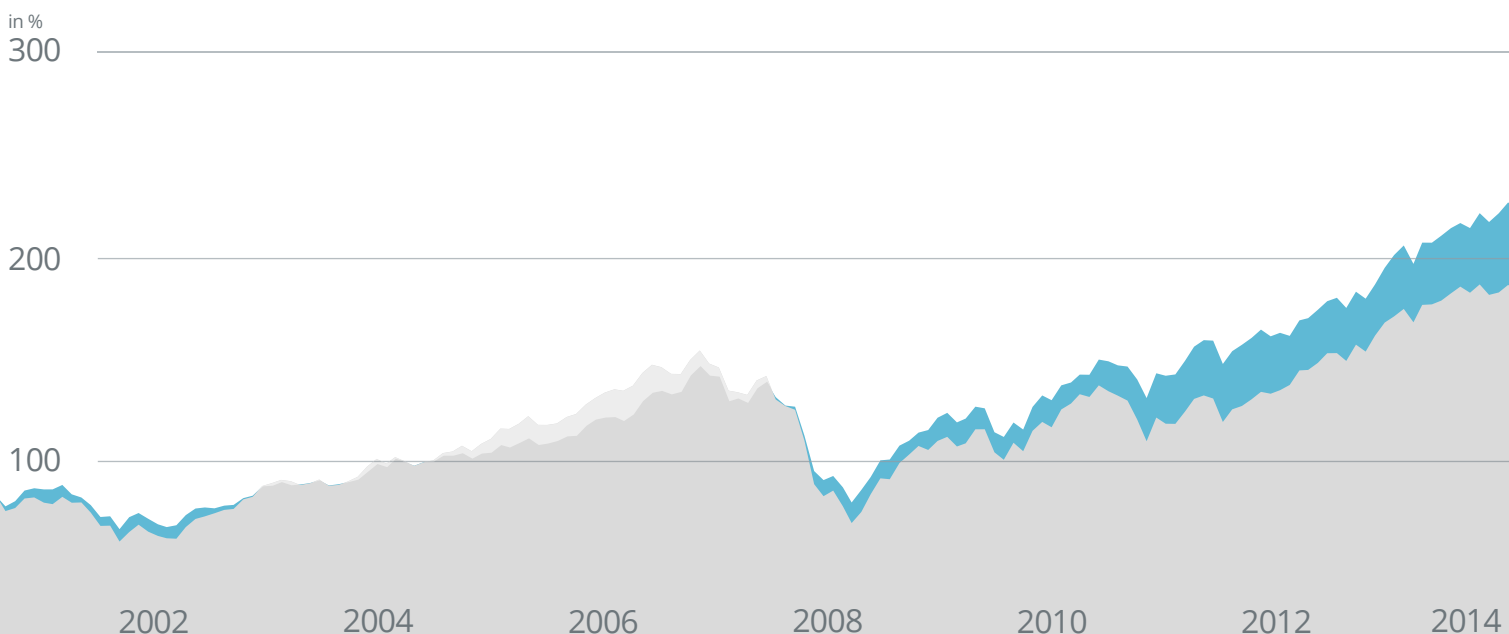
¹⁷ Novy-Marx, R. (2012): The Other Side of Value: The Gross Profitability Premium, *Journal of Financial Economics*, 108 (1), pp. 1-28.

¹⁸ Aharoni, G., Grundy, B. & Zeng, Q. (2012): Stock Returns and the Miller-Modigliani Valuation Formula: Revisiting the Fama-French Analysis, *Journal of Financial Economics*, 110 (2), pp. 347-357.

Abb. 8: Historischer Excess Return des Quality Faktors

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

● Market Cap ● Quality



High Dividend Yield:

Bei empirischer Betrachtung weisen Aktien mit einer hohen Dividendenrendite eine langfristig stabile Outperformance gegenüber einem repräsentativen Kapitalmarktindex auf, die jedoch nicht leicht zu erklären ist. Miller und Modigliani (1961)¹⁹ argumentieren, dass die Dividendenzahlung keinen Einfluss auf den Wert eines Unternehmens hat, weil die Menge aller möglichen und zufälligen Marktpreise des Unternehmens just um den deterministischen Betrag der Dividende reduziert werden, d.h. es bis auf minimale Zinseffekte als äquivalent angesehen werden kann, ob ein Unternehmen heute 2 EUR ausschüttet und morgen einen zufälligen Wert zwischen 50 und 54 EUR besitzt oder heute 0 EUR ausschüttet und dementsprechend morgen einen zufälligen Wert zwischen 52 und 56 EUR besitzt. Demgegenüber argumentiert Black (1976)²⁰, dass die Unternehmensführung in der Regel einer Senkung der Dividende kritisch gegenüber steht. Vor diesem Hintergrund wird die Dividende nur dann erhöht, wenn das Management davon überzeugt ist, die erhöhte Dividende nachhaltig beibehalten zu können, während die Dividende nur dann reduziert wird, wenn längerfristig keine Verbesserung der Ertragslage in Sicht ist – die Dividende bzw. vielmehr ihre Veränderung bildet somit die Erwartungen des Managements in Bezug auf die zukünftige finanzielle Situation des Unternehmens ab.

Auch Gerstein Fisher (2012)²¹ weisen eine Überrendite von dividendenstarken Aktien nach, ordnen die gemessene Outperformance jedoch dem Value Faktor zu, der bei den analysierten Dividendenaktien ebenfalls stark ausgeprägt war.

¹⁹ Aharoni, G., Grundy, B. & Zeng, Q. (2012): Stock Returns and the Miller-Modigliani Valuation Formula: Revisiting the Fama-French Analysis, *Journal of Financial Economics*, 110 (2), pp. 347-357.

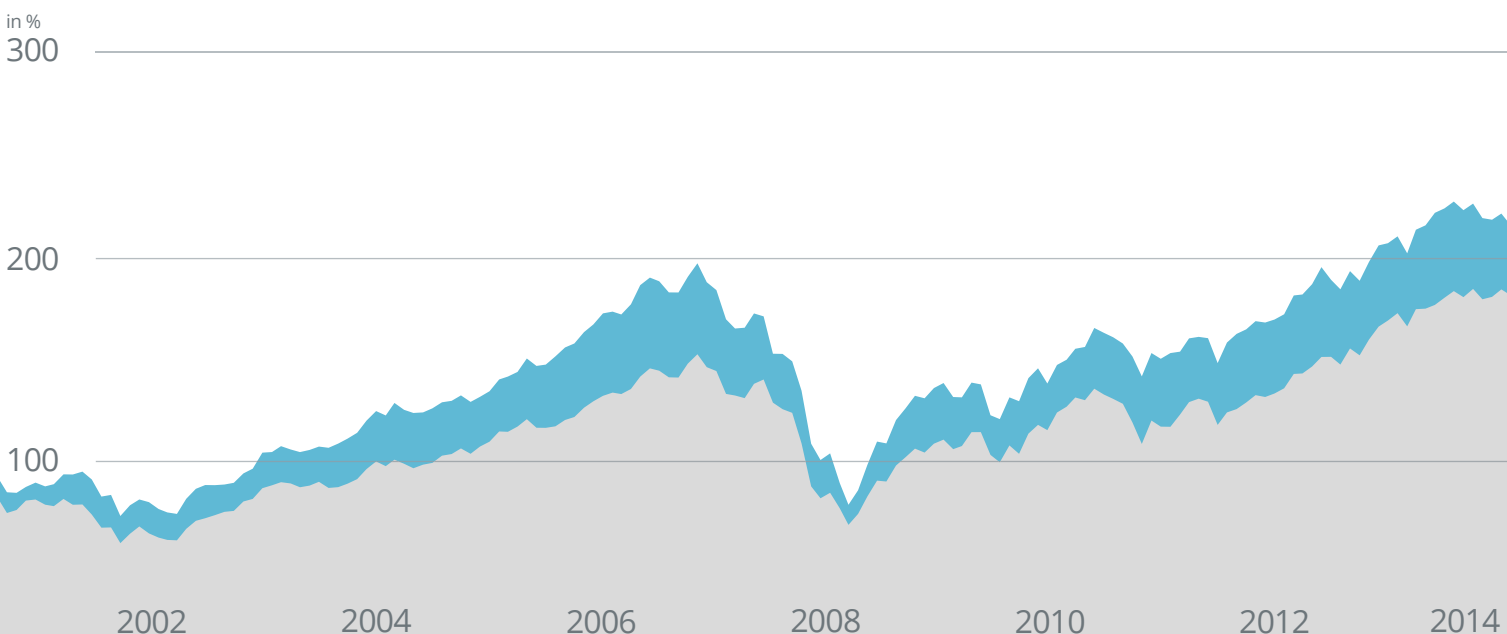
²⁰ Black, F. (1976): The Dividend Puzzle, *The Journal of Portfolio Management*, 2 (2), pp. 5-8.

²¹ Dividend Investing: A Value Tilt in Disguise, Gerstein Fisher (Herausgeber), 2012, Research paper.

Abb. 9: Historischer Excess Return des High Dividend Faktors

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

● Market Cap ● High Dividend



Die Frage, ob es auch im **Rentenmarkt** möglicherweise noch weitere oder präzisere Faktoren gibt als die beiden von Fama und French genannten, nimmt in der Forschung wesentlich weniger Raum ein als die oben dargestellte Diskussion im Bereich der Aktienrenditen. Im Rentenmarkt konnten der Laufzeitfaktor „TERM“ und der Ausfallfaktor „DEF“ im Wesentlichen bestätigt werden.

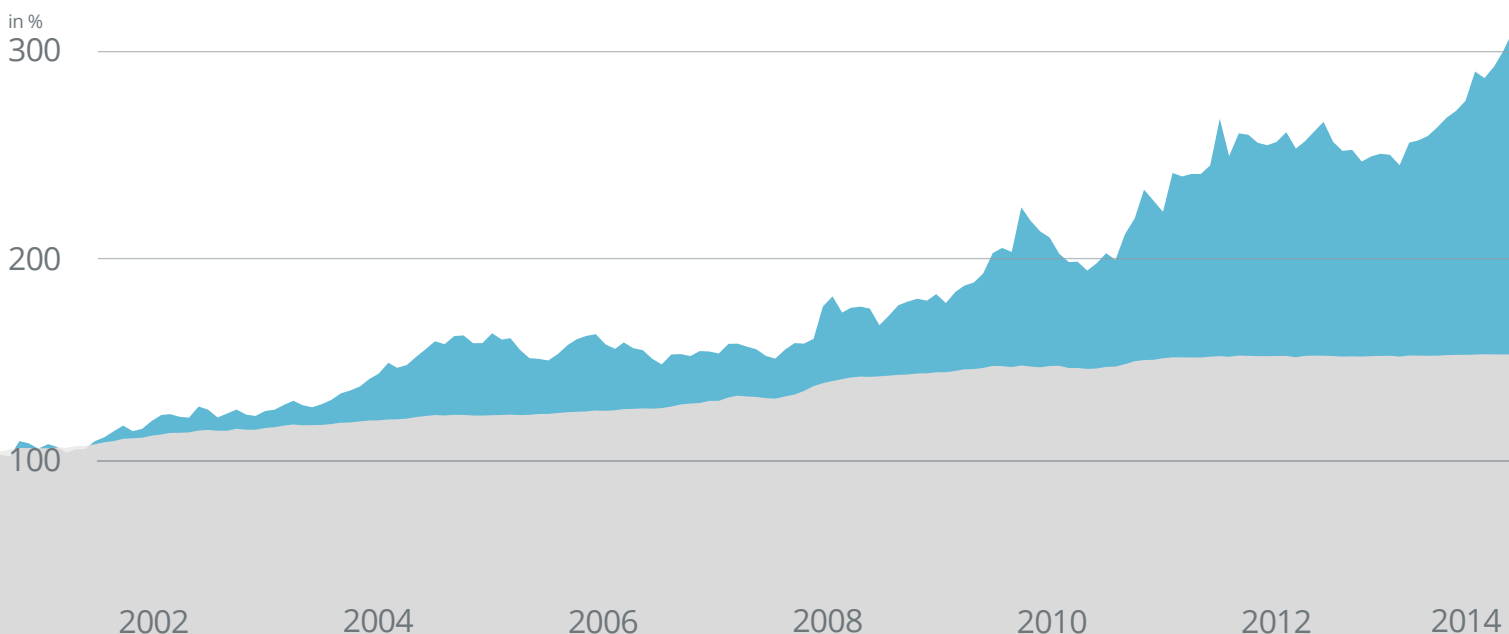
TERM:

Da der Marktpreis einer Anleihe als Barwert ihrer bis zum Laufzeitende ausstehenden Zahlungsströme angesehen werden kann, ergeben sich für länger laufende Anleihen im Falle eines Anstiegs des zu Grunde liegenden Zinssatzes höhere Marktverluste als bei kurzlaufenden Anleihen, da die ausstehenden Zahlungsströme über einen längeren Zeitraum diskontiert werden müssen. Das daraus resultierende Zinsänderungsrisiko wird durch eine entsprechende Faktorprämie kompensiert, die als TERM bezeichnet wird.

Abb. 10: Historischer Excess Return des TERM Faktors

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

● IBOXX € DESOV TR 1-3 (Low DEF/Low TERM) ● IBOXX € DESOV TR 10+ (Low DEF/High TERM)



DEF:

Der Faktor DEF beschreibt die Risikoprämie, welche als Kompensation des Kreditausfall- oder Kontrahentenrisikos eines Schuldners vereinnahmt werden kann, sodass die Anleihen von Schuldnern niedriger Bonität im langfristigen Mittel höhere Renditen erzielen als die Anleihen von Schuldnern des obersten Bonitätssegments. Das Ausfallrisiko fasst alle Verluste zusammen, die durch eine potenzielle Unfähigkeit des Schuldners zur vollständigen und fristgerechten Bedienung seiner Verbindlichkeiten auftreten können.

Beim gelegentlich diskutierten Faktor „Liquidität“ muss zunächst zwischen der „Marktliquidität“ und der „Finanzierungsliquidität“ unterschieden werden. Die Erstgenannte bezieht sich auf das sich ständig ändernde Handelsvolumen einer Anleihe, die somit nicht ernsthaft als Faktor infrage kommt. Bei der Finanzierungsliquidität des Schuldners ist dies viel eher der Fall, allerdings ist diese sehr eng mit dessen Bonität verbunden, sodass sie durch den Faktor DEF im Grunde bereits mit erfasst wird.

Abb. 11: Historischer Excess Return des DEF Faktors

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

- IBOXX € DESOV TR 1-3 (Low DEF/Low TERM)
- IBOXX € CRP BBB TR1-3 (Medium DEF/Low TERM)

in %

300

200

100

2002

2004

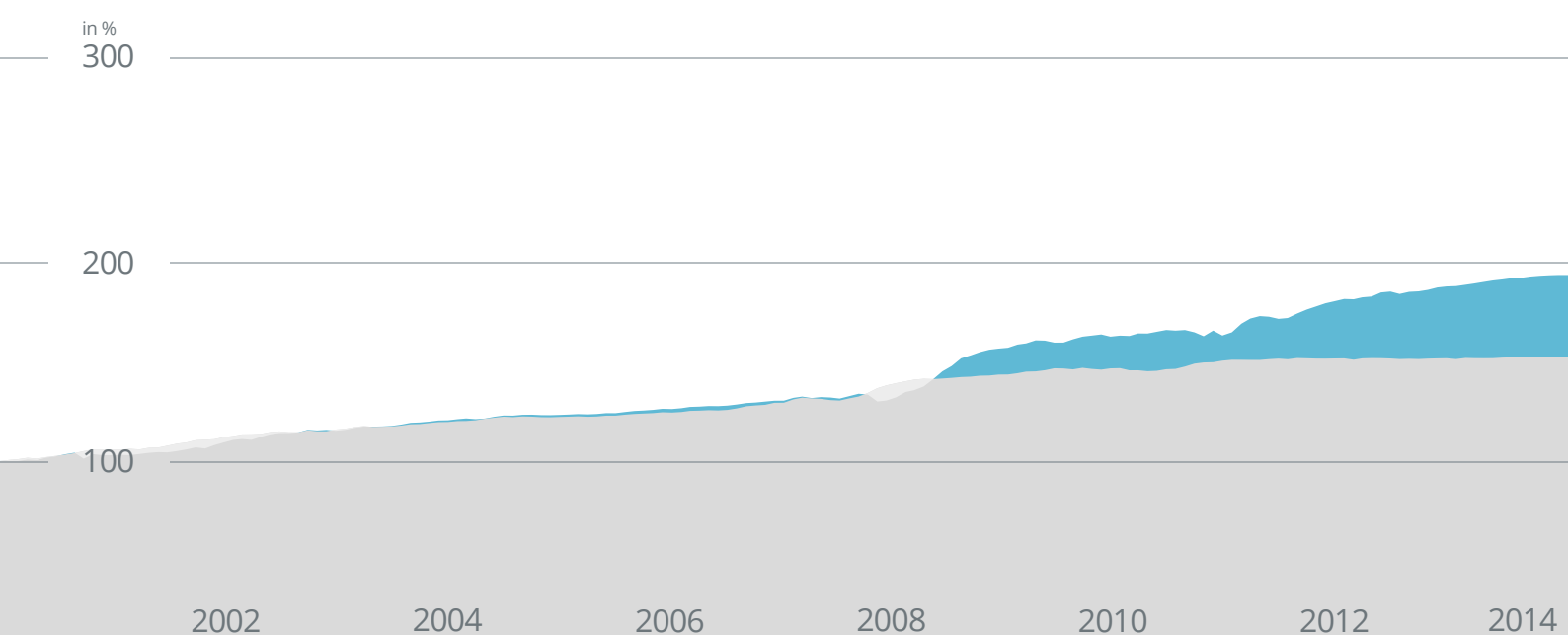
2006

2008

2010

2012

2014



1.4 Risiken in passiven Anlagestrategien

Ungemanagte passive Anlagestrategien können wegen der Beschaffenheit marktkapitalisierter Indizes erhebliche Verlustrisiken anhäufen. Einerseits ist die Auswahl und Gewichtung der Unternehmen nach ihrem Marktvolumen, die mit der Übergewichtung von Titeln einhergeht, welche bereits stark gestiegen sind, per se als prozyklisch anzusehen. Andererseits können sich auf diese Weise Preisblasen bilden, die auf Sektorebene ein problematisches Ungleichgewicht herbeiführen und kaum diversifizierte Klumpenrisiken beinhalten, die im Falle des Platzens einer Preisblase bei einem Aktienindex Kursverluste bis zu einer Größenordnung von etwa 50% auslösen können.

Vor diesem Hintergrund ist es für den nachhaltigen und langfristigen Anlageerfolg jenseits einer laufenden Risikobudgetierung notwendig, diejenigen Faktoren zu identifizieren, die einerseits eine systematische Überrendite gegenüber der marktkapitalisierten Benchmark erwarten lassen und die andererseits durch

antizyklische Schwankungseigenschaften dazu beitragen, die Erträge innerhalb des Aktienblocks ein Stück weit zu stabilisieren. Bei der Einbeziehung mehrerer Faktoren ist darüber hinaus eine niedrige oder negative Korrelation zwischen den Excess Returns der betreffenden Faktorindizes wünschenswert.

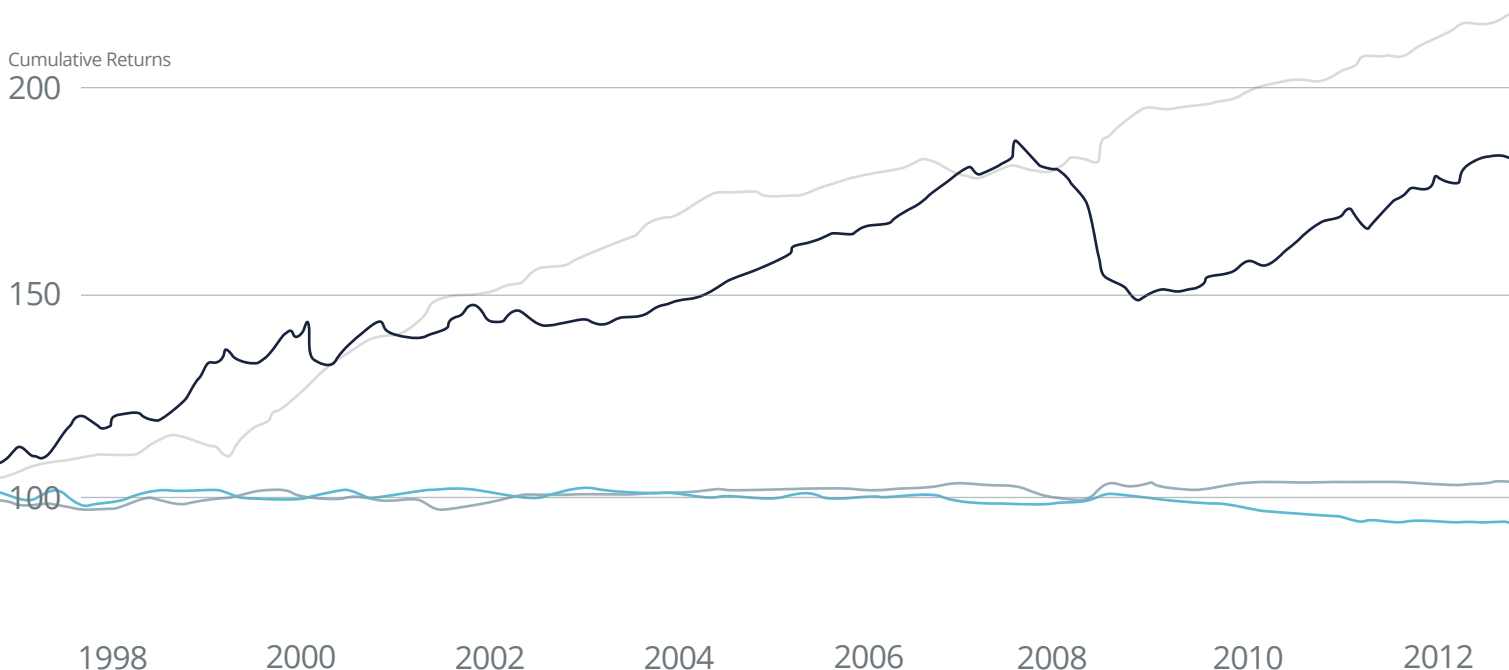
Um diese Frage beantworten zu können, muss man sich zunächst noch einmal klar machen, dass nicht jede Komponente, die zu einer Rendite beigetragen hat, auch gleichzeitig ein Faktor im Sinne der Faktormodelle ist. Selbstverständlich gibt es sehr viele „Faktoren“, die zeitweise in einem bestimmten Markt eine Überrendite erzeugen können. Die meisten von ihnen sind allerdings sehr instabil. Bender et al. (2013)²² illustrieren das an einer Gegenüberstellung der kumulierten Renditen von vier Faktoren über einen 16-jährigen Zeitraum:

²² Bender, J., Briand, R., Melas, D. & Subramanian, R. A. (2013): Foundations of Factor Investing, MSCI Research Insight, December 2013, S. 7.

Abb. 12: Gegenüberstellung der kumulierten Renditen von vier Faktoren über einen 16-jährigen Zeitraum

Quelle: MSCI

● Value factor ● Momentum factor ● Liquidity factor ● Growth factor



Wie man erkennt, haben in diesem Zeitraum nur die beiden Faktoren Value und Momentum eine stabile Überrendite erbracht, während sich bei den beiden Faktoren Growth und Liquidity positive und negative Renditebeiträge über die Zeit fast vollständig gegenseitig aufgehoben haben. Dies macht deutlich, dass als Faktoren im Sinne der Faktormodelle nur solche infrage kommen, die eine hinreichend große Stabilität, Reichweite und theoretische Begründbarkeit aufweisen können. Das heißt, ein Faktor in diesem Sinne sollte folgenden drei Kriterien genügen:²³

- möglichst große zeitliche Stabilität
- auf möglichst vielen Teilmärkten beobachtbar
- möglichst gut theoretisch begründbar

Das letztgenannte Kriterium der theoretischen Begründbarkeit darf in seiner Bedeutung nicht unterschätzt werden, da es etwas darüber aussagt, inwieweit man auch in Zukunft mit der Fortdauer dieses Faktors rechnen kann. Bei einer empirisch beobachteten Überrendite, die sich kapitalmarkttheoretisch

schlecht erklären lässt, ist die Gefahr groß, dass es sich um einen Sondereffekt handelt, der so in der Zukunft nicht mehr auftreten wird. Ähnlich verhält es sich mit Behavioral-Finance-Erklärungen, die primär auf Fehler in der Informationsverarbeitung oder im Entscheidungsverhalten von Investoren abstellen. Wenn diese Erklärungen stimmen, dann ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass „kluge“ Marktteilnehmer darauf aufmerksam werden und den jeweiligen Effekt ausarbitrieren. Am verlässlichsten erscheinen somit solche Faktoren, die sich theoretisch im Sinne einer Risikoprämie begründen lassen. Da sie kein „free lunch“ darstellen, sondern das Tragen eines zusätzlichen Risikos erfordern, für das sich auch der kompetente Investor bewusst entscheiden muss, haben sie die beste Chance auf eine Fortdauer in der Zukunft. Eine Unterscheidung der Faktoren hinsichtlich der ökonomischen Erklärbarkeit ihrer Faktorprämie in Abgrenzung zu einer Überrendite, die einem höheren Anlagerisiko geschuldet ist, wird in Abbildung 13 skizziert.

²³ Miller, G. (2006): Needles, Haystacks, and Hidden Factors, *The Journal of Portfolio Management*, 32 (2), pp. 25-32.

Abb. 13: Ökonomische Begründung der Faktoren aus qualitativer Sicht

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

Faktor	Hypothese Faktor Prämie	Hypothese Risiko Prämie
Markt	Alle Informationen sind eingepreist. Überrenditen sind nur über zusätzliche (unsystematische) Risiken möglich.	
Momentum	Investoren trennen sich von historischen Verlierern. Daher sind Renditen begrenzt autokorreliert.	Trendfolgesystem und besonders zyklisch
Value	Von Investoren gemiedene Unternehmen sind im Schnitt gar nicht so schlecht. Reputationsrisiko für Investment-Manager.	Hohes Insolvenzrisiko in Krisen, da die Unternehmen wenig Zukunfts-Perspektive besitzen.
Size	Kleine Unternehmen müssen für Eigenkapital mehr bieten, da nur wenige Investoren diese bei ihren Investitionen berücksichtigen.	Kleine Unternehmen sind besonders anfällig für Krisen. Erhöhtes Liquiditätsrisiko.
Quality	Nicht begründbar	Mit Quality-Aktien holt man sich das Zinsänderungsrisiko auf der Aktienseite, da die gestiegene Bewertung nicht auf gesunkenen Risikoprämien basiert.
Low Beta	Nicht begründbar	Nicht begründbar
High Dividend	Regelmäßige Dividenden belegen die Stabilität eines Unternehmens, ohne dass dies vom Markt eingepreist wäre.	Bei Unternehmen mit hohen Dividenden lohnt sich die Re-Investition von Gewinnen selbst aus deren Sicht nicht. Nur kurzfristig Überrenditen möglich.

Legt man diese Kriterien an die oben vorgestellten Faktoren an, so lassen sich unterschiedlich „starke“ Faktoren voneinander unterscheiden. Zu den „starken“ Faktoren zählen wir die klassischen Faktoren Value und Size sowie die Laufzeitenprämie und Kreditausfallprämie bei Anleihen, da sie zum einen empirisch mittlerweile am häufigsten nachgewiesen worden sind und sich auch beide sehr klar im Sinne einer Risikoprämie begründen lassen. Auf die qualitativen und quantitativen Eigenschaften der diskutierten Risikofaktoren wird im Folgenden näher eingegangen. Bei einer groben qualitativen Betrachtung der Faktorrisiken kann gelten, dass die Faktoren Value, Momentum und Size ähnlichen Wertschwankungen ausgesetzt sind wie der Gesamtmarktindex, während die Faktorprämien High Dividend, Quality und Low Beta geeignet sind, im Vergleich zum Marktportfolio eine geringfügige Stabilisierung der Erträge zu erreichen (vgl. Abbildung 14).

Bei quantitativer Betrachtung der Risikofaktoren haben sich im Zeitraum vom Jahresende 2000 bis Ende November 2014 vor allem der Quality Faktor und erwartungsgemäß auch der Low Beta Faktor als vergleichsweise schwankungsarm herausgestellt. Demgegenüber war der High Dividend Faktor in etwa mit der gleichen Volatilität behaftet wie der marktkapitalisierte Referenzindex. Wie erwartet waren Small Caps merklich höheren Wertschwankungen ausgesetzt als alle anderen Risikofaktoren, die schwerpunktmäßig in Blue Chips investiert sind. Im Hinblick auf die Korrelationen zwischen den einzelnen Faktoren können auf quantitativer Ebene im Vergleich zu den qualitativen Einschätzungen in Abbildung 14 während des knapp vierzehnjährigen Betrachtungszeitraums die folgenden Beobachtungen gemacht werden (s. S. 22).

Abb. 14: Risikobewertung der Faktoren

Quelle: MSCI

Faktor	Risiko	Korrelation	Zyklus
Value	Vergleichbar mit breitem Markt	Niedrig zu Momentum und Quality	Pro-zyklisch
Momentum	Vergleichbar mit breitem Markt	Niedrig zu Value und Quality	Pro-zyklisch
Size	Höher als Markt	Niedrig zu Min Volatility und Quality	Pro-zyklisch
Quality	Niedriger als Markt	Niedrig zu Value, Size und Momentum	Defensive
Low Beta	Niedriger als Markt	Niedrig zu Value und Momentum	Defensive
High Dividend	Niedriger als Markt	Niedrig zu Size, Quality und Momentum	Defensive

Value:

Die niedrige Korrelation zu den Faktoren Momentum und Quality kann bestätigt werden – beide Koeffizienten nehmen im Betrachtungszeitraum einen negativen Wert an.

Momentum:

Die niedrige Korrelation zum Value Faktor kann nachgewiesen werden, bei der Korrelation zum Quality Faktor ist dies jedoch nicht der Fall.

Size:

Die niedrige bzw. negative Korrelation zu den Faktoren Quality und Low Beta zeigt sich auch innerhalb der quantitativen Analyse.

Quality:

Die sehr niedrige Korrelation zu den Faktoren Value und Size kann innerhalb der quantitativen Datenanalyse nachgewiesen werden, nicht jedoch zum Momentum Faktor.

Low Beta:

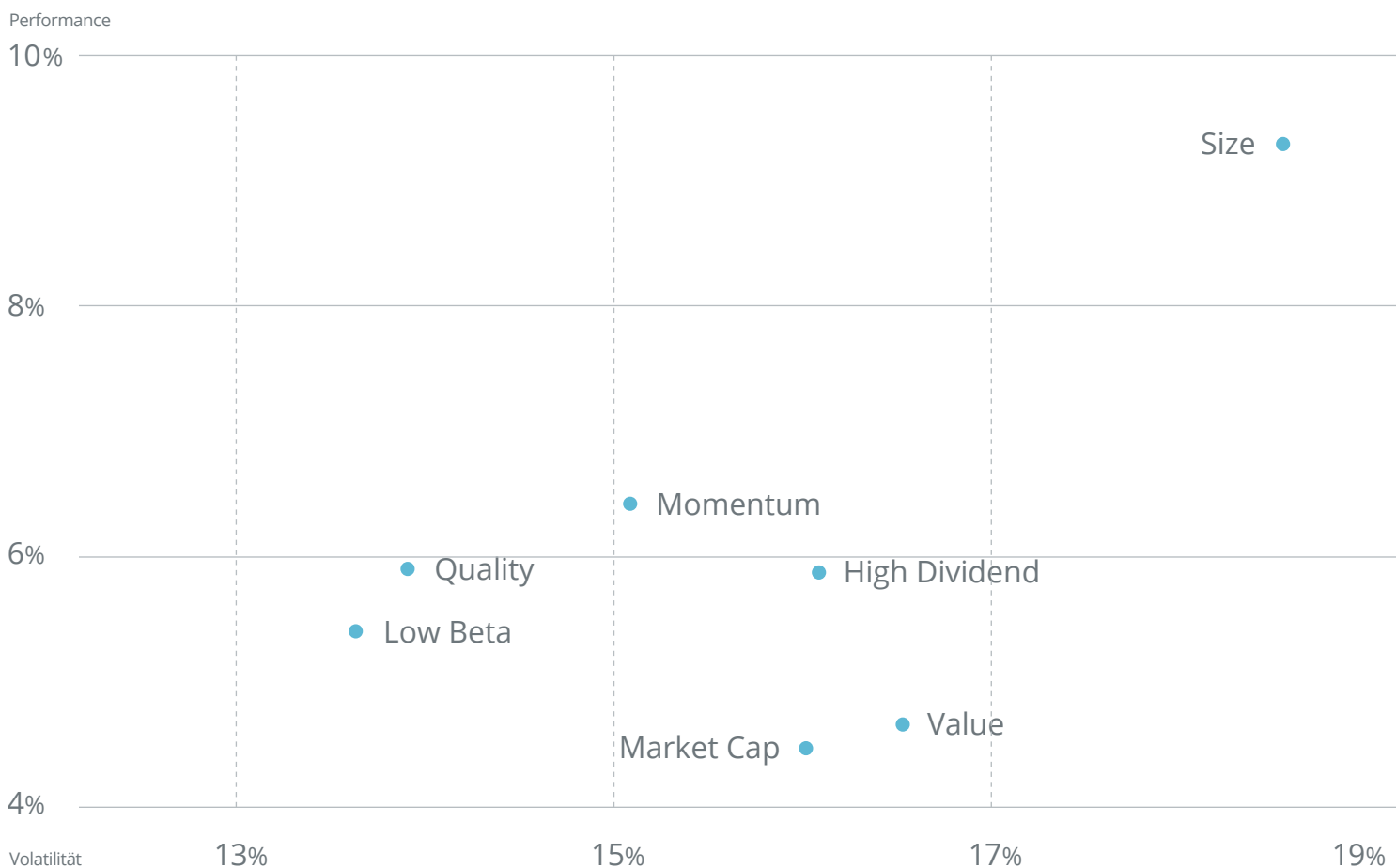
Nur zum Size Faktor kann eine leicht negative Korrelation bestätigt werden. Die Korrelation zum Value Faktor fällt jedoch ebenfalls recht niedrig aus.

High Dividend:

Eine sehr niedrige bis leicht negative Korrelation zu den Faktoren Momentum, Quality und Size kann im Rahmen der quantitativen Analyse nachgewiesen werden.

Abb. 15: Historische Volatilität und Performance der unterschiedliche Faktoren zwischen 31.12.2000 und 31.10.2014²⁴

²⁴ Quelle: MSCI, eigene Berechnung.



Betrachtet man die Korrelationen der monatlichen Excess Returns speziell in Krisenzeiten, so erweist sich vor allem der Quality Faktor als wertvolles Diversifikationselement, da er sowohl während des gesamten Betrachtungszeitraums als auch

während des Platzens der Dotcom Blase und darüber hinaus auch während der Finanzkrise eine stabile negative Korrelationsbeziehung zu den Faktoren High Dividend, Value und Size gezeigt hat.

Abb. 16: Historische Korrelationen zwischen den Excess Returns der Faktoren

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

	HDY	MOM	QUAL	SIZE	VAL	LBETA
HDY	1,000	0,067	-0,028	-0,123	0,575	0,592
MOM	0,067	1,000	0,318	0,136	-0,200	0,392
QUAL	-0,028	0,318	1,000	-0,453	-0,474	0,513
SIZE	-0,123	0,136	-0,453	1,000	0,060	-0,273
VAL	0,575	-0,200	-0,474	0,060	1,000	0,163
LBETA	0,592	0,392	0,513	-0,273	0,163	1,000

Abb. 17: Korrelationen Dotcom Blase (31.01.2001–31.03.2003)

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

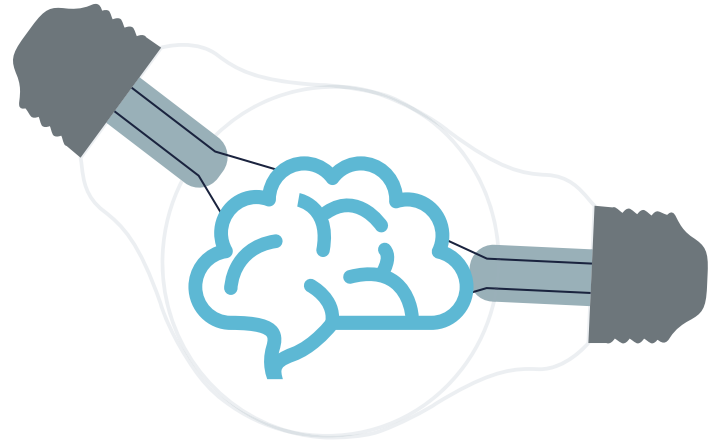
	HDY	MOM	QUAL	SIZE	VAL	LBETA
HDY	1,000	0,599	-0,064	0,274	0,566	0,835
MOM	0,599	1,000	0,218	0,393	0,228	0,829
QUAL	-0,064	0,218	1,000	-0,371	-0,567	0,259
SIZE	0,274	0,393	-0,371	1,000	0,337	0,227
VAL	0,566	0,228	-0,567	0,337	1,000	0,324
LBETA	0,835	0,829	0,259	0,227	0,324	1,000

Abb. 18: Korrelationen Finanzkrise (31.10.2007–27.02.2009)

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

	HDY	MOM	QUAL	SIZE	VAL	LBETA
HDY	1,000	-0,546	-0,555	-0,211	0,791	0,501
MOM	-0,546	1,000	0,594	-0,117	-0,509	-0,399
QUAL	-0,555	0,594	1,000	-0,409	-0,340	0,214
SIZE	-0,211	-0,117	-0,409	1,000	-0,365	-0,463
VAL	0,791	-0,509	-0,340	-0,365	1,000	0,585
LBETA	0,501	-0,399	0,214	-0,463	0,585	1,000

HDY	MOM	QUAL	SIZE	VAL	LBETA
High Dividend Yield	Momentum	Quality	Size	Value	Low Beta



2. | Empfehlungen für die Portfoliosteuerung

Dieses Kapitel zielt auf pragmatische Empfehlungen für die Portfoliosteuerung ab,

... die die erläuternden Eigenschaften der dargestellten Faktoren berücksichtigen.

... die die Risikopräferenzen verschiedener Anlegertypen berücksichtigen.

Eine faktorbasierte Vermögensverwaltung versucht in erster Linie, vor der Erzeugung von aktiven Managementprämien zunächst die im Markt vorhandenen Faktorprämien möglichst effizient zu vereinnahmen. Bezüglich der Stabilität eines Faktors ist dabei immer wieder neu zu prüfen, inwieweit diese nach wie vor gegeben ist. Zur Beantwortung dieser Frage sollte die Korrelationsstruktur der Faktoren untereinander regelmäßig analysiert werden: Wie bereits in Abschnitt 1.4 dargelegt, sollten sich Faktorprämien als Risikoprämien interpretieren lassen, durch die das Tragen spezifischer Risiken kompensiert wird. Solange dies tatsächlich der Fall ist, sollten diese Faktoren untereinander nur gering korrelieren.

Es ist jedoch irritierend, dass nicht jede Faktorprämie mit einem höheren messbaren Risiko einhergeht. In der Vergangenheit hat ein vermeintliches „Free Lunch“, d.h. eine Überrendite ohne ein messbar höheres Risiko, in zahlreichen Fällen zu überraschend hohen Verlusten geführt. In aller Regel wurden die Risiken, die den vereinnahmten Prämien zu Grunde liegen, dabei nicht richtig eingeschätzt, unzureichend modelliert oder schlicht übersehen. Daher ist eine kontinuierliche und kritische Beobachtung aller im Rahmen eines faktorbasierten Portfolios vereinnahmten Faktorprämien dringend geboten.

Es ist darauf hinzuweisen, dass es sich bei den Faktorprämien um Renditen handelt, die erst bei einem längerfristigen Anlagehorizont zum Tragen kommen. Daraus folgen zwei wesentliche Punkte:

1.

Ein solches faktorbasiertes Portfolio wird Phasen der Underperformance gegenüber einem Aktien-Renten-Portfolio durchlaufen, das in diesen beiden Assetklassen jeweils das Marktportfolio hält. Aus der Faktoren-Perspektive sollten diese Phasen allerdings keinen Verkaufsdruck erzeugen. Stattdessen sollten die Faktoren-Portfolios gerade auch in diesen Phasen rebalanciert und somit langfristig konstant gehalten werden.

2.

Ein solches faktorenbasiertes Portfolio wird möglicherweise eine höhere Volatilität aufweisen als das Aktien-Renten-Portfolio, das in diesen beiden Assetklassen jeweils das Marktportfolio hält.

Beide Punkte machen deutlich, dass eine renditeoptimierte faktorenbasierte Portfoliosteuerung nicht für jeden Kundentyp geeignet ist: Zum einen ist das regelmäßige Rebalancing für einige Kunden psychologisch schwierig, da vermeintliche „Gewinner“ reduziert und vermeintliche „Verlierer“ aufgestockt werden. Zum anderen ist das regelmäßige Rebalancing auch fachlich nur dann gerechtfertigt, wenn ein hinreichend langer Anlagehorizont besteht, während dem das investierte Kapital nicht benötigt wird. Doch selbst bei einem hinreichend langen Anlagehorizont ist nicht jeder Kunde bereit oder in der Lage, zwischenzeitlich hohe Wertschwankungen zu akzeptieren. Etwa, weil eine allgemein niedrige Risikobereitschaft besteht, weil eine restriktive Anlagestrategie mit geringem Risikobudget verfolgt werden muss (z.B. bei Stiftungen) oder weil ein Entnahmeplan verfolgt wird.

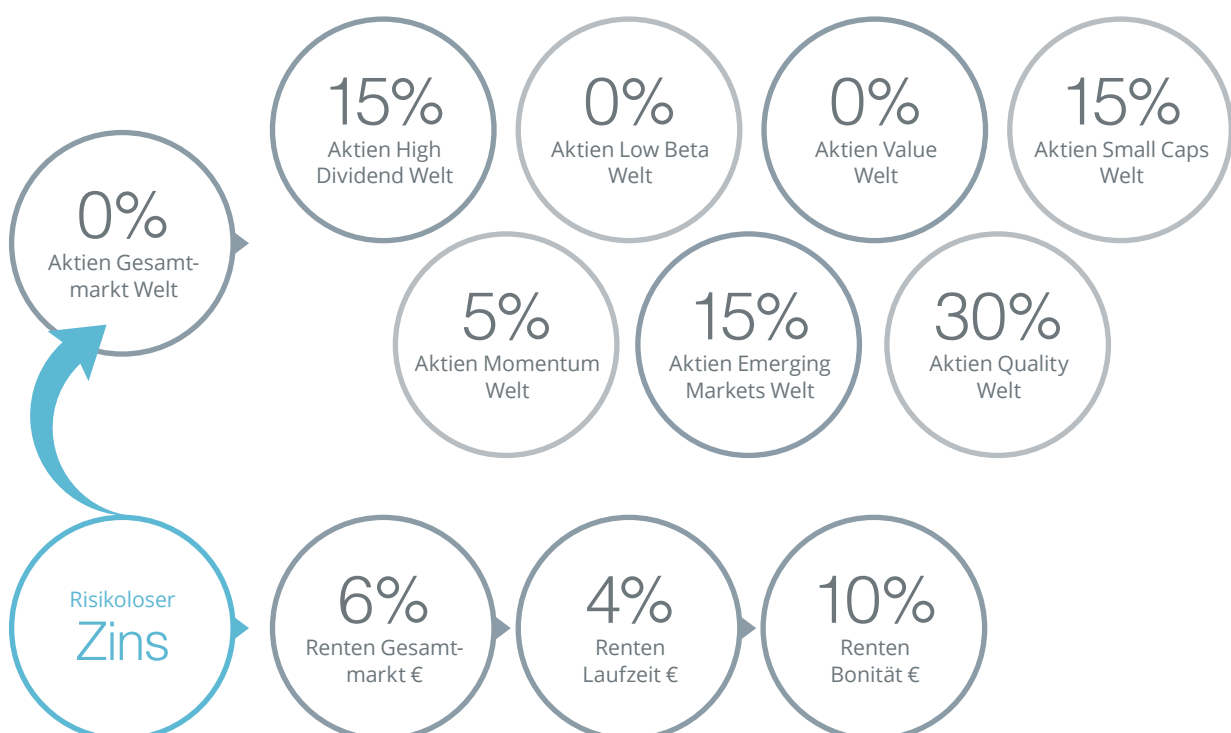
Eine konsequent faktorenbasierte Portfoliosteuerung ist somit insbesondere für solche Kunden geeignet, die einen langen Anlagehorizont besitzen und während dieser Zeit bereit und in der Lage sind, erhöhte Wertschwankungen zu tragen. Für alle anderen Kundentypen müssen erweiterte Strategien gefunden werden, die es ermöglichen, Verluste kontinuierlich auf bestimmte Ausmaße zu begrenzen. Diese beiden unterschiedlichen strategischen Herangehensweisen werden im Folgenden beschrieben.

2.1 Modellportfolios

Der für eine langfristige Strategie geeignete Kunde zeichnet sich unseres Erachtens durch folgende Eigenschaften aus:

- Der Anlagehorizont ist lange und zeitlich nicht eindeutig begrenzt;
- Zumindest in den nächsten 7+ Jahren muss auf das Anlagevermögen mit großer Wahrscheinlichkeit nicht zugegriffen werden; stattdessen ist eher mit weiteren Kapitalzuflüssen zu rechnen, die zur Veranlagung genutzt werden können;
- Der Kunde akzeptiert, dass die Verfolgung dieser Strategie die Inkaufnahme erhöhter Schwankungen bedeutet, was konkret heißt, dass es immer wieder Phasen empfindlicher Verluste geben kann, die im Aktien- bzw. Rentensegment sogar höher sein können als der jeweilige Gesamtmarktindex;
- Der Kunde akzeptiert, dass die Strategie nur erfolgreich sein kann, wenn die strategische Asset Allocation in regelmäßigen Abständen und somit auch in Verlustphasen rebalanciert wird, was bedeutet, dass in diesen Phasen „gefallene“ Assetklassen aufgestockt werden und somit solche, die zu diesem Zeitpunkt eine eher hohe Volatilität aufweisen werden;
- Der Kunde akzeptiert, dass die Strategie durch die Orientierung an der Marktkapitalisierung des globalen Aktienmarktes eine hohe Fremdwährungsexposition aufweist.

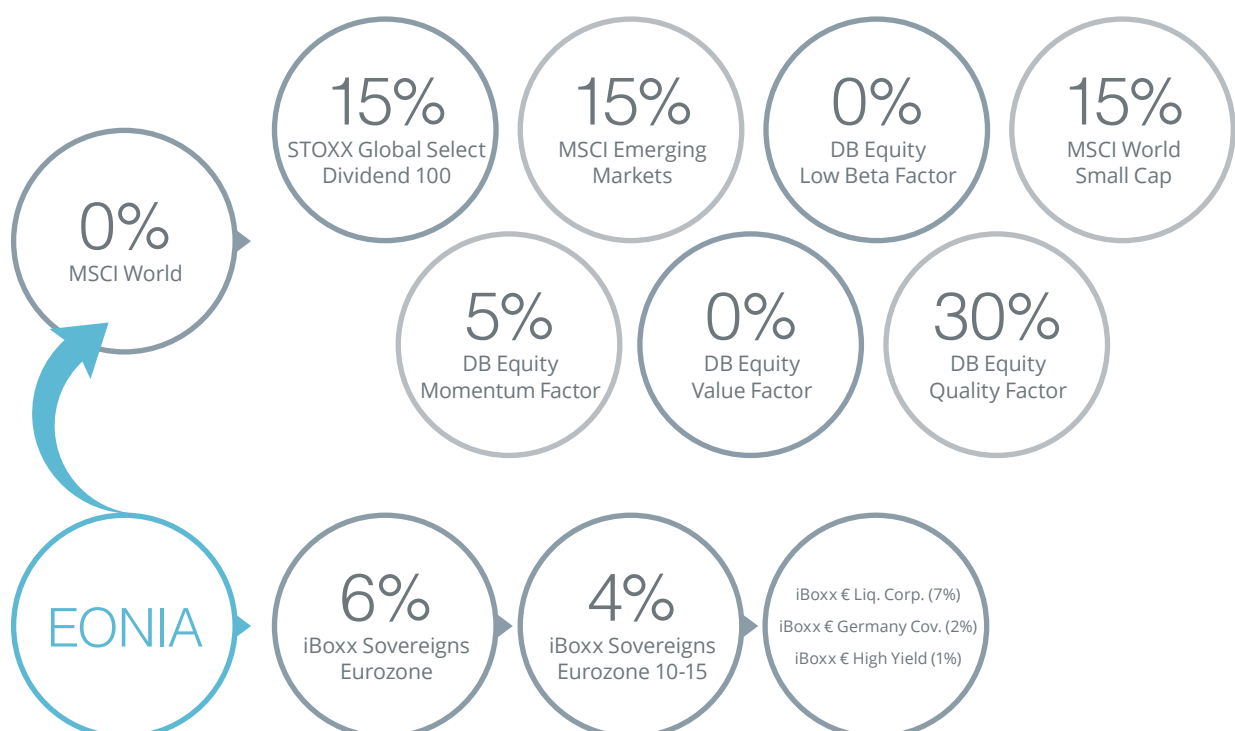
Abb. 19: Vorgeschlagene Gewichtung der Portfoliobausteine für die langfristige Strategie



Unter Berücksichtigung der Ergebnisse aus Abschnitt 1.4 erscheint ein hoher Anteil in den ertragsstarken und niedrig korrelierenden Faktoren Quality, Size und High Dividend erstrebenswert, und auch der Momentum Faktor wird beige-mischt, wegen dessen unvoreilhafteren Korrelationsparametern (vgl. Abbildung 14 und Abbildung 15) jedoch mit einer gewissen Vorsicht. Im Hinblick auf einen Rentenanteil können demgegenüber Risikoprämien für das Laufzeitenrisiko in Form einer erhöhten Zinssensitivität sowie für das Adressausfallrisiko vereinnahmt werden. Auf dieser Basis wird die Aufteilung von Aktien- und Rentenanlagen vorgeschlagen (Abbildung 19).

Um diese Faktorallokation in ein Portfolio zu überführen, müssen im nächsten Schritt geeignete Indizes ausgewählt werden. Geht man hierbei streng theoriekonform vor, d.h. ohne eine Reduktion der Fremdwährungsexposition im Aktienanteil bei gleichzeitiger Euro-Ausrichtung des Rentenanteils, so stellt sich die resultierende Umsetzung folgendermaßen dar:

Abb. 20: Unterlegung der Portfoliobausteine mit Indizes



2.2 Strategie zur kontinuierlichen Verlustbegrenzung

Für alle Kunden, die nicht die zuvor beschriebenen Voraussetzungen für die Verfolgung einer langfristigen Strategie erfüllen, sollten die Verluste über ein entsprechendes Risikomanagement kontinuierlich begrenzt werden. Dies ist insbesondere bei folgenden Kunden der Fall:

- Der Anlagehorizont ist kurz und/oder zeitlich eindeutig begrenzt;
- Es ist klar oder zumindest durchaus möglich, dass in den nächsten 5 Jahren auf das Anlagevermögen zugegriffen werden muss;
- Mit weiteren Kapitalzuflüssen während der Zeit der Veranlagung ist eher nicht zu rechnen;
- Der Kunde akzeptiert Wertschwankungen seines Anlagevermögens nur in klar begrenztem Ausmaß;
- Der Kunde akzeptiert, dass eine kontinuierliche Verlustbegrenzung nur durch den Verzicht auf langfristige Renditechancen ermöglicht werden kann.

Kurz gesagt bedeutet das, dass bei diesem Kundentyp im Unterschied zu dem zuvor beschriebenen die Risikotragfähigkeit und/oder Risikobereitschaft in irgendeiner Form klar begrenzt ist. Daraus folgt, dass bei diesem Kundentyp auch der Möglichkeit, systematisch Faktor-Risiko-Prämien zu sammeln, Grenzen gesetzt sind. Da diese Grenzen allerdings nicht bei jedem Kunden dieses Typs gleich eng oder weit sein werden, muss diese Kundengruppe hinsichtlich ihrer Risikotragfähigkeit und -bereitschaft in mehrere Risikoklassen unterteilt werden. Die genaue Gewichtung der Portfolios in diesen Risikoklassen kann nicht a priori vorgegeben werden, sondern muss an den maximal akzeptierten Verlusten jeder Untergruppe und somit an quantitativen Risikokennzahlen ausgerichtet werden. Das heißt, für jede Risikoklasse muss ein Indexportfolio so konstruiert werden, dass mit dieser Gewichtung die maximal akzeptierten Verluste dieser Kundengruppe mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht überschritten werden.

Um hierbei eine Orientierungshilfe zu geben, wird das langfristige Portfolio im Folgenden um eine konservativere Vermögensallokation mit 40% Aktienquote ergänzt. Dabei werden die konservativeren Faktorprämien aus dem Quality Mix von MSCI eingesetzt, d.h. die Faktoren Low Beta, Value und Quality. Darüber hinaus werden die historische Volatilität und der historische

Value-at-Risk über verschiedene Haltedauern angegeben (10 Tage bis ein Jahr, jeweils 95% Konfidenzintervall). Zugrunde gelegt wurden dabei die Monatsrenditen im Zeitraum von Jahresende 2005 bis Jahresende 2014.

Da in diesem Zeitraum ein ausgeprägtes Stressereignis in Form der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers fällt, werden die quantitativen Risikokennzahlen in der folgenden Abbildung nicht nur über den historischen Gesamtzeitraum dargestellt, sondern zusätzlich auch getrennt für den Zeitraum vor und nach diesem Stressereignis. Orientiert man sich hier an der älteren Historie – in der die größeren Verluste aufgetreten sind –, so wären Verluste mit diesen beiden Allokationen über eine zum Beispiel einjährige Haltedauer zu 95% nicht größer als -8% (Defensiv) bzw. -19,2% (Offensiv) gewesen. Mit Hilfe solcher Risikokennzahlen ist zu klären, ob sie damit verträglich sind, was eine bestimmte Kundengruppe maximal an Verlusten innerhalb einer bestimmten Periode akzeptiert.

Im Falle von sehr defensiven Anlegermentalitäten oder sehr kurzen Anlagehorizonten kann innerhalb des defensiven Portfolios der Rentenanteil unter Beibehaltung der relativen Faktorgewichte angehoben werden. Portfolios mit moderaten Verlustrisiken lassen sich dagegen durch die Mischung des offensiven und des defensiven Modellportfolios konstruieren.

Dementsprechend besteht durchaus die Möglichkeit, dass ein Strategieportfolio mit laufender Verlustbegrenzung mit dem langfristigen Faktor-Portfolio übereinstimmt oder jenes zumindest anteilig enthält. Ein wesentlicher Unterschied liegt jedoch in der Steuerung der Aktienquote: Bei der Strategie zur kontinuierlichen Verlustbegrenzung muss in allen Risikoklassen fortwährend geprüft werden, ob sich negative Wertveränderungen noch innerhalb des Risikobudgets der jeweiligen Risikoklasse bewegen. Sollte es überschritten sein, so müssen die Faktorgewichte so weit reduziert werden, bis sich die Allokation auf Basis der aktuellen Volatilitätserwartungen wieder innerhalb des Risikobudgets der jeweiligen Risikoklasse bewegt.

Insofern verhält sich die Strategie zur kontinuierlichen Verlustbegrenzung gerade nicht antizyklisch, sondern verkauft Risikofaktoren zu einem Zeitpunkt, zu dem sie sich gerade besonders stark verbilligt haben. Deshalb müssen Kunden, die diese Strategie verfolgen, verstehen und akzeptieren, dass sie ihren Wunsch nach kurzfristiger Verlustbegrenzung durch den Verzicht auf Renditechancen erkaufen müssen, da in Verlustphasen genau jene Risikofaktoren reduziert werden, die in anschließenden Erholungsphasen das höchste Renditepotenzial hätten.

Abb. 21: Risikokennzahlen für Faktorportfolios in zwei Risikostufen

FAKTOR	INDEX	UMSETZUNG	
		Defensiv	Offensiv
RENTEN			
Gesamt	iBoxx Sovereigns Eurozone	18%	6%
Laufzeit	iBoxx Sovereigns Eurozone 10-15	12%	4%
Bonität	iBoxx € Liquid Corporate 100	21%	7%
	iBoxx € Germany Covered	6%	2%
	iBoxx € High Yield	3%	1%
	Renten Gesamt	60%	20%
AKTIEN			
High Dividend	Stoxx Global Select Dividend 100	0%	15%
Momentum	DB Equity Momentum Factor	0%	5%
Low Beta	DB Equity Low Beta Factor	12%	0%
Value	DB Equity Value Factor	11%	0%
Quality	DB Equity Quality Factor	12%	30%
Small Caps	MSCI World Small Cap	0%	15%
EM	MSCI Emerging Markets	5%	15%
	Aktien Gesamt	40%	80%
Risikokennzahlen		Defensiv	Offensiv
Risikokennzahlen		31.12.2005-31.08.2008	
Vola		5,1%	11,0%
VaR 1a		-8,0%	-19,2%
VaR 10T		-1,7%	-3,6%
VaR 3M		-4,1%	-9,3%
VaR 6M		-5,7%	-13,3%
Risikokennzahlen		31.08.2008-31.12.2014	
Vola		5,2%	10,4%
VaR 1a		-0,4%	-7,0%
VaR 10T		-1,4%	-3,0%
VaR 3M		-2,3%	-6,1%
VaR 6M		-2,1%	-7,2%
Risikokennzahlen		31.12.2005-31.12.2014	
Vola		5,3%	10,6%
VaR 1a		-2,9%	-10,8%
VaR 10T		-1,5%	-3,2%
VaR 3M		-2,9%	-7,1%
VaR 6M		-3,3%	-9,1%

2.3 Praxisbeispiel: Der Portfolio Total Return ETF und Portfolio Income ETF

Im db x-trackers Portfolio Total Return ETF wird unter Leitung von Andreas Beck seit 2008 ein Mehrfaktoren-Modell im hier beschriebenen Sinne für ein ausgewogenes Portfolio umgesetzt. Die Strategie orientiert sich an den Zielen eines Investors aus dem Euro-Raum mit mittel- bis langfristigem Anlagehorizont. Die über die Zeit erwirtschafteten Überrenditen zum Markt entsprechen den Faktor-Prämien. Aktive Managemententscheidungen beschränken sich auf die Auswahl, Über- oder Untergewichtung von Faktor-Indizes.

Dabei werden auf der Rentenseite die beiden Faktoren, Laufzeit (vgl. TERM Abbildung 10) und Ausfall (vgl. DEF Abbildung 11) verwendet. Die Höhe des Faktors TERM ergibt sich direkt aus der Steigung der Zinskurve, die Höhe des Faktors DEF aus dem Spread von bedingt ausfallsicheren Anleihen (BBB Rating) zu ausfallsicheren Anleihen (AAA Rating). Je nach Höhe des Faktors

wird dieser bei der Allokation berücksichtigt. So war die Zinskurve zum Beispiel von 2010 bis 2014 relativ steil, die Faktor-Prämie für das damit verbundene Zinsänderungsrisiko attraktiv. Im Portfolio ETF wurden entsprechend Anleihen mit relativ langer Duration übergewichtet. 2015 ist die Zinskurve hingegen abgeflacht und das Verhältnis Faktor-Prämie zu Zinsänderungsrisiko deutlich weniger attraktiv. Die durchschnittliche Duration im Portfolio ETF wurde entsprechend abgesenkt.



Auf der Aktienseite wird bei der Zulassung von Faktoren ein restriktiverer Ansatz als bei MSCI gefahren. Faktoren, die sich nur aufgrund von Auswertungen historischer Kursdaten ergeben, wie Momentum (vgl. Abbildung 6) und Low Beta (vgl. Abbildung 7), werden nicht zugelassen. Die verbleibenden Faktoren Value (vgl. Abbildung 4), Size (vgl. Abbildung 5), Quality (vgl. Abbildung 8) und High Dividend (vgl. Abbildung 9) basieren auf fundamentalen Kennzahlen und werden bei der Aktienzusammensetzung des Portfolio ETF berücksichtigt. Die Gewichtung der jeweiligen Faktoren hängt dabei wie bei Anleihen von der Höhe der Faktor-Prämie ab. Diese lässt sich bei Aktien zwar nicht konkret ermitteln, kann jedoch anhand einer relativen Bewertung zum Gesamtmarkt approximiert werden.

Hintergrund dieses Ansatzes ist der Umstand, dass Faktor-Prämien höhere Kapitalkosten eines bestimmten Aktiensegmentes relativ zum Gesamtmarkt darstellen. Wenn sich das Bewertungsniveau eines solchen Segments in bestimmten Marktphasen weit von seinem historischen Durchschnitt entfernt, so kann dies eine anormale Veränderung der Kapitalkosten des Segments anzeigen. Die ökonomische Grundlage für die Existenz der Faktor-Prämie ist in solchen Marktphasen hinfällig. Zum Beispiel waren die Kapitalkosten von kleinen Unternehmen nach der Finanzkrise sehr hoch, die Bewertung der Unterneh-

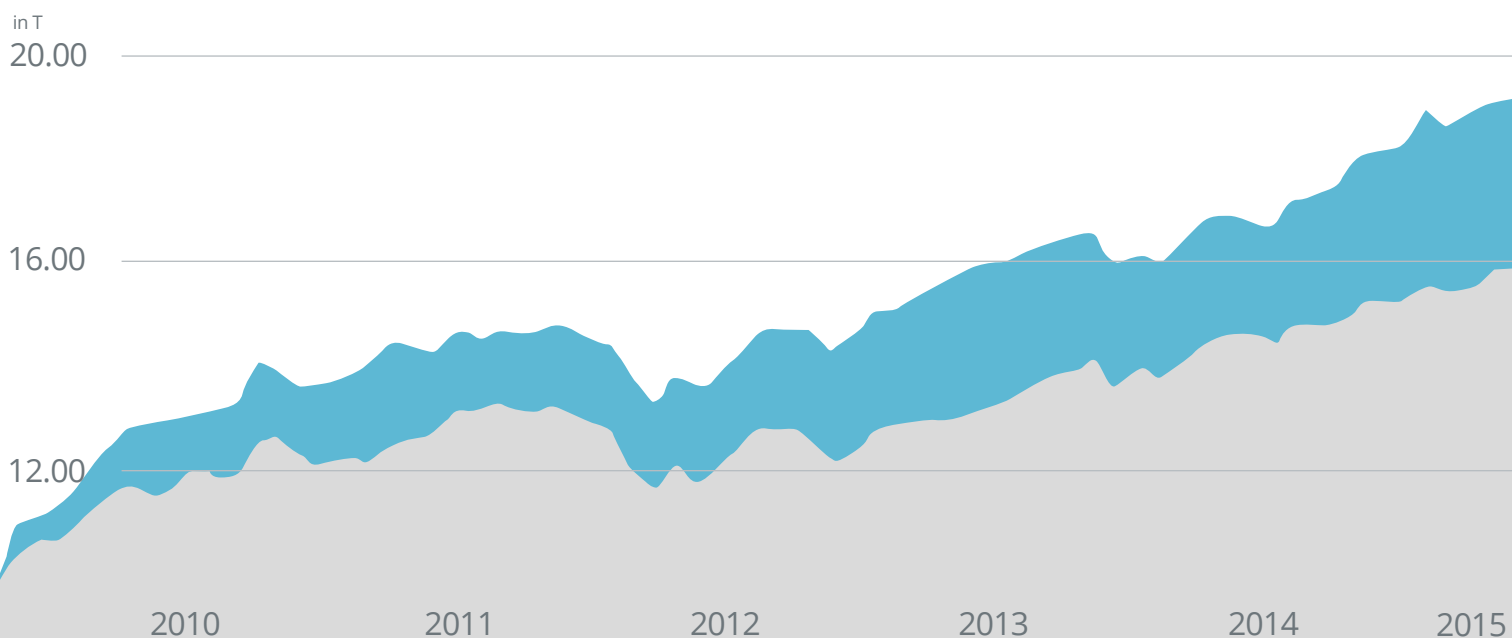
men relativ zum Markt entsprechend niedrig. Inzwischen sind die durchschnittlichen Bewertungen von Small Caps relativ zu Large Caps jedoch so stark gestiegen, dass von höheren Kapitalkosten bzw. einer stabilen Faktor-Prämie nicht mehr ausgegangen werden kann. Weitere Faktor-Prämien sind in diesem Kontext eher unwahrscheinlich. Im Portfolio ETF war der Faktor Size von 2008 bis 2013 sehr hoch gewichtet. Seit 2014 wurde die Gewichtung zugunsten anderer Faktoren deutlich zurückgefahren.

Es ist darauf hinzuweisen, dass diese Steuerung der Faktor-Gewichte bei Anleihen und Aktien nur auf fundamentalen Kennzahlen der jeweiligen Faktoren basiert und ohne Prognosen auskommt. Klassische Ansätze in der Vermögensverwaltung versuchen hingegen, über Prognose-basiertes Timing und Selektion Überrenditen zu erwirtschaften. Ein Vergleich des Portfolio Total Return ETF mit seiner Peergroup bestätigt die These der Kapitalmarktforschung, dass Faktor-Prämien langfristig überlegen sind. Die über die Zeit erwirtschafteten Überrenditen zum Markt entsprechen den Faktor-Prämien. Seit 2014 wird auch der db x-trackers Portfolio Income ETF auf Basis dieses Mehrfaktoren-Modells gesteuert. Umgesetzt wird damit ein konservatives Portfolio mit einer Aktienquote von maximal 30%.

Abb. 22: Portfolio TR ETF (blau) versus Mischfonds EUR ausgewogen global (Morningstar) (grau)

Stand: 31.12.2014, Quelle: Institut für Vermögensaufbau

● Mischfonds EUR ausgewogen global (Morningstar) ● Portfolio TR ETF



3 | Fazit

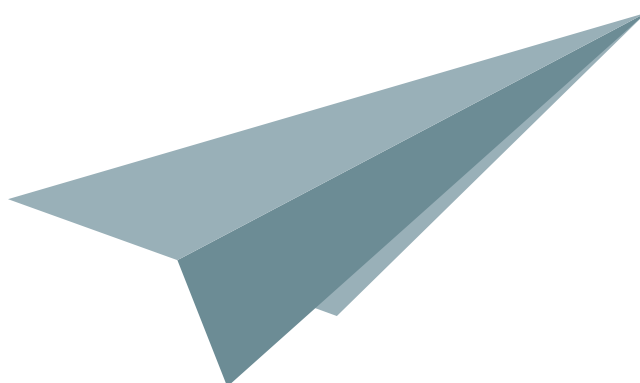
Das Konzept des passiven Investierens hat sich in der jüngeren Vergangenheit gewandelt. Dementsprechend wurden vor einigen Jahren passive bzw. „managementfreie“ Geldanlagen noch mit marktkapitalisierten Indexinvestments gleichgesetzt und alle systematischen Überrenditen, die in Relation zu einem marktkapitalisierten Index erzielt werden konnten, wurden als Managementenerfolg in Gestalt eines positiven „Alpha“ verstanden. Heute erfreuen sich Strategieindizes, die auf die passive Vereinnahmung systematischer Faktorrenditen ausgerichtet sind, zunehmender Beliebtheit und werden immer häufiger von renommierten Portfoliomanagern eingesetzt.

Auf diese Weise ist es innerhalb einer nach modernen kapitalmarktwissenschaftlichen Gesichtspunkten zusammengestellten Geldanlage möglich, alle Ertragsquellen mit einem langfristig positiven Renditebeitrag auch innerhalb einer managementfreien und kosteneffizienten Anlagestrategie zu investieren und das Ergebnis einer Managementleistung konsequent von systematischen Faktorprämien zu trennen.

Dies wird, wie am Beispiel des norwegischen Staatsfonds nachvollzogen werden kann, durch die Vorgabe einer passiven und rebalancierenden Benchmark ermöglicht, welche auch eine

intelligente Positionierung bezüglich der am Markt vereinnahmbaren Faktor-Prämien mit einschließt. Aktive Managemententscheidungen, die eine bewusste und zeitlich befristete Abweichung von dem passiven Strategieportfolio darstellen, lassen sich vor allem dann auf transparente Weise von allen systematischen Renditebeiträgen trennen, wenn durch die Vorgabe eines maximalen Tracking Errors gewährleistet ist, dass Strategiebenchmark und aktives Portfolio grundsätzlich die gleiche Anlagestrategie abbilden.

Aus Sicht der Privatanleger ist diese Entwicklung natürlich zu begrüßen, da der Zugang zu effizienten und ertragsstarken Anlagestrategien auf Basis von Faktorprämien zunehmend von einer aktiven Managementleistung entkoppelt wird und somit über die Investition von Indexfonds seit Kurzem auch sehr kostengünstig bereitgestellt werden kann. Falls bewusst auf eine aktive Managementleistung zurückgegriffen wird, lässt sich deren Beitrag zum erwirtschafteten Gesamtertrag durch den Einsatz einer passiven Strategiebenchmark darüber hinaus mit höherer Transparenz nachvollziehen.





institut für
vermögensaufbau