

## SIGLO Timeout Nr. 31 Zur Handelbarkeit von Risikofaktoren

### Einführung

Wesentliche Teile der akademischen Forschung und der praktischen Umsetzung im Bereich aktiver und passiver Vermögensverwaltung suchen seit Jahren die entscheidenden (Risiko-) Faktoren, welche die Rendite von Anlagestrategien und Produkten beschreiben bzw. erklären. Als Anleger stellt sich neben dieser statistischen Übung die Frage, ob identifizierte Faktoren effektiv handelbar sind und deren Kosten nicht die ganze Hoffnung auf Alpha zerstören. In diesem Timeout befassen wir uns mit den bekanntesten Zusatzfaktoren zur Erklärung von Aktienrenditen und diskutieren kurz die Herausforderungen bei der praktischen Umsetzung.

### Das CAPM

Weder die universitären Studiengänge noch die zahlreichen Kurse der Fachhochschulen kommen heute ohne vertiefte Diskussionen des Capital Asset Pricing Models (CAPM) aus. Wer sich mit der Idee und den damit verwandten Faktormodellen auskennt, sollte gleich jetzt auf die Spalte nebenan zur Handelbarkeit springen. Hier folgt eine kurze und vereinfachte Einführung in die Materie.

Die Hauptidee im CAPM besteht darin, die Renditen einer Aktienanlage auf diejenigen eines Aktienindex zu regressieren und damit zu prüfen, ob die Anlage ihren Vergleichsindex übertroffen hat. Mit den Worten eines Laien; man vergleicht einfach die Renditen der Anlage und des Index mit statistischen Mitteln. Falls genügend Beobachtungen zur Verfügung stehen und die Portfolios der Anlage und ihres Vergleichsindex ähnlich sind, zeigt die Regression an, ob die Anlage den Index zuverlässig übertrifft. Sichtbar wird dies anhand der Konstanten der Regression (dem Alpha), das signifikant positiv wird. Für weitere Überlegungen zur Benchmarkwahl und zu Alpha sei Timeout Nr. 6 erwähnt.

### Multi-Faktor-Modelle

Anfang der 90er Jahre publizierten die "Erfinder der Effizienzmarkt-Hypothese (EMH), Fama und French, einen leider immer noch zuwenig bekannten Aufsatz, in dem sie aufzeigen, dass neben der Marktrendite gemäss CAPM auch zwei weitere Faktoren einen signifikanten Einfluss auf die Rendite einer Aktienanlage ausüben. Es sind dies die sogenannten "Small Cap" und "Value" Faktoren. Deshalb lautet ihre These, dass

Anleger neben der Aktienmarktrisikoprämie zusätzlich eine Entschädigung für Small Cap und für Value Risiken erwarten dürfen.

***Das Abschöpfen von Prämien für Small Cap, Value und Momentum Risiken stellt vom Elfenbeinturm aus keine besondere Leistung dar.***

1997 erweiterte Mark Carhart das **3-Faktor-Modell** um einen zusätzlichen "Momentum" Faktor (wonach bisherige Gewinner auch in naher Zukunft Überrenditen liefern). Dies war die Geburt des **4-Faktor-Modells**, das heute in Fortgeschrittenenkursen als Grundlage zur Beurteilung aktiver Anlagestrategien für Aktienmärkte heran gezogen wird. Wenn aktive Aktienmanager das 4-Faktor-Modell nicht schlagen, erzielen sie kein "echtes" Alpha, sondern schöpfen nur Risikoprämien für Small Caps, Value und Momentum ab, was vom Elfenbeinturm aus noch keine sehr bemerkenswerte Leistung darstellt.

### Handelbarkeit

Wer sich nun schon auf hohe Alphas (nach Kosten) freut, wird in der Realität rasch von den Problemen mit der Handelbarkeit der neuen Faktoren eingeholt. Den Aktienmarkt zu kaufen, z.B. mit einem MSCI World ETF, ist zwar relativ trivial, aber ein Engagement in den anderen drei Faktoren wird schwierig. Fama und French definierten die Value und Small Cap Faktoren mit einer Klassifizierung des gesamten US Aktienuniversums (später auch global mit tausenden von Titeln) nach eben diesen beiden Ausprägungen. Konkret wurden die Marktkapitalisierung und das

Preis-Buch-Ratio (PB) der Aktien gemessen und anschliessend alle Titel danach sortiert. Anschliessend bildeten die Autoren Dezile (10%-Gruppen der Aktien) und berechneten die Renditedifferenzen der vordersten 3 Dezile gegenüber den hintersten 3 Dezilen. Der Value Faktor drückt folglich die Renditedifferenz der 30% Titel mit dem tiefsten PB gegenüber den 30% der Titel mit dem höchsten PB aus. Analog die Methode für die Small Cap und Momentum Faktoren.

### Pragmatische Handelbarkeit

Möchte ein Anleger in der Praxis nun die Value, Small Cap oder Momentum Faktoren selbst replizieren, so müsste er ein riesiges Long-Short Portfolio mit tausenden Aktien bilden und dieses zudem dynamisch rebalancieren. Das dürfte eine teure Geschichte sein, weshalb es auch kaum entsprechende Produkte oder ETFs auf diese Faktoren gibt. Zudem könnten Zweifel bei der Umsetzung auftauchen, z.B. wo genau die Grenze für Small Caps zu ziehen wäre oder welches Zeitintervall das beste Momentum liefert.

Pragmatiker argumentieren, dass man auf teure Shorts verzichtet und nur Value, Small Cap oder Momentum Titel übergewichtet, um die normale Marktrendite zu übertreffen. Seit Jahren beobachten wir diesen Trick bei vielen aktiven Managern und das Angebot entsprechender Value und SMCaps Funds unterstreicht dessen Bekanntheitsgrad. Berk und Haas erklären hierzu, dass Faktorrisiken wirklich existieren aber deren Prämien nicht zum Investor finden, sondern in Form von höheren Gebühren beim Manager bleiben.

#### **SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

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

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

### Ein fairer Vergleich

In Anbetracht des erschwerten und teuren Handels von Risikofaktoren stellt sich aus unserer Sicht die Frage, wie aussagekräftig statistische Renditevergleiche aktiver Anlagen mit einem 4-Faktor-Modell in der Praxis wirklich sind. Leider ist es (heute noch) unmöglich, passive Produkte zu kaufen, die Renditen des 4-Faktor-Modells nach Kosten präzise zu replizieren vermögen. Dürfen wir diesen Service zur Abschöpfung von Risikoprämien nun von aktiven Managern gratis erwarten? Dies wäre, als ob man in Zürich Läden sucht, die Louis Vuitton Taschen für CHF 100 anbieten, weil diese berühmten ledrigen Liebesbeweise in der Herstellung wohl kaum mehr kosten.

Die praktischen Erfahrungen der letzten Jahre zeigen, dass bereits die auf den ersten Blick banale Marktindex-Replikation mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist und nur in seltenen Fällen nach Kosten effektiv die Indexrenditen liefern kann. Daher haben erfolgreiche Anbieter sowohl von aktiven als auch von Indexprodukten bereits umfangreiche Investitionen in ihre Systeme und Techniken zur effizienten Nachbildung von Faktorportfolios getätigt. Bevor man also von der grünen Wiese aus den meisten Anbietern von Anlageprodukten Unfähigkeit zur Erzielung guter Ergebnisse (sei es Alpha oder präzise Replikation) unterstellt, würde sich ein Blick aus dem Elfenbeinturm lohnen. Nicht jeder Faktor, der in Excel, R oder Matlab programmierbar ist, steht in der kompetitiven Realität gratis zur Verfügung.

