



EURO STOXX® Multi Premia®

Whitepaper








September 2018

Einleitung

Renditetreiber der Aktienmärkte

Der klassische passive Anleger investiert statisch in eine einzige Renditequelle: den Markt. Jedoch existiert eine Vielzahl weiterer Renditequellen, sogenannte Faktoren. So hat beispielsweise der Nobelpreisträger Eugene Fama in einer seiner wichtigsten Arbeiten gezeigt, dass die Aktien von kleinen Unternehmen (Size-Faktor) oder günstig bewertete Aktien (Value-Faktor) den Markt systematisch schlagen und dadurch helfen, Renditeunterschiede zwischen Aktien mit unterschiedlichen Charakteristika besser zu erklären. Im klassischen passiven Ansatz finden diese Renditequellen jedoch kaum Berücksichtigung. Der Anleger investiert unbewusst und unsystematisch in einen Bruchteil der verfügbaren Treiber von Aktienrenditen und baut aufgrund der marktkapitalisierten Gewichtung während Blasenbildungen übermässige Exposures zu bestimmten Faktoren (z.B. Momentum) auf und weist systematische negative Exposures zu anderen Faktoren (z.B. Size) auf.

Die akademische Forschung hat in den letzten 30 Jahren weitere Faktoren identifiziert, die langfristig eine deutliche Überrendite erzielen können. Zu den inzwischen allgemein anerkannten Renditequellen zählen neben dem klassischen Markt-Faktor die Faktoren Value (günstige Titel), Size (kleine Titel), Momentum (systematische Trends), Residual Momentum (titelspezifische Trends), Reversal (Trendumkehr), Low Risk (sichere Titel) und Quality (profitable Titel).

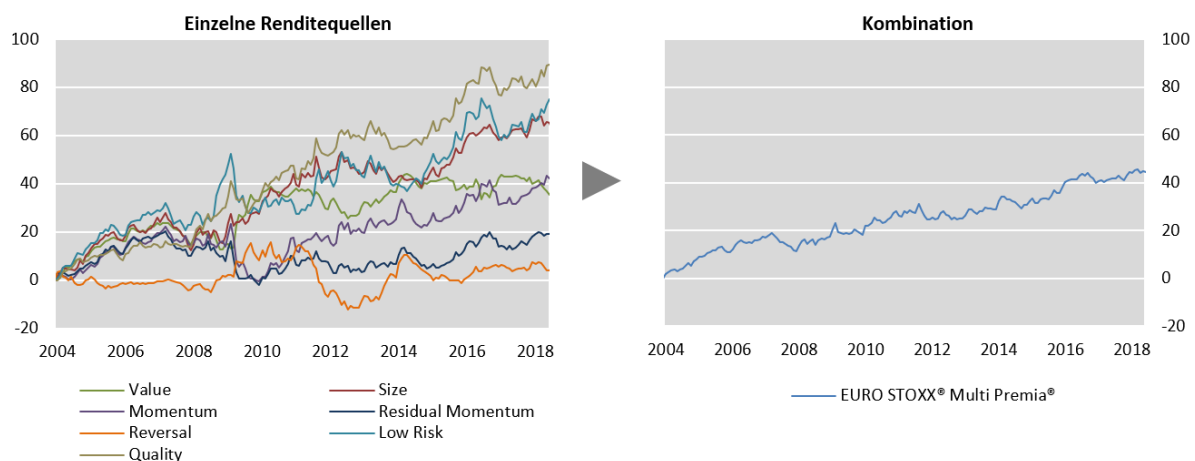
	Faktor	Kurzbeschreibung
	Value	Unterbewertete Titel erzielen langfristig eine Outperformance
	Size	Kleine Titel erzielen langfristig eine Outperformance
	Momentum	Titel, die in der näheren Vergangenheit outperformt haben, outperformen auch weiterhin
	Residual Momentum	Titel, die in der näheren Vergangenheit positive idiosynkratische Renditen aufwiesen, tun dies auch weiterhin
	Reversal	Titel, die in der früheren Vergangenheit underperformt haben, erholen sich nun
	Low Risk	Titel mit geringen Risiken erzielen langfristig eine risikoadjustierte Outperformance
	Quality	Sichere und profitable Unternehmen erzielen langfristig eine Outperformance

Grafik 1: Definitionen der Renditetreiber in Aktienmärkten.

Erst gemeinsam entfalten die Renditequellen ihre volle Antriebskraft

Jede einzelne dieser Renditequellen treibt langfristig die Portfoliorendite an. Jedoch schwanken die Faktorprämien stark über die Zeit und weisen unter Umständen langanhaltende und ausgeprägte Phasen der Underperformance auf. Ein Investment in einzelne Faktorprämien ist daher für die meisten Investoren keine valable Option.

Diese Problematik lässt sich durch die Eigenschaften der einzelnen Faktorprämien weitgehend beheben. Die verschiedenen Faktoren weisen variierende Renditen sowie tiefe Korrelationen auf, was ein starkes Diversifikationspotential mit sich bringt. Zudem haben Faktoren je nach Marktphase unterschiedliche Performance-Eigenschaften. So gelten beispielsweise Value und Reversal als antizyklische Faktoren, die von einer Trendumkehr profitieren, während Momentum und Residual Momentum generell als prozyklische Faktoren charakterisiert werden, die besonders in einem Bullenmarkt eine Outperformance aufweisen und in einer wirtschaftlichen Verlangsamung weniger gut laufen. Durch eine Kombination der einzelnen Renditequellen können die langen Underperformance-Phasen der einzelnen Faktoren vermieden werden. Mit Hilfe der Diversifikation über alle Faktorprämien hinweg wird die Outperformance robust und die Faktoren somit deutlich besser investierbar.



Grafik 2: Illustration des Diversifikationspotentials des EURO STOXX® Multi Premia® Ansatzes. Kumulative Outperformance der sieben long-only Faktoren (Abbildung links) und der kombinierten EURO STOXX® Multi Premia® Strategie (Abbildung rechts) gegenüber dem EURO STOXX®. Quelle: STOXX, Finreon Research. Zeitraum: 31.12.2003 – 31.07.2018.

Investitionsansatz des EURO STOXX® Multi Premia®

Der EURO STOXX® Multi Premia® Index kombiniert in einem systematischen Ansatz alle wichtigen Renditequellen des Aktienmarktes zu einer robusten Gesamtlösung. Neben der Aktienmarktpremie (allgemeines Aktienrisiko) können so auch die sieben zusätzlichen Faktorprämien systematisch erwirtschaftet werden. Die EURO STOXX® Multi Premia® Lösung erweitert somit den klassischen passiven Investitionsansatz in idealer Art und Weise. Die optimale Diversifikation innerhalb der Lösung stellt eine robuste Outperformance und einen reduzierten Tracking Error sicher.

Ein dreistufiger Portfoliokonstruktionsprozess

Der EURO STOXX® Multi Premia® Index folgt einem systematischen, dreistufigen Portfoliokonstruktionsprozess. In den ersten beiden Schritten (Einzeltitel-Selektion und -Gewichtung) erfolgt die Konstruktion der sieben Einzelfaktor-Portfolios. In einem dritten Schritt werden die Einzelfaktor-Portfolios zu einem diversifizierten Gesamtportfolio aggregiert.

1. Stufe: Titelselektion

Für jeden der sieben Faktoren werden die Titel des Universums auf charakteristische Eigenschaften untersucht. Beim relevanten Universum der Strategie handelt es sich um den EURO STOXX®, welcher ca. 300 Aktien beinhaltet. Dies stellt eine hohe Liquidität und eine gute Investierbarkeit der Strategie sicher. Die für die Beurteilung der Attraktivität der Aktien verwendeten Kennzahlen sind akademisch fundiert und breit anerkannt. Für jeden Faktor wird ein aggregierter Faktor-Score errechnet, der sich aus einem gewichteten Mittel standardisierter Einzelkennzahlen ergibt. Anhand des aggregierten Faktor-Scores wird für jedes der sieben Einzelfaktor-Portfolios das beste Drittel der Titel selektiert, welches in das entsprechende Portfolio aufgenommen wird.

Die erste Stufe des Portfoliokonstruktionsprozesses dient dazu, die angestrebten Faktor-Exposures aufzubauen, um das Renditepotential der Strategie zu optimieren.

2. Stufe: Titelgewichtung

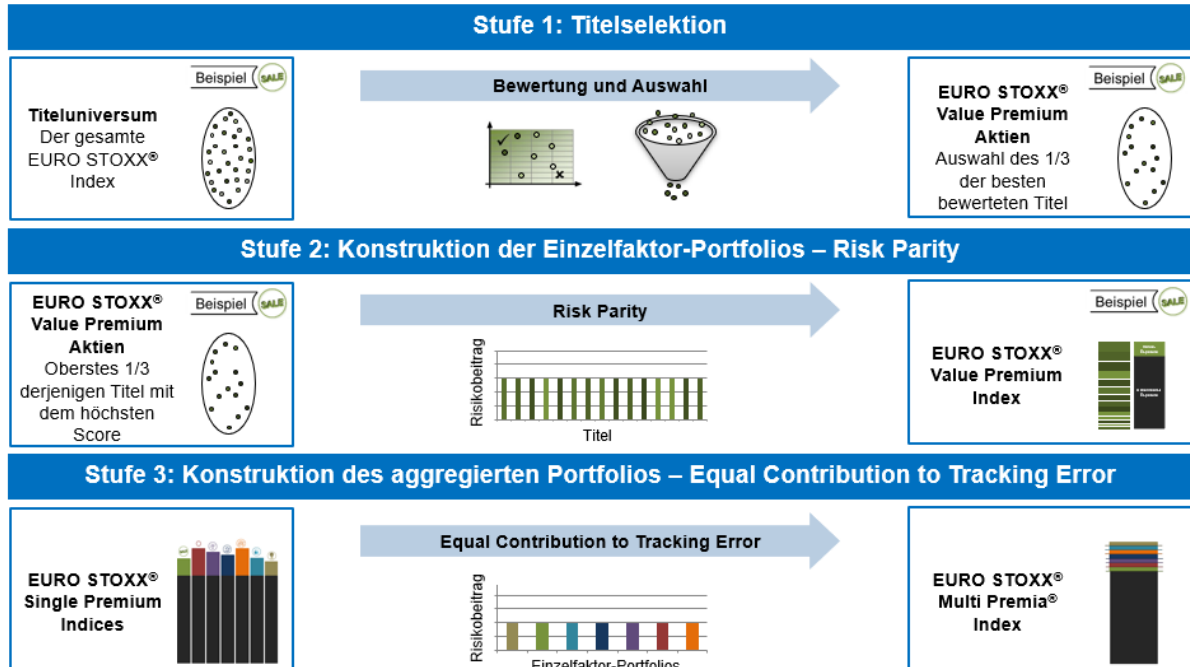
In einem nächsten Schritt wird die Gewichtung der selektierten Titel innerhalb der Einzelfaktor-Portfolios festgelegt. Die Gewichtung der Titel innerhalb der Einzelfaktor-Portfolios basiert auf einem Risikoparitätsansatz (Risk Parity), das heisst, jeder selektierte Titel trägt gleich viel zum Risiko des Einzelfaktor-Portfolios bei. Dies bewirkt, dass Titel mit einer geringeren Volatilität und/oder guten Korrelationseigenschaften ein höheres Gewicht im Einzelfaktor-Portfolio haben als solche mit hoher Volatilität und/oder schlechten Korrelationseigenschaften. Auf dieser Stufe werden auch Gewichtungsrestriktionen für Einzeltitel, sowie für Länder und Sektoren berücksichtigt. Der Turnover wird anhand einer Turnover-Kontrolle gesteuert.

Die zweite Stufe des Portfoliokonstruktionsprozesses dient dazu, Klumpenrisiken zu vermeiden und eine gute Risikodiversifikation zu erreichen.

3. Stufe: Gewichtung der Einzelfaktor-Portfolios.

Zuletzt werden die sieben Einzelfaktor-Portfolios zu einem Gesamtportfolio aggregiert. Dies geschieht anhand eines so genannten Equal Contribution to Tracking Error Ansatzes. Das Ziel dieses Ansatzes ist es, eine breite Diversifikation über alle sieben Faktoren sicherzustellen. Dabei werden die Gewichte der Einzelfaktor-Portfolios so festgelegt, dass jedes in gleichem Masse zum relativen Risiko (Tracking Error) des Gesamtportfolios beiträgt.

Die dritte Stufe des Portfoliokonstruktionsprozesses dient dazu, eine breite Diversifikation über die sieben Faktorprämien sicherzustellen und dadurch die relativen Risiken des Multi Premia® Portfolios im Vergleich zu den Einzelfaktor-Strategien deutlich zu reduzieren.



Grafik 3: Dreistufiger Portfoliokonstruktionsprozess des EURO STOXX® Multi Premia®.

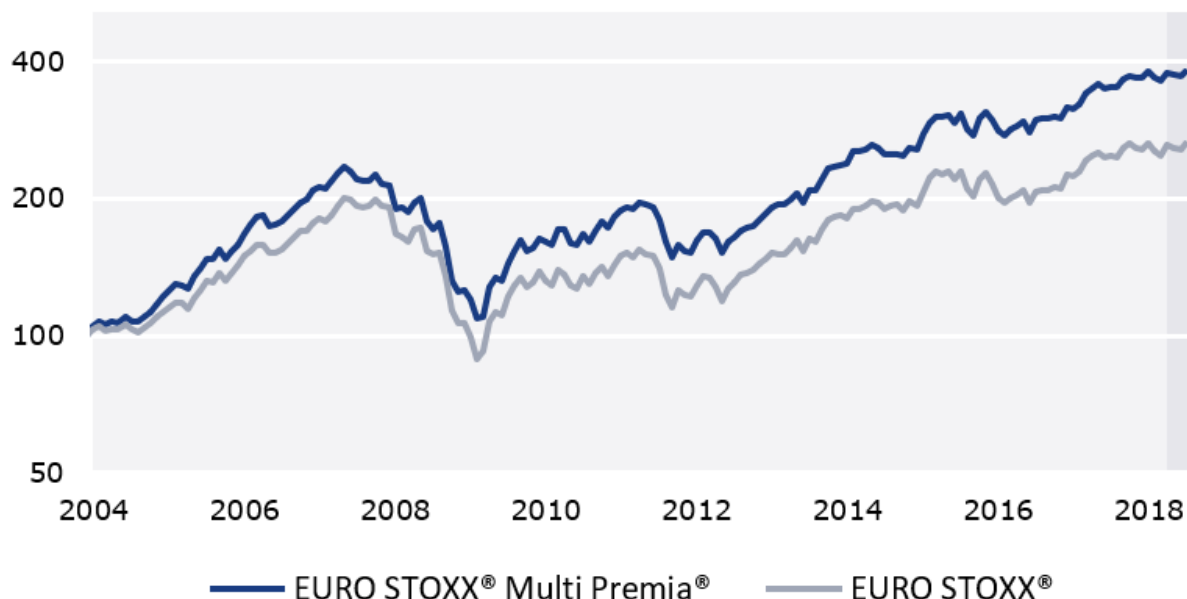
Robuste Outperformance des EURO STOXX® Multi Premia®

Der in der dritten Stufe des Portfoliokonstruktionsprozesses angestrebte Diversifikationseffekt spiegelt sich in der stabilen Outperformance des EURO STOXX® Multi Premia® gegenüber der Benchmark wider. Aus Renditesicht wird die durchschnittliche Faktorprämie erzielt, dies jedoch bei substantiell geringeren relativen Risiken und Drawdowns. So liegt der Tracking Error des EURO STOXX® Multi Premia® deutlich unter dem durchschnittlichen Tracking Error der EURO STOXX® Single Premium Indizes.

Dank der breiten Diversifikation über Faktorprämien und Einzeltitel hinweg, eignet sich der EURO STOXX® Multi Premia® deshalb als optimierte Kernanlage im Bereich „Aktien Eurozone“.

Die dem EURO STOXX® Multi Premia® zu Grunde liegende Multi Premia® Methodik wird bereits erfolgreich für andere Universen und Aktienbörsen in Form von offiziellen Indizes angewendet. Es handelt sich somit um einen erprobten Ansatz, welcher sich im Live Betrieb bewährt hat und einen positiven Track Record aufweist.








Wertentwicklung



Grafik 4: Wertentwicklung des EURO STOXX® Multi Premia® und des EURO STOXX® (Total Return). Quelle: STOXX, Finreon Research. Zeitraum: 31.12.2003 – 31.07.2018. Backtesting bis 04/2018.

Akademische Fundierung

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die wichtigsten wissenschaftlichen Artikel, auf welchen die Multi Premia® Methodologie basiert. Weitere Artikel sind auf der Finreon Website unter folgendem Link aufgeführt: <https://www.finreon.ch/de/fundierung-der-loesungen.html>

Faktor		Akademische Fundierung
	Value	Extrapolation Bias: Investoren schreiben die Vergangenheit fort. Somit unterschätzen sie Unternehmen, die in der Vergangenheit schlechte Renditen erzielt haben. (Lakonishok et al., 1994, <i>JoF</i>)
	Size	Unsicherheitsprämie (Ambiguität): Kleinunternehmen werden kaum von Analysten abgedeckt. Damit sind sie deutlich unbekannter und schwerer einzuschätzen, weshalb Investoren dafür mit einer Prämie entschädigt werden. (Banz, 1981, <i>JFE</i>)
	Momentum	Überreaktion von Investoren: Investoren gewichten neue Information über (und untergewichten damit bestehenden Informationen). Dadurch entstehen (vorhersagbare) zyklische Schwankungen um den fairen Wert eines Unternehmens. (De Bondt & Thaler, 1985, <i>JoF</i> / Daniel et al., 1998, <i>JoF</i>)
	Residual Momentum	Unterreaktion von Investoren: Investoren sind nicht aufmerksam genug, so dass firmenspezifische Informationen erst graduell im Aktienpreis Berücksichtigung finden. (Blitz et al., 2011, <i>JEF</i> ; Chang et al., 2018, <i>JEF</i>)
	Reversal	Mean Reversion: Auf die lange Sicht sind Aktienbewertungen an die Realwirtschaft gekoppelt und starke Abweichungen vom fundamentalen Wert werden durch neue Informationen zum tatsächlichen Geschäftsgang nach und nach korrigiert. (Poterba & Summers, 1988, <i>JFE</i>)
	Low Risk	Benchmark-Denken: Investoren orientieren sich an der Rendite der Benchmark. Defensivere Titel weisen einen massiven Tracking Error zur Benchmark auf und erzeugen für den Investor ein Reputationsrisiko. (Baker, M. et al., 2011, <i>FAJ</i>)
	Quality	Unterreaktion von Investoren: Investoren sind nicht aufmerksam genug und unterschätzen Unternehmen mit hoher Profitabilität, wogegen sie Unternehmen mit niedriger Profitabilität überschätzen. (Wang & Yu, 2013, <i>Working Paper</i> ; Lam et al., 2016, <i>Working Paper</i>)

Disclaimer

Diese Unterlagen und die darin enthaltenen Informationen sind nur für ausgewählte qualifizierte Investoren bestimmt und vertraulich. Sie dienen lediglich zu Informationszwecken. Die vorliegende Dokumentation stellt weder eine Entscheidungshilfe für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen, noch eine Offerte zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Allein aufgrund dieser Angaben dürfen keine Anlage- oder sonstige Entscheidungen gefällt werden. Anlagen in die beschriebenen Anlageprodukte sollten nur getätigt werden, nachdem der entsprechende Prospekt mit integriertem Fondsvertrag sowie der Jahres- bzw. Halbjahresbericht mit allen darin enthaltenen rechtlichen Basisinformationen ausführlich studiert wurde. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird in jedem Fall empfohlen. Obwohl Finreon bestrebt ist, den Inhalt dieses Dokuments korrekt und vollständig zu halten, wird keine Garantie für dessen Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit gegeben. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus diesen Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Der Name sowie das Produkt und die Methodik *Multi Premia*[®] sind geistiges Eigentum der Finreon und als solches geschützt. Eine Reproduktion oder eine Weiterverwendung ist nicht erlaubt. Historische Renditen sind keine Garantie für zukünftige Erträge.

STOXX Limited ("STOXX") ist die Herausgeberin des EURO STOXX[®] Multi Premia[®] Index und der darin enthaltenen Daten. STOXX ist in keiner Weise an der Erstellung dieses White Papers beteiligt und übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (weder bei Fahrlässigkeit noch anderweitig) - insbesondere für die Richtigkeit, Angemessenheit, Korrektheit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für irgendeinen Zweck - in Bezug auf gemeldete Informationen oder in Bezug auf Fehler, Auslassungen oder Unterbrechungen des EURO STOXX[®] Multi Premia[®] Index oder seiner Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weiterverbreitung solcher Informationen über STOXX ist untersagt.

Kontaktangaben



Finreon AG

Oberer Graben 3
CH-9000 St.Gallen
T: +41 71 230 08 06
info@finreon.ch
www.finreon.ch

Die Firma **Finreon** ist ein etablierter Spin-off der Universität St. Gallen und bietet kompetente und professionelle Dienstleistungen im Bereich Asset Management und Finance an.

Unsere Konzepte basieren auf einer langjährigen Praxiserfahrung, kombiniert mit den neusten Erkenntnissen der Finanzmarkttheorie

CEO:
Dr. Ralf Seiz
Lehrbeauftragter
Universität St.Gallen