

# Welche Quellen treiben Aktienrenditen?

Die akademische Forschung hat eine Vielzahl von Faktorprämien identifiziert, mit denen langfristig eine Überrendite erwirtschaftet werden kann. Jedoch unterliegt die Investition in einzelne Renditequellen der Gefahr von langen Phasen der Underperformance. Eine systematische Diversifikation über mehrere Renditequellen hinweg schafft Abhilfe.

## IN KÜRZE

Wird gleichzeitig systematisch in alle wichtigen Faktoren investiert, so kann eine robuste Outperformance ohne starke Schwankungen erreicht werden.

Das aktuelle Tiefzinsumfeld zwingt viele Pensionskassen, auf der Suche nach Rendite bewusst kalkulierte Risiken einzugehen. Aktien bieten verlässliche Risikoquellen. Die akademische Forschung hat in den vergangenen 30 Jahren eine Vielzahl solcher Quellen identifiziert. Zu kaum einem anderen Thema in der Finanzmarktforschung gibt es eine ähnlich umfangreiche Faktenlage wie zur Existenz von Faktorprämien.

Eine Investition in diese Renditequellen erzielte erwiesenermassen langfristig eine deutliche Überrendite. Berater institutioneller Anleger weisen in Studien darauf hin, dass selbst die Outperformance der erfolgreichsten aktiven Fondsmanager durch Faktorprämien erklärt werden kann. In einer akademischen Studie zeigen Frazzini et al. (2013), dass sich Warren Buffetts Alpha grösstenteils durch drei solcher Prämien erklären lässt.

### Faktoren als verlässliche Renditequellen

Der klassische passive Anleger investiert statisch in eine einzige Renditequelle, den Markt. Jedoch existiert eine Vielzahl weiterer Renditequellen, sogenannte Faktoren. 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. Zu den weiteren allgemein anerkannten Renditequellen zählen Momentum (Titel, die in der näheren Vergangenheit outperforms haben, outperformen auch weiterhin), Residual Momentum (Titel, die in der näheren Vergangenheit positive unternehmensspezifische Renditen aufwiesen, tun dies auch weiterhin), Reversal (Titel, die in der früheren Vergangenheit underperforms haben, erholen sich nun), Low Risk (Titel mit geringen Risiken erzielen langfristig eine risikoadjustierte Outperformance) und Quality (sichere und profitable Unternehmen erzielen langfristig eine Outperformance). Jeder einzelne Faktor hat langfristig eine signifikante relative Outperformance erzielt.

Bei rein passiven, marktkapitalisierten Anlagen finden diese Faktoren kaum Berücksichtigung. Stattdessen investieren passive Anleger unbewusst und unsystematisch in einen Bruchteil der verfügbaren Treiber von Aktienrenditen und bauen so zufällig Exposures auf und ab. Mit systematischen und professionell umgesetzten Investitionen in Faktoren können diese Renditequellen bei geringen Kosten abgeschöpft werden.

Bei rein passiven, marktkapitalisierten Anlagen finden diese Faktoren kaum Berücksichtigung. Stattdessen investieren passive Anleger unbewusst und unsystematisch in einen Bruchteil der verfügbaren Treiber von Aktienrenditen und bauen so zufällig Exposures auf und ab. Mit systematischen und professionell umgesetzten Investitionen in Faktoren können diese Renditequellen bei geringen Kosten abgeschöpft werden.

### Einzelfaktoren bieten grosses Diversifikationspotenzial

Die Einzelfaktoren unterliegen allerdings substanziellen Schwankungen im Zeitverlauf. Phasen starker Überrenditen wechseln sich dabei ab mit Zeiten schwächerer Performance. Diese Schwankungen treten meist in langfristigen Zyklen auf. So hat beispielsweise eine Value-Strategie (Fama-French Long/Short-Faktor) aufgrund ihres antizyklischen Charakters in den Jahren vor der Technologieblase um die Jahrtausendwende

einen substanziellen Verlust eingefahren, von dem sie sich erst einige Jahre nach dem Crash erholt hat. Insgesamt hat der Value-Faktor über die letzten 80 Jahre exzellente Renditen abgeworfen.

Die erste Grafik zeigt die positive Performance aller Einzelfaktoren für ein weltweites Aktienuniversum über den Zeitraum von 2005 bis Ende 2014. Ausserdem veranschaulicht sie die geringe Korrelation der Faktoren. Antizyklische Faktoren wie Value, Size und Reversal weisen deutlich erkennbar ein anderes Performance-Muster auf als prozyklische Faktoren wie Momentum und Residual

Momentum oder defensive Faktoren wie Quality und Low Risk. Die starken Schwankungen der Einzelfaktoren illustrieren die grossen relativen Risiken von Einzelfaktor-Strategien. Eine Momentum-Strategie hat sich beispielsweise erst 2013 wieder von ihren Verlusten im Jahr 2009 erholt. Eine Value-Strategie hingegen konnte von den hohen Kursgewinnen der Boomjahre vor der Krise nicht vollständig profitieren und hat diese erst nach der Krise aufgeholt.

Solche relativen Risiken der Einzelfaktoren sind für viele Investoren in der mittleren Frist schwer zu tragen. Ohne

die Bereitschaft, relative Risiken einzugehen, ist allerdings keine Outperformance möglich. Investoren sollten diese Risiken daher bewusst dort eingehen, wo es sich lohnt. Ein gutes Mass dafür ist die Information Ratio, welche das Verhältnis von Outperformance zu Tracking Error darstellt. Sie wird durch eine intelligente Diversifikation über unkorrelierte Renditetreiber maximiert. Aufgrund der geringen Korrelation der Faktoren untereinander ist das Diversifikationspotenzial über alle Faktorprämien hinweg enorm.

### Alle Faktoren kombinieren

Eine gleichzeitige, systematische Investition in alle wichtigen Renditequellen nutzt dieses Diversifikationspotenzial. So wird die Outperformance robuster. Längere Underperformance-Phasen und allzu grosse Schwankungen können so vermieden werden (zweite Grafik). In der Finanzkrise haben sich die antizyklischen und defensiven Faktoren beispielsweise besonders bewährt, indem sie die Verluste der prozyklischen Momentum-Faktoren ausgeglichen und so zur ausgeprägten relativen Outperformance in dieser Phase beigetragen haben.

Faktoren werden durch einen solchen Multi-Premia-Ansatz deutlich besser investierbar. Neben der Aktienprämie können so auch die sieben zusätzlichen Faktorprämien systematisch, kostengünstig und breit diversifiziert abgeschöpft werden. **I**

### Dr. oec. Ralf Seiz

CEO Finreon AG,  
Lehrbeauftragter Universität St.Gallen

### Dr. oec. Alexander Gruber

Product Management Finreon AG,  
Lehrbeauftragter Universität St.Gallen

### Denis Meier Fehr

Senior Sales Manager,  
Global Sales Distribution  
SIX Swiss Exchange AG

