

MEHR ERTRAG BEI WENIGER RISIKO – GEHT DAS?

MINIMUM-VARIANZ Schwankungsarme Aktien gelten als langweilig. Denn letztlich wollen Investoren hohe Erträge generieren und das, so suggeriert es die Theorie, sei nur mit risikoreichen Titeln zu schaffen. Sie irren, denn Theorie und Praxis widersprechen sich.

Von Rino Borini

Anleger wünschen sich möglichst hohe Aktienertäge bei möglichst geringem Risiko. Das geht nicht, sagen die Theoretiker, wobei sie sich auf die bekannten Theorien aus der Finanzmarkt-wissenschaft stützen. Etwa die moderne Portfoliolehre (MPT), die auf eine Arbeit des US-Ökonom und Nobelpreisträgers Harry M. Markowitz aus dem Jahre 1952 zurückgeht, oder auf das Kapitalmarktmodell CAPM (Capital Asset Portfolio Modell) von William F. Sharpe aus den 1960er-Jahren. Beide Modelle besagten, dass ein höheres Risiko am Finanzmarkt zu einer höheren Risikoprämie führt. Doch auch Ökonomen können sich irren.

In der Realität lässt sich an den Finanzmärkten ein anderes Verhalten feststellen. Seit einigen Jahrzehnten ist bekannt, dass sich weniger volatile Aktien überdurchschnittlich gut entwickeln. Bereits 1972 schrieben die beiden Ökonomen Robert Haugen und James Heines in ihrem Artikel «On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premium

in the Capital Markets» über diese Anomalie. Sie besagt, dass hoch volatile Aktien über die Zeit weniger Rendite als schwankungsarme Titel liefern. Mehr Risiko wird also nicht zwingend mit mehr Ertrag belohnt. Besonders in schwierigen Marktphasen, so wie derzeit, sind solche Titel besonders interessant.

Diese Unregelmässigkeit dürfte es gemäss CAPM gar nicht geben. Das bestätigt Michael Frei, Partner beim Vermögensverwalter OLZ & Partners: «Das CAPM ist ein Modell, das auf Annahmen basiert, die in der Realität nicht vollständig erfüllt sind. Dies muss in der Praxis berücksichtigt werden». Diese Anomalie wird auch als Low-Volatility-Effekt bezeichnet. Das bedeutet nichts anderes, als dass eine geringere Volatilität mit einem höheren Ertrag einhergeht. «Diese Mehrrendite kann seit über 40 Jah-

«Low-Vola-Aktien sind meist langweilige Titel, Aktien ohne Glamour. Sie sind selten auf dem Radar von Investoren.»

ren systematisch am Markt beobachtet werden – und widerspricht damit der CAPM-Theorie», führt Frei weiter aus.

Doch wie wird diese Anomalie erklärt? «Vermögensverwalter weichen tendenziell nur von der Benchmark ab, wenn die Belohnung, also die erwartete Rendite, ausreichend gross ist», so Frei. Somit werden Aktienwerte mit hohem Risiko (High Beta) bevorzugt, die Werte mit geringerer Volatilität vernachlässigt. Diese Aktien sind weltweit in allen Segmenten zu finden. «Low-Vola-

tility Aktien sind meist langweilige Titel, also Aktien ohne Glamour. Sie sind selten auf dem Radar von Investoren und haben eine geringe Abdeckung durch Analysten», erläutert Portfoliomanager Jean-Francois Clément des unabhängigen Vermögensverwalter Unigestion. Er ergänzt, dass primär

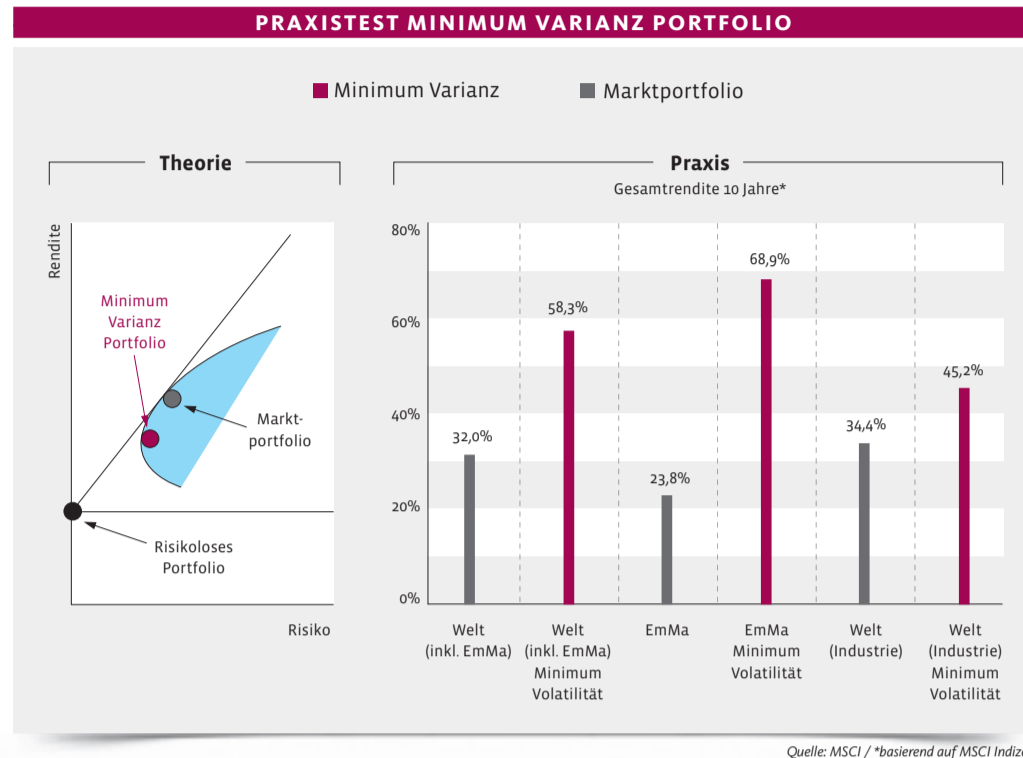
«Story Stocks» eine hohe Medienberichterstattung erfahren und dadurch eine bestimmte Zeit sehr gut laufen. Doch letztlich werden sie den oft überzogenen Erwartungen nicht gerecht.

Ein Wertpapierdepot, das auf einer Minimum-Varianz-Strategie beruht, funktioniert aber nicht in jedem Umfeld. Jean-Francois Clément sieht einen hohen Nutzen in einem negativen wie auch seitwärtsgerichteten Marktumfeld. «Bei einer Aktienbaisse verliert der Anleger infolge einer geringeren Portfoliovolatilität weniger, in einem Seitwärtsmarkt profitiert er von dieser Asymmetrie.» Bei einer breiten und kräftigen Hausse kann ein solches Portfolio nur selten eine Überschussrendite generieren. Viel eher sei mit einer Rendite des Standardindex zu rechnen, ergänzt der Fondsmanager weiter.

Abweichen erfordert Mut

Inzwischen haben diverse Fondshäuser dieses Thema aufgenommen. Das gilt nicht nur für aktive Fonds, sondern auch für die Anbieter von börsengehandelten Indexfonds. In beide Segmente fließen derzeit hohe Volumina. Das birgt die Gefahr, dass diese Anomalie verschwindet. Frei teilt diese Befürchtungen nicht, da die grosse Mehrheit der Investoren benchmarkorientiert investiert: «Es braucht als Vermögensverwalter Mut, nicht bei der Herde zu liegen und vom Standardverhalten abzuweichen.» Das heisst, sie investieren immer noch nach dem Marktkapitalisierungsansatz, die Volumina in diesen Strukturen sind denn auch nach wie vor sehr dominant. Ins gleiche Horn bläst Fondsmanager Clément: «Zwar sehen wir hohe Mittelzuflüsse in solche Anlageprodukte, doch es gibt weltweit weiterhin enorm viele Opportunitäten.»

Bei einem Minimum-Varianz-Portfolio steht also nicht die Rendite im Vordergrund, sondern die Volatilität der einzelnen Aktien. Die Zusammensetzung respektive Gewichtung eines solchen Depots basiert nicht auf der Marktkapitalisierung der einzelnen Unternehmen, sondern auf deren Volatilität. Damit wird der Schwankungsbereich des Portfolios minimiert. Der Investor erhält letztlich ein Wertpapierdepot mit den kleinstmöglichen Risiken. Mit diesen die grösstmögliche Rendite zu erzielen, ist jedoch alles andere als eine einfache Angelegenheit. Um diese Strategie zu replizieren, braucht es viel Wissen und entsprechende Algorithmen.



Vielseitige Lösungen

Die Lage unterscheidet sich jedoch von Markt zu Markt, sagt Jean-Francoise Clément: «In der Schweiz ist es beispielsweise besonders schwierig, denn der Markt wird von einigen wenigen grossen Werten dominiert. Es gibt zwar einige gute Aktien, doch die weisen meist eine geringe Liquidität auf. Aber es ist möglich, zweifelsfrei.» Wichtig sei, so der Spezialist, nicht auf einseitige Sektoren zu setzen sowie die Korrelation und die Liquidität der einzelnen Werte zu berücksichtigen.

Investoren, die auf die erstbesten Aktien mit tiefer Volatilität setzen, laufen somit Gefahr, illiquide Werte zu kaufen oder eine zu geringe Sektorendiversifikation zu erreichen. Das führt schliesslich zu Klumpenrisiken. Aus diesem Grund macht es Sinn, den Fokus auf breit diversifizierte Fonds zu setzen, die von Experten verwaltet werden. Bei ETF hingegen ist es entscheidend, die Zusammensetzung des jeweiligen Index genau zu studieren. Denn nur wenn ein ETF einen Low-Volatilitäts-Index abbildet, der nicht zu stark in die gängigen Barometer investiert, kommt der gewünschte Mehrwert zum Vorschein.

Minimum-Varianz-Optimierung bietet also jedem Anleger die Möglichkeit, effizient zu investieren und dadurch das bestehende Missverhältnis zwischen Rendite und Risiko an den Finanzmärkten zu seinen Gunsten auszunutzen. Der Buchautor und Investor Adriano B. Lucatelli plädiert darum in einem Interview auf finews.ch für ein neues Sprichwort. Statt «No risk, no fun» sollte es vielmehr heissen: «Low risk, lots of fun». ■