



April 2017



Megatrend Passivierung

Smart Beta: Mit Faktorprämien zum Anlageerfolg?

Das Wichtigste im Überblick

- Passives Management bei Kapitalanlagen ist im Vormarsch. Während beim aktiven Management der Versuch unternommen wird, durch bewusste Wertpapierauswahl und Markttiming eine Überrendite zu erzielen, wird beim passiven Management nur in einen Index investiert, der den breiten Markt des jeweiligen Segments abbildet. Bei Smart Beta-Strategien handelt es sich um einen Ansatz, der Elemente des passiven und des aktiven Managements verbindet.
- Smart Beta-Strategien basieren auf dem bislang vor allem im Aktienbereich entwickelten Factor Investing. Mit diesem ist die Erkenntnis verbunden, dass Faktoren existieren, die langfristig zu systematischen Überrenditen führen. In der Wissenschaft wurden insbesondere sechs Faktoren identifiziert, die in der Smart Beta-Praxis verwendet werden: Value, Size, Momentum, Low Volatility, High Dividend Yield und Quality.
- Bei den erzielten Überrenditen handelt es sich um Risikoprämien, also um eine Entschädigung für eingegangene Risiken. Teilweise können aber auch Verhaltensanomalien (Behavioral Finance) oder strukturelle Bedingungen im Asset Management (z.B. Orientierung an Benchmark-Indizes) für die Faktorprämien ursächlich sein.
- Faktorindizes bekannter Indexanbieter, die mit Smart Beta-ETF nachgebildet werden, erzielten langfristig höhere risikoadjustierte Renditen als die zugehörige Benchmark. Die Faktorstrategien wiesen jedoch teils eine hohe Volatilität auf und durchliefen auch mehrjährige Underperformance-Phasen. Durch Kombinationen von Faktorstrategien (Multifaktorenansätze) kann das Rendite-Risiko-Profil deutlich verbessert werden.
- Der Marktanteil von Smart Beta-ETF wird weiter steigen, was auch Renditeeffekte auslösen dürfte. Langfristig könnten Crowding-Effekte die Faktorprämien zumindest teilweise mindern bzw. sogar verschwinden lassen.
- Insgesamt bewerten wir die Smart Beta-Strategien als einen sinnvollen Baustein in der Asset Allocation, um ein günstigeres Rendite-Risiko-Profil zu erzielen. Einen Multifaktorenansatz würden wir dabei jeder Einzel-Strategie vorziehen.

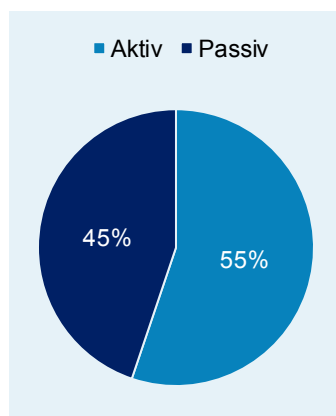
Der Trend zur „Passivierung“ im Asset Management ist ungebrochen. Während beim aktiven Management versucht wird, durch bewusste Wertpapierauswahl und Markttiming eine Überrendite zu erzielen, wird beim passiven Management nur in einen Index investiert, der den breiten Markt des jeweiligen Segments abbildet (z.B. DAX für deutsche Aktien). Auf eine aktive Auswahl und Übergewichtung einzelner Wertpapiere wird hier bewusst verzichtet. Passivierung bezeichnet den Trend weg vom aktiven und hin zum passiven Management. Bei US-Investmentfonds betrug der Anteil der Passivprodukte nach Angaben von Morningstar Ende 2016 insgesamt bereits 36%, bei Aktienfonds sogar 45%. Und der Anteil steigt weiter. 2016 wiesen passive Fonds in den USA einen Netto-Zufluss von 504,8 Mrd. Dollar auf, während aktive Fonds einen Netto-Abfluss von 340,1 Mrd. Dollar registrierten.

Hauptgründe des Passivierungstrends liegen in der mehrheitlich schwachen Performance von aktiven Investment Managern und den gleichzeitig hohen Kosten. So gelingt es einer großen Mehrheit aktiver Fondsmanager nicht, über einen längeren Zeitraum besser als der vergleichbare Gesamtmarktindex abzuschneiden. Nach Abzug von Kosten liegen aktiv gemanagte Investmentfonds häufig hinter ihrer Benchmark.

Bei den Smart Beta-Strategien handelt es sich um einen Ansatz, der Elemente des passiven und des aktiven Managements verbindet und vor allem ein verbessertes Rendite-Risiko-Verhältnis im Vergleich zu marktkapitalisierungsgewichteten Indizes zum Ziel hat. Anstelle von Smart Beta werden in der Literatur und Praxis auch andere Begriffe verwendet wie Strategic Beta, Advanced Beta, Enhanced Beta, Engineered Beta, Alternative Beta oder Fundamental Beta. Die Umsetzung von Smart Beta-Strategien, wie auch von passiven Investmentstrategien insgesamt, erfolgt immer mehr mit sogenannten Exchange Traded Funds (ETF) bzw. etwas weiter gefasst Exchange Traded Products (ETP). ETF zielen

Aktienfonds USA: Hoher Anteil passiver Fonds

Anteile aktiver und passiver Aktien-Investmentfonds in den USA gemessen an den Asset-Volumina Ende 2016



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

in der Regel darauf ab, die Renditeentwicklung eines diversifizierten Referenzportfolios (bzw. Index) möglichst genau abzubilden. Gegenüber klassischen Fonds bieten ETF eine Reihe von Vorteilen wie niedrige Kosten und die intraday-Handelbarkeit über die Börse.

Factor Investing: Ursprung der Smart Beta-Ansätze

- ▶ Smart-Beta-Ansatz basiert auf Factor Investing

Wenngleich der Begriff Smart Beta noch relativ neu ist, sind dessen Ursprünge schon älter und wurden in der Kapitalmarktforschung später unter dem Begriff Factor Investing zusammengefasst. Ausgangspunkt war das bekannte Capital Asset Pricing Model (CAPM), bei dem die aktive Rendite – also die Überrendite gegenüber dem Marktportfolio bzw. dem Aktien-Gesamtmarkt als Benchmark – in zwei Komponenten unterteilt wird. Erstens das Beta, das die Sensitivität des Portfolios gegenüber dem Gesamtmarkt ausdrückt. Ein Beta von über 1 zeigt dabei eine höhere Schwankung des Portfolios gegenüber dem Gesamtmarkt und ein Beta von unter 1 eine geringere. Die langfristig erzielte Überrendite eines Portfolios mit einem Beta von über 1 stellt dabei eine Risikoprämie dar. Die zweite Komponente bildet das Alpha, das die Überrendite beschreibt, die durch aktives Investieren, also aktive Wertpapierauswahl und Markttiming, erzielt wird.

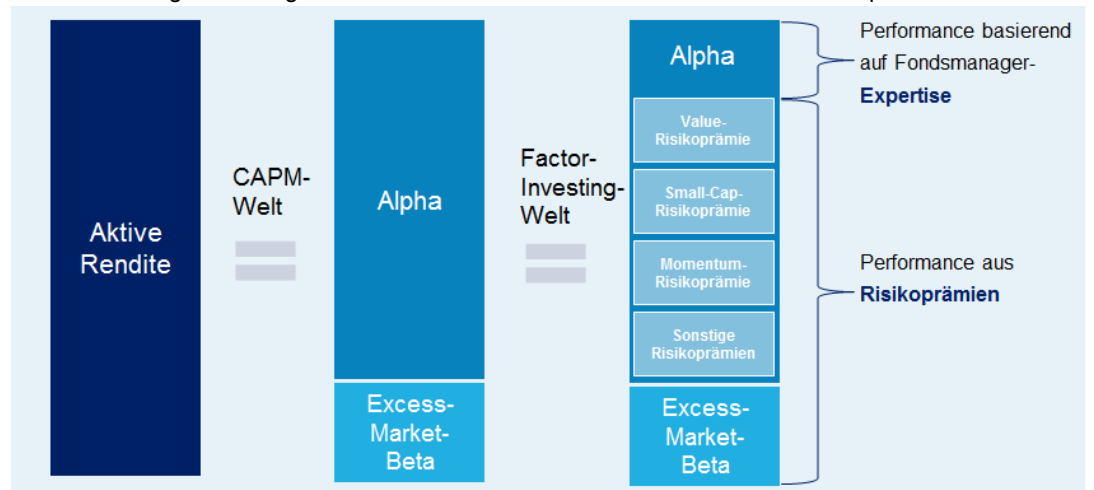
- ▶ Erweiterung des CAPM durch weitere Beta-Faktoren

Eine entscheidende Erweiterung erfuhr das CAPM durch eine richtungsweisende Arbeit der Finanzmarktforscher Fama und French (1992), die das Markt-Beta durch zwei weitere Faktoren erweiterten, mit denen Risikoprämien verbunden sind. Hierbei handelt es sich um die sogenannte Value- sowie die Small Size-Risikoprämie. Dabei wurde empirisch nachgewiesen, dass mit niedrig bewerteten Aktien (Value) sowie Aktien geringer Marktkapitalisierung (Small Cap) systematisch überdurchschnittliche Renditen erzielt werden. In anderen wissenschaftlichen Arbeiten verschiedener Autoren wurden schließlich weitere Faktoren ermittelt, die mit systematischen Überrenditen verbunden sind.

- ▶ Factor Investing-Ansatz relativiert erzielt Alpha

Eine entscheidende Folge des Factor Investing-Ansatzes ist die Erkenntnis, dass der größte Teil der erzielten Überrenditen von aktiv gemanagten Portfolios nicht auf das eigentliche Alpha zurückzuführen ist, das auf der Expertise des Fondsmanagers basiert, sondern sich aus Risikoprämien für bestimmte Faktor-Exposures speist. Diese Prämien stellen also lediglich eine Entschädigung für eingegangene systematische Risiken dar – wie durch die Investition in weniger liquide und risikoreichere Small Caps – und sind nicht auf besondere Managementfähigkeiten des Investors zurückzuführen. Dem aktiven Fondsmanager wird in der Factor Investing-Welt also viel weniger Outperformancepotenzial zugestanden als in der ursprünglichen Welt des CAPM-Modells.

Factor Investing: Erklärung eines hohen Anteils der aktiven Rendite durch Faktorprämien



Quelle: MSCI, BayernLB Research

Factor Investing als Ansatz zwischen passivem und aktivem Management

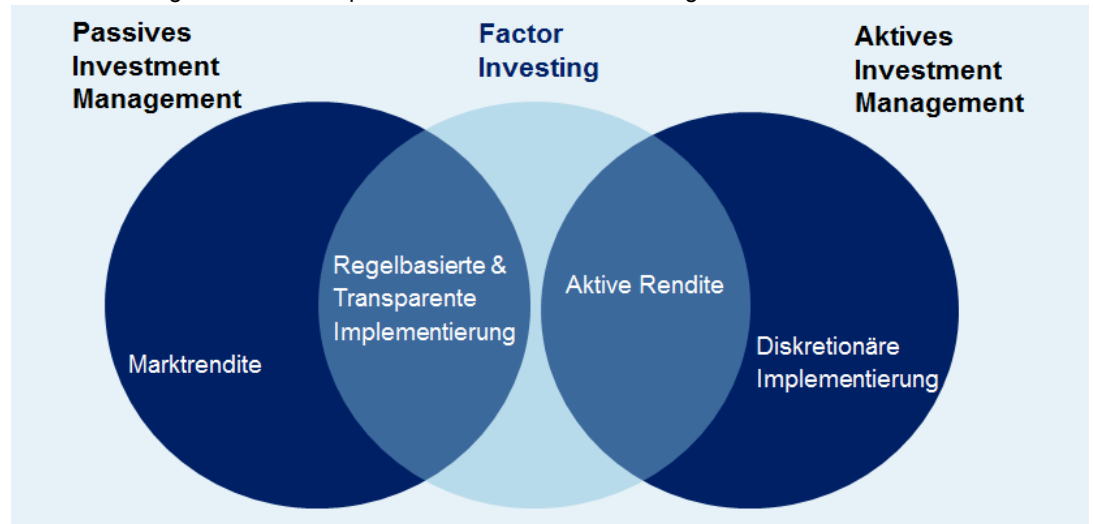
- ▶ Regelgebundene Implementierung beim Factor Investing ähnelt passivem Management

Beim Factor Investing wird das Portfolio nun bewusst in Bezug auf diejenigen Faktoren ausgerichtet, mit denen langfristige Überrenditen verbunden sind. Entsprechend wird in Aktien investiert, die bezüglich des Ziel-Faktors ein hohes Beta aufweisen (daher auch Smart Beta). Dabei verbindet das Factor Investing Elemente des aktiven und des passiven Managements. Wie beim passiven Management, das üblicherweise in der Investition in transparente und regelgebundene Aktienindizes besteht, ist auch beim Factor- bzw. Smart Beta-Investing eine transparente und regelgebundene Implementierung in Bezug auf Titelauswahl, Portfolioaufbau und regelmäßige Neugewichtung gegeben. Es kann heute direkt in öffentlich verfügbare Smart-Beta-Aktienindizes investiert werden, die nicht wie beim klassisch passiven Management meist nach der Marktkapitalisierung der Aktien gewichtet werden, sondern nach dem Exposure der einzelnen Aktien in Bezug auf einen bestimmten Faktor. Insofern können Smart Beta-Strategien als Benchmark-bezogene Versionen von Faktor-Strategien angesehen werden (z.B. mit dem MSCI World als Benchmark). Bei indexbezogenen Smart Beta-Strategien wird dabei in der Regel nur in Long-Positionen investiert, während Factor Investing-Ansätze grundsätzlich auch mit Long-Short-Positionen arbeiten können.

- ▶ Factor Investing zielt auf besseres Risiko-Return-Verhältnis ab

Eine Überschneidung zum aktiven Management besteht wiederum vor allem darin, dass auch beim Factor- bzw. Smart Beta-Investing in der Regel die Erzielung einer positiven aktiven Rendite angestrebt wird, also einer Rendite, die über derjenigen des Gesamtmarkt-Index liegt. Das erwartete Outperformancepotenzial ist gegenüber dem aktiven Management dabei tendenziell niedriger anzusetzen und längerfristig ausgerichtet. Smart-Beta-Strategien zielen aber nicht zwangsläufig auf eine höhere Rendite ab, sondern können auch eine Senkung des Risikos oder eine höhere Diversifizierung zum Ziel haben. Letztlich stehen bessere Rendite-Risiko-Eigenschaften im Fokus als dies ein klassischer, marktkapitalisierungsgewichteter Index bieten kann.

Factor Investing: Elemente des passiven und des aktiven Managements



Quelle: MSCI, BayernLB Research

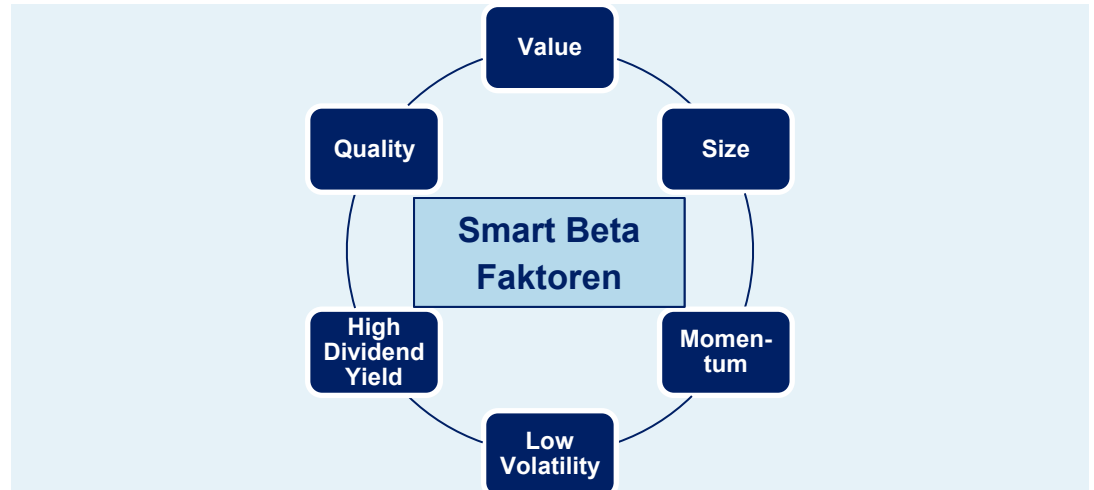
Zusammenfassung: Smart Beta-Strategien basieren auf dem sogenannten Factor Investing, mit dem die Erkenntnis verbunden ist, dass bestimmte Faktoren (Merkmale von Aktien) langfristig zu systematischen Überrenditen führen. Smart Beta-Indizes werden nach dem Exposure gegenüber einem (oder mehreren) Faktor(en) gewichtet mit dem Ziel, gegenüber marktkapitalisierungsgewichteten Indizes ein besseres Rendite-Risiko-Profil zu erreichen. Damit enthält Smart Beta-Investing Elemente des passiven und des aktiven Managements.

Verbreitete und wissenschaftlich fundierte Smart-Beta-Faktoren

- Faktoren müssen theoretisch fundiert sein

Welche Faktoren werden nun beim Factor- bzw. Smart Beta-Investing herangezogen? Im Prinzip lässt sich empirisch eine Vielzahl von Faktoren ermitteln, mit denen historisch die Erzielung von Überrenditen verbunden war. Bei der Ermittlung entsprechender Faktoren besteht allerdings das potenzielle Problem des „data mining“. So darf die Performance eines Faktors in der Vergangenheit nicht unreflektiert in die Zukunft extrapoliert werden. Besteht keine inhaltliche Fundierung des Faktors, wird sich in der Zukunft daraus keine systematisch positive aktive Rendite erzielen lassen.

Smart-Beta: Sechs wissenschaftlich fundierte Schlüssel-Faktoren



Quelle: BayernLB Research

- Sechs Schlüssel-Faktoren

Auf Basis der wissenschaftlichen Forschung (Literaturhinweise siehe Anhang) wurden vor allem sechs Faktoren identifiziert, mit denen langfristig systematische Überrenditen erzielt werden können. Dabei handelt es sich um die Faktoren Value (niedrige Bewertung), Low Size (geringe Firmengröße), Momentum, Low Volatility (niedrige Kurs-Volatilität), High Dividend Yield (hohe Dividendenrendite) und Quality (Qualität). Da die zugrundeliegende Kapitalmarktliteratur größtenteils aus dem angelsächsischen Raum stammt, werden die englischen Begriffe meist auch im Deutschen verwendet. Nachfolgend werden die sechs wissenschaftlich fundierten Schlüssel-Faktoren hinsichtlich ihrer Zielsetzung erläutert. Zudem wird dargestellt, mit welchen Kennzahlen die Faktoren i.d.R. berechnet werden.

Smart Beta Faktoren: Zielsetzung und Kennzahlen

Bekannte systematische Faktoren aus der wissenschaftlichen Forschung und deren Operationalisierung

Faktor	Zielsetzung	Gängige Kennzahlen
Value	Vereinnahmung der Überrendite von Aktien, die relativ zu ihrem fundamentalen Wert einen niedrigen Preis aufweisen	Kurs-Buchwert-Verhältnis, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis, Dividendenrendite, Kurs-Umsatz-Verhältnis
Low Size (Small Cap)	Vereinnahmung der Überrendite von Aktien kleinerer Unternehmen gegenüber größeren Unternehmen	Marktkapitalisierung (voll oder nur Streubesitz)
Momentum	Vereinnahmung der Überrendite von Aktien mit überdurchschnittlicher Kursentwicklung in der Vergangenheit	Relative Rendite (vergangene 3, 6 und 12 Monate), historisches Alpha

Low Volatility	Vereinnahmung der Überrendite von Aktien mit geringerer Volatilität, geringerem Beta und/oder individuellem Risiko	Standardabweichung (vergangene 1, 2 und 3 Jahre) Standardabweichung nach unten, Standardabweichung spezifischer Renditen, Beta
High Dividend Yield	Vereinnahmung der Überrendite von Aktien mit überdurchschnittlich hohen Dividenden	Dividendenrendite
Quality	Vereinnahmung der Überrendite von Aktien, die sich durch geringe Verschuldung, stabiles Ergebniswachstum und andere Qualitätskriterien auszeichnen	Eigenkapitalrendite, Ertragsstabilität, Stabilität des Dividendenwachstums, Bilanzstärke, Verschuldungsgrad, Bilanzierungspolitik, Managementqualität, Rückstellungen, Cashflows

Quelle: MSCI, BayernLB Research

Erklärungsansätze für systematische Überrenditen von Smart-Beta-Faktoren

- ▶ Risikoprämien als Erklärung für Faktor-Prämien...

Bei der Erklärung der systematischen Überrenditen der einzelnen Faktoren gibt es unterschiedliche Ansätze, wobei sich drei Ausrichtungen unterscheiden lassen. Im ersten Ansatz werden die positiven aktiven Renditen als Risikoprämien angesehen, also als Kompensation für das Eingehen systematischer Risiken. Hier liegt die Annahme zugrunde, dass das Faktor-Exposure eine systematische Risikoquelle für den Investor darstellt und die Kapitalmärkte informationseffizient sind. Bei informationseffizienten Kapitalmärkten und rationalen Anlegern werden diese langfristig nur bereit sein, systematische Risiken zu übernehmen, wenn sie dafür mit einer systematisch höheren Rendite kompensiert werden.

- ▶ ... sowie Behavioral Finance-Ansätze...

Der zweite Ansatz basiert auf verhaltensbezogenen Anomalien von Investoren (Bezug zur Behavioral Finance-Theorie). Mögliche Verhaltensanomalien stellen beispielsweise Selbstüberschätzung, selektive Wahrnehmung, Über- bzw. Unterreaktion auf neue Nachrichten, Verlustaversion oder die sogenannte mentale Buchführung dar. Diese Verhaltensanomalien als Ursache der Faktorprämien stellen auch eine Herausforderung für die Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte dar.

- ▶ ...und strukturelle Bedingungen im Asset Management

Der dritte Ansatz basiert auf strukturellen Bedingungen im Asset Management, die das Handeln von Investoren beeinflussen. Beispiele für strukturelle Bedingungen, die zu bestimmten Investitionsentscheidungen führen und Faktor-Effekte auslösen können, sind die Ausrichtung an marktkapitalisierungsgewichteten Benchmark-Indizes, die Orientierung an bestimmten Zeithorizonten (typischerweise eher kürzer- bis mittelfristige als sehr langfristige) sowie sonstige Anlagehindernisse wie die Beschränkung auf Long-only-Investments (Ausschluss von Short-Positionen in Anlagerichtlinien).

- ▶ Erklärungen von Faktorprämien überschneiden sich

In der wissenschaftlichen Literatur gibt es eine Vielzahl von Studien, die Begründungszusammenhänge für das Existieren der verschiedenen Faktorprämien darlegen. Die verschiedenen grundsätzlichen Erklärungsansätze (Risikoprämien versus Verhaltensanomalien bzw. strukturelle Bedingungen) schließen sich dabei nicht grundsätzlich aus, sondern existieren auch parallel. In der folgenden Tabelle ist dargestellt, welche der drei genannten Erklärungsansätze bei den einzelnen Faktoren überwiegend herangezogen bzw. in der wissenschaftlichen Literatur schwerpunktmäßig nachgewiesen wurden.

Smart Beta Faktoren: Risikoprämien und Behavioral Finance spielen Schlüsselrolle bei Erklärung von systematischen Überrenditen

Schwerpunktmäßige Erklärungsansätze für langfristige Faktorprämien

Faktor	Risikoprämie	Verhaltensanomalie	Strukturelle Bedingungen
Low Volatility		X	X
Value	X	X	
Momentum		X	
Size	X		X
High Dividend Yield	X	X	
Quality		X	

Quelle: MSCI, BlackRock, BayernLB Research

- ▶ Investoren extrapolieren Ergebnisentwicklungen, was zu Fehlbewertungen führt

Eine verhaltensorientierte Erklärung der Überrendite von Value-Aktien liegt beispielsweise darin, dass Investoren die positive Ergebnisentwicklung von Unternehmen, die sich aktuell in einer erfolgreichen Geschäftsphase befinden, häufig extrapolieren und dadurch zu optimistische Zukunftserwartungen eskomptieren. Aktien von Unternehmen, denen der Konsens hervorragende Zukunftsaussichten zugesteht, werden auch als „Glamour“-Aktien bezeichnet und stellen das Gegenstück zu Value-Aktien dar. Diese weisen aufgrund der zu optimistischen Ergebniserwartungen häufig eine Überbewertung auf. Bei Value-Aktien handelt es sich dagegen häufig um Unternehmen, die temporär eine schwierige Geschäftsphase durchlaufen, dementsprechend eher unbeliebt und günstig bewertet sind (Lakonishok, Shleifer, Vishny, 1994).

- ▶ Value- und Small Cap-Aktien überdurchschnittlich risikoreich

Die Überrendite von Value-Aktien könnte aber auch eine Prämie für höhere eingegangene Risiken darstellen. So zeichnen sich Value-Unternehmen häufig durch einen höheren Verschuldungsgrad aus, verhalten sich zyklischer und weisen eine volatilere Gewinnentwicklung auf (Chen, Zhang, 1998). Eine entsprechende Erklärung der Überrendite durch Risikoprämien existiert auch beim Size-Faktor (Fama, French, 1992/1993; Winkelmann u.a., 2013). Kleinere Unternehmen (Small Caps) weisen häufig eine volatilere Ergebnisentwicklung als große Unternehmen auf und zeichnen sich durch höhere Geschäfts- sowie Insolvenzrisiken aus (Vassalou, Xing, 2004). Außerdem weisen Small Caps eine geringere Liquidität auf, was eine Liquiditätsprämie plausibel erscheinen lässt (Amihud, 2002).

- ▶ Präferenz für High Volatility-Aktien durch Overconfidence

Die systematische Überrendite von Low Volatility-Aktien wird unter anderem mit dem sogenannten Lotterie-Effekt begründet, der einen verhaltensorientierten Erklärungsansatz darstellt (Barberis, Huang, 2008). Der Kauf einer sehr volatilen Aktie ähnelt demnach dem Kauf eines Lotterie-Tickets. Den Anleger reizt die Möglichkeit, mit der Investition eine besonders hohe Rendite zu erzielen, wenngleich die Wahrscheinlichkeit hierfür begrenzt ist. Die daraus folgende Präferenz für stark schwankende Aktien führt zu Überbewertungen bei High Volatility-Aktien und zu Unterbewertungen von Low Volatility-Aktien. In der Folge weisen Low Volatility-Aktien überdurchschnittliche Renditen auf. Eine Präferenz für High Volatility-Aktien aufgrund der Hoffnung auf überdurchschnittliche Renditen kann sich auch dadurch ergeben, dass sich Investoren in ihren Fähigkeiten, die Zukunft der Unternehmen vorherzusagen, überschätzen (Overconfidence). Auch dies kann zu einer relativen Unterbewertung von Low Volatility Aktien führen.

- ▶ Benchmark-Orientierung beschränkt Nachfrage nach Low Volatility-Aktien

Neben verhaltensorientierten Erklärungsansätzen wird die Überrendite von Low Volatility-Aktien auch durch strukturelle Faktoren begründet. So kann die Messung an Benchmark-Indizes bei institutionellen Investoren dazu führen, dass die Gewichtung von Low Volatility-

Aktien, die sich häufig durch niedrige Betas auszeichnen, aufgrund des damit verbundenen Tracking Errors begrenzt bleibt (Baker, Bradley, Wurgler, 2011).

- ▶ Vorwiegend verhaltenorientierte Erklärungen des Momentum-Faktors

Die durch den Momentum-Faktor zu erzielende Überrendite wird unter anderem damit begründet, dass professionelle Investoren Ansehensrisiken meiden (Dasgupta, Prat, Verardo, 2011). Fondsmanager setzen lieber auf allgemein beliebte Aktien, die sich gut entwickeln, als auf zurückgebliebene und unbeliebte „Außenseiter“-Aktien, bei denen eine Fehlinvestition einen größeren Ansehensverlust beinhaltet. Dadurch entstehen Herdeneffekte, die Aktien mit positivem Kursmomentum temporär begünstigen. Daneben spielen verschiedene Verhaltensanomalien wie Über-/Unterreaktion und Selbstüberschätzung bei der Erklärung der Momentum-Faktorprämie eine Rolle (Barberis, Shleifer, Vishny, 1998; Hong, Lim, Stein, 2000).

- ▶ Ursprünge der Faktorprämien relevant für Nachhaltigkeit

Insgesamt lässt sich festhalten, dass für die Faktorprämien jeweils verschiedene Erklärungsansätze angeführt werden und letztlich kein Konsens über die Ursachen besteht. Allerdings sind die wirklichen Ursprünge der Faktorprämien für die Frage der Nachhaltigkeit der Überrenditen von hoher Relevanz, worauf wir später noch eingehen.

Zusammenfassung: Basierend auf der Finanzmarktforschung wurden insbesondere sechs Faktoren identifiziert, mit denen langfristig systematische Überrenditen (Faktorprämien) erzielt werden: Value, Size, Momentum, Low Volatility, High Dividend Yield und Quality. Für die Erklärung der Faktorprämien existieren unterschiedliche Ansätze. Eine entscheidende Rolle spielen die Kompensation für systematische Risiken (Risikoprämien) und verhaltensbedingte Erklärungen (Behavioral Finance).

Rendite-Risiko-Eigenschaften der Smart-Beta-Faktorindizes

- ▶ Smart Beta-Indizes ermöglichen leichte Umsetzung von Faktorstrategien

Die Umsetzung von Smart Beta-Strategien kann von institutionellen Investoren durch eigenständige Konstruktion und fortlaufende Anpassung von Portfolios erfolgen, die jeweils anhand definierter Kriterien Exposure gegenüber einzelnen Faktoren aufweisen (auf Basis der in der Tabelle auf den Seiten 5-6 genannten Kennzahlen). Von großen Indexanbietern wie MSCI, FTSE Russell oder S&P/Dow Jones werden aber wie schon erwähnt auch öffentlich verfügbare Smart Beta- bzw. Faktorindizes berechnet, die entsprechendes Faktorexposure aufweisen. Dabei konzentrieren sich die Indexanbieter überwiegend auf die oben genannten sechs Faktoren bzw. Kombinationen aus diesen. Auf diese Faktorindizes werden wiederum von Banken bzw. Investmentgesellschaften ETFs aufgelegt, die es sowohl institutionellen als auch privaten Anlegern in einfacher Weise ermöglichen, in Smart Beta-Strategien zu investieren.

- ▶ High Exposure-Indizes vs. High Capacity-Indizes

Die Konstruktion von Faktorindizes stellt die Indexanbieter dabei vor einige Herausforderungen. So sollen die Indizes einerseits ein möglichst hohes Faktorexposure abbilden, andererseits soll aber auch die Investierbarkeit für größere Volumina ohne Preisverwerfungen gegeben sein. Zwischen beiden Anforderungen besteht ein gewisser Trade-off, dem die Indexanbieter gerecht werden müssen. Vor diesem Hintergrund wird zwischen sogenannten High Exposure-Indizes und High Capacity-Indizes unterschieden. Während bei High Exposure-Indizes eine Maximierung der Gewichtung im entsprechenden Ziel-Faktor unter Wahrung bestimmter Vorgaben bezüglich der Investierbarkeit angestrebt wird, wird bei High Capacity-Indizes ein geringeres Faktor-Exposure in Kauf genommen, um auch großvolumige Investments zu ermöglichen. Bei High Capacity-Indizes steht also eine möglichst hohe Investierbarkeit im Vordergrund.

- ▶ Betrachtung von MSCI World Faktorindizes

Bei den nachfolgenden Betrachtungen der quantitativen Eigenschaften von Smart Beta-Indizes stützen wir uns auf die Indexfamilie von MSCI. Diese werden in der folgenden Tabelle beschrieben. Dabei betrachten wir diejenigen MSCI Faktorindizes, die sich auf den

MSCI World als Ursprungsindex beziehen, dem wohl bekanntesten globalen Aktienindex. Dieser enthält die Aktienmärkte der fortgeschrittenen Staaten und wird stark von US-Aktien dominiert, die ein Gewicht von annähernd 60% an der Marktkapitalisierung aufweisen, gefolgt von Japan mit knapp 9% und dem Vereinigten Königreich mit rund 6%.

Smart Beta Indexfamilie von MSCI

Faktor	MSCI Indizes
Value	MSCI Value Weighted Indizes: Erfasst Value-Faktor durch Gewichtung nach vier Fundamentalvariablen (Umsatz, Gewinne, Cashflow, Buchwert; jeweils in Relation zum Kurs bzw. Unternehmenswert)
Low Size (Small Cap)	MSCI Equal Weighted Indizes: Erfasst Low Size-Faktor durch Gleichgewichtung aller Aktien eines gegebenen – i.d.R. marktkapitalisierungsgewichteten – Ursprungsindex
Momentum	MSCI Momentum Indizes: Erfasst Momentum-Faktor durch Gewichtung auf Basis der 6- und 12-Monats-Kursentwicklung skaliert nach der Volatilität
Low Volatility	MSCI Minimum Volatility Indizes: Spiegelt empirisches Portfolio mit der geringsten prognostizierten Volatilität auf Basis einer Minimum-Varianz-Optimierung MSCI Risk Weighted Indizes: Erfasst Low Volatility-Aktien durch Gewichtung nach der inversen historischen Varianz
High Dividend Yield	MSCI High Dividend Yield Indizes: Erfasst High Dividend Aktien mit Screenings in Bezug auf Qualitätskriterien und potenzielle Dividendenfallen
Quality	MSCI Quality Indizes: Erfasst High Quality-Aktien durch Gewichtung auf Basis der Kennzahlen Verschuldung zu Eigenkapital, Eigenkapitalrendite und Gewinnstabilität

Quelle: MSCI, BayernLB Research

► Differenzierte Risikostruktur der Smart Beta Indizes

Nachfolgend analysieren wir die Rendite-Risiko-Eigenschaften der MSCI World-Faktorindizes und gehen dabei der Frage nach, ob mit ihnen tatsächlich bessere risikoadjustierte Renditen als mit dem MSCI World als Referenzindex zu erzielen sind. Zunächst haben wir einen langen Zeithorizont von 40 Jahren herangezogen, für den uns die Daten für fünf MSCI World Faktorindizes vorliegen (bezogen auf die Faktoren Value, Size, Momentum, Low Volatility und Quality). Alle genannten Faktorindizes weisen dabei für den 40-Jahres-Zeitraum eine höhere durchschnittliche Rendite auf als der MSCI World (siehe nachfolgende Grafik).

Smart Beta Faktorindizes: Günstige Rendite-Risiko-Struktur im Vergleich zum Gesamtmarkt
 Rendite-Risiko-Diagramm der Total Return Indizes für die letzten 40 Jahre (01/1977-12/2016), Rendite in Prozent p.a., Risiko als Standardabweichung der Monatsrenditen in Prozent p.a.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

- Unterschiedliche Risiko-Profile der Faktorstrategien

Die Faktorindizes unterscheiden sich dabei allerdings stark hinsichtlich des Risikos (gemessen an der Kurs-Volatilität). Das geringste Risiko weist – wenig überraschend – der MSCI World Risk Weighted-Index auf, der die Low Volatility-Faktorprämie vereinnahmen will. Dieser Index erzielte das insgesamt beste Rendite-Risiko-Verhältnis. Das höchste Risiko zeigt der MSCI World Momentum-Index, der allerdings mit +13,4% p.a. gleichzeitig auch die höchste durchschnittliche Rendite erzielte (MSCI World: +10,3% p.a.).

Smart Beta Faktoren: Rendite-Risiko-Struktur der Faktorindizes in verschiedenen Zeitphasen
 Rendite-Risiko-Kennzahlen des MSCI World und der darauf basierenden Faktorindizes (Total Return Indizes; Stand 31.12.2016), Rendite in Prozent p.a., Risiko als Standardabweichung der Monatsrenditen in Prozent p.a.

Index	letzte 5 Jahre		letzte 15 Jahre		letzte 25 Jahre		letzte 40 Jahre	
	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko
MSCI World	11,0	11,3	6,4	15,7	7,5	14,5	10,3	15,0
MSCI World Value	10,9	12,5	6,7	17,1	8,5	15,3	11,4	15,2
MSCI World Minimum Volatility	10,8	8,8	8,1	11,3	8,7	10,7	k.A.	k.A.
MSCI World High Div. Yield	9,1	10,9	7,2	16,0	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
MSCI World Quality	11,6	10,7	7,5	13,6	9,9	13,5	11,7	14,7
MSCI World Momentum	11,9	10,3	8,7	14,9	10,2	15,4	13,4	16,7
MSCI World Risk Weighted	10,4	10,5	9,7	14,3	9,2	13,2	12,7	13,9
MSCI World Equal Weighted	10,6	12,0	8,8	17,0	8,3	15,8	12,1	16,0
MSCI World Divers. Multi-Factor	12,5	10,9	10,4	15,5	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

- Smart Beta-Indizes langfristig mit höherem Sharpe Ratio

Um die Strategien direkt miteinander sowie mit dem Referenzindex MSCI World vergleichen zu können, haben wir als risikoadjustiertes Performancemaß zusätzlich die Sharpe-Ratios¹ der Indizes berechnet. Dabei zeigt sich, dass im 40-Jahres-Zeitraum alle fünf Faktorindizes gegenüber dem MSCI World ein höheres Sharpe-Ratio und dementsprechend ein günstigeres Rendite-Risiko-Verhältnis aufweisen (siehe folgende Tabelle).

¹ Sharpe Ratio = (Portfoliorendite – risikoloser Zins) / Volatilität der Portfoliorendite

Smart Beta Faktoren: Sharpe Ratios der Faktorindizes bei längeren Zeithorizonten überlegen
 Sharpe Ratios des MSCI World und der darauf basierenden Faktorindizes (Total Return Indizes; Stand 31.12.2016)

Index	letzte 5 Jahre	letzte 15 Jahre	letzte 25 Jahre	letzte 40 Jahre
(auf Dollar-Basis)	Sharpe-Ratio	Sharpe-Ratio	Sharpe-Ratio	Sharpe-Ratio
MSCI World	0,80	0,21	0,23	0,29
MSCI World Value	0,71	0,21	0,28	0,36
MSCI World Minimum Volatility	1,00	0,45	0,42	k.A.
MSCI World High Div. Yield	0,66	0,26	k.A.	k.A.
MSCI World Quality	0,91	0,32	0,42	0,39
MSCI World Momentum	0,96	0,38	0,39	0,45
MSCI World Risk Weighted	0,81	0,46	0,38	0,48
MSCI World Equal Weighted	0,72	0,33	0,26	0,38
MSCI World Divers. Multi-Factor	0,97	0,47	k.A.	k.A.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research; als zugrunde liegender risikoloser Zins wurde die durchschnittliche Rendite 10-jähriger Staatsanleihen im Betrachtungszeitraum der im MSCI World vertretenen Staaten gewichtet nach deren Anteil im MSCI World verwendet; farbliche Skalierung der Sharpe Ratios pro Spalte der Höhe nach von grün (hoch) bis rot (niedrig)

- ▶ Faktorindizes in kürzeren Zeiträumen nicht durchgängig überlegen

Wir haben die Rendite-Risiko-Kennzahlen und die Sharpe Ratios der verschiedenen Faktorindizes, des zugrundeliegenden Benchmarkindex MSCI World sowie eines Multifaktorindex, der verschiedene Strategien kombiniert (MSCI World Diversified Multi-Factor), neben dem 40-Jahres-Zeitraum auch für kürzere Zeithorizonte berechnet. Dabei zeigt sich, dass die einzelnen Faktorindizes auch auf Sicht der letzten 25 sowie der letzten 15 Jahre überlegen waren, das heißt eine risikoadjustierte Überrendite generierten. Beschränkt man die Analyse auf die letzten fünf Jahre, zeigt sich allerdings kein eindeutiges Bild mehr. So weisen in diesem Zeitraum einige Faktorindizes ein höheres Sharpe Ratio auf als der MSCI World, während andere Faktorindizes schlechter abschnitten. Der kombinierte Multifaktorindex zeigt dagegen in allen betrachteten Zeiträumen ein besseres Rendite-Risiko-Verhältnis als der MSCI World.

Stabilität von Faktorprämien

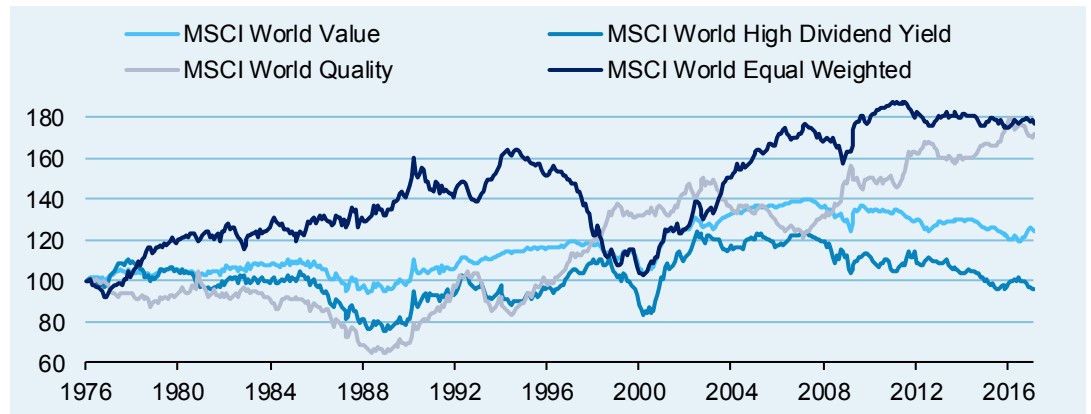
- ▶ Langfristige Überrenditen, aber unter hoher Volatilität
- ▶ Trotz langfristiger Überrendite auch Phasen kräftiger Underperformance

Die von MSCI berechneten Smart Beta-Strategien erbrachten bezogen auf den MSCI World langfristig zwar risikoadjustierte Überrenditen, zeigten dabei aber ein zum Teil sehr volatiles bzw. zyklisches Kursverhalten und entwickelten sich dementsprechend in einzelnen Phasen schlechter als der Gesamtmarkt. Im Folgenden betrachten wir das zyklische Kursverhalten der Faktorindizes anhand einzelner Beispiele etwas detaillierter.

Eine längerfristige Analyse der relativen Kursentwicklung der MSCI-Faktorindizes Value, High Dividend Yield, Quality und Equal Weighted zeigt, dass alle Faktorstrategien mehrjährige Underperformance-Phasen aufwiesen, die zum Teil auch kräftig ausfielen (siehe nachfolgende Grafik). Der MSCI Equal Weighted-Index beispielsweise generierte im gesamten 40-Jahres-Zeitraum von 1976 bis 2016 eine klare Outperformance gegenüber dem MSCI World, entwickelte sich von etwa Mitte 1994 bis Mitte 2000 jedoch deutlich schlechter als der Gesamtmarkt und zehrte in diesen sechs Jahren die in den rund 17 Vorjahren erzielte Outperformance fast vollständig auf. Dem folgte dann allerdings wieder eine mehrjährige klare Outperformance-Phase.

Smart Beta-Faktoren: Erfolg unterliegt hoher Volatilität

Relative Performance von MSCI World Faktorindizes zum MSCI World (Total Return Indizes), 1.1.1976 = 100, Monatswerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

- ▶ Auch langjährige Underperformance-Phasen zu beobachten

Auch der MSCI Quality Index, der seit 1976 betrachtet eine vergleichbare Überrendite gegenüber dem MSCI World erzielt wie der MSCI Equal Weighted-Index, wies mehrjährige Underperformance-Phasen auf. Diese lagen jedoch in gänzlich anderen Zeiträumen, nämlich insbesondere von 1981 bis 1988, von 1993 bis Mitte 1994 sowie von 2003 bis 2006. Von 1976 an betrachtet brauchte dieser Index rund 20 Jahre, um den Gesamtmarkt zu überflügeln.

- ▶ Korrelation der relativen Performance der Faktorindizes schwankt im Zeitablauf

Die Betrachtung der relativen Kursentwicklung der Faktorindizes zeigt, dass die Phasen der Out- und Underperformance der einzelnen Faktorindizes erstens nicht deckungsgleich sind und zweitens die Korrelation der relativen Performance im Zeitablauf großen Schwankungen unterworfen ist. Beispielsweise zeigten der MSCI World Quality und der MSCI World High Dividend Yield in den 1980er und frühen 1990er Jahren eine weitgehend parallele Entwicklung der relativen Performance, seit Ende der 1990er Jahre entwickeln sich die beiden Indizes dagegen sehr unterschiedlich.

Smart Beta: Abhängigkeit der Faktorperformance vom Konjunkturzyklus

Tendenzielle Entwicklung der Faktorindizes bei unterschiedlichem makroökonomischem Umfeld

Outperformance eher bei gutem bzw. sich verbesserndem makroökonomischen Umfeld (prozyklische Faktoren)	Outperformance eher bei schlechtem bzw. sich eintrübendem makroökonomischen Umfeld (defensive Faktoren)
Size	Minimum Volatility
Value	Quality
Momentum	High Dividend Yield

Quelle: BlackRock, BayernLB Research

- ▶ Prozyklische und defensive Faktoren

Trotz der nicht stabilen Korrelationen lassen sich trendmäßige Aussagen über die Performance der Faktorindizes im Konjunkturzyklus treffen. So handelt es sich bei Size, Value und Momentum tendenziell um prozyklische Faktoren, die sich bei guter bzw. verbessernder Konjunktur überdurchschnittlich entwickeln, während Minimum Volatility, Quality und High Dividend Yield eher defensive Faktoren sind, die tendenziell bei schlechtem bzw. sich eintrübendem konjunkturellen Umfeld im Vorteil sind.

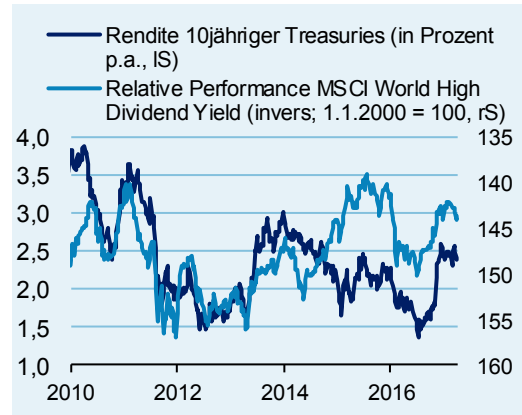
- ▶ Faktorstrategien können zu unerwünschten Exposures gegenüber Fundamentalfaktoren...

Einzelne Faktorstrategien können also zu einem spezifischen Exposure gegenüber der Konjunkturentwicklung führen, dessen sich ein Investor bewusst sein sollte. Daneben kann auch ein besonderes Exposure gegenüber anderen Fundamentalfaktoren gegeben sein, was ebenfalls potenzielle Risiken beinhaltet. So sind beispielsweise Aktien mit hohen Dividendenrenditen oftmals besonders zinssensitiv. Ein dementsprechendes Verhalten zeigt

auch der MSCI World High Dividend Yield-Index, dessen relative Performance stark von der Zinsentwicklung beeinflusst wird. Vor dem Hintergrund des Zinsanstiegs in den USA ab Mitte 2016 hat der MSCI World High Dividend Yield seit diesem Zeitpunkt spürbar schlechter abgeschnitten als der MSCI World, nachdem er zuvor viele Jahre vom globalen Zinsrückgang profitiert hatte. Gleiches gilt auch für den MSCI Minimum Volatility-Index, dessen Zinssensitivität noch ausgeprägter erscheint.

Kapitalmarktzinsen: Hoher Einfluss auf MSCI World High Dividend Yield...

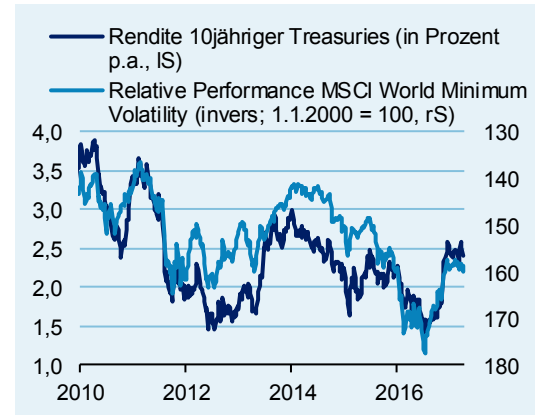
Rendite zehnjähriger Treasuries und relative Performance des MSCI World High Dividend Yield Index zum MSCI World, Wochenwerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

...und auf MSCI World Minimum Volatility:

Rendite zehnjähriger Treasuries und relative Performance des MSCI World Minimum Volatility-Index zum MSCI World, Wochenwerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

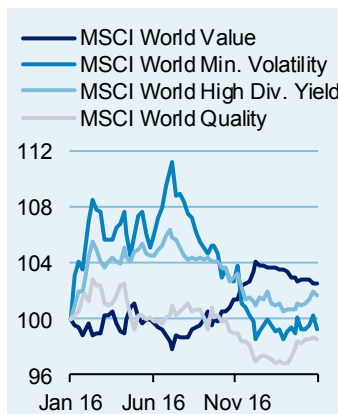
► ...und Sektoren führen

Investoren sollten auch beachten, dass einzelne Faktorstrategien zu unerwünschten Sektorgewichtungen und entsprechenden branchenspezifischen Exposures führen können. Bei den Sektorgewichten der Faktorindizes kann es im Zeitablauf auch zu spürbaren Verschiebungen kommen, die in der Anlagestrategie berücksichtigt werden sollten.

► Zinsentwicklung beeinflusst Faktorperformance

Im Zeitraum ab Mitte 2016, der neben dem Zinsanstieg auch durch eine Aufhellung des globalen Konjunkturausblicks gekennzeichnet war, haben auf Ebene des MSCI World nicht nur die High Dividend Yield-Strategie unterdurchschnittlich abgeschnitten, sondern auch die Strategien Minimum Volatility, Quality und Momentum. Die drei letztgenannten Strategien hatten allerdings in den Vorjahren – unter hohen Schwankungen – eine starke Outperformance realisiert. Auf der anderen Seite entwickelten sich ab Mitte 2016 die Strategien Value und Size (Equal Weighted-Index) besser als der Gesamtmarkt. Die Value-Strategie hatte in den Vorjahren eine enttäuschende Kursentwicklung gezeigt und eine Underperformance aufgewiesen. Der MSCI World Equal Weighted-Index hatte sich zumindest ab 2011 ebenfalls schlechter als der MSCI World entwickelt.

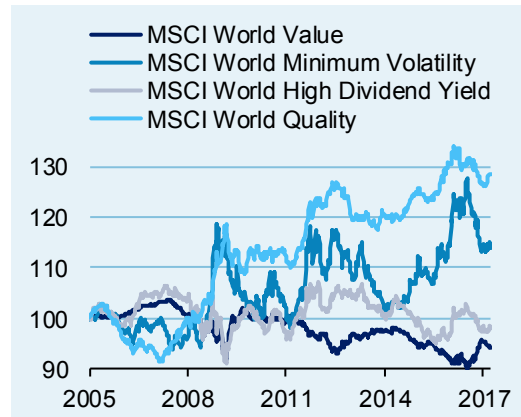
Smart Beta: Kurskorrektur bei Minimum Volatility-Strategie
Relative Performance von MSCI World Faktorindizes zum MSCI World, Wochenwerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

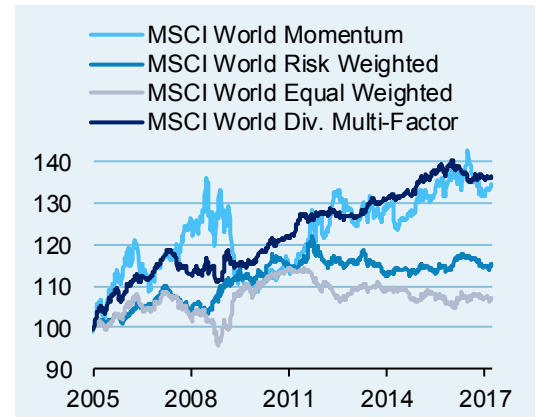
Für Investoren stellt sich die Frage, wie mit dem Problem der hohen Volatilität und Zyklizität der einzelnen Faktorindizes am besten umzugehen ist. Dieses beinhaltet letztlich das Risiko, dass die anvisierten Faktorprämien (Überrenditen) im Anlagezeitraum nicht realisiert werden können oder unter Umständen sogar eine Underperformance hingenommen werden muss.

Smart Beta: High Dividend Yield, Minimum Volatility und Quality zuletzt mit Underperformance
Relative Performance von MSCI World Faktorindizes zum MSCI World (Total Return Indizes), Wochenwerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

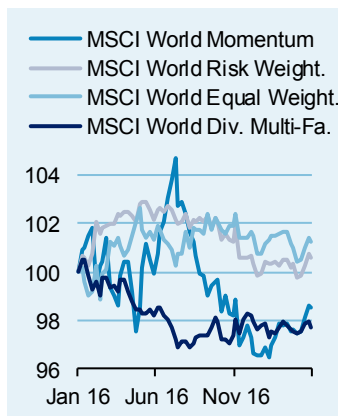
Smart Beta: Momentum-Strategie mit längerfristiger Outperformance, kurzfristig aber schwächer
Relative Performance von MSCI World Faktorindizes zum MSCI World (Total Return Indizes), Wochenwerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

Smart Beta: Momentum mit hoher Volatilität

Relative Performance von MSCI World Faktorindizes zum MSCI World, Wochenwerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

Grundsätzlich bieten sich drei Lösungsansätze für den Umgang mit der Zyklizität bzw. Volatilität der einzelnen Faktorstrategien an. Der erste Ansatz besteht darin, eine möglichst lange Halteperiode zu wählen und kurzfristige Schwankungen zu ignorieren. Dem liegt die Erwartung zugrunde, dass die Faktorstrategien kurzfristig zwar underperformen können, langfristig aber eine Überrendite generieren. Das Problem dieses Ansatzes ist, dass die Underperformance-Phasen von Einzelfaktoren mehrere Jahre andauern und auch größere Ausmaße annehmen können. Insofern kann insbesondere bei einem falschen Einstiegszeitpunkt auch eine längere Halteperiode keine Überrendite garantieren.

Der zweite Ansatz liegt in einem aktiven Timing der Faktorinvestments. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Zyklizität der Faktorstrategien und dem spezifischen Exposure gegenüber anderen Variablen (z.B. Zinsen) kann beispielsweise versucht werden, je nach Lage im Konjunkturzyklus in diejenigen Strategien zu investieren, die aufgrund historischer Erfahrung eine Outperformance versprechen. Das Problem dieses Ansatzes ist das gleiche wie bei jedem anderen Versuch von aktivem Markttiming. So ist es sehr schwierig, die Trends und Wendepunkte der Konjunktur, der Zinsen und der sonstigen Einflussvariablen immer korrekt zu prognostizieren. Bei dieser Herangehensweise handelt es sich letztlich um aktives Investment Management, das der Generierung von Alpha dient. Den Smart Beta-Ansätzen liegt aber eigentlich der Gedanke zugrunde, (Faktor-)Betas zu vereinnahmen. Das Timing von Faktorstrategien eignet sich daher nur für solche Investoren, die sich den Anforderungen und Risiken des Alpha-Investing bewusst sind.

- Multifaktorstrategie zur Volatilitätsreduktion

Der dritte Ansatz zur Lösung der Volatilitätsproblematik der einzelnen Faktorstrategien liegt schließlich darin, diese zu kombinieren und damit Diversifikationseffekte zu erzielen. Ziel ist die Vereinnahmung der langfristigen Faktorprämien bei deutlich verringerter Volatilität, ohne aktive Timing-Entscheidungen treffen zu müssen. Auch die Indexanbieter haben diesen Gedanken umgesetzt und Multifaktorindizes entwickelt. Im folgenden Abschnitt betrachten wir die Multifaktorsansätze näher.

Zusammenfassung: Langfristig erzielten alle MSCI World Smart Beta-Faktorindizes ein besseres Rendite-Risiko-Verhältnis als der marktkapitalisierungsgewichtete Referenzindex MSCI World. Die Faktorstrategien weisen jedoch eine hohe Volatilität auf und durchliefen auch mehrjährige Underperformance-Phasen. Dabei können eher zyklische und eher defensive Faktoren unterschieden werden. Die hohe Volatilität der Faktorprämien kann (1) durch eine sehr lange Halteperiode, (2) durch aktives Faktor-Timing und (3) durch Diversifikation über verschiedene Faktorstrategien adressiert werden.

Multifaktorenansätze zur Rendite-Risiko-Optimierung

- Effizienteres Risiko-Return-Verhältnis durch Diversifikation

Wie bei der Anlage in Einzelaktien, Branchenindizes oder ganzen Asset-Klassen bietet es sich auch bei der Investition in Faktorstrategien an, durch Diversifikation ein effizienteres Rendite-Risiko-Verhältnis zu erzielen. Je geringer die Korrelation zwischen den einzelnen Faktorstrategien ist, desto größer ist der Effizienzgewinn in Bezug auf die Rendite-Risiko-Eigenschaften, die mit der Diversifikation erzielt werden können. Zwar wirken auf alle Faktorstrategien bestimmte Einflussvariablen ein, die den gesamten Aktienmarkttrend bestimmen, was die Korrelation zwischen den absoluten Renditen der Faktorindizes relativ hoch hält und das Diversifikationspotenzial begrenzt.

- Diversifikationspotenzial zwischen Faktorstrategien unterschiedlich

An den oben dargestellten Entwicklungen der relativen Kursentwicklung der Faktorindizes wird allerdings deutlich, dass auch kein Gleichlauf gegeben ist. Das Diversifikationspotenzial zwischen den Faktorstrategien ist dabei wie zu erwarten unterschiedlich. Um sinnvolle Kombinationen abzuschätzen, haben wir die Korrelationen der aktiven Renditen der MSCI World Faktorindizes in den letzten 15 Jahren berechnet (siehe nachfolgende Tabelle).

Smart Beta Faktoren: Diversifikationspotenzial zwischen Faktoren unterschiedlich
 Korrelation der aktiven Renditen (relative Renditen gegenüber dem MSCI World) in den letzten 15 Jahren (01/2002-12/2016)

	MSCI World Value	MSCI World Minim. Volatility	MSCI World High Dividend Yield	MSCI World Quality	MSCI World Momentum	MSCI World Risk Weighted	MSCI World Equal Weighted
MSCI World Value	1,00	-0,45	0,28	-0,72	-0,51	0,12	0,57
MSCI World Minim. Volatility	-0,45	1,00	0,43	0,51	0,40	0,64	-0,15
MSCI World High Dividend Yield	0,28	0,43	1,00	0,00	-0,05	0,43	0,06
MSCI World Quality	-0,72	0,51	0,00	1,00	0,40	0,01	-0,56
MSCI World Momentum	-0,51	0,40	-0,05	0,40	1,00	0,31	-0,07
MSCI World Risk Weighted	0,12	0,64	0,43	0,01	0,31	1,00	0,57
MSCI World Equal Weighted	0,57	-0,15	0,06	-0,56	-0,07	0,57	1,00

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

- Korrelationen zwischen Faktorindizes im Zeitablauf nicht immer stabil

Die Korrelationsdaten der aktiven Renditen signalisieren vergleichsweise gutes Diversifikationspotenzial der Strategiekombinationen Value und Minimum Volatility, Value und Quality, Value und Momentum, Quality und Low Size (Equal Weighted) sowie in weniger starkem Ausmaß auch Minimum Volatility und Low Size, High Dividend Yield und Momentum sowie Momentum und Low Size. Erwartungsgemäß ist das Diversifikationspotenzial häufig dann am größten, wenn prozyklische Strategien mit defensiven Strategien kombiniert werden. Ein Problem bei der Diversifikation von Faktorstrategien besteht allerdings darin, dass die Korrelationen zwischen den Faktorindizes im Zeitablauf nicht immer stabil sind, sondern – wie oben bereits erwähnt – relativ stark schwanken können.

- Einfache oder dynamische Multifaktorstrategien möglich

Die Umsetzung von Multifaktorstrategien kann in verschiedenster Weise erfolgen. Am einfachsten ist eine naive Diversifikation, bei der verschiedene Faktorindizes kombiniert und

gleich gewichtet werden. Bereits dadurch können spürbare Effizienzvorteile erzielt werden. Die Kombination von Einzelfaktoren kann aber auch in komplexer Weise vorgenommen werden, bis hin zu dynamisch gemanagten Multifaktorstrategien. Beispielsweise kann die Auswahl und Gewichtung einzelner Faktorindizes wiederum anhand bestimmter Faktoren erfolgen, um so die Überrendite zu steigern. So könnte der Momentum-Ansatz auch auf die Faktorindizes angewendet werden und diejenigen Strategien Übergewichtet werden, die sich über einen definierten Vergangenheitszeitraum überdurchschnittlich entwickelt haben. Bei der Anwendung des Value-Ansatzes im Rahmen einer dynamischen Multifaktorstrategie werden die Faktorstrategien auf Basis ihres Bewertungsniveaus ausgewählt bzw. gewichtet. Diejenigen Faktoren, die relativ zu ihrer Historie hoch bewertet sind, werden untergewichtet und umgekehrt.

- ▶ Multifaktorstrategien können auf Faktorindexebene oder auf Einzelaktienebene aufgesetzt werden

Grundsätzlich können Optimierungen bei der Konstruktion von Multifaktorstrategien nicht nur auf Ebene der Faktorindexallokation erfolgen, sondern auch auf Ebene der Einzelaktienallokation. Bei letzterem Ansatz werden nicht Faktorindizes kombiniert, sondern direkt einzelne Aktien ausgewählt, die über ein hohes Exposure gegenüber mehreren vorgegebenen Faktoren verfügen. Der Indexanbieter MSCI bietet beispielsweise mit dem MSCI World Diversified Multi-Factor einen Index an, der bei der Einzelaktienallokation ansetzt und solche Aktien des MSCI World auswählt, die über hohe Ausprägungen gegenüber den vier Ziel-Faktoren Value, Quality, Momentum und Low Size verfügen.

- ▶ MSCI World Diversified Multi-Factor-Index mit vier Ziel-faktoren

Im Durchschnitt sind rund 28% der Aktien des MSCI World im MSCI World Diversified Multi-Factor enthalten. Die Titelgewichtung erfolgt mit Hilfe einer Optimierung, die eine Maximierung des Exposures gegenüber den vier Ziel-Faktoren bei gleichzeitiger Begrenzung des Risikos anstrebt (das Risikoprofil soll vergleichbar mit dem des Mutterindex MSCI World sein). Die aktiven Länder- und Sektorgewichte (zum MSCI World) werden auf jeweils 5% begrenzt und auch für die Gewichtung einzelner Aktien bestehen Limits. Zudem ist die Umschlagsrate (im Rahmen von Neugewichtungen) auf 40% pro Jahr limitiert.

- ▶ MSCI World Diversified Multi-Factor-Index weist sehr gutes Rendite-Risiko-Profil auf

Eine Betrachtung des Rendite-Risiko-Profiles des MSCI World Diversified Multi-Factor Index auf Basis der letzten 15 Jahre zeigt eine klare Überlegenheit der Strategie gegenüber dem MSCI World. So weist der Multifaktorindex im Zeitraum von 2002 bis Ende 2016 mit einer Standardabweichung von 15,5% zwar ein vergleichbares Risiko wie der MSCI World mit 15,7% auf, erzielte in diesem Zeitraum aber mit durchschnittlich 10,4% p.a. eine deutlich höhere Rendite als der Mutterindex mit 6,4%. Mit einer Sharpe-Ratio von 0,47 ist der MSCI World Diversified Multi-Factor im 15-Jahres-Zeitraum auch allen einzelnen MSCI World Faktorindizes überlegen (siehe Tabelle Seite 11).

Smart Beta Faktorindizes: Multifaktor-Ansatz ermöglicht günstige Rendite-Risiko-Struktur

Rendite-Risiko-Diagramm der Total Return Indizes für die letzten 15 Jahre (01/2002-12/2016), Rendite in Prozent p.a., Risiko als Standardabweichung der Monatsrenditen in Prozent p.a.

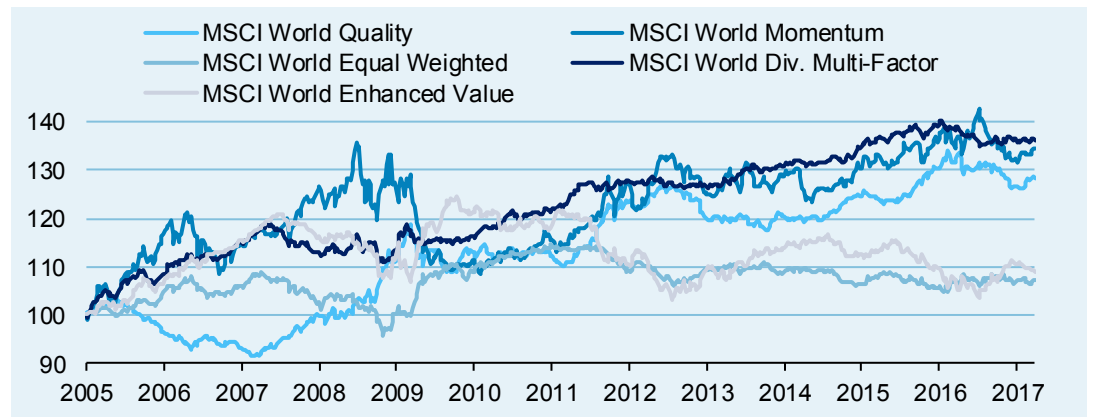


Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

- ▶ Outperformance des Multifaktorindex weist hohe Steigtigkeit auf

Eine Analyse der relativen Wertentwicklung des MSCI World Diversified Multi-Factor zeigt, dass die Outperformance gegenüber dem MSCI World nicht nur größer ist als bei den einzelnen MSCI World Faktorindizes, sondern dass diese auch stetiger erzielt wird. Es gab zwar auch beim Multifaktorindex einige Underperformance-Phasen, diese sind aber deutlich schwächer ausgeprägt als bei den einzelnen Faktorindizes.

Smart Beta Faktorindizes: Weitgehend kontinuierliche Outperformance des Multifaktor-Index
 Relative Performance des MSCI World Diversified Multi-Factor Index sowie einzelner MSCI World Faktorindizes zum MSCI World (Total Return Indizes), 1.1.2005 = 100, Wochenwerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

- ▶ Multifaktorstrategien ermöglichen effizienteres Rendite-Risiko-Profil

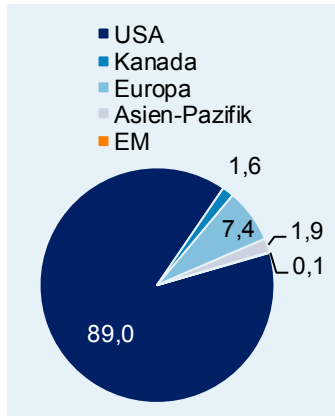
Als Fazit lässt sich festhalten, dass sich mit Multifaktorstrategien deutlich effizientere Rendite-Risiko-Eigenschaften erzielen lassen und damit dem Problem der hohen Volatilität der aktiven Renditen einzelner Faktorstrategien begegnet werden kann. Je nach Mischung der Faktorstrategien können Investoren bestimmte Rendite-Risiko-Profile anvisieren, von defensiveren, weniger schwankungsanfälligen Kombinationen bis hin zu risikoreicheren Strategien mit höheren Renditeerwartungen.

Zusammenfassung: Durch Diversifikation über verschiedene Smart Beta-Strategien lässt sich ein effizienteres Rendite-Risiko-Verhältnis erzielen. Das Diversifikationspotenzial zwischen den Faktorstrategien ist dabei unterschiedlich. Ein Problem besteht darin, dass die Korrelationen zwischen den Faktorindizes im Zeitablauf nicht immer stabil sind, sondern relativ stark schwanken können. Grundsätzlich können Optimierungen bei der Konstruktion von Multifaktorstrategien sowohl auf Ebene der Faktorindexallokation erfolgen, als auch auf Ebene der Einzelaktienallokation.

Verwendungsgrad von Smart Beta-Ansätzen und Marktentwicklung

Smart Beta-Markt: USA klar führend

Regionale Anteile der Smart Beta Assets under Management zum 30.06.2016, in Prozent



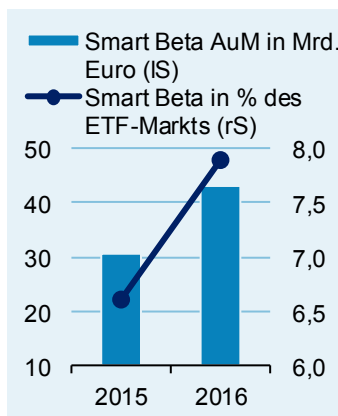
Quelle: Morningstar, BayernLB Research

In den letzten Jahren war nicht nur ein überproportionaler Anstieg von passiven Investments – insbesondere durch Exchange Traded Products (ETP) – festzustellen, sondern in besonderem Maße auch von Smart Beta-Produkten. Weltweit betragen die Assets under Management (AuM) von Smart Beta-ETP Mitte 2016 nach Angaben von Morningstar 550,5 Mrd. Dollar, was gegenüber dem Wert von Mitte 2014 einen Zuwachs von rund 39% darstellt bzw. 6% gegenüber dem Vorjahreswert. Die Assets verteilen sich auf insgesamt 1.123 Smart Beta-ETP-Einzelprodukte, eine Steigerung von 23,3% gegenüber dem Vorjahr. In den USA wurden die ersten Smart Beta-Produkte im Jahr 2000 eingeführt und Mitte 2014 lag die Zahl noch bei 673. Klar führend im Smart Beta-Markt sind gemessen an den Assets under Management die Vereinigten Staaten mit einem Anteil von 89,0% Mitte 2016, gefolgt von Europa mit 7,4% und Asien/Pazifik mit 1,9%. Smart Beta weist in den USA bereits einen Anteil von 21,7% der in ETP verwalteten Assets auf, mit steigender Tendenz.

Auch in Europa ist das Wachstum von Smart Beta rasant, wobei die Steigerungsraten zuletzt sogar deutlich über denen in den Vereinigten Staaten lagen. Mitte 2016 betragen die AuM von Smart Beta-ETP 40,7 Mrd. Euro nach 32,5 Mrd. Euro im Vorjahr, ein Zuwachs von 25%. Der Anteil von Smart Beta an den in ETP verwalteten AuM liegt in Europa noch spürbar unter dem Wert in den USA, ist aber ebenfalls deutlich aufwärts gerichtet und von 6,6% Ende 2015 auf 7,9% Ende 2016 gestiegen. Bei den hier genannten Asset-Volumina handelt es sich dabei nur um die in ETP verwalteten Vermögen. Institutionelle Investoren wenden Smart Beta-Strategien jedoch nicht nur über ETP, sondern auch in eigenen Portfolios an, daher liegen die gesamten Asset-Volumina, die auf Smart Beta ausgerichtet sind, noch höher.

Europa: Smart Beta im Vormarsch

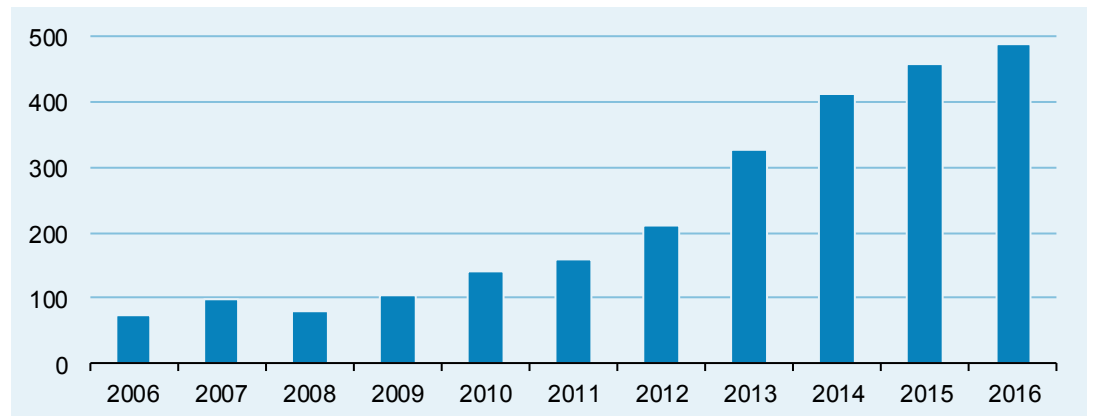
Smart Beta Assets under Management (AuM) in Europa und Anteil am gesamten ETF-Markt



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

Smart Beta-ETP: Hohes Volumenwachstum

Assets under Management von Smart Beta Exchange Traded Products (ETP) in den USA (Angaben für 2016 zur Jahresmitte), in Mrd. Dollar



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

Nicht nur der Aufwärtstrend der Asset-Volumina, die mit Smart Beta-Produkten verwaltet werden, sondern auch Umfragen unter Investoren lassen einen anhaltenden Siegeszug des Smart Beta-Segments erwarten. Der Indexanbieter FTSE Russell führte 2016 die dritte jährliche globale Umfrage zum Thema Smart Beta bei über 250 institutionellen Investoren durch, die zusammen rund 2 Bio. Dollar verwalten. 49% der Investoren waren dabei in den USA ansässig, 33% in Europa und 13% in Asien/Pazifik.

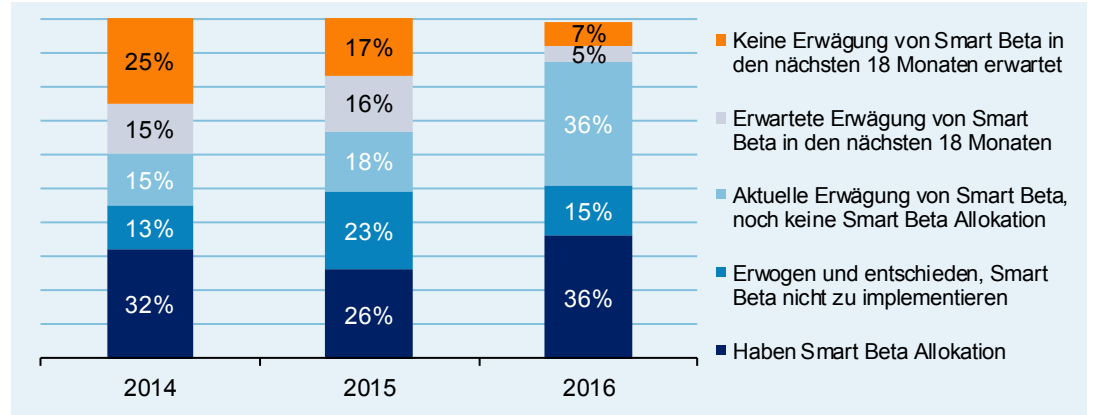
Der Anteil der befragten Investoren, die entweder bereits in Smart Beta investiert sind oder eine Smart Beta-Allokation in den nächsten 18 Monaten erwägen, stieg von zusammengekommen 47% im Jahr 2014 auf 72% im Jahr 2016. Während 2014 noch 25% der Investoren angaben, in den nächsten 18 Monaten Smart Beta-Investitionen nicht zu erwägen, lag

- ▶ Investorenbasis, die offen für Smart Beta ist, steigt

der Anteil 2016 nur noch bei 7%. Dies zeigt, dass die Investorenbasis für Smart Beta stark ansteigt.

Institutionelle Investoren: Smart Beta rückt immer stärker in den Fokus

Antwort der Investoren auf die Frage „Was beschreibt die Nutzung von Smart Beta durch ihre Organisation am besten?“ (globale Smart Beta-Umfrage von FSTE Russell)



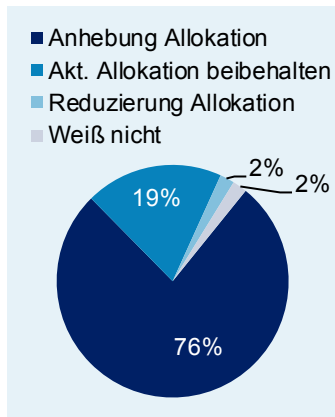
Quelle: FTSE Russell, BayernLB Research

► Portfolioanteil von Smart Beta steigt

Es steigt aber nicht nur die Investorenbasis, die in Smart Beta engagiert ist oder dies in Erwägung zieht. Diejenigen Investoren, die bereits in entsprechenden Strategien investiert sind, bauen ihre Investments auch zunehmend aus. So hatten bei der FTSE Russell-Umfrage im Jahr 2014 von den vorhandenen Smart Beta-Investoren 40% der Befragten nur einen Anteil zwischen 0% und 5% ihres Aktienportfolios in Smart Beta investiert, während der Anteil, der über 20% des Aktienportfolios investiert hatte, erst bei 18% lag. Im Jahr 2016 dagegen hatten bereits 39% der befragten Smart Beta-Anlegern einen Anteil von über 20% investiert, während der Anteil derjenigen, die nur zwischen 0% und 5% investiert waren, auf 22% sank. Smart Beta macht also bei den Investoren, die in diese Strategien investieren, einen immer höheren Anteil des Portfolios aus.

Investoren: Allokation von Smart Beta soll weiter steigen

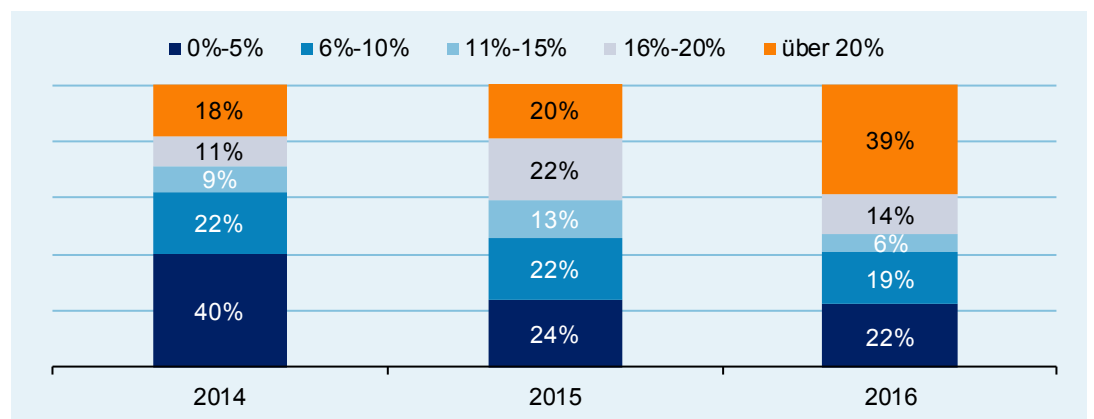
Antwort der Investoren auf die Frage „Wie ist ihr Ausblick für die zukünftige Nutzung von Smart Beta in ihrem Portfolio in den nächsten 18 Monaten?“



Quelle: FTSE Russell, BayernLB Research

Institutionelle Investoren: Nutzer von Smart Beta heben Allokation an

Antwort der Investoren, die bereits Smart Beta nutzen, auf die Frage „Welcher prozentuale Anteil ihres Aktienportfolios ist in Smart Beta investiert?“ (globale Smart Beta-Umfrage von FTSE Russell)



Quelle: FTSE Russell, BayernLB Research

Dieser Trend dürfte sich weiter fortsetzen. So gaben bei der FTSE Russell-Umfrage im Jahr 2016 78% der Smart Beta-Nutzer an, die Allokation in diesem Segment in den kommenden 18 Monaten anheben zu wollen. 19% der Befragten planten, die aktuelle Allokation beizubehalten und nur 2% beabsichtigten eine Reduzierung des Smart Beta-Anteils.

- ▶ Smart Beta dürfte auch im Privatkundensegment zunehmende Rolle spielen

Die bisher insbesondere von institutionellen Investoren genutzten Smart Beta-Ansätze dürften zukünftig verstärkt auch bei Privatanlegern in Mode kommen. Dies gilt aufgrund der günstigen Kosten und der langfristig meist enttäuschenden Performance aktiver Investmentfonds für passive und über ETF abgebildete Investments insgesamt. ETF lassen sich zudem ideal in digitale Vertriebskonzepte einbauen, wie sie von sogenannten Robo Advisors angeboten werden. Smart Beta-ETF dürften in diesen vollautomatisierten Asset Allocation-Konzepten eine zunehmend wichtige Rolle spielen. Insofern profitieren die Smart Beta-Ansätze auch vom Trend der Digitalisierung, der die Investmentbranche in den kommenden Jahren auch im Privatkundensegment intensiv durchdringen wird.

Zusammenfassung: Der Markt börsengehandelter Smart Beta-Produkte weist seit einigen Jahren ein hohes Wachstum auf und erreichte Ende 2016 weltweit ein Volumen von gut 550 Mrd. Dollar. Umfragen unter Investoren signalisieren eine zunehmende Bereitschaft, in Smart Beta zu investieren bzw. den Portfolioanteil von Smart Beta auszubauen. Dies deutet auf anhaltend starkes Wachstum hin. Die Megatrends Digitalisierung und Niedrigzins unterstützen die weitere Ausbreitung von Smart Beta.

Werden Smart-Beta-Ansätze Opfer ihres eigenen Erfolgs?

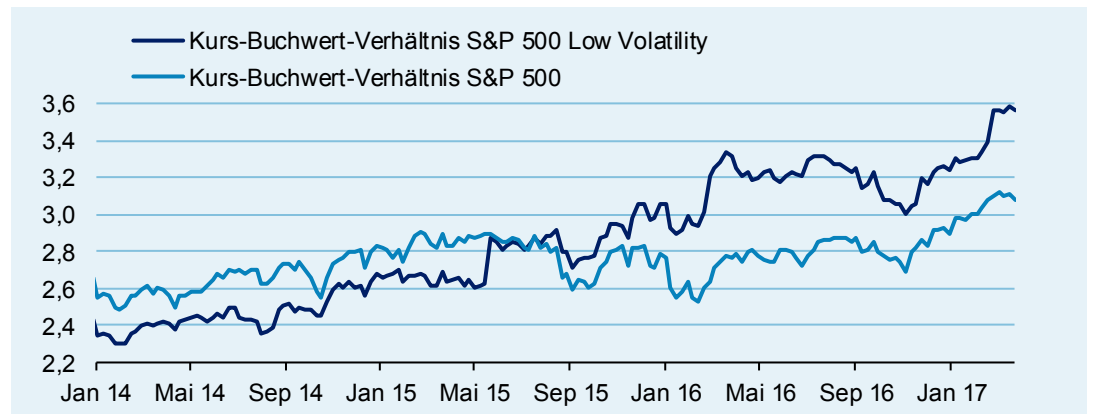
- ▶ Hohe Zuflüsse in Smart Beta stellen Faktorprämien langfristig in Frage

Die hohen Zuflüsse in Smart Beta-Produkte werfen die Frage auf, ob die in der Vergangenheit erzielten Überrenditen der Faktorstrategien auch in der Zukunft Bestand haben oder möglicherweise durch Arbitrage verschwinden. Wenn die hohe Nachfrage nach einzelnen Strategien die Kurse und Bewertungen der entsprechenden Aktien in die Höhe treibt, könnte dies deren zukünftig zu erwartende Renditen senken und die Faktorprämien damit langfristig beseitigen bzw. temporär sogar negativ werden lassen. Über diese Frage wird in der Wissenschaft bzw. der Finanzmarktpraxis kontrovers diskutiert.

- ▶ Low Volatility als „Crowded Trade“?

Die Frage, ob es sich bei einzelnen Smart Beta-Strategien bereits um einen „Crowded Trade“ handelt, also um eine Anlagestrategie, die sich bei einer großen Zahl von Investoren hoher Beliebtheit erfreut und daher schon stark übergewichtet ist, wird beispielsweise bei der Low Volatility-Strategie gestellt. Diese verzeichnete besonders hohe Mittelzuflüsse und vor diesem Hintergrund sind auch die Bewertungen stark gestiegen. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis des S&P 500 Low Volatility Index beispielsweise lag Anfang 2014 mit 2,34 noch 8% unter demjenigen des S&P 500, im Zuge hoher Mittelzuflüsse und überdurchschnittlicher Kurssteigerungen stieg dieses bis Ende März 2016 jedoch auf gut 3,3 und lag damit um 20% über dem des Gesamtmarktindex. Vor allem ab Mitte 2016 entwickelte sich der Low Volatility-Index dann – im Zuge steigender Kapitalmarktzinsen – deutlich schlechter als der S&P 500 und der Bewertungsabstand engte sich wieder etwas ein.

Low Volatility-Strategie: Kräftige Bewertungsexpansion
Kurs-Buchwert-Verhältnisse des S&P 500 Low Volatility und des S&P 500, Wochenwerte



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

- ▶ Nachhaltigkeit von Faktorprämien hängt von deren Ursachen ab

Die zu erwartende Nachhaltigkeit der Überrenditen von Faktorstrategien hängt eng mit der oben diskutierten Frage zusammen, welche Zusammenhänge diesen zugrunde liegen und wie informationseffizient die Kapitalmärkte sind. Wären die Überrenditen lediglich auf Ineffizienzen zurückzuführen, wäre anzunehmen, dass diese durch entsprechendes Investitionsverhalten der Marktteilnehmer langfristig wieder verschwinden. Für eine gewisse Phase könnte die Überrendite bei zunehmender Beliebtheit und starker Mittelzuflüsse zunächst zwar sogar steigen, später wäre aber mit einem „Reversal“ zu rechnen, das die Überrendite aufzehrt und temporär zu negativen aktiven Renditen führt.
- ▶ Risikoprämien dürften langfristig Bestand haben

Handelt es sich bei den Überrenditen von Faktorstrategien dagegen um echte Risikoprämien, also um die Vergütung eines eingegangenen Risikos, sollten diese bei informationseffizienten Kapitalmärkten langfristig auch nachhaltig sein. Wenn beispielsweise Value-Aktien oder Low-Size-Aktien tatsächlich höhere Risiken beinhalten (z.B. höhere Zyklizität und größeres Insolvenzrisiko), dürfte die Nachfrage nach diesen Aktien sinken, wenn die Risikoprämie temporär verschwindet (z.B. infolge hoher Mittelzuflüsse von Smart Beta-Investoren). In der Folge würde im Zuge eines dann zu erwartenden Reversals eine Neubewertung eintreten, die dazu führt, dass die Risikoprämie langfristig bestehen bleibt.
- ▶ Einzelne Faktorprämien könnten mit zunehmendem Marktanteil von Smart Beta sinken

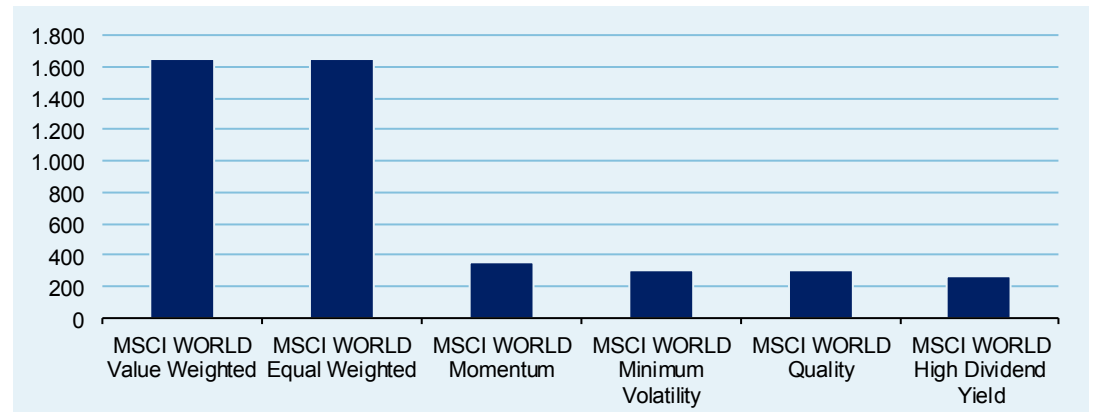
Basieren die Faktorprämien dagegen auf Verhaltensanomalien von Investoren oder sind diese auf strukturelle Bedingungen im institutionellen Asset Management (z.B. Benchmark-Orientierung, begrenzte Zeithorizonte) zurückzuführen, dürfte die Nachhaltigkeit der Überrenditen stark davon abhängen, welche Nachfrageanteile die Smart Beta-Investoren haben und wie stark die Gründe der Verhaltensanomalien bzw. die strukturellen Bedingungen sind. Würden beispielsweise die Überrenditen der Momentum- oder der Low Volatility-Strategie tatsächlich vor allem auf dem spezifischen Anlageverhalten Benchmark-orientierter, aktiver Investoren basieren, könnte deren Höhe mit zunehmendem Marktanteil von Smart Beta-Investoren sowie sinkendem Marktanteil aktiver Investoren zurückgehen. Aktuell erscheint das in Smart Beta investierte Kapital im Vergleich zu den aktiv bzw. klassisch passiv verwalteten Vermögen zwar noch deutlich zu gering, um die Faktorprämien spürbar zu reduzieren oder gar ganz verschwinden zu lassen. Mit anhaltend starken Mittelzuflüssen könnte sich dies zukünftig aber ändern.
- ▶ Investoren sollten sich eigene Meinung über Ursachen von Faktorprämien bilden

Da nicht immer eindeutig ist, inwieweit die Überrenditen der einzelnen Smart Beta- bzw. Faktorstrategien tatsächlich Risikoprämien darstellen, oder auf Verhaltensanomalien bzw. strukturelle Bedingungen zurückzuführen sind, müssen sich Investoren letztlich eine eigene Meinung über den Hintergrund der Faktorprämien bilden, um eine Erwartung über deren Nachhaltigkeit ableiten zu können. Es besteht jedoch zumindest bei einzelnen Strategien Grund zur Annahme, dass mit zunehmender Ausbreitung von Smart Beta-Investments die zu erwartenden langfristigen Überrenditen geringer ausfallen könnten als in der Vergangenheit. Solange ein hoher Mittelzufluss in diese Strategien besteht, dürften die Kurse der entsprechenden Aktien allerdings noch von den Nachfrageeffekten profitieren und die Renditen – in Abhängigkeit der Entwicklung anderer Einflussfaktoren wie Konjunktur und Zinsen – überdurchschnittlich ausfallen.
- ▶ Faktorstrategien unterschiedlich anfällig für Crowding-Effekte

Dabei ist auch zu beachten, dass die verschiedenen Faktorstrategien unterschiedlich anfällig für Herdenverhalten und Crowding-Effekte sind. Eine Rolle dürfte dabei der Konzentrationsgrad der einzelnen Strategien hinsichtlich der Anzahl der investierten Aktien sein. Bei den MSCI World Faktorindizes beispielsweise enthalten der Value Weighted-Index sowie der auf den Size-Faktor zielende Equal Weighted-Index jeweils über 1.600 Aktien, während der High Dividend Yield-Index, der Minimum Volatility-Index, der Quality-Index und der Momentum-Index jeweils nur zwischen ca. 250 und 350 Aktien enthalten und damit deutlich konzentrierter sind.

Faktorindizes: Unterschiedliche Aktien-Konzentration

Anzahl der Aktien in den MSCI World Faktorindizes



Quelle: Thomson Reuters Datastream, MSCI, BayernLB Research

- Unterschiedliche Umsetzung von Smart Beta-Strategien begrenzt Crowding-Risiken

Begrenzt werden dürften mögliche Crowding-Risiken, die zu einem Verschwinden der Faktorprämien führen könnten, dadurch, dass die einzelnen Faktorstrategien nicht von allen Smart Beta-Investoren bzw. -Produkten gleichförmig umgesetzt werden, zum Beispiel hinsichtlich der verwendeten Kennzahlen oder dem Gewichtungsmodus. Darauf deutet auch die abweichende Performance von verschiedenen Smart Beta-Produkten hin, die eigentlich auf den gleichen Faktor zielen. Zu berücksichtigen ist zudem, dass auch die Portfolios aktiver Investoren Faktor-Exposures aufweisen. Dies wird teilweise gewollt im Rahmen einer bestimmten Anlagestrategie geschehen (zum Beispiel weisen Substanzwertorientierte aktive Investoren ein hohes Exposure gegenüber dem Value-Faktor auf), teilweise dürfte dies aber auch zufällig eintreten. Eine Umschichtung von aktiv verwaltetem Vermögen in Smart Beta-Investments ist daher nicht zwangsläufig mit einem Crowding-Effekt in Bezug auf einzelne Faktoren verbunden.

- Diversifikation über verschiedene Strategien zu empfehlen

Investoren können potenziellen Crowding-Risiken bei Smart Beta-Investments zum einen dadurch begegnen, über die verschiedenen Strategien zu diversifizieren. Zum anderen könnten die Bewertungsniveaus der einzelnen Faktorstrategien relativ zu ihrer Historie berücksichtigt werden und stark überbewertet erscheinende Einzelstrategien gemieden werden. Die letztere Vorgehensweise würde allerdings aktive Timing-Entscheidungen bedingen, mit den damit verbundenen Herausforderungen. Studien kommen außerdem zu dem Ergebnis, dass Faktor-Timing auf Basis von Bewertungen zumindest bei Multifaktorstrategien zu eher enttäuschenden Ergebnissen in Bezug auf die risikoadjustierte Rendite führt (Asness u.a., 2017).

Zusammenfassung: Die hohen Mittelzuflüsse von Smart Beta-Strategien werfen die Frage auf, ob die Faktorprämien langfristig verschwinden bzw. im Zuge von Crowding-Effekten temporär negativ werden. Handelt es sich bei den Überrenditen um echte Risikoprämien, sollten diese bei informationseffizienten Kapitalmärkten langfristig nachhaltig sein, allerdings unter Inkaufnahme hoher Volatilität. Bei einzelnen Strategien ist ggfs. einzukalkulieren, dass die zu erwartenden Überrenditen langfristig geringer ausfallen als in der Vergangenheit. In Phasen stark zunehmender Mittelzuflüsse in Smart Beta-Strategien sind andererseits jedoch nachfragegetrieben positive Kurseffekte zu erwarten, die zu temporären Überrenditen führen können.

Smart Beta in anderen Asset-Klassen

- ▶ Smart Beta-Konzepte nicht auf Aktien beschränkt

Das in der finanzwissenschaftlichen Literatur teilweise schon vor längerer Zeit entwickelte Factor Investing und die in der Praxis darauf aufbauenden Smart Beta-Konzepte fanden bislang vor allem im Aktienbereich Anwendung. Smart Beta-Strategien sind jedoch nicht auf Aktien begrenzt, sondern werden zunehmend auch in anderen Asset-Klassen entwickelt und umgesetzt. Das Ziel besteht im Wesentlichen darin, durch alternative Gewichtungen gegenüber herkömmlich gewichteten Indizes verbesserte Rendite-Risiko-Profile zu erzielen, die Diversifikation zu verbessern oder ein spezifisches Exposure gegenüber einem einzelnen Faktor darzustellen.
- ▶ Quality-Faktor bei Government Bonds

Im Fixed-Income-Bereich existieren beispielsweise Smart Beta-ETF auf Staatsanleihe-Indizes, die anhand eines Quality-Faktors gewichtet sind. Dabei werden Anleihen derjenigen Länder stärker gewichtet, die günstige fundamentale Wirtschaftsindikatoren aufweisen wie Staatsverschuldung, Wachstum des Bruttoinlandsprodukts, Inflationsrate, Arbeitslosenquote, Zahlungsausfallhistorie und globale Wettbewerbsfähigkeit. Daneben existieren im Staatsanleihesegment auch auf Duration und Momentum basierende Strategien.
- ▶ Fallen Angels-Strategie bei Corporate Bonds

Als Beispiel einer Smart Beta-Strategie im Corporate Bond-Bereich kann die Fokussierung auf sogenannte „Fallen Angels“ im High Yield-Segment genannt werden. Dabei werden Corporate Bonds Übergewichtet, die zuvor ein Rating im Investment Grade hatten und von den Ratinggesellschaften in das High Yield-Segment herabgestuft worden sind. Hintergrund ist die Überlegung, dass im Zuge der Herabstufung ein besonders starker Verkaufsdruck dadurch aufkommt, dass viele Benchmark-orientierte institutionelle Investoren die Unternehmensanleihen verkaufen müssen, wenn sie aus den Investment Grade-Indizes herausfallen. Bei der folgenden Abwärtsbewegung fallen die Bonds daher stärker als es fundamental gerechtfertigt wäre. Die Strategie versucht, die dann unterbewerteten Bonds überzugewichten und von einem späteren Reversal-Trend zum fundamental fairen Wert zu profitieren. Erklärungshintergrund dieser Smart Beta-Strategie sind also vor allem strukturelle Bedingungen im institutionellen Asset Management (Benchmark-Orientierung).
- ▶ Alternative Gewichtungen von Rohstoffindizes

Auch im Rohstoffbereich werden Smart Beta-Konzepte entwickelt, die alternative Gewichtungen von Rohstoffindizes vornehmen. Dabei wird beispielsweise versucht, den Einfluss der sogenannten Rollrendite, also der Rendite, die sich aus der Umschichtung (Rollierung) eines Futures bei Fälligkeit in den nächsten Future ergibt, zu optimieren. Andere Smart Beta-ETF im Rohstoffbereich nehmen eine Gleichgewichtung der im Basisindex enthaltenen Rohstoffe vor statt der sonst üblichen Produktionsgewichtung.
- ▶ Faktoren Value, Momentum und Carry im Währungsbereich

Im Bereich Währungen lassen sich ebenfalls Faktorstrategien umsetzen, die in der Praxis schon lange existieren. Dabei lassen sich vor allem folgende drei Faktoren identifizieren: Erstens „Value“: Hier liegt die Annahme zugrunde, dass Währungen langfristig in Richtung ihrer Kaufkraftparität tendieren. Zweitens „Trend“ bzw. „Momentum“: Dieser Ansatz entspricht dem Momentum-Ansatz im Aktienbereich und basiert auf der Erwartung, dass sich über einen bestimmten Zeitraum zu beobachtende Währungstrends in der Zukunft fortsetzen. Drittens „Carry“: Bei diesem Ansatz werden Währungen bevorzugt, deren Ursprungsländer hohe Zinsen aufweisen, basierend auf der Erwartung entsprechend höherer Gesamtrenditen.

Zusammenfassung und Fazit

- ▶ Verschiedene Megatrends begünstigen Vormarsch der Smart Beta-ETF

Smart Beta-Strategien sind als semi-passive Investmentansätze im Zuge des anhaltenden Trends zur Passivierung im Asset Management stark im Vormarsch. Die zahlreichen am Markt angebotenen Smart Beta-ETF eröffnen Investoren dabei die Möglichkeit, Erkenntnisse der Finanzwissenschaft im Bereich des Factor Investing in einfacher Weise in ihrer Anlagestrategie (vor allem auf der Aktienseite) umzusetzen und das Rendite-Risiko-Profil ihres Portfolios langfristig potenziell zu verbessern. Megatrends wie die Digitalisierung (Vormarsch von Robo Advisors) und das Niedrigzinsumfeld (Suche nach Rendite) unterstützen dabei die Ausbreitung der Smart Beta-ETF.
- ▶ Fallstricke bei Smart Beta-Investing

Allerdings ist Smart Beta-Investing mit vielen Fallstricken verbunden. Die Faktorprämien sind im Zeitablauf hoher Volatilität ausgesetzt, was mit teils mehrjährigen Phasen einer Underperformance gegenüber dem Gesamtmarkt verbunden ist. In diesem Zusammenhang sind Wechselwirkungen der Zielfaktoren mit anderen Variablen zu berücksichtigen, wie den Zinsen und der Konjunkturdynamik. Investoren sollten sich bei Smart Beta-Investments über ihr Exposure gegenüber makroökonomischen Variablen im Klaren sein und dieses gegebenenfalls aktiv steuern.
- ▶ Ausmaß der Faktorprämien langfristig mit Fragezeichen versehen

Es existiert eine Reihe von wissenschaftlich fundierten Begründungszusammenhängen, die auch in der Zukunft Überrenditen von Smart Beta-Strategien erwarten lässt. Die langfristige Nachhaltigkeit ist zumindest bei einzelnen Smart Beta-Strategien allerdings mit Fragezeichen versehen. Mögliche Crowding-Effekte könnten langfristig zu einer Reduzierung der Überrendite führen. In Phasen stark zunehmender Mittelzuflüsse in Smart Beta-Strategien sind auf der anderen Seite nachfragegetrieben positive Kurs- und damit Renditeeffekte möglich.
- ▶ Smart Beta sinnvoller Baustein der Asset Allocation

Insgesamt bewerten wir die Smart Beta-Strategien trotz der genannten Fallstricke als einen sinnvollen Baustein in der Asset Allocation, um ein verbessertes Rendite-Risiko-Profil zu erzielen oder das Portfolio gezielt auf bestimmte Faktoren auszurichten. Auf Basis der aktuellen Bewertungsniveaus der einzelnen Strategien und vor dem Hintergrund des erwarteten moderaten Anstiegs der Kapitalmarktzinsen sowie des momentan positiven globalen Konjunkturtrends messen wir derzeit unter Timing-Gesichtspunkten den Ansätzen Quality, Value und Momentum bessere mittelfristige Renditechancen bei als den Strategien Low Volatility, High Dividend Yield und Size. In jedem Fall empfehlen wir die Diversifikation über verschiedene Smart Beta-Strategien, um das Risiko des Gesamtportfolios zu reduzieren. Einen Multifaktorenansatz würden wir daher jeder Einzel-Strategie vorziehen.
- ▶ Skepsis gegenüber hohen Renditeversprechen angebracht

Die von Smart Beta-Anbietern in Aussicht gestellten Faktorprämien sollten allerdings mit einer gewissen Skepsis betrachtet und nicht überschätzt werden. Viele Smart Beta-Produkte verwenden für die Darstellung von Vergangenheitsdaten Simulationsrechnungen, bei denen auch statistische Verzerrungen bzw. Data Mining-Effekte zu einer höheren ausgewiesenen Performance führen können. Die zukünftig zu erwartende risikoadjustierte Rendite dürfte daher in vielen Fällen unter den ausgewiesenen Vergangenheitswerten liegen.
- ▶ Große Unterschiede bei Smart Beta-ETF

Zu beachten ist auch, dass einzelne Smart Beta-Strategien in Bezug auf die verwendeten Kennzahlen, die Gewichtungssystematik und die Umschichtungshäufigkeit unterschiedlich umgesetzt werden können. Smart Beta-ETF können daher deutliche Unterschiede in der Charakteristik und Wertentwicklung aufweisen, auch wenn sie auf denselben Faktor abzielen. Es empfiehlt sich daher eine genaue Prüfung der Produkte im Vorfeld einer Investition.

manfred.bucher@bayernlb.de

Literaturhinweise

- Alighanbari, M. und Chia, C.-P. (2014): „Multi-factor indexes made simple“, MSCI Research Insight, November 2014.
- Amihud, Y. (2002): „Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects“, *Journal of Financial Markets* 5 (1).
- Asness, C.; Chandra, S.; Ilmanen, A. und Israel, R. (2017): „Contrarian factor timing is deceptively difficult“, *Journal of Portfolio Management* 43 (5).
- Baker, M.; Bradley, B. und Wurgler, J. (2011): „Benchmarks as limits to arbitrage: Understanding the low-volatility anomaly“, *Financial Analysts Journal* 67 (1).
- Bender, J.; Briand, R.; Melas, D. und Subramanian, R. A. (2013): „Foundations of factor investing“, MSCI Research Insight, Dezember 2013.
- Bender, J.; Hammond, P.B. und Mok, W. (2014): „Can alpha be captured by risk premia?“, *The Journal of Portfolio Management* 40 (2).
- Barberis, N. und Huang, M. (2008): „Stocks as lotteries: The implications of probability weighting for security prices“, *The American Economic Review* 98 (5).
- Barberis, N.; Shleifer, A. und Vishny, R. (1998): „A model of investor sentiment“, *Journal of Financial Economics* 49 (3).
- Chan, K.; Jegadeesh, N. und Lakonishok, J. (1996): „Momentum strategies“, *Journal of Finance* 51 (5).
- Chen, N. und Zhang, F. (1998): „Risk and return of value stocks“, *Journal of Business* 71 (4).
- Dasgupta, A.; Prat, A. und Verardo, M. (2011): „The price impact of institutional herding“, *Review of Financial Studies* 24(3).
- Dechow, P.; Ge, W. und Schrand, C. (2010): „Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences“, *Journal of Accounting and Economics* 50 (2-3).
- Doole, S.; Chia, C.-P.; Kulkarni, P. und Melas, D. (2015): „The MSCI diversified multi-factor indexes: Maximizing factor exposure while controlling volatility“, MSCI Research Insight, Mai 2015.
- Fama, E. F. und French, K. R. (1988): „Dividend yields and expected stock returns“, *Journal of Financial Economics* 22.
- Fama, E. F. und French, K. R. (1992): „The cross-section of expected stock returns“, *Journal of Finance* 47.
- Fama, E. F. und French, K. R. (1993): „Common risk factors in the returns on stocks and bonds“, *Journal of Financial Economics* 33.
- Hong, H.; Lim, T. und Stein, J. C. (2000): „Bad news travels slowly: Size, analyst coverage, and the profitability of momentum strategies“, *Journal of Finance* 55 (1).
- Lakonishok, J.; Shleifer, A. und Vishny, R. (1994): „Contrarian investment, extrapolation, and risk“, *Journal of Finance* 49.
- Martellini, L. und Milhau, V. (2015): „Factor investing: A welfare-improving new investment paradigm or yet another marketing fad?“, EDHEC-Risk Institute.
- Staal, A.; Corsi, M.; Shores, S. und Woida, C. (2015): „A factor approach to smart beta development in fixed income“, *The Journal of Index Investing* 6 (1).
- Vassalou, M. und Xing, Y. (2004): „Default risk in equity returns“, *Journal of Finance* 59.
- Winkelmann, K.; Suryanarayanan, R.; Hentschel, L. und Varga, K. (2013): „Macro-sensitive portfolio strategies: Macroeconomic risk and asset cash-flows“, MSCI Market Insight, März 2013.

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751
Sekretariat

Ingo Bothner, -21787
Medienfachwirt (IHK)

Volkswirtschaft

Dr. Johannes Mayr, Euro-Raum, EZB, -21859

Manuel Andersch, -27448
Pfund/UK, Schweizer Franken/Schweiz

Christiane von Berg, -28745
USA/Fed, Japan/BoJ

Wolfgang Kiener, -27058
Dollar, Yen

Dr. Stefan Kipar, -27346
Deutschland

Investment Research

Alexander Plenk, CFA, -27076

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger, -24877

Asja Hossain, CFA, -27065

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Covereds & Financials

Alfred Anner, CEFA, -27072
Covered Bonds

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873
Versicherungen

Emanuel Teuber, -27070
Covered Bonds

Stefan Voß, -21808
Banken

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siply, -21307

Länderrisikoanalyse

Dr. Alexander Kalb, -22858
Westeuropa, Südamerika

Manuel Schimm, -26845
Asien, Nordamerika

Gebhard Stadler, -28891
Osteuropa/GUS, Mittelamerika

Verena Strobel, -21320
Nahe und Mittlerer Osten, Afrika

Credits

Pia Ahrens, -25727
Corporate Bonds & SSD

Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323
Corporate Bonds & SSD

Miraji Othman, -25888
Strategie

Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068
Corporate Bonds & SSD, Strategie

Branchenanalyse

Wolfgang Linder, -21321
Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,
Öl & Gas, Logistik

Thomas Peiß, -28487
Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,
Handel, Telekom, Medien

Aktienmarkt/Strategie/Privatkunden

Manfred Bucher, CFA, -21713

Christoph Gmeinwieser, CIIA, -27053

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber, -21780
Zinsen, Währungen, Aktien

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 07.04.2017. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Impressum

Megatrend Passivierung
abgeschlossen am: 7. April 2017

BayernLB Research
Bayerische Landesbank
80277 München (Briefadresse)
E-Mail: research@bayernlb.de

Leitung:
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:
Manfred Bucher, CFA, Telefon 089 2171-21713

Layout & Grafik:
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de

Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München
www.bayernlb.de

