

DELTA-ANALYSE

Smart Beta – alter Wein in neuen Schläuchen ?

Dr. Peter König
Delta Management Consulting
Mai 2015

Modelle mit einem oder mehreren Beta-Faktoren sind zunächst einmal prognosefrei und werden so schon viele Jahre zur passiven Risikosteuerung eingesetzt. Will man nun mit einem Smart Beta Ansatz vom Marktindex abweichen, so benötigt man eine Erwartung über die zukünftige Entwicklung der Faktorrenditen. Deshalb sollten die Faktorzusammenhänge sehr genau analysiert werden um zu entscheiden, ob ein Faktormodell oder ein Smart Beta Ansatz stabil ist und welche Rendite- und Risikoeigenschaften zukünftig zu erwarten sind.

Faktormodelle und passives Management

Einer der derzeit im Asset Management prominent diskutierten Begriffe ist das ‚Smart Beta‘. Laut einer Analyse von State Street und Morningstar sind in Europa derzeit rund 73 Mrd. Euro in ETFs mit Smart Beta-Strategien investiert, in den USA sind es rund 200 Mrd. Dollar. Grundsätzlich werden darunter Investmentkonzepte verstanden, bei denen Portfolios auf bestimmte Risikofaktoren oder Betas ausgerichtet werden. Bei Aktienportfolios sind dies typischerweise Fundamentalfaktoren wie das Kurs/Gewinnverhältnis, das Kurs/Buchwertverhältnis, die Dividendenrendite, das Gewinnwachstum, die Marktkapitalisierung oder auch andere Faktoren wie das Kursmomentum. Bei Rentenportfolios kommen ebenfalls Fundamentaldaten wie der Verschuldungsgrad des Unternehmens, das Rating oder Kapitalflusszahlen als Risikofaktoren zum Einsatz.

Ihren theoretischen Ursprung haben alle Smart Beta-Ansätze im Arbitrage Pricing Modell von Stephen Ross aus dem Jahr 1976. Große Aufmerksamkeit erfuhr dann auch der empirische Beitrag von Eugene Fama und Kenneth French aus dem Jahr 1992. Sie zeigten, dass auf die Rendite amerikanischer Aktien neben dem Marktfaktor noch zwei weitere Risikofaktoren einen signifikanten Einfluss hatten, nämlich die Größe des Unternehmens gemessen an der Marktkapitalisierung und das Kurs/Buchwertverhältnis.

Ursprünglich wurden die Faktormodelle über viele Jahre zur Konstruktion von passiven Fonds bezogen auf breite Marktindizes eingesetzt. Die Gewichte der einzelnen Titel wurden so bestimmt, dass das jeweilige Faktorrisiko des Portfolios dem Faktorrisiko des breiten Marktindex entsprach. Dies war auch konsistent mit der Zeitstruktur der genannten Modelle, in denen die Rendite der einzelnen Aktie auf die Entwicklung des Risikofaktors in derselben Periode bezogen wurde. Eine unbedingte Prognose der Rendite der Aktie wurde also nicht angestrebt, und damit auch kein aktives Management des Portfolios. Die Faktoren dienten der Risikosteuerung des Portfolios, nicht dem Erzielen von Überrenditen.

Smart Beta als Risikomanagement

Wenn diese Art der Steuerung von Portfolios nach Risikofaktoren schon seit vielen Jahren bekannt ist und praktisch umgesetzt wird, dann stellt sich die Frage, warum die Ansätze heute als ‚smart‘ bezeichnet werden. Abgesehen von Marketingüberlegungen sollte ein solcher Begriff dann verwendet werden, wenn mit einem Investmentkonzept eine bestimmte Zielsetzung besser erreicht werden kann als mit anderen Konzepten. Auch bei den heutigen Smart Beta-Ansätzen wird die Korrelation zwischen der Rendite der Einzeltitel und der der Risikofaktoren periodengleich berechnet, direkte Renditeprognosen einzelner Titel sind also nicht enthalten. Die neuere Entwicklung besteht darin, dass die Faktoren nicht zur Abbildung des breiten Marktportfolios eingesetzt werden, sondern dass einzelne Faktoren oder Betas herausgegriffen werden und das Portfolio gezielt diesen Risiken ausgesetzt wird.

Im Rahmen eines Smart Beta-Konzepts wird zunächst für das gesamte Titel-Universum die jeweilige Faktorladung berechnet, die ausgewählten Faktoren bilden somit eine neue Analyseebene oberhalb der Einzeltitelanalyse. Anschließend werden alle Titel nach ihrer Faktorladung gruppiert und es werden dann die Titel ausgewählt, die am ausgeprägtesten auf den jeweiligen Risikofaktor reagieren. Ein Faktorportfolio kann dann auf verschiedene Arten konstruiert werden; die Gewichtung der Titel im Portfolio kann nach der Marktkapitalisierung oder gleichgewichtet erfolgen, oder eben nach der Höhe der Faktorladung, oder auch mit gleichen Gewichten nach dem Faktor-Risikobeitrag (‚factor risk parity‘). Smart Beta-Ansätze zeichnen sich dabei grundsätzlich dadurch aus, dass die Faktorauswahl und die Regeln zur Portfolio-konstruktion fest vorgegeben werden, dies unterscheidet diese Ansätze dann auch vom klassischen aktiven Portfoliomanagement. Insofern können Smart Beta-Portfolios auch als ‚Stilpassiv‘ oder ‚Faktorpassiv‘ bezeichnet werden.

Eine solche Abweichung vom breiten Marktportfolio kann für einen Investor zunächst einmal dann Sinn machen, wenn er auf seiner Passivseite bestimmten Risikofaktoren ausgesetzt ist und diese über die Aktivseite absichern möchte. Ein Beispiel könnte sein, dass auf der Passivseite relativ hohe Cash-Outflows verlangt werden; dann wäre ein Portfolio bestehend aus Titeln mit hohen Dividenden- oder Kupon-Zahlungen – unter bestimmten zusätzlichen Annahmen – die passende Investition. Ein anderes Beispiel kann so aussehen, dass auf der Passivseite Verpflichtungen mit einer bestimmten Kreditqualität bestehen; dann wäre eine Investition in ein Portfolio mit einem Risikofaktor derselben Kreditqualität ein dazu passendes Investment. Insofern können Smart Beta-Ansätze ‚smart‘ sein, wenn sie dem Investor ermöglichen seine Gesamtbilanz im Sinne eines ‚Liability Driven Investing‘ gegen bestimmte Risikofaktoren zu immunisieren. Ob die aktuell im Markt angebotenen Smart Beta-Konzepte in der Breite auf solche Zwecke ausgerichtet sind lässt sich diskutieren.

Stilmanagement als Urform von Smart Beta

Neben der passiven Abbildung des Gesamtmarktes oder der ebenfalls passiven Steuerung der Gesamtbilanz können Smart Beta-Konzepte zur Erzielung von risikoadjustierten Überrenditen eingesetzt werden. Dies setzt aber voraus, dass der Investor Prognoseerwartungen über die zukünftige Entwicklung bestimmter Risikofaktoren hat. Nur dann ermöglicht die entsprechende Ausrichtung des Portfolios entweder systematische Überrenditen oder zumindest bei gleichen Renditen bessere Risikoeigenschaften. Diese Zielrichtung dürfte auch für das starke Wachstum des Produkttyps mitverantwortlich sein. Da das Universum der Smart Beta-Produkte aber sehr divers ist und von zusätzlichen eigenen Konstruktionen abgesehen werden soll, soll die mit der Faktorprognose verbundene Problematik hier exemplarisch an den klassischen Stilindizes ‚Value‘, ‚Growth‘ und ‚SmallCap‘ illustriert werden. Diese Investmentstile werden z.B. in den USA von vielen Investoren und Asset Managern zur Unterteilung des breiten US-Marktes benutzt, sie stellen gewissermaßen die Urform des Smart Beta-Investierens dar.

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Indizes für ‚Value‘ und ‚Growth‘ bezogen auf den MSCI Europe Preisindex. Der Value-Index deckt ungefähr 50% der Marktkapitalisierung des breiten Index ab, die Faktoren sind das Kurs/Buchwertverhältnis, des erwartete Kurs/Gewinnverhältnis und die Dividendenrendite. Der Growth-Index deckt ebenfalls 50% der Marktkapitalisierung des breiten Index ab, hier sind die Faktoren abgeleitet aus dem historischen und dem erwarteten Gewinnwachstum und aus dem Umsatzwachstum des Unternehmens. Bei beiden Indizes entsprechen die Indexgewichte der Titel ihrer Marktkapitalisierung, wobei einzelne Titel anteilig in beiden Indizes auftreten können. Auf beide Indizes werden eine Reihe stilpassiver ETFs im Markt angeboten.

Eine gängige Vorgehensweise zur Erzielung von Überrenditen durch Allokation von Stilportfolios ist die, dass man bei Erwartung von positiven Marktphasen die Wachstumstitel Übergewichtet und bei Erwartung schwieriger Marktphasen die defensiven Value-Titel Übergewichtet. So schreibt auch die Deutsche Börse in ihrem Kompendium über Strategien mit ETFs: „In sehr guten Börsenphasen konnte die Wachstumsstrategie tatsächlich eine höhere Rendite erzielen. Besonders vor der Jahrtausendwende zur Zeit der New Economy ... hatte die Growth-Strategie die Nase vorn. In weniger dynamischen Zeitabschnitten konnte jedoch die Value-Strategie aufholen.“

Wie zu sehen ist weisen die beiden Stilindizes auch eine deutliche Zyklik auf: Bis 2006 war die Rendite des Value-Index besser als die des MSCI Europe, danach die des Growth-Index. Nur im Jahr 2013 verhielt es sich wieder umgekehrt. Auf Jahresbasis hatten beide Indizes eine Korrelation mit dem MSCI Europe von 0,97. Berechnet man die Ausprägung des Zusammenhangs, also das Beta des jeweiligen Stilindex bezogen auf den MSCI Europe, so war das Beta des Growth-Index in dem Zeitraum 0,96, das Beta des Value-Index war 1,04. Dieser empirische Befund ist aber gegenintuitiv, da eigentlich der Value-Index die defensiven Titel beinhalten sollte und der Growth-Index diejenigen mit überdurchschnittlichem Wachstum.

Eine durchgängige Übergewichtung von Growth-Titeln in Aufwärtsphasen und von Value-Titeln in Abwärtsphasen hätte also selbst bei einer korrekten Markterwartung zu einer Underperformance geführt. Die beiden Faktoren waren in ihrem Verhältnis zum Gesamtmarkt über den betrachteten Zeitraum nicht stabil, das Investieren nach Stil bzw. Smart Beta hätte nicht die gewünschten Ergebnisse erbracht. Es ist davon auszugehen, dass hinter den Stilfaktoren

Entwicklungen stattfanden, die im Jahr 2007 eine Veränderung der Faktoreigenschaften mit sich brachten. Eine Möglichkeit ist, dass die Enttäuschung über die Wachstumstitel nach dem Platzen der DotCom-Blase ein Hintergrundfaktor war der dazu führte, dass diese Titel sich trotz des positiven Marktes bis 2007 unterdurchschnittlich entwickelten. Aber auch die Performance der Value-Titel in 2007 und 2008 bedarf einer genaueren Analyse, da die defensiven Titel hier eine Unterperformance aufwiesen und somit nicht die von dem Stilfaktor erwartete Wertstabilität aufwiesen. Dieses einfache Beispiel macht deutlich, dass die aktive Steuerung eines Portfolios mit Hilfe von festgelegten Stilfaktoren alles andere als trivial ist.

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung des anderen klassischen Stilfaktors SmallCap, auch auf diesen Index werden passive ETFs angeboten. Hier ist die deutliche Outperformance der kleinen Werte über den gesamten Zeitraum zu sehen, das Beta des SmallCap-Index zum MSCI Europe betrug immerhin 1,31. Dabei zeigte es sich, dass die kleineren Werte in Aufwärtsphasen überproportional anstiegen und in Abwärtsphasen überproportional fielen, was auch der ökonomischen Intuition entspricht. In diesem Fall ergibt sich also ein schlüssiges Bild, eine Übergewichtung der kleineren Titel in Aufwärtsphasen hätte eine deutliche Überrendite erwirtschaftet. Allerdings empfiehlt sich auch hier eine genauere Analyse der Faktoren und vor allem auch der Liquidität der kleineren Titel. Und vor allem bedarf dieses aktive Stilmanagement eben einer Prognose der Faktorentwicklung, sei es relativ zum Gesamtmarkt wie hier dargestellt oder auf Basis anderer Annahmen.

Smart Beta und Alpha

Wie das Beispiel der Stil-Indizes zeigt, sind Investitionen in Smart Beta-Portfolios generell nur dann zur Erzielung von Überrenditen geeignet, wenn man zusätzliche Annahmen über die Faktorentwicklung trifft. Der Unterschied zum klassischen aktiven Portfoliomanagement besteht nun darin, dass diese Portfolios in ihren Regeln grundsätzlich festgelegt sind; ändern sich die Faktorzusammenhänge, dann können die Produkte obsolet werden. Der aktive Portfoliomanager kann seine Faktoren und Gewichtungen anpassen, natürlich mal mit mehr und mal mit weniger Erfolg.

Eine Prognose der Faktor-Risikoprämien ist wie oben gezeigt schon für die klassischen Stilfaktoren nicht einfach. Das Universum der Smart Beta-Produkte ist aber sehr vielfältig, eben weil zur Herstellung der Produkte quantitative Regeln herangezogen werden. In der Praxis sieht man dann ETF-Produkte wie ‚MSCI USA Quality Factors‘, ‚FTSE RAFI US 1000 Net‘, ‚High Efficiency Quality‘ oder auch ‚Risk Weighted Enhanced Commodity ex-Grains‘. Eine Einschätzung der zukünftigen Entwicklung der hinter diesen Produkten stehenden Risikoprämien dürfte nicht ganz einfach sein. Dazu kommt, dass die Art der Indexkonstruktion und die Gewichtungsverfahren erheblichen Einfluss auf die Ergebnisse haben und auch haben sollen.

Die meisten dieser Produkte werden aber nicht auf Basis langjähriger Erfahrungen von Portfoliomanagern aufgelegt, sondern auf Basis historischer Simulationen. Und da besteht nun leider die Gefahr einer Überoptimierung der historischen Daten, was dann zu Lasten der Stabilität in der späteren Realität geht. Jeder institutionelle Investor weiß aus Erfahrung, dass ihm noch nie eine Simulation eines neuen quantitativen Produkts vorgestellt wurde, welches eine (simulierte) Unterperformance aufwies. Bei der Beurteilung konkreter Smart Beta-Produkte sind deshalb vor allem die Stabilität und die Ökonomie der Faktorzusammenhänge zu hinterfragen. Und nicht zuletzt kann auch gefragt werden, ob der Mehrwert einer quantitativen Faktorkonstruktion mit passiver Ausrichtung in den jeweiligen Gebühren adäquat abgebildet wird.

Fragen und Antworten

Gerade das Beispiel des SmallCap-Index macht aber auch deutlich, worin der Mehrwert der aktuellen Diskussion der Smart Beta-Ansätze besteht: Smart Beta-Konzepte geben nämlich keine Antworten – zumindest keine einfachen –, sie stellen aber die richtigen Fragen. Diese Fragen beziehen sich auf die Eigenschaften einfacher kapitalisierungsgewichteter Indizes, insbesondere auf solche mit einem Schwerpunkt in LargeCap-Titeln wie dem DAX oder dem (Euro-) Stoxx 50. Diese werden von institutionellen wie von privaten Investoren sehr häufig als repräsentative Indizes für den deutschen bzw. europäischen Aktienmarkt angesehen und als Benchmarks für ihre Portfolios eingesetzt. Per Definition gilt aber für einfache kapitalisie-

rungsgewichtete Indizes, dass Titel von alten großen Unternehmen und/oder Titel mit historisch gutem Kursmomentum auch hohe Gewichte haben und damit die Faktorisiken Large-Cap bzw. Momentum stärker ausgeprägt sind.

Die Diskussion über die Beta-Faktoren zeigt nun aber, dass diese Faktoreigenschaften ja nicht notwendigerweise denen eines breiten Marktportfolios entsprechen. Wenn ein Investor beispielsweise auf Basis von Einschätzungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in deutsche oder europäische Aktien investieren möchte, so muss gefragt werden, ob ein DAX oder ein EuroStoxx50 diese gesamtwirtschaftliche Entwicklung auch passend abbilden. Eine Berücksichtigung kleinerer und mittlerer Titel könnte in einem Portfolio resultieren, welches diese Entwicklung eben besser widerspiegelt. Dies kann sich dann auf einen breiteren kapitalisierungsgewichteten Index wie den MSCI Europe mit 440 Titeln oder den EuroStoxx mit ca. 292 Titeln beziehen; oder es bietet sich zur gesonderten Attribution des SmallCap-Effekts eine Aufteilung an, z.B. mit 70% bezogen auf einen LargeCap-Index wie den EuroStoxx Large und 30% auf den EuroStoxx Mid.

Eine sorgfältige Analyse von Beta-Faktoren, Benchmarkvorgaben und auch von entsprechenden Stilen von Asset Managern erscheint also durchaus sinnvoll und sogar überfällig. Die progressive Entwicklung neuer Produkte über ein reines ‚Financial Engineering‘ ist aber mit Vorsicht zu betrachten. In den allermeisten Fällen dürfte es sich bei den ‚neuen Schläuchen‘ nicht um das Aufspüren bisher unentdeckter Marktineffizienzen handeln, sondern um die Identifikation ganz spezieller Risikofaktoren. Und je spezieller und neuer diese sind, desto mehr ist ihre dauerhafte Stabilität zu hinterfragen.

Quellen:

Deutsche Börse, Strategien mit ETFs

Eugene F. Fama, Kenneth R. French: *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. In: *Journal of Finance*. 47, Nr. 2, 1992, S. 427–465.

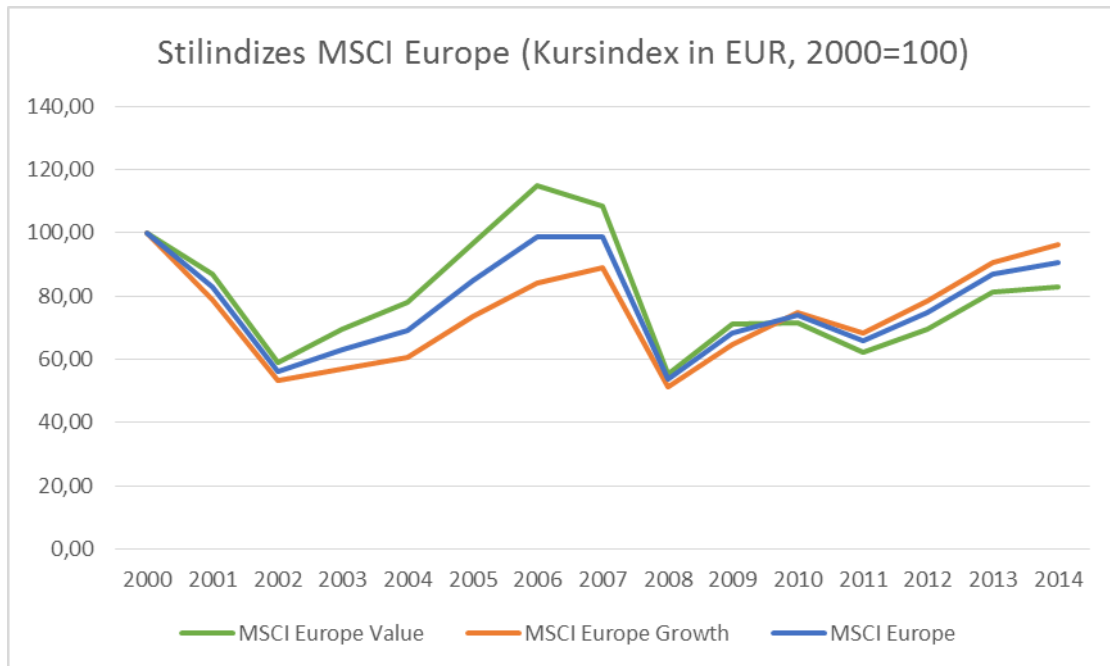
MSCI Europe Value Index

MSCI Europe Growth Index

MSCI Europe Small Cap Index

Ross, Stephen (1976). "The arbitrage theory of capital asset pricing". *Journal of Economic Theory* 13 (3): 341–360.

Abbildung 1



Korrelation Growth mit MSCI Europe: 0,97

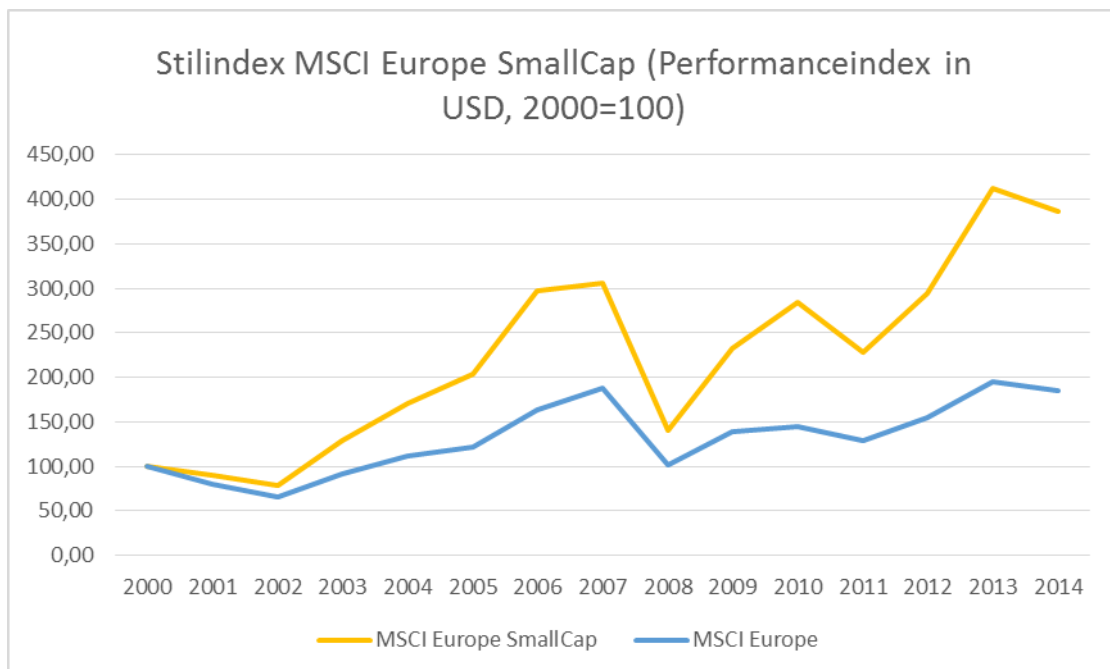
Korrelation Value mit MSCI Europe: 0,97

Beta Growth auf MSCI Europe: 0,96

Beta Value auf MSCI Europe: 1,04

Quelle: MSCI, indiziert auf 2000=100, eigene Berechnung

Abbildung 2



Korrelation SmallCap mit MSCI Europe: 0,93

Beta SmallCap auf MSCI Europe: 1,31

Quelle: MSCI, indiziert auf 2000=100, eigene Berechnung