

Best Styles: Vereinnahmen von Risikoprämien bei der Aktienanlage

Bei der Anlage in Anleihen oder Währungen ist das gezielte Vereinnahmen von Risikoprämien eine gängige Strategie. Am Aktienmarkt ist dieser Weg weniger bekannt, wird dort jedoch ebenfalls erfolgreich umgesetzt.

Wege aus der Zinsfalle – keine Alternative zum Risiko

Die Situation ist für viele Kreditinstitute zurzeit nicht beneidenswert. Auf der einen Seite wurden die aufsichtsrechtlichen Dauerschrauben zum Jahresanfang durch Basel III und die Kapitaladäquanzrichtlinie CRD IV erneut angezogen. Auf der anderen Seite bedroht die Niedrigzinsphase weiterhin massiv das Zinsergebnis und damit die Ertragslage der Institute. Aktueller Einschätzung nach wird die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank mittelfristig akomodierend bleiben, sodass weiterhin von einem niedrigen Zinsniveau auszugehen ist. Dies hat zur Folge, dass der Margendruck im Kundengeschäft hoch bleiben wird und Zielmargen kaum noch durchsetzbar sind. Kreditinstitute mit einem überdurchschnittlichen Anteil der Kapitalanlageerträge am Gesamtergebnis werden zukünftig aufgrund auslaufender hochrentierlicher Altbestände im Rentenbereich einen geringeren Ertragsbeitrag zum Zinsergebnis erzielen können. Die Eigenanlage, in der Vergangenheit ein Wohlfühlbecken mit risikolosem Zins, gerät somit zunehmend unter Druck. Dabei sollte sie gerade in einem solchen Umfeld an Bedeutung gewinnen.

Was können Kreditinstitute tun, um das Ergebnis im Eigenhandel längerfristig zu stabilisieren beziehungsweise zu verbessern? Es bleibt weiterhin das größte Investmentrisiko, bei der Kapitalanlage kein Risiko einzugehen. Vorhandene Risikobudgets sollten daher dahingehend überprüft werden, ob der Rückgang des Zinsergeb-

nisses durch Renten-Spreadanlagen sowie ausgewählte Investitionen in Aktien kompensiert werden kann. Insbesondere der Aktienbereich ist aufgrund möglicherweise schlechter Erfahrungen aus der Vergangenheit und unterstellter hoher Volatilität bei vielen Investoren vorbelastet. So verwundert es nicht, dass Aktien in Portfolios von Kreditinstituten oftmals ein Schattendasein führen. Wenn man sich jedoch für die Diversifikation sowie die Verringerung des Zinsänderungsrisikos und damit für die Aufnahme des Aktienrisikos entschieden hat, stehen weitere weitreichende Umsetzungsentscheidungen an. Um nur ein paar ausgewählte Fragestellungen zu nennen: Wie soll investiert werden, aktiv oder passiv? Und welcher Investmentstil ist der erfolgversprechendste?

Georg Elsaeßer, Produktspezialist Systematic Equity, und Heiko Wunderlich, Direktor Institutionelle Kunden, beide Allianz Global Investors Europe GmbH, Frankfurt am Main

Dass sich unter den gegenwärtigen Marktbedingungen kaum eine vernünftige Rendite erzielen lässt, ohne Risiken eingehen zu wollen, haben die institutionellen Anleger längst im Blick. Viel zu wenig Beachtung findet aus Sicht der Autoren allerdings die Variante, auch aus Aktienanlagen Risikoprämien zu erzielen. Wer dabei zu jeder Zeit im richtigen Investmentstil unterwegs ist, schafft ohne jede Frage eine hohe Outperformance. Doch leider ist es angesichts der von Markt- und Konjunkturverlauf abhängigen Zyklen kein Selbstläufer, sondern eine hohe Kunst, das ideale Timing für den geeigneten Investmentstil zu finden. Die Autoren setzen dabei auf ein aktives Management von Investmentstilrisiken im Zuge einer integrierten Lösung, das eine Vielzahl unterschiedlicher Risikodimensionen berücksichtigt. (Red.)

Das Vereinnahmen von Risikoprämien am Aktienmarkt ist ein zuverlässiger Weg, das Anlageuniversum auf Aktieninvestments auszudehnen, stabile Überrenditen zu generieren und durch aktives Management Mehrwert zu schaffen.

Unter institutionellen Investoren ist das Vereinnahmen von Risikoprämien grundsätzlich eine bekannte und weit verbreitete Anlagestrategie. In Anlageklassen wie Anleihen oder Währungen ist es selbstverständlich, in Kategorien von Risikoprämien zu denken. So werden beispielsweise im Rentenbereich in Erwartung einer entsprechenden Risikoprämie ganz explizit zusätzliche Risiken wie Credit, High Yield oder längere Laufzeiten eingegangen.

Risikoprämien am Aktienmarkt – ein erfolgreicher Ansatz

Bei Aktienanlegern dagegen ist der Investmentansatz, Risikoprämien gezielt zu vereinnahmen, weniger verbreitet. Doch Risikoprämien existieren auch am Aktienmarkt. Beispiele dafür sind die Value-Prämie, die Small-Cap-Prämie oder die Momentum-Prämie. Diese auch als Investmentstile bezeichneten Gruppen von Aktien tragen spezifische strukturelle Risiken, die über das allgemeine Marktrisiko hinausgehen. Value-Aktien sind häufig zyklischer, höher verschuldet und weniger ertragsstark. Small Caps sind in aller Regel weniger liquide als Titel mit hoher Marktkapitalisierung. Diese spezifischen Risiken von Investmentstilen sind struktureller Natur. Sie wurden in der Vergangenheit zuverlässig durch eine Prämie belohnt, und Investoren können auch in Zukunft erwarten, für das Eingehen solcher Risiken durch eine entsprechende Prämie kompensiert zu werden.

Diese Risikoprämien wurden in allen wichtigen Anlageregionen und über längere

Zeiträume nachgewiesen. Es zeigt sich, dass es am Kapitalmarkt nur wenige Muster gibt, die ähnlich persistent sind wie die Existenz dieser Risikoprämien. Betrachtet man die historische relative Performance von aktiven Managern, beispielsweise derjenigen, die in der Datenbank GIMD von Mercer geführt werden, ergibt eine Analyse der Performancebeiträge von Investmentstilen, dass sich weite Teile der aktiven Performance dieser Manager durch Risikoprämien erklären lassen (Abbildung 1). Eine solche Attributionsanalyse gibt allerdings keinerlei Auskunft darüber, ob diese Investmentstil-Exposures gezielt eingegangen wurden oder möglicherweise unbewusst. Jeder aktive Aktienmanager hat in seinem Portfolio automatisch bestimmte Investmentstileigenschaften. Die Frage ist jedoch, ob sie aktiv und gezielt gemanagt werden oder nicht.

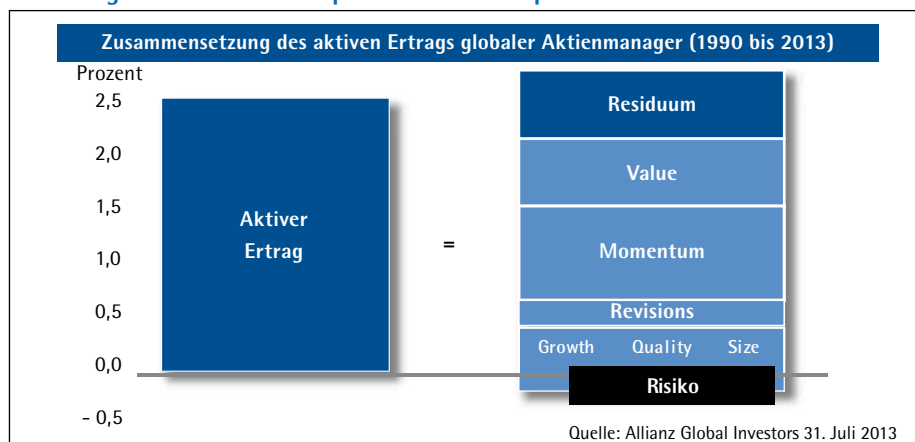
Nicht nur die empirisch und akademisch weithin belegte Existenz der Risikoprämien von Investmentstilen am Aktienmarkt, sondern auch ihre intuitiv leicht nachvollziehbare Erklärung machen es zu einer erfolgreichen Strategie, diese Risikoprämien durch einen explizit darauf ausgerichteten Investmentprozess zu vereinnahmen. Der Begriff Risikoprämie impliziert, dass aktiv Risiken eingegangen werden müssen, um solche Prämien vereinnahmen zu können. Insofern muss der Fokus eines solchen Investmentprozesses auf dem Risikomanagement dieser Investmentstile liegen.

Risikoprämien verdienen – Risiken managen

So naheliegend die Idee einer Risikoprämien-Strategie am Aktienmarkt ist, so herausfordernd ist die praktische Umsetzung eines solchen Investmentprozesses, damit diese Prämien zuverlässig verdient werden. Die Risikoprämienidee hat in jüngerer Zeit viele Anhänger hinzugewonnen, eine Vielzahl von neuen Referenzindizes wurde aufgelegt. Konzepte wie „Smart Beta“, „Alternative Beta“, „Fundamental Indexing“ oder „Risk Premium Indizes“ tragen zwar unterschiedliche Namen, gehen im Kern aber sämtlich in dieselbe Richtung. Damit schaffen sie jedoch nicht unbedingt mehr Klarheit darüber, wie in geeigneter Weise vorzugehen ist.

Unter der Grundannahme, dass Risikoprämien am Aktienmarkt existieren und Investmentstile entsprechende Risiken tra-

Abbildung 1: Quellen der Outperformance – empirischer Befund



gen, wäre der einfachste Weg, schlicht auf einen Stil zu setzen und damit die Erwartung zu verbinden, langfristig besser als der Markt abzuschneiden. So könnte man beispielsweise in einen Korb von Value- oder Wachstums-Aktien investieren und diese Portfolios in regelmäßigen Abständen so rebalancieren, dass sie jeweils die attraktivsten Titel ihrer Gruppe beinhalten. Tatsächlich haben solche Portfolios auf lange Sicht den breiten Markt geschlagen.

Auf kürzere Sicht können solche Strategien jedoch auch empfindlich underperformen. Die Existenz von Risikoprämien ist zwar über lange Zeiträume gut belegt und intuitiv naheliegend. Hieraus folgt jedoch nicht, dass sie zu jedem Zeitpunkt gleichermaßen existieren und vereinnahmt werden können. Vielmehr ist ebenso gut belegt, dass einzelne Investmentstile auch über mehrere Jahre hinter dem Markt liegen können. Das heißt: Ein erfolgreicher Markt-Timer, der zu jeder Zeit im richtigen Investmentstil investiert gewesen wäre, hätte naturgemäß eine sehr hohe Outperformance erzielen können. Realistischerweise ist der Risikofaktor Timing jedoch sehr gravierend, und Erfolge haben sich in der Regel als wenig nachhaltig erwiesen.

Unterschiedliche Zyklen

Ein alternativer Weg zu Risikoprämienstrategien basiert zwar auf den gleichen Investmentstilen, zieht jedoch zusätzlich in Betracht, dass verschiedene Investmentstile unterschiedliche Zyklizitätseigenschaften aufweisen. Das Performancemuster der diversen Stile ist in verschiedenen Markt- oder Konjunkturzyklusphasen unterschiedlich. Einige Investmentstile verhalten sich

eher prozyklisch, andere konträr oder antizyklisch. Kombiniert man verschiedene Investmentstile mit unterschiedlichen Eigenschaften, werden durch Ausnutzen der Korrelationseigenschaften zwischen den Investmentstilen substanzielle Diversifikationsvorteile erzielt. Das Ziel und das Ergebnis einer diversifizierten Mischung von Investmentstilen ist stabile Outperformance der Benchmark durch Vereinnahmen von Risikoprämien, ohne sich der teils hohen Volatilität einzelner Investmentstile aussetzen zu müssen (Abbildung 2).

Ein weiterer wichtiger Punkt im Zusammenhang mit Diversifikation ist die Frage nach dem Management von darüber hinausgehenden Risikofaktoren, die nicht auf den ersten Blick offensichtlich sind. Innerhalb eines Investmentstils könnten sich beispielsweise substanzielle Übergewichtungen in Large Caps oder in Aktien mit niedriger Volatilität aufbauen. Bleiben diese Risikofaktoren unentdeckt und werden nicht gemanagt, entstehen schwerwiegende Performancerisiken. Ein Portfolio mit einer starken Übergewichtung in niedrigen Volatilitäten ist beispielsweise nach einem Wendepunkt mit nachfolgender Rally dem Risiko signifikanter Underperformance ausgesetzt, weil mit zunehmender Risikofreude am Aktienmarkt die Prämie von Low-Volatility-Aktien schwindet.

Um solchen Risikofaktoren entgegenzuwirken, sollten Investmentstile breit repräsentiert werden, sodass innerhalb eines Stils ebenfalls über verschiedene Risikoparameter diversifiziert wird. Ein umfassendes Risikomanagement trägt dafür Sorge, dass ein Investmentstil wie Value beispielsweise sowohl hohe als auch kleine Marktkapitalisie-

rungen beinhaltet sowie hohe und niedrige Volatilitäten abdeckt. Weitere Risikofaktoren wie Zins- oder Konjunkturabhängigkeit vervollständigen ein zuverlässiges Risikomanagement. In Abgrenzung zur Diversifikation zwischen Investmentstilen lässt sich diese Facette des Risikomanagements etwa als Diversität innerhalb von Investmentstilen bezeichnen.

Mehrwert durch aktives Management

Die Möglichkeit, in ausgeprägter Weise Risikomanagement betreiben zu können, ist in diesem Zusammenhang nur durch aktives Management zu realisieren. Risikoprämienindizes, passive Risikoprämienstrategien oder auch sogenannte Smart-Beta- und alternative Indexlösungen können kein Risikomanagement auf Einzeltitelebene ermöglichen. Sie folgen in aller Regel einem strikten und leicht nachvollziehbaren Regelwerk und sind nicht dazu konstruiert, spezifischen Risikomanagementanforderungen oder Diversifikationseigenschaften zu genügen.

Aktives Management von Investmentstilrisiken im Zuge einer integrierten Lösung kann dagegen eine Vielzahl unterschiedlicher Risikodimensionen berücksichtigen und unbeabsichtigte Risiken explizit vermeiden. Zudem kann es in einer ausgefeilten Portfoliokonstruktion sicherstellen, dass alle beabsichtigten Restriktionen tatsächlich eingehalten werden. Auf diese Weise wird ein stabiler Strom von Zu-

satzerträgen generiert, der Risikoprämien von Investmentstilen in einer zuverlässigen Art und Weise vereinnahmt. Darüber hinaus können in aktiv gesteuerten Risikoprämienstrategien auch individuelle Kundenvorgaben wie etwa Tracking-Error-Ziele oder Nachhaltigkeitskriterien Berücksichtigung finden, ohne dass das Ziel des Vereinnahmens von Risikoprämien aus den Augen verloren wird oder gar aufgegeben werden muss.

Die Best-Styles-Produktfamilie von Allianz Global Investors setzt seit über 15 Jahren sehr erfolgreich auf Risikoprämien von Investmentstilen. In einem dezidierten aktiven Risikomanagementansatz wird zunächst ein diversifiziertes Investmentstilprofil für die Portfolios bestimmt, das prozyklische und antizyklische Investmentstile zu einem über die Zeit stabilen Mix miteinander verbindet. Zudem werden Nebenbedingungen für Diversität innerhalb der Stile festgelegt und unerwünschte Risikopositionen vermieden.

Im Rahmen der Einzeltitelauswahl nutzen die Best-Styles-Strategien zudem die globalen fundamentalen Research-Kapazitäten von Allianz Global Investors, indem positive Analystenempfehlungen übergewichtet werden. Insofern baut der Best-Styles-Investmentprozess nicht nur auf Risikoprämien von Investmentstilen auf. Vielmehr bindet er zusätzlich im Rahmen des durch die Investmentstile vorgegebenen Portfolioprofils auch Analystenein-

schätzungen als zusätzliche fundamentale Alphaquelle mit ein.

Im Ergebnis sind Best-Styles-Portfolios breit diversifiziert, sowohl über verschiedene Risikoprämien-Quellen als auch über eine Vielzahl zusätzlicher Risikoparameter. Die seit mehr als 15 Jahren realisierte stabile Outperformance fußt auf Risikoprämien und fundamentalen Alphaquellen, vermeidet jedoch Timing-Risiken und unerwünschte Risikopositionen. Mit moderaten Tracking Errors und einem Beta von eins entfernen sich die Best-Styles-Strategien auf der einen Seite nicht übermäßig weit von ihren Referenzindizes, generieren jedoch auf der anderen Seite erfolgreich Zusatzerträge gegenüber ihren Benchmarks.

Weitere Risikokontrollmechanismen

Die vorteilhaften Parameter der Best-Styles-Portfolios ermöglichen es Investoren zudem, auf einfache Weise weitere Risikokontrollmechanismen einzuführen. Beispielsweise lassen sich Best-Styles-Produkte mit hoher Güte hedgen und komfortabel in Asset Allocation und Asset Liability Management einbinden. Auch Overlay-Steuerungen mit Hilfe von Derivaten sind effizient umsetzbar.

Der Best-Styles-Ansatz zeigt seit mehr als 15 Jahren in allen großen Regionen der Welt, dass Risikoprämien am Aktienmarkt erfolgreich verdient werden können. So hat die globale Best-Styles-Strategie seit 1999 in 13 von 15 Jahren Outperformance gegenüber dem MSCI World Index erzielt. Auch die europäische Best-Styles-Variante hat seit 2001 in zwölf von 13 Jahren besser als ihre Benchmark abgeschnitten. Ähnlich positive Ergebnisse zeigen darüber hinaus die in den vergangenen Jahren aufgelegten regionalen Best-Styles-Strategien in den USA, den Emerging Markets und Asien. Best Styles ist somit ein risikokontrollierter aktiver Investmentansatz, um Aktienpositionen aufzubauen, die von Risikoprämien am Aktienmarkt profitieren und stabile Zusatzerträge generieren. Aus dem über viele Jahre zuverlässig realisierten expliziten Outperformance-Ziel folgt zudem ein überlegenes Performanceprofil gegenüber passiven Strategien am Aktienmarkt, insbesondere in der Nach-Kosten-Betrachtung. Dies erleichtert den Weg aus der Zinsfalle, ohne über das allgemeine Aktienmarktrisiko hinaus schwer kontrollierbare aktive Risiken einzugehen.

Abbildung 2: Stabile Outperformance durch Diversifikation nach Investmentstilen

