

Finreon Impulse

8. Ausgabe

Mai 2020

Impuls von Finreon

Risk Management und Faktorinvesting - eine attraktive Symbiose

Impuls aus der Akademie

When Equity Factors Drop Their Shorts



Impuls von Finreon

Risk Management und Faktorinvesting: Eine attraktive Symbiose

Aufgrund des nach wie vor anhaltenden Negativzinsumfelds sind Anleger gezwungen, bewusst Risiken einzugehen, um positive Renditen zu erwirtschaften. Durch die Kombination eines dividendenstarken Faktorportfolios und aktivem Tail Risk Management lässt sich eine vor Crash-Risiken geschützte Lösung schaffen: Mit attraktiven Renditen, regelmässigen Ausschüttungen und einer geringen Korrelation mit dem Aktienmarkt.



Autor:
Joachim Plath, MSc
Investment Solutions

Auf der Suche nach Returns

Die akademische Forschung hat in den letzten 50 Jahren eine Vielzahl an **Faktoren** identifiziert, welche langfristig eine **deutliche Überrendite** erzielen können. So hat beispielsweise der Nobelpreisträger Eugene Fama in einer seiner wichtigsten Arbeiten gezeigt, dass die Aktien von kleinen Unternehmen (Size-Faktor) oder günstig bewertete Aktien (Value-Faktor) den **Markt systematisch schlagen** und dadurch helfen, Renditeunterschiede zwischen Aktien mit unterschiedlichen Charakteristika besser zu erklären. Während sich einige dieser Renditequellen auch durch eingegangene Risiken erklären lassen (sog. Risikoprämien), sind sie vielfach in irrationalem Verhalten von Investoren begründet (sog. Anomalien).

Wie in Abbildung 1 für sieben solcher Faktoren erkennbar ist, generiert jeder einzelne davon langfristig eine solide Outperformance.



Abbildung 1: Faktorprämien im Zeitverlauf: Langfristige Outperformance ggü. dem MSCI World
Quelle: Finreon Research, Zeitraum 31.12.1999-31.12.2019, Returns in USD.

Defensive Gewichtung und stabile Erträge

Durch eine Kombination dieser einzelnen Renditequellen können lange Underperformance-Phasen der einzelnen Faktoren vermieden werden. Mit Hilfe einer **defensiven Gewichtung** der Faktorprämien wird ausserdem zum einen die **Outperformance deutlich robuster** und zum anderen die **Korrelation mit dem Markt massgeblich reduziert**, was in Abbildung 1 durch die blaue Fläche ersichtlich ist.

Des Weiteren **tragen regelmässige Ausschüttungen wesentlich zur Gewinnrendite bei**. Neben Obligationen bieten Immobilienfonds oder Aktien eine regelmässig ausschüttende Komponente. Die aktuellen Ausschüttungsquoten dieser Assetklassen werden in Abbildung 2 dargestellt: Augenscheinlich sind die niedrigen Couponzahlungen Deutscher bzw. US-Staatsanleihen. Etwas höhere Ausschüttungsquoten bieten REITS Immobilienfonds. Betrachtet man **dividendenstarke Aktien**, so wird ersichtlich, dass diese die **höchste Ausschüttungsquote aufweisen**.

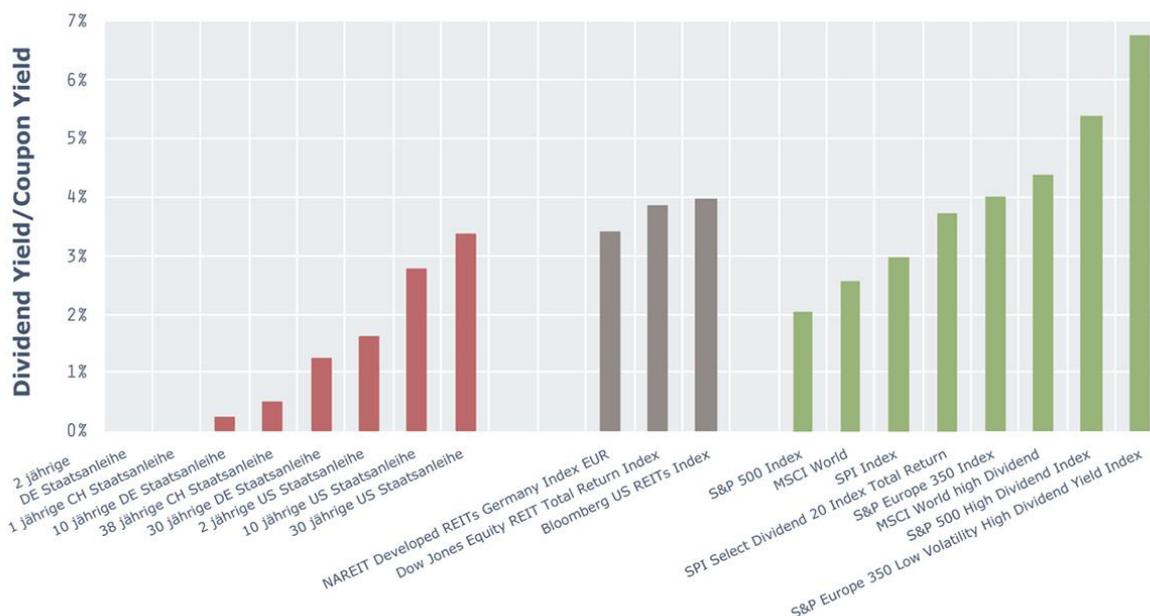


Abbildung 2: Vergleich der Ausschüttungsquote verschiedener Anlageklassen.

Quelle: Finreon Research, Bloomberg, Stichtag: 28.02.2020, Alle Ausschüttungen vor Steuern (Brutto).

Schutz vor Substanzverlusten

Wie **jedes Aktieninvestment** sind auch Faktorportfolios **erheblichen Marktrisiken ausgesetzt**. Während normale Schwankungen für Investoren ein tragbares Marktrisiko darstellen, führen massive Einbrüche – sogenannte Tail Events – zu **erheblichen Rendite- und Substanzverlusten**. Zahlreiche wissenschaftliche Veröffentlichungen zeigen, dass es möglich ist, Tail Risiken zu modellieren und unterschiedliche Risikophasen zu identifizieren. Durch den Einsatz eines **Risikomanagementsystems**, welche die **Erkennung von Tail Risiken** zum Ziel hat, können also die zuvor erwähnten **Substanzverluste erheblich reduziert** werden. Abbildung 3 zeigt, wie durch die Kombination des dividendenstarken Faktorportfolios und Risikomanagement grosse Marktrisiken vermieden werden können:

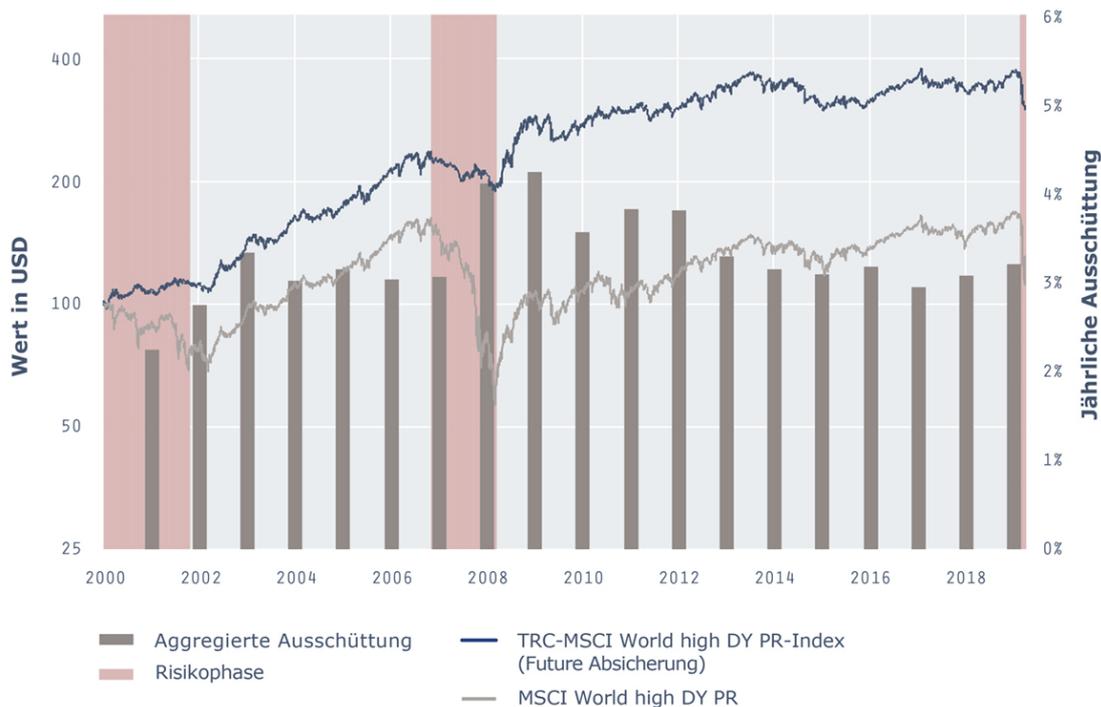


Abbildung 3: Dividendenstarkes Faktorportfolio kombiniert mit systematischem Risikomanagement.
 Quelle: Finreon Research, Zeitraum: 31.12.1999-31.03.2020, Returns in USD, Ausschüttungen vor Steuern (Brutto).

Während das dividendenstarke Faktorportfolio (graue Linie) zwar attraktive Ausschüttungen und ausserhalb der Hochrisikophasen eine attraktive Rendite erwirtschaftet, unterliegt es deutlichen Substanzverlusten während Crashphasen wie etwa der Finanzkrise 2008. Kombiniert man nun dieses Portfolio mit systematischem Risikomanagement (blaue Linie) können die Performance-Eigenschaften deutlich verbessert werden. Durch eine systematische Absicherung / Reduktion des Aktien-Exposures während Crash-Phasen können die Substanzverluste deutlich reduziert werden.

Auch in der aktuellen, durch die globale Corona-Pandemie ausgelösten Marktkorrektur konnte durch die systematische Absicherung ein Teil der Substanzverluste vermieden werden: Der maximale Wertverlust der Strategie mit systematischem Risikomanagement betrug im Jahr 2020 bisher 20.8%, wohingegen der MSCI World High-Dividend-Yield einen Einbruch von 30.7% verzeichnete. Durch die Kombination von dividendenstarken Aktienportfolios mit einem systematischen Risikomanagement wird es somit Anlegern möglich, **regelmässige, stabile Erträge zu erwirtschaften bei gleichzeitig reduzierten Schwankungen des investierten Kapitals.**

Schlussfolgerungen

- Die Abschöpfung von Faktorprämien erzeugt **langfristig** eine **deutliche Überrendite gegenüber dem Markt.**
- Durch die **defensive Gewichtung** der Faktoren und dem **Fokus auf dividendenstarke Aktien** entsteht ein **diversifiziertes Portfolio mit regelmässigen Ausschüttungen.**
- Durch den zusätzlichen **Einsatz von systematischem Risikomanagement** können **Substanzverluste erheblich reduziert** und die Korrelation mit dem Markt deutlich verringert werden.

Impuls aus der Akademie

When Equity Factors Drop Their Shorts

Zusammengefasst von:
Alexander Gruber, Ph.D. HSG
Head of Economic Research & Advisory und
Lehrbeauftragter an der Universität St.Gallen (HSG)



Dieses Paper baut erfolgreich eine Brücke zwischen der akademischen Forschung und ihrer praktischen Implementierung. Akademische Forschungsergebnisse fassen aufgrund der mathematischen Vorteile für die wissenschaftliche Beweisführung nämlich meist auf der Konstruktion eines Long-/Short Portfolios. In der Praxis sind solche Portfolios aber nicht oft anzutreffen. Es stellt sich deshalb die Frage, ob die akademischen Erkenntnisse auch für die weiter verbreiteten long-only Strategien gelten.

Dieses Paper zerlegt die klassischen Fama-French Faktorprämien Value, Momentum, Rentabilität, Investitionen, und Volatilität (in leicht abgewandelter Form) deshalb zunächst in Teilprämien. Ein Teil der Erträge solcher Strategien wird demnach aus der Long-Positionierung also zum Beispiel durch gezielte Aktienkäufe generiert. Ein zweiter Teil stammt hingegen aus der Short-Positionierung. Die Autoren zeigen, dass die Mehrrenditen aus beiden Positionierungen kommen, dass der Grossteil aber aus der Long-Seite erwirtschaftet wird. In der Long-Positionierung ist ausserdem die Faktordiversifikation deutlich ausgeprägter, weil die Faktoren untereinander weniger stark miteinander korrelieren. Die Performance der Short-Positionierung wird von jener der Long-Seite klar überlagert.

Diese Resultate halten für grosse und kleine Firmen, sind über die Zeit robust, gelten auch in internationalen Aktienmärkten und können nicht auf Unterschiede in den Tail Risiken zurückgeführt werden. Die Short Positionierungen liefern gemäss diesen Ergebnissen nur bedingt Mehrwert für Investoren. Interessanterweise finden die Autoren auch, dass weder die Value- noch die Low-Risk-Prämie in der Long-Positionierung von den neuen Fama-French Faktoren subsumiert werden. Dies spricht dafür, dass beide Prämien weiterhin Teil einer modernen, diversifizierten Faktorstrategie sein sollten.

Quelle: David Blitz, Guido Baltussen, Pim van Vliet, Working Paper, 2020.

Schlussfolgerungen

Insgesamt muss bei Faktorprämien also immer zwischen der Long-Seite und der Short-Seite unterschieden werden, wenn man diese verstehen und daraus effiziente Portfolios bauen will. Investoren nutzen die Vorteile von Faktorstrategien am besten durch reine Long-Portfolios, die verschiedene Faktorprämien diversifiziert und in Kombination einsetzen. Dieses Paper liefert die empirische Grundlage für einen solchen Ansatz.

Finreon – Ein Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG)

Das Unternehmen Finreon entstand als Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG) und gilt heute als etablierte und kompetente Partnerin, wenn es um innovative Anlagekonzepte im Bereich der Vermögensverwaltung und dem Advisory institutioneller Kunden geht. Die Lösungen von Finreon basieren auf langjähriger Praxiserfahrung und neuesten Erkenntnissen aus der Forschung mit modernen Finanzmarkttheorien.



CEO

Dr. Ralf Seiz
Lehrbeauftragter Universität St.Gallen

Kontakt

Finreon AG
Oberer Graben 3
CH-9000 St.Gallen

+41 71 230 08 06

info@finreon.ch
www.finreon.ch

Disclaimer

Diese Unterlagen und die darin enthaltenen Informationen sind nur für ausgewählte qualifizierte Investoren bestimmt und vertraulich. Eine Reproduktion oder eine Weiterverwendung ist nicht erlaubt. Die vorliegende Dokumentation stellt weder eine Empfehlung noch eine Offerte zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Sie dient lediglich zu Informationszwecken. Obwohl Finreon AG bestrebt ist, den Inhalt dieses Dokuments korrekt und vollständig zu halten, wird keine Garantie für dessen Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit gegeben. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus diesen Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Historische Renditen sind keine Garantie für zukünftige Erträge.