

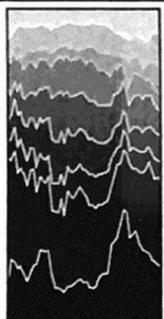
Qualitätsaktien und Low-Volatility-Aktien nicht in einen Topf werfen

Börsen-Zeitung, 23.11.2016

Nach dem Blick auf die Faktorprämien „Carry“ und „Value“ (vgl. BZ vom 5. November) stehen nun „Quality“ und „Low Volatility“ im Mittelpunkt der Betrachtung. Beide Faktoren – also Attribute, die mit einer Überrendite in Verbindung gebracht werden – scheinen mit den Prämissen des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) – mehr Ertrag nur gegen die

FAKTOR-INVESTING

- Quality
- Carry
- Value
- Momentum
- Size
- Low Risk



Serie

Inkaufnahme von mehr Risiko – unvereinbar und werden in der empirischen Kapitalmarktforschung daher als „Anomalien“ angesehen.

Neben dividendenorientierten Aktieninvestments haben beide Faktoren in den letzten Jahren sowohl viel Aufmerksamkeit im Kapitalmarktresearch als auch viel Anlagekapital auf sich ziehen können. „Qualitätsaktien“ werden häufig von tendenziell diskretionär investierenden Assetmanagern als eine gute Alternative für das Niedrigzinsumfeld gesehen, Aktien von Nestlé, Roche, Novartis werden dabei oft als Beispiele genannt. Für „Low Risk“-Investments wählen Investoren dagegen vorwiegend regelbasierte, indexreplizierende Exchange Traded Funds (ETF) als Implementierungspfad. Interessanterweise finden sich auch dort oft die bereits genannten Aktien wieder. Beuten also beide Faktoren die gleichen Risiken aus?

Qualität als Investmentstil hat eine längere Historie. Unter anderem finden sich bereits in Benjamin Gra-

hams Standardwerk „Security Analysis“ entsprechende Faktoren wie beispielsweise die „Net Current Asset Value Rule“. Im späteren Verlauf hat sich die universitäre Forschung in unterschiedlicher Ausprägung verschiedenen Qualitätsmerkmalen gewidmet, siehe unter anderem Sloan (1996), Piotroski (2002), Novy-Marx (2010) und Kozlov (2012).

Qualität „abnorm“?

Einen vorläufigen Höhepunkt markierten Fama und French im Jahr 2015, indem sie ihr bekanntes 3-Faktoren-Asset-Pricing-Modell aus dem Jahr 1993 (Markt-, Value- und Size-Risikoprämie) um die Faktoren „Profitabilität“ und „Investment“ erweiterten. Im Kern kommen diese Studien immer wieder zu dem gleichen Ergebnis: Aktien von Unternehmen mit überdurchschnittlicher Qualität erzielen „abnorm“ positive Anlageerträge – gegenüber Aktien von Unternehmen mit niedrigerer Qualität dazu noch mit weniger Risiko.

Unter den allgemeinen Annahmen der fundamental orientierten Kapitalmarkttheorie scheidet „Risikoprämie“ als Erklärung zunächst aus – eine „Anomalie“. In einer kritischen Auseinandersetzung mit dem neuen Fama/French-Modell bemängeln die Autoren Blitz et al. (2016) genau dies – die zusätzlichen Faktoren lassen sich im Gegensatz zu den ursprünglichen nicht als Risikoprämien charakterisieren.

Die im Detail verwendeten Kennzahlen für „Qualität“ differieren zwischen Kapitalmarktforschung, Finanzmarkt-Teilnehmern oder Unternehmensberatungen mitunter erheblich, lassen sie sich aber im Kern in wenigen Gruppen zusammenfassen: Profitabilität (u. a. Eigenkapitalrendite), Gewinnqualität (unter anderem Cash-flow- und Gewinnwachstum), finanzielle Stärke (unter anderem Verschuldung) und mitunter Managementqualität.

Risiko- oder Faktorprämien kompensieren im fundamentalen Sinne

für „bad states of the world“. Diese Umweltzustände sind aber weder an den Finanzmärkten noch in der Realwirtschaft für alle Beteiligten gleich. Eine konjunkturelle Rezession hat für einen Arbeiter in der Stahlindustrie wahrscheinlich andere ökonomische Konsequenzen als für einen Insolvenzverwalter.

Bezieht man neben diesen fundamentalen (risikobasierten) Aspekten auch verhaltensökonomische (behavioral) und institutionelle Gründe als mögliche Quelle für die Entstehung mit ein, erweitert sich der Erklärungsraum für „Risikoprämie“ deutlich. In diesem Sinne kommen etwa Bouchaud et al. (2016) zum Ergebnis, dass die bessere Performance von Qualitätsaktien darauf zurückzuführen ist, dass Analysten deren Potenzial systematisch unterschätzen, mithin also für Aktien min-



Ulf Füllgraf

Geschäftsführer
Alpha Centauri
Management,
Hamburg

derer Qualität zu optimistisch sind. Traditionelle Risikoprämien wie Laufzeiten-, Inflations-, Kredit- und Aktienrisikoprämie lassen sich mit „buy and hold“ ausbeuten. Bei alternativen Risikoprämien funktioniert dies jedoch nicht – sie verlangen dynamische Prozesse zur Ausbeutung. Daraus ergibt sich, dass die Erklärungsmuster, Investment- und Risikoparameter von traditionellen Prämien kaum geeignet sind, alternative Prämien sachgerecht zu beschreiben. Unter Berücksichtigung all dieser Prämissen lassen sich auch fundamental rationale Begründungen für „Qualität“ als „Risikoprämie“ finden.

Ähnliches gilt auch für „Low Volatility“ oder „Low Beta“ – also Aktien, die eine gegenüber dem Markt geringere Schwankungsbreite der Kurse aufweisen. Das Kapitalgutpreismodell (CAPM) wurde vor 50 Jahren entwickelt. Obwohl die Kritik daran bereits wenige Jahre später einsetzte, etwa durch Black/Jensen/Scholes (1972), Fama und MacBeth (1973) oder Haugen und Heins (1975) und diese Kritik danach durch viele Studien für unterschiedliche Märkte bis heute validiert wurde – die wesentlichen Punkte dieses Modells werden heute immer noch unkritisch in der Praxis verwendet.

Finanzmarktakteure, Risikomanager, Unternehmen und deren Aufsicht unterstellen immer noch vorwiegend lineare Zusammenhänge und normalverteilte Renditen und verwenden „Beta“ als eine Kennzahl, um Portfoliorisiken und Eigenkapitalunterlegungen zu berechnen oder Kapitalkosten zu kalkulieren.

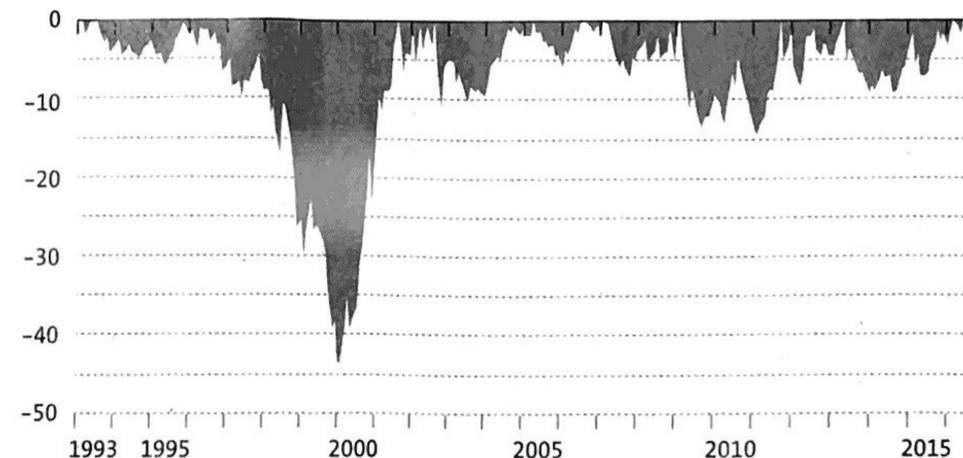
Keine Normalverteilung

Im Rahmen ihrer Arbeiten zur Finanzierungs- und Optionstheorie beschreiben Black/Scholes/Merton (1973) alle Verbindlichkeiten eines Unternehmens und damit traditionelle Asset-Klassen wie Unternehmensanleihen und Aktien als „Optionen oder Bündel von Optionen“. Vereinfacht gesagt entspricht das Fremdkapital (Anleihe) einem „Short Put“ (Verkauf einer Verkaufsoption), und das Eigenkapital (Aktie) entspricht einem „Long Call“ (Kauf einer Kaufoption), beide jeweils mit einem Basispreis auf dem Buchwert der Aktien oder einem Basispreis auf dem Wert des Fremdkapitals.

Die Optionalität ergibt sich aus den bedingten Ansprüchen der Eigenkapitalinvestoren gegen die Cashflows des Unternehmens. Für Optionen sind aber Normalverteilung, Linearität und Beta aufgrund des asymmetrischen Auszahlungsprofils nicht valide. Was hat das mit Faktorprämien im Allgemeinen und mit der

Underperformance von Low-Volatility-Aktien

gegenüber dem S&P 500, Angaben in Prozent



© Börsen-Zeitung

Quelle: Alpha Centauri

Prämie von „Low Volatility“ im Speziellen zu tun? Wie die traditionellen Prämien haben auch alternative Prämien asymmetrische, also optionsartige Auszahlungsprofile – wie bereits für „Carry“ gezeigt (vgl. BZ vom 5. November).

Im Fall der „Low Volatility“-Titel entspricht dieses Profil dem eines „Short Put“ gegenüber dem Aktienmarkt insgesamt. Beim „Short Put“ verpflichtet sich der Schreiber der Option, zu einem bestimmten Preis eine Aktie zu kaufen. Dieses Profil bringt die größte Performance in Phasen, in denen der Markt insgesamt seitwärts tendiert – genau das, was seit dem Jahr 2001 an den globalen Börsen per saldo zu beobachten ist.

Steigt der Markt stark, können diese Aktien nicht mit der Marktperformance mithalten. Verliert der Aktienmarkt recht stark, können sich auch Aktien mit tendenziell niedriger Volatilität am Ende nicht mehr abkoppeln. Der „Short Put“ kommt sozusagen ins Geld. Schaut man sich die relative Performance von „Low Volatility“-Aktien in den vergangenen 25 Jahren gegenüber dem Markt an, sieht man recht deutlich, dass auch diese Aktien mitunter Phasen von relativer Underperformance – im US-

Beispiel bis über 40% – hinnehmen müssen (vgl. Grafik). Unter diesen Prämissen und dem in der Grafik gut sichtbaren Tail-Risiko (Extremrisiko) lässt sich daraus die Einstufung als „Risikoprämie“ ableiten.

Laut Ang et al. (Downside Risk, 2005) ist ein Investment unattraktiv für Investoren, wenn es in einem positiven Marktumfeld gegenüber dem Markt weniger Ertrag liefert und in einem stark negativen Umfeld in etwa gleich viel wie der Markt verliert. Für dieses Risiko verlangen Investoren eine Prämie. Da das Auszahlungsprofil dieser Prämie in etwa dem einer Unternehmensanleihe entspricht, ließe sich die „Anomalie“ unter den hier dargelegten Bedingungen relativ rational erklären.

Die Überschussrenditen der von Alpha Centauri mitentwickelten Faktorindizes iStoxx Europe „Quality“ und „Low Risk“ sind untereinander weitestgehend unkorreliert, beuten also beide Prämien unabhängig voneinander aus.

Dieser Artikel ist Teil einer Gastbeitragsreihe der Börsen-Zeitung, in der Experten Themen rund um Faktor-Investing und Risikoprämien kommentieren.