

## SIGLO Timeout Nr. 26

### Gewichtungsregeln für Aktienportfolios

Der populärste Ansatz zur Gewichtung von Aktien in Portfolios ist die Marktkapitalisierung. Wer von passiven und indexierten Aktienanlagen spricht, denkt oft nur an diesen vermeintlich risikoarmen und konservativen Ansatz. Anleger könnten ihr Geld aber auch nach diversen anderen Regelwerken investieren. Einige davon führten über die meisten Perioden nicht nur zu höheren Renditen, sondern auch zu einer besseren bzw. breiteren Diversifikation innerhalb von Aktienportfolios. Im Timeout stellen wir fünf interessante, alternative Gewichtungsregeln für Portfolios von Aktien vor und beschreiben deren zentrale Ideen und Annahmen.

#### Einführung

Wer professionell investiert, wird früher oder später entscheiden müssen, nach welchen Regeln die Titel ausgewählt und im Portfolio gewichtet werden. Eng damit verbunden ist die Definition geeigneter Benchmark Indizes, die sowohl zur Festlegung der strategischen Asset Allokation als auch bei der Umsetzung als Vergleichs- und Messgrössen eingesetzt werden. Die Definition solcher Anlageregeln erfordert von Investoren, dass sie sich mit den Annahmen und Theorien befassen, die hinter einzelnen Gewichtungsregeln stehen. Mit unserem Beitrag versuchen wir Anlegern zu helfen, geeignete Entscheide zu fällen indem wir die elementarsten regelbasierten Ansätze für Aktienanlagen vorstellen und die in unseren Augen höchsten Risiken diskutieren. Für akademische Lektüren empfehlen wir Carhart, Hsu, Perold oder Choueifaty. Wir stellen folgende Gewichtungsregeln vor:

- Marktkapitalisierung
- Gleichgewichtung
- Fundamentale Gewichtung
- Minimum Varianz Ansatz
- Risiko Parität
- Maximum Diversification

***Passive Anlagen müssen nicht unbedingt der Marktkapitalisierung folgen. Es lassen sich auch andere, bessere Gewichtungsregeln günstig umsetzen.***

Wir werden jeweils bei allen Regelwerken erörtern, an welche zentralen Grundideen und Thesen Investoren glauben müssen, wenn sie gemäss bestimmten Gewichtungsregeln erfolgreich in Aktien investieren wollen.

#### Marktkapitalisierung

Zweifellos ist die Marktkapitalisierung heute die bekannteste und dominanteste Gewichtungsregel bei Aktienanlagen. Die Mehrheit aller breiten Aktienindizes und aller passiven Anlageprodukte orientiert sich bei der Gewichtung von Aktien in einem Portfolio daran. Erstaunlicherweise haftet ihr trotz der bisherigen Renditen nach wie vor der Ruf an, sehr konservativ zu sein und eine breite Diversifikation im Portfolio zu garantieren.

***Die zentrale These hinter der Marktkapitalisierung, wonach Investoren die verfügbaren Informationen an Märkten sofort und korrekt auswerten, können viele Anleger persönlich anhand ihrer eigenen Transaktionen widerlegen.***

Genau diesem Anspruch werden aber einige andere Ansätze zur Gewichtung von Aktien wesentlich besser gerecht. Starten wir aber zuerst mit einer Untersuchung relevanter Grundideen und Thesen, an die ein Investor glauben muss, wenn er gemäss der Marktkapitalisierung in Aktien investiert. Im Wesentlichen ist das die Effizienz der Märkte (EMH), d.h. dass Investoren alle verfügbaren Informationen rational und per sofort auswerten können und es auch permanent tun, womit die Aktienkurse stets die aktuell beste Schätzung des wahren Wertes darstellen. An dieser Stelle drängt sich eine Anekdote aus der letzten Sitzung des SIGLO Advisory Boards auf; So wurde erklärt, dass Theorien gemäss Karl Popper zu verwerfen sind, sobald man sie an einem einzigen Beispiel falsifizieren kann. Wir stellten schmunzelnd fest, dass diese Falsifizierung der EMH nicht

schwer fällt; jedes Mitglied erinnerte sich nämlich an mindestens einen Fall, bei dem eine persönliche Transaktionen am Markt weder rational war, noch alle verfügbaren Informationen korrekt reflektierte.

Bezüglich der grössten Risiken von Aktienanlagen gemäss der Marktkapitalisierung erscheinen uns einerseits die Konzentration und andererseits der “Long Momentum” Faktor erwähnenswert. Grosse und rasch wachsende Firmen verfügen über eine hohe Marktkapitalisierung und damit über ein sehr hohes Gewicht in den Portfolios. Beispiele dafür gibt es dutzende, stellvertretend seien hier die Bedeutung von Apple im NASDAQ Index (bis vor kurzem über 15%) oder diejenige von Nestle, Novartis und Roche im SMI (aktuell fast 60%) genannt. Genau diese Konzentration auf wenige Titel, die sich zwar bisher eines hohen Wachstums erfreuten, beeinträchtigen die Portfolio-Diversifikation und verdeutlichen, dass Marktkapitalisierung keinesfalls eine risikoarme oder konservative Anlageform darstellen muss. Dafür erfordert sie keine schwierigen Renditeprognosen, ist dank der tiefen Anzahl Transaktionen günstig und sehr leicht zu implementieren.

***Zahlreiche alternative Regelwerke zur Aktienlage erzielten über die meisten bisherigen Perioden höhere absolute sowie auch risikoadjustierte Renditen.***

Ob dies allerdings als Investitionsgrundlage ausreicht, ist zu bezweifeln. Wer die historische Rendite marktkapitalisierter Portfolios vergleicht, erkennt nämlich, dass alternative Regelwerke höhere Erträge und bessere risikoadjustierte Ergebnisse nach Kosten lieferten. Eine Auflistung der Ergebnisse im Vergleich mit verschiedenen alternativen Anlageregeln finden Sie auf unserer Webseite ([www.siglo.ch](http://www.siglo.ch)) in der Rubrik “Aktuelle Projekte / Regelbasierte Anlagen”.

### **Gleichgewichtung**

Das einfachste Regelwerk zur Auswahl und Gewichtung von Titeln in einem Portfolio ist die simple Gleichgewichtung. Sie kommt praktisch ohne Annahmen aus und erfordert keine Glaubenbekenntnisse zu Thesen und Theorien von Seiten des Investors.

Eine Gleichgewichtung führt in Portfolios zu einigen nennenswerten Merkmalen. Erstens steigt die Allokation zu tief kapitalisierten Firmen im Vergleich mit anderen Ansätzen, was eine Herausforderung punkto Liquidität darstellt, dafür aber auch Liquiditätsprämien abschöpfbar macht. Zweitens erscheint ein periodisches Rebalancing notwendig, um die Titel eben wieder gleich zu gewichten. Dieses Rebalancing wirkt sich oft positiv auf Portfoliorenditen aus, da implizit die teurer gewordenen Titel verkauft und die günstiger gewordenen gekauft werden. Akademische Artikel beschreiben weiter, dass eine Gleichgewichtung die Marktkapitalisierung in den meisten vergangenen Perioden übertraf. Bouchey und seine Kollegen zeigen zudem, dass mit simplen Rebalancing Strategien positive Renditen erzielbar sind, selbst wenn die Aktien selbst nicht rentieren.

Als Praktiker sollte man die Definitionen der Rebalancing-Periode sowie des Universums nicht unterschätzen. Gerade die Anzahl Titel in einem Portfolio übt einen wesentlichen Einfluss auf die Transaktionskosten und die Investier- bzw. Replizierbarkeit eines Aktienportfolios aus. Eine Gleichgewichtung aller Aktien im MSCI World All Cap All Country Index mit abertausenden von Titeln wäre so kaum umsetzbar. Hier drängt sich eine Vorselektion der Titel auf und genau dort liegt für uns eine der Schwierigkeiten bei der simplen Gleichgewichtung.

### **Fundamentale Gewichtung**

Allen fundamentalen Ansätzen zur Selektion und Gewichtung von Aktien liegt die These zugrunde, wonach fundamentale Faktoren zukünftige Renditen von Titeln relativ zum Gesamtuniversum erklären. So werden Titel mit guten “Fundamentals” höher gewichtet. Beispiele für solche fundamentalen Faktoren gibt es viele, zu den bekannteren gehören Verhältniszahlen wie Price-Earnings (PE) und Price-Book (PB) oder preisunabhängige wie Umsatz oder Anzahl Mitarbeiter. Das wohl populärste fundamentale Regelwerk stammt von Robert Arnott und heisst Fundamental Indexing. Dabei werden alle Titel in einem definierten Aktienuniversum gemäss vier preisunabhängigen Faktoren gewichtet. Das resultierende Portfolio weist ein Value Übergewicht auf und reduziert die Positionen in

kurzfristigen Gewinnern (z.B. Technologie-Aktien in der Blase von 2000), was einen Teil der bisher attraktiven Renditen erklärt.

Bob Arnott erwähnte, dass selbst die Anzahl Stühle in einer Firma der bessere Faktor zur Bestimmung künftiger Renditen darstellt als die Marktkapitalisierung. Kritiker monieren in unseren Augen aber zurecht, Fundamental Indexing sei eigentlich nur getarntes aktives Management, da die Auswahl fundamentaler Faktoren stets subjektive Renditeprognosen auf Titelebene erfordert und somit kein agnostisches Regelwerk darstellt. Daher sind fundamentale Gewichte zwar grundsätzlich interessant, klassifizieren aber aufgrund ihres hohen Grads an Subjektivität als aktive Anlagen und nicht als systematische Regelwerke. Zudem kann auch Fundamental Indexing zu konzentrierten Portfolios führen.

### **Minimum Varianz Ansatz**

Das Ziel der Minimum Varianz Ansätze liegt darin, ein Portfolio mit möglichst tiefer Volatilität zu identifizieren, um risikoadjustierte Renditen zu optimieren. Interessanterweise übertrafen die bisherigen Renditen diverser solcher Minimum-Varianz-Portfolios ex post marktkapitalisierte Aktienindizes nicht nur risikoadjustiert (Sharpe Ratio), sondern auch bei einer absoluten Betrachtung deutlich. Oft waren auch die Konzentrationen etwas geringer als bei der Marktkapitalisierung.

Das Hauptproblem ist allerdings, dass wir nicht die Vergangenheit optimieren wollen, sondern die Zukunft. Die meisten Minimum Varianz Ansätze liefern in der Regel hervorragende Resultate für die Vergangenheit, da alle Schätzparameter der Kovarianz-Matrix bekannt sind. Nur sind die Volatilitäten und Korrelationen zeitvariabel und dynamisch, weshalb wir Schätzungen für die zukünftige Matrix brauchen. Der Statistiker merkt rasch, dass tolle Resultate "In-Sample" oft "Out-of-Sample" nicht funktionieren und spricht dann von: "Garbage in Garbage out". Mit anderen Worten gehen die Anleger bei einem Minimum Varianz Ansatz immer ein hohes Modellrisiko bzw. ein hohes Schätzrisiko ein. Sie müssen sich nämlich darauf verlassen, dass der Manager die zukünftig korrekte Kovarianz-Matrix schätzt, was in der Praxis äusserst schwierig ist.

### **Risiko Parität**

Unter dem vor allem in den USA populären Begriff Risiko Parität werden die Regeln subsummiert, gemäss welchen jede Aktie im Portfolio einen identischen Risikobeitrag liefern soll. Es stellt somit eine Mischung aus einer Gleichgewichtung und einem Minimum Varianz Ansatz dar. Vorteilhaft erachten wir auch bei diesem Ansatz, dass er relativ agnostisch ist und keine Renditeprognosen erfordert, sondern nur auf Risiken achtet.

Analog zu Min.Var. liegt das Hauptproblem aller Risiko-Kontributions-Regeln in der notwendigen Schätzung der Parameter für die Kovarianz-Matrix. Des Weiteren stellt sich die Frage, ob Volatilitäten und Korrelationen alleine das gesamte Risiko einer Aktie überhaupt adäquat beschreiben können (siehe hierzu SIGLO Timeout Nr. 15 Matrix). Da der Erfolg dieser Gewichtsregel stark von gewählten Inputs abhängt, kommen Anleger in unseren Augen nicht um eine detaillierte Prüfung bei der Modell Selektion herum.

### **Maximum Diversification**

Der letzte zu diskutierende Ansatz wurde von Yves Choueifaty 2008 im Journal of Portfolio Management vorgestellt. Die Idee besteht darin, Aktienportfolios zu bilden, die maximal diversifiziert sind. Dies, indem die Selektion und die Gewichtung von Aktien im Portfolio aufgrund ihrer Korrelation zu allen anderen Aktien im Universum systematisch vorgenommen und umgesetzt wird.

Für das Maximum Diversification Regelwerk spricht, dass weder Renditeprognosen noch Faktor-Expositionen zu wählen sind und gleichzeitig keine komplexe Optimierung der Kovarianz-Matrix notwendig ist. Die einzigen zwei erforderlichen Annahmen liegen in der Stabilität des Rangs von Korrelationen und in der Entschädigung von systematischem Risiko. Ersteres postuliert, dass der Rang der Korrelationen von Aktien mittelfristig stabil sei (d.h. die Korrelation zwischen zwei Banktiteln höher bleibt als zwischen einer Bank und einem Pharmatitel.) Das zweite liegt zwar auch bei allen anderen Ansätzen zugrunde, ist aber hier besonders ausgeprägt, weil es explizit nach der maximalen Exposition gegenüber dem systematischen

Aktienmarktrisiko sucht und zugleich einen Mehrwert mit aktiver Titelselektion negiert. Ebenfalls ist die Konzentration der Titel tiefer als bei der Marktkapitalisierung und die Anzahl notwendiger Transaktionen je nach Rebalancing-Frequenz begrenzt.

### Exkurs zu Anleihen

Wie bereits in früheren Timeouts erklärt, bezweifeln wir stark, dass marktkapitalisierte Ansätze bei Anleihen ökonomisch sinnvolle Grundlagen bieten, weil es schlicht keinen Sinn macht, den grössten Schuldner mit der höchsten Allokation in einem Portfolio zu belohnen. An Alternativen mangelt es heute nicht (mehr), denn bekannte Indexanbieter liefern neben den erwähnten Gewichtungsregeln viele weitere spannende Ideen wie z.B. Fiscal-Strength oder allerlei Arten von GDP gewichteten Ansätzen. Weiter kreierten bereits eine Reihe fortschrittlicher Schweizer PKs eigene Anleihen-Regelwerke, die vielversprechend wirken, bestechend einfach sind und zudem aus ALM Sicht passen.

### CTAs als regelbasierte Alternative Anlage

Bevor wir zum Fazit kommen, sei erwähnt, dass regelbasierte Ansätze keinesfalls nur eine Erscheinung aus der traditionellen Long Only Welt sind. Den meisten CTAs, darunter auch eine Reihe der erfolgreichsten Anleger aller Zeiten, liegen nämlich auch zahlreiche systematische Handelsregeln beim Risikomanagement zugrunde. So gewichten z.B. eine Reihe von Trendfolger einzelne Märkte, in denen sie Trends entdeckten, entweder in

Abhängigkeit ihrer Volatilität (Risiko Parität) oder aber einfach gleich. Dies zeigt, dass regelbasierte Ansätze zur Gewichtung von Anlagen in Portfolios bisher auch in der alternativen Welt auf eine erfolgreiche Vergangenheit zurück blicken dürfen.

***Diverse erfolgreiche CTAs verlassen sich beim Risikomanagement und der Gewichtung von Anlagen im Portfolio auch auf regelbasierte Gewichtungen***

### Fazit

Das Hauptziel jedes institutionellen und wohl auch jedes privaten Anlegers liegt darin, nach Kosten eine attraktive Rendite zu erzielen. Transaktionskosten und Gebühren üben dabei nur einen unter vielen relevanten Einflüssen auf die erzielbaren Resultate aus. Daher lohnen sich vertiefte Gedanken, über kostengünstige, regelbasierte Ansätze bei den Aktienanlagen. Intuitiv und geprägt von der vielerorts leider immer noch einseitigen Information denken Anleger dabei oft nur an passive Investitionen in die omnipräsenten marktkapitalisierten Aktienindizes und ETFs. Wie in diesem Timeout dargestellt, gibt es aber noch eine Reihe anderer regelbasierter Gewichtungs-Ansätze, nach denen sich Anleger richten könnten bzw. dies bei CTAs und Anleihen bereits tun. Diese steigern nicht nur Renditen, sondern reduzieren vor allem die hohen Anlagerisiken, insbesondere dank ihrer geringeren Konzentration in einzelnen, momentum-getriebenen Titeln.

#### **SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

