

Kapitalanlagen

Smartes Marketing mit Smart Beta

Smart-Beta-ETFs sind auf dem Vormarsch. Während deren Performance in der Vergangenheit überdurchschnittlich war, ist es weniger wahrscheinlich, dass dies auch in Zukunft der Fall sein wird.

IN KÜRZE

Smart-Beta-ETFs sind regelbasierte Fonds, die aber billiger sind als klassische aktive Fonds. Je nach Marktlage ist ein anderer Beta-Faktor zu favorisieren.

Mit einem Marktanteil von rund 25 Prozent sind Smart-Beta-ETFs in den USA zu einem wichtigen Teil der ETF-Branche geworden. In Europa ist der Marktanteil viel geringer.

Letztlich sind Smart-Beta-ETFs regelbasierte aktive Fonds. Die zwei Hauptunterschiede zu klassischen aktiv verwalteten Fonds sind, dass erstens die Gewichtungen rein mechanisch nach fest definierten Kriterien erfolgen und zweitens diese Produkte deutlich günstiger sind als aktive Fonds.

Empirische Analyse

Wie gut Smart-Beta-Strategien tatsächlich sind, kann letztlich nur empirisch beantwortet werden. Auf historischer Basis haben die in den Smart-Beta-ETFs genutzten Faktorstrategien seit 1999 zu überdurchschnittlichen Renditen geführt (vgl. Tabelle, Seite XY).

Teilweise legten die Faktorindizes doppelt so stark zu wie der breite Markt (MSCI World). Dabei war die Volatilität im vergleichbaren Rahmen oder tiefer, sodass die risikoadjustierte Performance ebenfalls deutlich besser ausfällt als jene des Gesamtmarkts. Zu beachten gilt es dabei aber, dass die relativen Renditen sehr volatil sind und die sogenannten Tracking Error zwischen 3 und mehr als 8 Prozent liegen. Ein Tracking Error von 3 Prozent bedeutet, dass die Rendite des Smart-Beta-Indexes relativ zum Marktindex mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 Prozent zwischen -6 und +6 Prozent liegt. Für den Anleger bedeutet das, dass er erstens mit grossen Performance-Abweichungen rechnen muss und diese zweitens auch sehr lange andauern können.

Nun sagt die bisherige Analyse noch nichts darüber aus, ob es sich bei diesen Resultaten um Zufall handelt oder ob eine vertiefte statistische Analyse zeigt,

dass die historische Performance eindeutig besser ist als diejenige des Marktindex. Gerade weil die Tracking Error derart hoch sind, ist es alles andere als sicher, ob die Resultate so überlegen und nachhaltig sind. Die Analyse zeigt, dass nur die Faktoren Multi-Factor und Minimum Volatility auf historischer Basis unter Berücksichtigung der Tracking Error eindeutig (statistisch signifikant) besser waren als der Index. Die defensiven Strategien Multi-Factor und Minimum Volatility performten besser als die eher aggressiven Strategien Value und Size.

Ein Grossteil der Zusatzperformance seit 1999 ist darauf zurückzuführen, dass die Smart-Beta-Indizes relativ zum Marktindex deutlich anstiegen. Besonders ausgeprägt ist dieser Effekt bei der Minimum-Volatility-Strategie. Während 1999 das Kurs-Buchwert-Verhältnis unter demjenigen des Markts lag, ist es nun rund 30 Prozent höher als dasjenige des breiten Marktes. Der Trend der Höherbewertung wird in Zukunft nicht anhalten, sodass die Zusatzperformance mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit weniger hoch sein oder verschwinden wird.

Längerfristig keine Outperformance mehr

Über einen längeren Zeitraum ist die Performance der Smart-Beta-Strategien weniger überzeugend. Betrachtet man die Resultate der beiden bekanntesten Faktoren Value (in der Grafik HML genannt) und Size (SMB), fallen zwei Aspekte auf. Zum einen hat der Size-Faktor seit seiner Entdeckung 1981 keine längerfristige, systematische Outperformance mehr erzielt. Zwischen 1980 und 2000 schnitten grosskapitalisierte Unternehmen sogar signifikant besser ab als kleinkapitalisierte. Zum anderen war die Performance mit dem Faktor Value



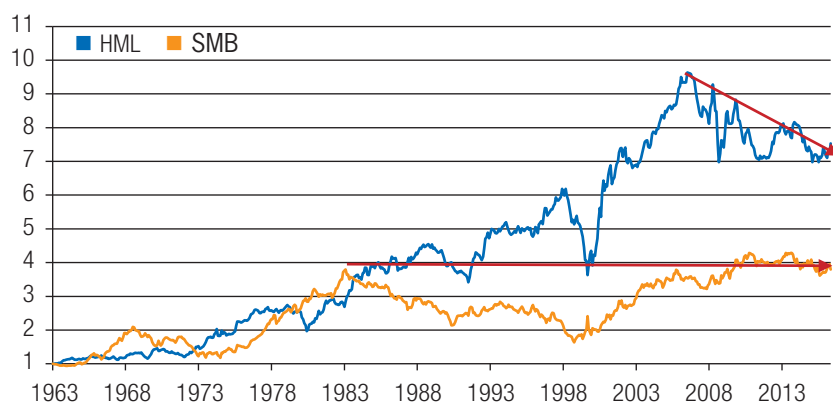
Andreas Homberger
Hinder Asset Management AG

Historische Renditen und Risiken seit 1999

Region	Rendite p.a.	Risiko p.a.	Sharpe Ratio	Tracking Error
MSCI World	4.3%	15.5%	0.28	
MSCI World Minimum Volatility	6.4%	10.9%	0.59	6.6%
MSCI World Multi Factor	9.1%	15.8%	0.58	4.2%
MSCI World Value Factor	8.7%	17.8%	0.49	6.7%
MSCI World Size Factor	7.3%	16.7%	0.44	5.3%
MSCI World Momentum Factor	7.1%	16.0%	0.44	8.1%
MSCI World Quality Factor	5.7%	14.9%	0.39	3.0%

in den letzten zehn Jahren gegenüber dem Marktindex deutlich schlechter. Der Investor muss daher bei jedem Faktor einen Grund haben, weshalb es «smart» ist, diesem Faktor eine Zusatzperformance zuzutrauen. Davon auszugehen, dass mit Smart-Beta-Produkten immer eine Zusatzperformance erzielt werden kann, ist naiv, und die Bezeichnung Smart Beta eine gefährliche Marketingbezeichnung. |

Längerfristig weniger überzeugende Performance



Charakteristika der Smart-Beta-Faktoren

Faktor	Eigenschaft	Wissenschaftliche Resultate
Small Cap (Size)	Fokus auf die Titel mit tiefer Marktkapitalisierung. Abschöpfung der Risikoprämie für die höheren Risiken kleiner Unternehmen.	<ul style="list-style-type: none"> – Entdeckt in den 80er Jahren. – Zusatzperformance verursacht durch die aller kleinsten Titel. – Prämie für Liquiditäts- und Transparenzrisiken. – Nach Entdeckung keine Outperformance mehr.
Bewertung (Value)	Fokus auf Titel mit günstiger Bewertung. Hauptkriterium ist in der Regel das Verhältnis von Kurs zu Buchwert.	<ul style="list-style-type: none"> – Entdeckt in den 90er Jahren. – Langfristig deutliche Outperformance. – Prämie für höhere Konkursrisiken? – Seit zehn Jahren schwache relative Performance.
Volatilität (Minimum Volatility)	Gewichtung der Titel, sodass die Volatilität minimiert wird. Ziel ist, das Risiko zu minimieren und dafür möglichst wenig Ertrag aufzugeben.	<ul style="list-style-type: none"> – Bisher nur wenige Studien, Modelle stammen aus den 70ern. – Popularität seit der Finanzkrise. – Ökonomische Erklärung beruht auf dem Einfluss von Restriktionen von Investoren bzgl. Leverage. Durch die Restriktionen bevorzugen Investoren Aktien mit höherem Beta.
Qualität	Fokus auf Titel mit überdurchschnittlicher Qualität. Qualität wird definiert durch hohe Eigenkapitalrendite, stabiles Gewinnwachstum und tiefen Verschuldungsgrad.	<ul style="list-style-type: none"> – Seit einer Publikation von Piotroski und durch Benjamin Graham bekannt. – In jüngster Zeit vermehrt Studien, welche die gute Performance bestätigen. – Ursache ist v.a. die gute Performance in Krisen («Flight to Quality»).
Momentum	Aktien mit guter Performance über einen kurzfristigen Zeitraum werden bevorzugt. Typischerweise basieren die Strategien auf der Performance der letzten sechs oder zwölf Monate.	<ul style="list-style-type: none"> – Seit den 90er Jahren populär und vielfach analysiert. – Evidenz zeigt statistisch signifikante Performance vor Transaktionskosten. – Strategie mit sehr vielen Transaktionen, die einen Grossteil der Performance auffressen können. – Ökonomische Erklärung ist Unterreaktion der Investoren auf gute Nachrichten.
Gleichgewichtung	Alle Titel im Index erhalten das gleiche Gewicht im Portfolio. Ziel ist es, die Diversifikation zu verbessern, indem es keine «Indexschwergewichte» gibt.	<ul style="list-style-type: none"> – Populär geworden, weil manche Marktindizes sehr konzentriert sind (zum Beispiel SMI). – Erhöhung der Diversifikation ist eindeutig.